



## اوراق بدهی، ابزاری برای تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت (با تاکید بر اسناد خزانه اسلامی)

سیدمحمد رضا احمدی<sup>۱</sup>

محمدحسین مهدوی عادل<sup>۲</sup>

محمدطاهر احمدی شادمهری<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۹/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۷/۲۸

### چکیده

رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری در گرو سرمایه گذاری هدفدار و مدیریت شده می‌باشد، یکی از بخشهای مهم اقتصاد ایران صنعت نفت است که به صورت پیوسته به سرمایه گذاری های اساسی نیاز دارد تا بتواند با توجه به شرایط اقتصادی داخلی و بین المللی، به فعالیت خود ادامه دهد و روشن است که سرمایه گذاری نیز خود نیازمند تأمین مالی و استفاده از ابزارهای مناسب آن می باشد. بازار بدهی، یکی از مهمترین و موثرترین اجزاء نظام‌های اقتصادی و مالی نوین است به نحوی که به جرات می‌توان مدعی بود که هم نظریه اقتصادی و هم تجربه کشورهای مختلف توسعه یافته و در حال توسعه در چند دهه اخیر، نشان می‌دهد دست‌یابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان‌پذیر نیست.

با توجه به شرایط ایران که نیازمند توجه کافی به بدهی های دولت از یک سو و حمایت از شریان درآمدزایی کشور (فروش انرژی) از سوی دیگر دارد می‌بایست هدایت منبع مالی به سمت پروژه های صنعت نفت در کانون توجه قرار گیرد تا بتوان با توسعه اینگونه منابع توان تولیدی و

۱- دانشجوی دکتری علوم اقتصادی پردیس بین الملل دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

۲- استاد اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول) mh-mahdavi@um.ac.ir

۳- دانشیار اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

ثروت افزایی کشور را تقویت نمود. مقاله پیش‌رو با استفاده از روش کتابخانه‌ای- توصیفی سعی در ترسیم راه حل مناسب تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت می‌باشد. یکی از ابزارهای تامین مالی در بازار بدهی، استفاده از اسناد خزانه می‌باشد. در این تحقیق روند استفاده از اسناد خزانه جهت تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت بیان شده است. نتایج نشان می‌دهد استفاده از روش ترسیمی این تحقیق به کاهش حجم بدهی‌های دولت کمک می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** ابزارهای مالی، اوراق بدهی، اسناد خزانه، صنعت نفت.

**طبقه بندی JEL:** Z12, E44, E62, G24

## ۱- مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری‌های مولد از ضرورت‌های توسعه پایدار کشور به حساب می‌آید. برای این منظور می‌بایست منابع مالی متناسب با سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز بخش‌های مختلف اقتصادی فراهم گردد. صنعت نفت به دلیل درآمدزایی از یک سو و تامین منابع انرژی از سوی دیگر همواره رکن اصلی تصمیم‌سازی برای دیگر بخش‌های اقتصادی بوده است. صنعت نفت صورت پیوسته به سرمایه‌گذاری‌های اساسی نیاز دارد تا بتواند با توجه به شرایط اقتصادی داخلی و بین‌المللی، به فعالیت خود ادامه دهد و روشن است که سرمایه‌گذاری نیز خود نیازمند تأمین مالی و استفاده از ابزارهای مناسب آن می‌باشد (موسویان و همکاران، ۱۳۸۹)

تأمین مالی پروژه‌های نفتی در کشورهای در حال توسعه، طی سه دوره قابل تفکیک تکامل یافته است: قبل از دهه ۱۹۷۰ بیشتر پروژه‌های نفتی توسط شرکت‌های نفتی بین‌المللی تأمین مالی می‌شدند. در دهه ۱۹۷۰ و ابتدای دهه ۱۹۸۰ علاوه بر شرکت‌ها، دولت کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت شروع به ایفای نقشی برجسته در بخش نفت نمودند. امروزه شرکت‌های نفتی ملی و بین‌المللی به دلیل افزایش قیمت نفت (طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶) در شرایط مالی بهتری قرار گرفته‌اند. به رغم اینکه شرکت‌های نفتی بین‌المللی و دولت‌ها از پروژه‌های نفتی حمایت می‌کنند و یا برای آن‌ها منابع مالی فراهم می‌نمایند، اما طیف متنوعی از ابزار جدید برای تأمین سرمایه این پروژه‌ها به کار گرفته می‌شود. (فتحی و همکاران، ۱۳۹۳)

یکی از این ابزارها، بازار بدهی است. بازار بدهی در کنار بازار سهام و بازار مشتقات سه رکن اصلی بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند که هدف این بازار، ایجاد مکانیزمی برای تامین مالی کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت مخارج بخش خصوصی و دولتی است. بازار بدهی یا اوراق قرضه بازاری است که در آن برگه‌های بدهی (قرضه) یا اسناد با مبلغ سود ثابت داد و ستد می‌شوند. بازارهای بدهی، برای تامین مالی شرکت‌های بزرگ و با حجم دارایی‌های فیزیکی بالی مناسب‌ترین گزینه هستند. دلیل تمایز این بازارها، امکان استفاده از دارایی‌های ملموس و فیزیکی به عنوان وثیقه است که در تامین مالی چه از طریق بازار بدهی و چه از طریق نظام بانکی نقش مهمی دارد و از این جهت، وجه مشترک بازار بدهی و نظام بانکی است. یکی از ابزارهای بازار بدهی، اسناد خزانه می‌باشد که به عنوان ابزاری با ریسک سرمایه‌گذاری اندک (به پشتوانه دولتی بودن) می‌تواند ابزاری قدرتمند در جهت تامین بدهی‌های دولت در فاز کوتاه مدت (با تاکید بر خاصیت ضد تورمی) و تامین مالی پروژه‌های بالادستی در صنعت نفت و گاز در دوره‌های بلندمدت عمل نماید و همچنین انتشار این اوراق در دو شکل ریالی و ارزی با تاکید بر تدوین نرخ موثر و اسمی مطلوب جهت سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از دیگر مزایای استفاده از این ابزار مالی می‌باشد.

در مقاله پیش‌رو با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی-تحلیلی، به دنبال اثبات این فرضیه هستیم که می‌توان بر پایه اوراق بدهی با تاکید بر اسناد خزانه، ابزاری با ریسک سرمایه-گذاری اندک برای تامین مالی پروژه‌های نفتی طراحی کرد. برای این منظور ابتدا ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق مرور شده؛ سپس با بیان انواع روش‌های تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت، مدل-های عملیاتی بررسی شده و سرانجام با ارائه راهکاری به حل مشکل تامین مالی این پروژه‌ها پرداخته شده است.

## ۲- ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

اوراق بهادار، اسنادی هستند که درآمد یا دارایی آتی قرض دهندگان را گواهی می‌کنند و همچنین تعهداتی را که برای افراد یا بنگاه‌های منتشرکننده این اوراق (ناشران) نشان می‌دهد. این اوراق از منظر اینکه گواهی مالکیت دارنده آن نشان دهنده مشارکت دارنده گواهی در سود و زیان ناشر است یا تنها سند مؤید بدهی است، به اوراق بدهی (مانند اوراق قرضه) و اوراق دارایی (مانند سهام) تقسیم می‌شود.

اوراق بدهی، توافقی قراردادی است که ضمن آن قرض گیرنده تعهد می‌کند تا به دارنده این اوراق (بازار مالی) مقدار مشخصی دارایی (بیشتر در قالب پول) در دوره‌های زمانی مشخص (بهره و پرداختهای اصلی) پرداخت کند. سررسید ابزارهای بدهی تا یک زمان مشخص (تاریخ سررسید) تعداد سالها از زمان ایجاد بدهی تا زمان پایان مدت تعهد است. ابزارهای مالی را با توجه به تاریخ سررسید آنها به کوتاه مدت (در صورتیکه سررسید یک سال و کمتر باشد) و بلندمدت (در صورتیکه سررسید بیشتر از یک سال باشد) تقسیم بندی کرده اند. در مقابل ابزارهای بدهی، اوراق دارایی وجود دارند که نشان دهنده شریک بودن دارنده آن در درآمد خالص (درآمد پس از هزینه ها و مالیات) و دارایی یک بنگاه یا واحد اقتصادی است. اوراق دارایی اغلب پرداختهای دوره‌ای (سود قابل تقسیم) را برای دارندگان آنها فراهم می‌کنند و همه آنها در زمره اوراق بلندمدت جای می‌گیرند زیرا تاریخ سررسید معینی ندارند. از منظر دیگر و با توجه به اوراقی که در بازار مبادله می‌شود، می‌توان بازارهای مالی را به بازار پول و بازار سرمایه تقسیم کرد. به دلیل اینکه ابزارهای بدهی که در بازار پول مبادله می‌شوند کوتاه مدت هستند، حداقل نوسان قیمت را دارند و حداقل ریسک متوجه آنان است.

ایجاد بازار بدهی در هر اقتصادی می‌تواند منافع گوناگون به همراه داشته باشد که برخی از مهمترین آنها عبارت‌اند:

- کمک به کشف قیمت منابع به صورت غیردستوری بر اساس ریسک، بازده و سررسید اوراق

- کمک به اعمال سیاست‌های مالی توسط دولت
- کمک به اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی
- 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 رقیب
- بهبود شفافیت در بازارهای مالی
- ایجاد تنوع در بازارهای مالی
- کاهش فشار بر شبکه بانکی و بانک مرکزی جهت تامین مالی
- کمک به کشف منحنی بازده (Yield Curve) بازارهای پول و سرمایه

مواردی که ذکر شد، در واقع مهمترین کارکردهای بازار بدهی هستند و می‌توان تاکید کرد که در صورت نبود بازار بدهی، سایر بازارهای مالی نمی‌توانند این کارکردها را به شیوه صحیح اجرائی کنند. به عنوان مثال، نقش بازار بدهی در تامین مالی نیازهای دولت و مدیریت بدهی‌های دولتی بسیار اساسی است. در واقع دولت می‌تواند با کمک این بازار نیازهای مالی خود را به صورت مستقیم از بازار تامین مالی کند. همان طور که می‌تواند با انتشار اوراق جدید، بدهی‌های گذشته خود را تسویه کرده و از این طریق بدهی‌های گذشته را به آینده منتقل کند (مدیریت بدهی‌ها).

همچنین، سیاست‌گذار پولی می‌تواند از بازار بدهی جهت اجرای عملیات بازار باز استفاده کند. در واقع بانک مرکزی می‌تواند با خرید اوراق بدهی، نسبت به اعمال سیاست‌های پولی انبساطی اقدام کرده و با فروش اوراق در موارد لزوم، سیاست‌های انقباضی را به اجرا بگذارد. این در حالی است که در صورت نبود بازار بدهی با عمق کافی، بانک مرکزی مجبور خواهد بود تا با انتشار مستقیم اوراق بانک مرکزی، سیاست‌های پولی مورد نظر خود را اعمال کند. این روش در مقایسه با روش قبل، هزینه‌های بسیاری را در زمینه انتشار اوراق، بازاریابی اوراق، پرداخت سود اوراق، بازخرید اوراق در سررسید و غیره، به بانک مرکزی تحمیل خواهد کرد و پرداخت این هزینه‌ها، سیاست‌گذاری پولی را با مشکل مواجه خواهد کرد.

اکثر اقتصادهای نوظهورمانند مالزی، برزیل و کره جنوبی از سال ۱۹۹۷ به سوی راه اندازی بازار استقرایی و انتشار این اوراق متمایل شده اند. طی سال های ۱۹۹۷-۱۹۹۸، تجربه بحران بانکی کشورهای آسیای جنوب شرقی نشان داد عدم تنوع در نهادهای واسطه گری مالی باعث تشدید و طولانی شدن بحران می شود. در صورت اختلال کانال های اصلی واسطه گری مالی در یک اقتصاد، وجود مسیر های دیگر (غیر از سیستم بانکی) برای تبدیل پس انداز ها به سرمایه‌های قابل استفاده از

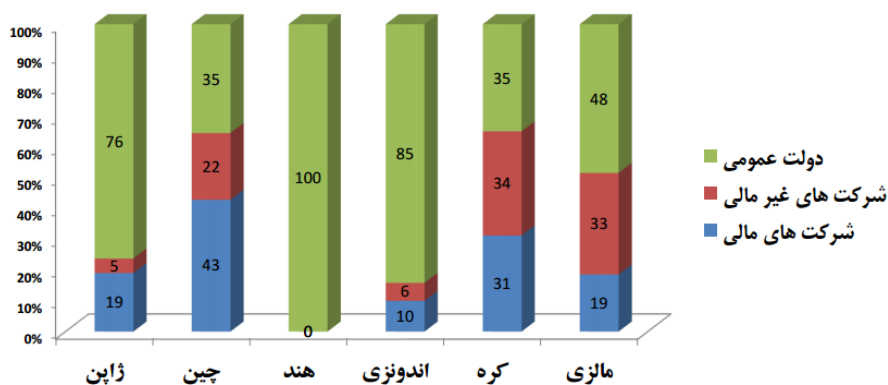
گسترش بحران جلوگیری می‌کند. اهمیت بازار اوراق استقراضی به عنوان یکی از منابع تامین مالی در سال های پس از بحران اقتصادی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ و کند شدن رشد اقتصادی کشورها افزایش یافت. دلیل این امر تکیه کمتر شرکت ها به سیستم بانکی برای تامین منابع مورد نیاز خود و همچنین افزایش استقراض دولت ها بود.

جدول ۱. ارزش اوراق بدهی داخلی کشورهای منتخب به تفکیک بخش های در سال ۲۰۱۵ (میلیارد دلار)

کشور	دولت عمومی	شرکت های غیرمالی	شرکت های مالی	مجموع
ژاپن	۸۳۵۷	۵۱۸	۲۰۸۸	۱۰۹۶۴
چین	۱۶۷۱	۱۰۲۴	۲۰۲۳	۴۷۱۸
کره	۵۰۵	۴۹۱	۴۵۳	۱۴۴۹
هند	۷۰۴	۰	۰	۷۰۴
مالزی	۱۵۱	۱۰۳	۵۸	۳۱۲
اندونزی	۱۰۱	۷	۱۲	۱۱۹

منبع: "Summary of Debt Securities Outstandings". Bank for International Settlements

جدول ۲. سهم بخش های مختلف از اوراق بدهی داخل کشورهای منتخب در سال ۲۰۱۵ (درصد)



منبع: "Summary of Debt Securities Outstandings". Bank for International Settlements

جدول ۳. ارزش اوراق بدهی بین المللی کشورهای منتخب در سال ۲۰۱۵ (میلیارد دلار)

شرح	دولت عمومی	شرکت های غیر مالی	شرکت های مالی		مجموع
			بانک ها	کل	
کل کشورها	۱۵۶۱	۲۹۰۶	۶۵۳۸	۱۴۹۷۳	۲۰۸۶۹
انگلستان	۲۲	۳۶۱	۱۳۹۰	۲۷۰۴	۳۰۹۵
آمریکا	۴	۳۸۵	۵۲۹	۱۷۴۰	۲۱۲۹
ژاپن	۵	۴۶	۱۴۱	۱۸۹	۲۴۱
چین	۱۵	۱۰	۳۸	۵۰	۷۶
هند	۱۹	۱۹	۷	۱۰	۲۹
اندونزی	۴۲	۱۳	۲	۱۱	۶۵
کره	۶	۵۵	۹۷	۱۱۴	۱۷۵
مالزی	۴	۳	۱۲	۳۵	۴۳

منبع: "Summary of Debt Securities Outstandings". Bank for International Settlements

همانطور که ملاحظه می گردد، بیشترین سهم از اوراق بدهی بین المللی مربوط به کشورهای انگلستان با سهم ۱۴/۸ درصدی و آمریکا با سهم ۱۰/۲ درصدی است. به طور متوسط بیشترین اوراق بدهی بین المللی در جهان توسط شرکت های مالی (به جز بانک ها) منتشر می شود. در میان کشورهای منتخب جداول فوق، تنها در کشور اندونزی بیشترین اوراق بدهی بین المللی توسط دولت عمومی منتشر می شود. در اغلب این کشورها، شرکت های مالی در انتشار اوراق بدهی پیش-رو هستند.

در خصوصات پیشینه تحقیق نیز می توان به موارد ذیل اشاره کرد:

هریکورت<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)، در تحقیقی به بررسی روش و قاعده تخصیص ریسک در فاینانس پروژه پرداخته اند، آن ها فاینانس پروژه را یک تعهد تقسیم ریسک دانسته و معتقدند در صورت تعارض در این قرارداد، تخصیص نامناسب ریسک روی خواهد داد. نتیجه این تحقیق، یک هند بوک در راستای توسعه مفهوم فاینانس پروژه از تئوری تا عمل می باشد.

ارنست و یوانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی تحقیقات انجام شده بین سال های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ با چهار موضوع اصلی زیر پرداخته است:

- (۱) ترتیبات قراردادی و چهار چوب قانونی تأمین مالی پروژه
- (۲) اندازه گیری ریسک پروژه و روش های انتخاب پروژه
- (۳) جهانی شدن توسعه پروژه و ارتباط آن با بخش عمومی و خصوصی
- (۴) پروژه های توسعه بخش انرژی.

گتی<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) معتقدند از لحاظ ساختاری، تأمین مالی پروژه‌های انرژی تحت قراردادهای بلندمدت صورت (TOB) زیادی از طریق ساخت، مالکیت و انتقال می‌پذیرد. این پروژه‌ها تا حد زیادی منعکس کننده تخصیص عقلانی ریسک میان شرکت کنندگان دولتی و خصوصی می‌باشند. تأمین کنندگان مالی خصوصی و وام دهندگان به طور کلی فرض خطرات برای تکمیل و عملکرد پروژه را در نظر دارند.

دولت‌ها تقریباً در تمام پروژه‌هایی که عمدتاً در مناطق تحت کنترل خویش دارند ریسک‌های گسترده‌ای را (مانند عملکرد واحد، تبدیل ارز، هزینه‌های سوخت، تورم و تحولات سیاسی) در نظر می‌گیرند.

گروپر<sup>۴</sup> (۲۰۱۲)، در تحقیقی به تأثیر ریسک سیاسی بر میزان مشارکت بانک‌ها در وام دهی جهت تأمین مالی پروژه پرداخته و نتیجه گرفتند در شرایط وجود ریسک سیاسی، دریافت وام جهت تأمین مالی افزایش می‌یابد. نتیجه دیگر این تحقیق این است که نه تنها قوانین بلکه ریسک سیاسی نیز بر قراردادهای دریافت وام تأثیر می‌گذارد. با در نظر گرفتن دو متغیر قانون و ریسک سیاسی، بررسی‌های این تحقیق نشان داد که ریسک سیاسی نسبت به قانون نفوذ بیشتری در تأمین مالی پروژه دارد.

خزائنی و احمدی (۱۳۸۴)، بیان میکنند، به رغم جذابیت بالقوه بالای کشور، سرمایه‌گذاران خارجی به سرمایه‌گذاری در ایران علاقه ندارند و دلایل آن را در دو عامل عدم امکان استفاده از قراردادهایی بین‌المللی در کشور به دلایل محدودیتهای قانونی و ریسک‌های سرمایه‌گذار خلاصه کرده است.

اصیلی و همکاران (۱۳۸۷)، به مطالعه اجمالی انواع روش‌های قراردادی در زمینه توسعه میادین نفتی و بررسی ساختار مالی آنها برای تأثیر نوسانهای قیمت نفت در دریافتی طرفین قرارداد در دو نوع قرارداد خدماتی بیع متقابل و مشارکت در تولید، پرداخته است. بررسی‌های وی نشان می‌دهد که قراردادهای خدماتی بیع متقابل در شرایطی که قیمت‌های جهانی نفت بسیار پایین هستند، برای پیمانکار جذابیت داشته و در شرایط انتظار افزایش قیمت‌های جهانی نفت، انتخاب گزینه قراردادی مشارکت در تولید ارجحیت دارد.

اسلامی و اسمعیلی (۱۳۸۸)، در مقاله‌ای به بررسی ابعاد حقوقی ساختار قراردادهای بیع متقابل پرداخته و ضرورت جذب شرکت‌های نفتی خارجی برای حفظ سطح تولید فعلی و همچنین افزایش آن به میزان مقرر در برنامه چهارم توسعه اقتصادی را یادآور شده است.

واحدی و خانی (۱۳۸۹)، با هدف شناسایی و ارزیابی روش‌های تأمین مالی خارجی صنعت نفت (شامل یوژانس، فایناس، وام‌های تضمینی، خطوط اعتباری سرمایه‌گذاری مستقیم، ساخت،



مالکیت و انتقال و همچنین بیع متقابل) را با سه معیار ریسک، هزینه سرمایه و مجموع ریسک و هزینه سرمایه با روش تحلیل سلسله مراتبی ارزیابی و مقایسه نموده اند. در نتایج حاصل از رتبه بندی روش های مورد مطالعه (AHP) خطوط اعتباری، وام های تضمینی اعتباری، فاینانس، FD، BOT، به ترتیب، بیع متقابل و یوزانس تعیین گردید.

موسویان و خادم الحسینی (۱۳۹۱)، کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی و سرمایه گذاری های بخش نفت و گاز را مورد بررسی قرار داده اند. یافته های پژوهش نشان می دهد که شرکت ملی نفت ایران می تواند از ابزارهایی چون صکوک اجاره، استصناع و سلف، در سبد تأمین مالی بخش بالادستی نفت استفاده نماید. همچنین پیمانکاران عمومی نیز می توانند از صکوک، اجاره و استصناع در رویکردهای برای تأمین مالی پروژه های (EPCF) طراحی و مهندسی، تأمین، ساخت و تأمین مالی خود استفاده کنند.

زندیه و زندیه (۱۳۹۳)، به بررسی درآمدهای ارزی کشور اعم از نفتی و غیر نفتی طی سال های اخیر پرداخته اند. آن ها در دسته بندی منابع، اختصاص منابع غیرقطعی به بخش بالادستی صنعت نفت و استفاده از بیع متقابل، فاینانس و ... را برای توسعه صنعت نفت و بخش زیربنایی کشور صحیح ندانسته و پیشنهاد نموده اند در شرایط حاضر باید منابع نفتی، صرف توسعه صنعت نفت، طرح های زیربنایی، زیرساخت ها و مسائل بلندمدت گردد.

حسینی و قبادی (۱۳۹۴)، با بررسی روش های تأمین مالی مورد استفاده در پروژه های حوزه انرژی و با بهره گیری از نظر خبرگان نسبت به انتخاب روش های تأمین مالی مناسب برای پروژه های پالایشگاهی ایران با استفاده از روش تصمیم گیری تاپسیس اقدام نموده اند. روش های تأمین مالی مناسب و قابل استفاده پانزده روش بوده که در نهایت روش های مشارکت در سود، TOB و مشارکت در تولید به ترتیب به عنوان روش های برتر مشخص شده اند.

ذاکرنیا و حبیب الهی (۱۳۹۵)، با تحلیل آماری پنج نوع قرارداد نفتی نتیجه گرفت که قرارداد امتیازی منسوخ، قرارداد تأمین مالی از منابع دولتی غیرکارا و روش مشارکت در تولید، باید با توجه به شرایط و مقررات کشور اصلاح گردد. ضمن اینکه در شرایط تحریم، تأمین منابع توسط دولت و صندوق توسعه ملی برای پیمانکاران و سازندگان داخلی می تواند بخشی از نیازهای سرمایه گذاری در صنعت نفت و گاز را مرتفع سازد.

در پایان لازم به ذکر است که علی رغم منافع قابل توجه بازار بدهی و اینکه کارکردهای این بازار بی بدیل است و سایر بازارها نمی توانند آن ها را انجام دهند، بازار بدهی کشور از عمق کافی برخوردار نیست. در واقع، عمق پائین بازار بدهی کشور باعث شده این بازار نتواند به نیازهای

ذینفعان نظام مالی به شیوه صحیح پاسخ دهد. این مسئله ضرورت تعمیق بازار و متنوع‌سازی ابزارهای موجود در آن بر اساس ریسک، بازده و سررسید را مطرح می‌کند.

### برخی ایرادات شکلی و محتوایی به توسعه بازار بدهی در ایران

یکی از استدلال‌هایی مخالفان بازار بدهی، عدم کشش اقتصاد ایران برای عرضه بیشتر اوراق در این بازار است. در واقع، توسعه بالای بازار بدهی را ویژه اقتصادهای توسعه‌یافته و بزرگ می‌دانند. این در حالی است که بر اساس تحقیق بانک تسویه بین‌المللی (BIS) رابطه مثبتی میان رشد اقتصادی کشورهای نوظهور و توسعه بازار بدهی این کشورها وجود دارد. به عبارت دیگر، بخش‌های عمومی و خصوصی در این کشورها همزمان با افزایش تولیدات خود تمایل بیشتری به فعالیت در بازار بدهی محلی برای تامین مالی مورد نیاز خود پیدا می‌کنند. از سوی دیگر، یک بازار بدهی توسعه‌یافته ضمن افزایش کارایی اقتصادی، آسیب‌پذیری کشورها به بحران‌های مالی را کاهش داده یا موجب تخفیف در اثرات این نوع بحران‌ها می‌شود؛ چراکه این بازارها هنگام کمبود منابع بانکی در واقع یک بازار جایگزین برای تامین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شوند.

همان‌طور که اشاره شد روندهای جهانی توسعه بازار بدهی نشان می‌دهد که اکثر اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، چین و کره جنوبی نیز از سال ۱۹۹۷ (بحبوحه بحران مالی کشورهای آسیایی) به سوی توسعه بازار بدهی و انتشار اوراق بدهی متمایل شده‌اند. بنابراین ارتباط مستقیمی میان رشد اقتصادی این کشورها و توسعه بازار بدهی به وجود آمده است.

بورس اوراق بهادار کره جنوبی، در سال ۱۹۵۳ در این کشور راه‌اندازی شد. در تاریخ ۱۹ ژانویه ۲۰۰۵ براساس قانون شماره ۷۱۱۲ دولت کره جنوبی سه بورس این کشور شامل بورس اوراق بهادار، بورس فیوچرز و بورس کوسدک با هم ادغام شدند و بورس کره را تشکیل دادند. آغاز توسعه بازار بدهی این کشور نیز به سال‌های ۱۹۹۷ باز می‌گردد. این کشور در این مدت توانست بازار بدهی خود را به شکل مناسبی توسعه دهد؛ به طوری که حجم اوراق بدهی کره جنوبی تا پایان مارس ۲۰۱۶ میلادی بیش از ۱۶۰۰ میلیارد دلار بوده است. در این کشور، بازار بدهی بیشترین سهم را از بازارهای مالی در اختیار دارد و بعد از آن بازارهای سهام و پول در مراتب بعدی قرار می‌گیرند. همچنین حدود یک‌سوم از بازار بدهی این کشور برای تامین مالی شرکتی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در چین نیز در سال ۱۹۹۰ میلادی شاهد آغاز به کار بورس شانگهای (یکی از دو بورس مستقل این کشور) بودیم. بورس شانگهای از حیث ارزش بازار ششمین بورس بزرگ جهان است. دیگر بورس چین، شنزن نام دارد که در سال ۱۹۹۱ (یک سال پس از بورس شانگهای) آغاز به کار

کرد. مانده اوراق بدهی منتشرشده از سوی چین نیز تا پایان مارس ۲۰۱۶ میلادی، حدود ۷۹۰۰ میلیارد دلار است که سهم تامین مالی شرکت‌ها ۲۲ درصد است.

بورس مالزی، در سال ۱۹۶۴ میلادی به‌طور مستقل، فعالیت خود را آغاز کرد. در سال ۲۰۱۳ ارزش بازار سرمایه صاحبان سهام ۹۸۶ شرکت فهرست شده در بورس مالزی، معادل ۳۲۵ میلیارد دلار برآورد شد. بازار بدهی این کشور نیز همچون دیگر اقتصادهای نوظهور در دهه ۱۹۷۰ پایه‌گذاری شد. در این دهه دولت مالزی از این اوراق به منظور تامین مالی بودجه عظیم خود استفاده می‌کرد. به دنبال بحران مالی آسیا و افزایش شدید تقاضای تسهیلات بانکی، دولت با انگیزه تامین مالی کسری بودجه دولت و ایجاد منابع جایگزین برای تامین مالی بخش خصوصی با پوشش ریسک، به فکر توسعه بازار بدهی افتاد. بر این اساس این اقتصاد نوظهور طی ۱۵ سال توانست به دستاوردهای مهمی در توسعه بازارهای بدهی دست یابد. از جمله این دستاوردها می‌توان به توسعه صکوک اسلامی در این کشور اشاره کرد که علاوه بر تقویت بازار بدهی، مالزی را به الگویی در میان کشورهای اسلامی بدل کرد (در حال حاضر مالزی بیشترین سهم را در بازار صکوک جهان به خود اختصاص داده و اولین کشوری است که اقدام به انتشار صکوک بین‌المللی کرده است). این کشور در حال حاضر در مجموع ۳۴۴ میلیارد دلار اوراق بدهی (عمدتاً اوراق اسلامی) در اختیار دارد. نگاهی به روند توسعه بازار بدهی در این کشور خالی از لطف نیست. در سال ۲۰۰۰ میلادی، کشور مالزی ۳۸ میلیارد دلار اوراق صکوک مشارکتی منتشر کرد که از این میزان، حدود ۷۹ درصد اوراق عادی و تنها ۲۱ درصد آن اوراق اسلامی بودند. در سال ۲۰۰۱ این نسبت به ۷۳ درصد اوراق عادی و ۲۷ درصد اوراق اسلامی تغییر کرد. این روند در سال‌های بعد نیز تداوم یافت تا اینکه در سال ۲۰۰۹ از ۷۱ میلیارد دلار اوراق صادر شده از سوی مالزی، سهم اوراق عادی به ۴۳ درصد و سهم اوراق اسلامی به ۵۷ درصد رسید که حکایت از افزایش چشمگیر این اوراق اسلامی و تقاضای روزافزون آن در کشور مذکور دارد. بر اساس آخرین آمار در دسترس، حجم اوراق بدهی مالزی تا پایان مارس ۲۰۱۶ میلادی به ۳۴۴ میلیارد دلار رسیده است. در مجموع این سه کشور (کره جنوبی، چین و مالزی) جمعاً ۷۲ درصد از کل بازار بدهی کشورهای نوظهور را به خود اختصاص دادند.

انتقاد دیگر عدم انطباق نرخ اوراق در این بازار با نرخ سود بانک‌ها می‌باشد. توسعه این بازار تامین مالی شرکت‌ها را سخت‌تر و نقدینگی دیگر بازارها را جذب بازار بدهی می‌کند. از طرفی نیز نرخ بالای این اوراق را مانعی برای رونق گرفتن معاملات بازار سهام می‌داند. در نگاه اول شاید نقد مطرح شده از سوی این افراد منطقی ارزیابی شود اما نباید اوراق بدهی را با اوراق مشارکت یکسان فرض کرد. اوراق مشارکت دارای سود ثابتی بوده و دارندگان این اوراق ریسکی را متحمل نمی‌شوند.

اوراق مرابحه و اوراق اجاره اما از تحولات کلان اقتصادی تاثیر پذیرفته و نرخ ثابتی ندارند. به عنوان مثال با کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق مورد بررسی افزایش یافته در نتیجه شاهد کاهش نرخ سود آنها خواهیم بود. به عبارت دیگر این ساز و کار بازار است که نرخ بازدهی اوراق بدهی را تعیین می‌کند.

یادآوری این نکته نیز ضروری است که سهم اوراق بدهی موجود در کشورمان بسیار کوچک‌تر از آن است که هنوز بخواهد تعیین‌کننده نرخ بهره در اقتصاد باشد. در واقع این نرخ سود بین بانکی است که با سهمی بسیار بالاتر، نرخ سود سایر بازارها را تعیین می‌کند. بنابراین، نرخ سود بازار بدهی به نوعی معلول فضای اقتصاد کلان است و نه علت آن. از سوی دیگر، بررسی‌های «دنیای اقتصاد» نشان می‌دهد حجم بالایی از انباشت تقاضا برای این اوراق از سوی صندوق‌های درآمد ثابت وجود دارد.

دولتی بودن اوراق بدهی منتشره در بازار و بی‌بهره ماندن بخش خصوصی اقتصاد از موضوعات دیگر مورد توجه می‌باشد. این در حالی است که نگاهی به آخرین آمار اوراق منتشر شده در بورس و فرابورس حاکی از سهم تقریباً یکسان بخش دولتی و غیردولتی از این اوراق است. در حال حاضر ۹۳ هزار و ۶۳۲ میلیارد ریال اوراق بدهی در بورس و ۱۹۸ هزار میلیارد ریال از این اوراق در فرابورس منتشر شده است که در مجموع سهم دولت از اوراق مذکور ۵۵ درصد بوده و غیردولتی‌ها سهمی حدود ۴۵ درصدی دارند. نسبتی که در مقایسه به آمار جهانی اوراق بدهی خیلی بیراهه به نظر می‌رسد. در کشور آمریکا تا پایان مارچ ۲۰۱۶ میلادی در مجموع ۳۷ هزار و ۱۷۷ میلیارد دلار اوراق بدهی منتشر شده است که از این میان حدود ۴۴ درصد اوراق به تامین مالی دولت و ۵۶ درصد نیز در خدمت تامین مالی شرکت‌های مالی و غیرمالی بوده است. انگلستان نیز وضعیتی مشابه کشور آمریکا دارد، به طوری که از ۵ هزار و ۹۰۰ میلیارد دلار اوراق بدهی منتشر شده در این کشور ۲ هزار و ۶۳۷ میلیارد دلار در سیطره دولت و ۳ هزار و ۲۶۳ میلیارد دلار در دست بخش خصوصی قرار دارد. نیمی از بازار بدهی کشور فرانسه نیز با تامین مالی بخش خصوصی می‌پردازد و نیمی دیگر در اختیار پروژه‌های دولتی است. بازارهای بدهی کشورهای هند و ژاپن اما عمدتاً در خدمت تامین مالی دولت قرار دارند، به طوری که صد درصد بازار بدهی محلی کشور هند به تامین مالی دولت اختصاص دارد و این رقم در کشور ژاپن به ۷۴ درصد می‌رسد.

یکی دیگر از نکات، کژنمایی حقوق سهامداران با توسعه اوراق بدهی است. هرچند رقابت میان بازارهای بدهی و سهام عموماً وجود دارد، اما این به این معنا نیست که سرمایه‌گذار متضرر می‌شود. اتفاقاً در شرایطی که بازار بدهی توسعه یافته باشد، فرصت جدیدی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌شود که می‌توانند دائماً بین بازار بدهی و بازار سهام سرمایه خود را جابه‌جا و سود مناسبی را

کسب کنند. بنابراین، مخالفت با توسعه بازار بدهی به بهانه حفظ حقوق سهامداران نوعی مطالبه نادرست محسوب می‌شود.

در کشورمان یکی از مهم‌ترین معضلاتی که نه تنها بازارها، بلکه بنگاه‌ها و فعالان اقتصادی را درگیر خود ساخته است، کمبود نقدینگی است. کمبودی که باید از طریق چهار موتور اصلی اقتصاد یعنی سرمایه‌گذاری دولتی، سرمایه‌گذاری خارجی، بازار پول و بازار سرمایه تامین مالی شود. اما در حال حاضر با توجه به محدودیت سه منبع نخست، به نظر می‌رسد تامین مالی لازم برای بنگاه‌های خصوصی و دولتی از طریق بازار سرمایه مناسب‌ترین گزینه پیش‌روی اقتصاد ایران است. ۵۰ سال از تاسیس بازار اوراق بهادار در ایران می‌گذرد. در سال ۱۳۴۵ قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران را تهیه و لایحه تشکیل بورس اوراق بهادار تهران در اردیبهشت این سال در مجلس شورای ملی تصویب شد.

در سال‌های اخیر با ایجاد نوآوری‌های متعددی در روش‌های تامین مالی اسلامی و همچنین تنوع گسترده در اوراق با درآمد ثابت همچون صکوک اجاره، مرابحه و استصناع، ظرفیت‌های زیادی برای توسعه بازار بدهی در کشورمان به وجود آمد. با این وجود در حال حاضر بازار اوراق با درآمد ثابت همچنان نقش پررنگی در تامین مالی نداشته و آن‌طور که شایسته است خلأ ناشی از مشکلات نظام بانکی را پر نکرده است؛ به طوری که ارزش بازار بدهی که در حال حاضر ۲/۶ درصد از تولید ناخالص داخلی و ۶/۳ درصد ارزش بازار سهام را از آن خود کرده است. در این میان بررسی‌های «دنیای اقتصاد» از ۱۵ کشور نشان می‌دهد که نسبت بازار بدهی به تولید ناخالص داخلی (GDP) این کشورها بیش از ۱۱۳ درصد و نسبت آنها به بازار سهام حدود ۱۸۵ درصد است. بنابراین، توسعه بازار بدهی گامی مهم در مسیر توسعه و رشد اقتصادی ایران خواهد بود. این در حالی است که سنگ‌های زیادی در مسیر رشد و توسعه این بازار نوپا وجود دارد. (پنج بهانه ضد توسعه در بازار بدهی)

### ضرورت‌های توسعه بازار بدهی در ایران

با نگاهی به شرایط ذیل ضرورت توسعه بازار بدهی در ایران را بیش از پیش آشکار می‌سازد:

- وضعیت ایران در شاخص رقابت پذیری جهانی و تضعیف زیر شاخص توسعه مالی
- افزایش فشار تامین مالی به بانک‌های کشور و فاصله گرفتن بانک‌ها از کارکرد اصلی خود
- حجم بالای مطالبات غیرجاری بانک‌ها در مقایسه با کل تسهیلات پرداختی
- کسری تراز عملیاتی بودجه دولت و لزوم تحقق منابع از طریق واگذاری‌های مالی

جدول ۴- رتبه و امتیاز ایران از نظر شاخص رقابت پذیری جهانی به تفکیک برخی از ارکان اصلی در سالهای ۲۰۱۴ و ۲۰۱۵ و ۲۰۱۵ و ۲۰۱۶

تغییرات امتیاز شاخص	۲۰۱۵-۲۰۱۶		۲۰۱۴-۲۰۱۵		ارکان اصلی
	رتبه (در بین ۱۴۰ کشور)	امتیاز	رتبه (در بین ۱۴۴ کشور)	امتیاز	
بهبود	۹۴	۳,۶	۱۰۸	۳,۴	نهادها و موسسات
بدون تغییر	۶۶	۴,۸	۶۲	۴,۸	محیط اقتصاد کلان
بهبود	۱۰۹	۴	۱۲۰	۳,۹	کارایی بازار کالا
بهبود	۱۳۸	۳,۲	۱۴۲	۳	کارایی بازار نیروی کار
تضعیف	۱۳۴	۲,۸	۱۲۸	۳	توسعه بازار مالی
بهبود	۱۹	۵,۲	۲۱	۵,۱	اندازه بازار
بهبود	۷۴	۴,۱	۸۳	۴	شاخص رقابت پذیری

بهبود امتیاز ایران در شاخص رقابت پذیری بیش از هر چیز ناشی از افزایش امتیاز در ارکان نهادها و موسسات، کارایی بازار نیروی کار و آمایش تکنولوژیکی بوده است. امتیاز ایران تنها در رکن توسعه بازار مالی تضعیف شده که به نظر می رسد ناشی از تنزل عملکرد ایران در بخش بازار بورس بوده است.

جدول ۵- زیرشاخص‌های توسعه بازار مالی (۲۰۱۵-۲۰۱۶)

رتبه (بین ۱۴۰ کشور)	امتیاز	شرح
۱۳۵	۲,۹	در دسترس بودن خدمات مالی (میزان فراهم نمودن خدمات و محصولات مالی برای کسب و کارها توسط بخش مالی)
۱۳۰	۳,۱	ارزان قیمت بودن خدمات مالی
۱۰۴	۳	تامین مالی از طریق بازار سهام محلی (میزان تامین مالی شرکت‌ها از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه)
۱۳۸	۱,۶	سهولت دسترسی به وام (میزان سهولت دریافت وام بانکی تنها با یک طرح خوب و بدون نیاز به وثیقه)
۱۲۵	۲	دسترسی به سرمایه های ریسک پذیر (میزان سهولت تامین مالی کارآفرینان استارت آپ)
۱۲۱	۳,۸	اعتبار و درستی بانک (سلامت بانکی و دقت ترازنامه)
۱۲۲	۳,۲	مقررات بورس اوراق بهادار (میزان اطمینان بخشی قانونگذار به ثبات بازار مالی)
۱۰۶	۲	حقوق قانونی (میزان حمایت قوانین وثیقه و ورشکستگی از حقوق وام دهنده و وام گیرنده)

منبع: مجمع جهانی اقتصاد

ضعیف ترین عملکرد ایران در توسعه بازار مالی مربوط به معیارهای سهولت دسترسی به وام و در دسترس بودن خدمات مالی بوده است، به نظر می رسد کاهش امتیاز ایران در شاخص توسعه بازار مالی بیش از هر چیز ناشی از عملکرد ضعیف در سهولت دسترسی به وام بوده است. افزایش ۹/۴ درصدی تسهیلات پرداختی طی شش ماهه نخست سال ۱۳۹۴ در مقابل تورم ۱۴/۵ درصدی، گویای رشد واقعی منفی تسهیلات پرداختی در این بازه است. بیشترین کاهش حقیقی در تسهیلات پرداختی شش ماه نخست ۱۳۹۴ به ترتیب در بخش های مسکن و ساختمان و صنعت معدن مشاهده می شود حجم مطالبات غیرجاری بانک های کشور در سال ۹۳، تقریباً ۴۱ هزار میلیارد تومان بوده است که ۱۲/۱ درصد از کل تسهیلات اعطایی بانک ها را در این سال در بر می گیرد. (بانک مرکزی، ۱۳۹۵)

#### کارکردهای انتشار اوراق بدهی توسط دولت

به طور معمول دولت ها دارای کسری بودجه بوده و مخارج آنها از درآمدیشان بیشتر می باشد. با توجه به این مسئله دولت ها به دنبال راههای از بین بردن کسری بودجه و یا حداقل تخفیف این کسری می باشند. به طور کلی هیچ راه حل فوری برای حل کسری بودجه به عنوان یک مشکل تاریخی وجود ندارد. برای کاهش کسری بودجه، کاهش مصارف و هزینه ها و افزایش منابع درآمدی دولت همانند درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت همانند منابع طبیعی (نفت و گاز) و همچنین کاهش بدهی ها و تعهدات توصیه می شود. به طور کلی، انتشار اوراق قرضه، افزایش پایه پولی؛ کاهش هزینه های دولتی؛ دستکاری و پایین نگه داشتن نرخ بهره و دیگر ابزارهای افزایش رشد اقتصادی؛ افزایش مالیات و کمک مالی خارجی، فروش مالکیت دولتی و افزایش بهره وری، از راههای دیگر تأمین کسری مالی دولتی می باشند. دولت ها همواره به دلایل مختلف نیازمند تأمین منابع مالی هستند که این نیازها از موارد زیر می توانند نشأت گرفته باشند:

- بدهی دولت بابت هزینه های اجرای پروژه های گذشته
- بخش عمومی برای تأمین نیازهای خود به خرید کالاها و خدمات اقدامی می کند، برای اجرای طرح های عمرانی کوچک و بزرگ با پیمانکاران خصوصی قرارداد منعقد می کند. اما ممکن است به علل گوناگون نتواند به تعهدهای مالی خود عمل کند.
- نیاز اساسی دولت به منابع جهت انجام پروژه های جدید
- آثار مخرب اقتصادی ناشی از ابزارهای مرسوم جهت تأمین کسری بودجه و بدهی دولت

از دیدگاه نظری اگر دولت با کسری بودجه مواجه شود یکی از آسان‌ترین راهها برای تأمین کسری بودجه، استقراض از بانک مرکزی است؛ اما بدیهی هست اگر کسری بودجه دولت از این راه تأمین شود بسط پایه پولی، خلق پول جدید، افزایش نقدینگی و متعاقب آن رشد نرخ تورم را در خواهد داشت. بنابراین شناسایی و طراحی ابزارهایی جهت کنترل این پدیده و پدید ساختن بهترین سازوکار از ضروریات هر اقتصادی است (موسویان، خادم‌الحسینی اردکانی، ص 449)

از نظر اقتصادی به طور کلی منابع دولت از محل درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت (درآمد نفت) و پدید ساختن بدهی (تعهد) تجهیز می‌شود. از طرف دیگر مصارف دولت نیز در سه قالب اصلی مخارج مصرفی (جاری و عمرانی)، سرمایه‌گذاری و بازپرداخت بدهی‌ها صورت می‌گیرد (جعفری صمیمی و دیگران، ۱۳۸۴، ص ۸۸).

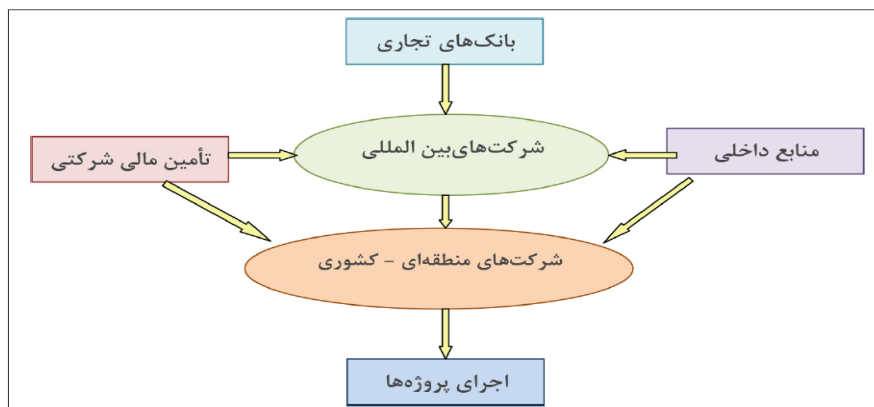
### روش‌های تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت

تأمین مالی پروژه‌های نفتی در کشورهای در حال توسعه، طی سه دوره قابل تفکیک تکامل یافته است: قبل از دهه ۱۹۷۰ بیشتر پروژه‌های نفتی توسط شرکت‌های نفتی بین‌المللی تأمین مالی می‌شدند. در دهه ۱۹۷۰ و ابتدای دهه ۱۹۸۰ علاوه بر شرکت‌ها، دولت‌های صادرکننده و واردکننده نفت شروع به ایفای نقشی برجسته در بخش نفت نمودند. امروزه شرکت‌های نفتی ملی و بین‌المللی به دلیل افزایش قیمت نفت (طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶) در شرایط مالی بهتری قرار گرفته‌اند. به رغم اینکه شرکت‌های نفتی بین‌المللی و دولت‌ها از پروژه‌های نفتی حمایت می‌کنند و یا برای آن‌ها منابع مالی فراهم می‌نمایند، اما طیف متنوعی از ابزار جدید برای تأمین سرمایه این پروژه‌ها به کار گرفته می‌شود (فتحی، ۱۳۹۳)

### تامین مالی قبل از دهه ۱۹۷۰

تا قبل از دهه ۱۹۷۰، محدود شرکت‌های عظیم بین‌المللی نفتی دنیا سیطره قوی‌ای بر تمام ابعاد صنایع نفت و گاز داشتند. در این دوران شرکت‌های ملی که تازه شکل می‌گرفتند و همچنین شرکت‌های منطق‌های از تجارب و منابع مالی کافی برای فعالیتهای اکتشافی و توسعه‌ای برخوردار نبودند. لذا طی این دوران، شرکت‌های بین‌المللی برخوردار از تکنولوژی روز و منابع مالی که از غولهای اقتصادی دنیا محسوب می‌شدند از منابع مالی در اختیار خود یا از منابع مالی بانکهای تجاری و مؤسسات مالی و اعتباری و با به کارگیری شرکت‌های کوچک منطقه‌ای با پروژه‌ها را اجرا می‌نمودند. البته مشارکت شرکت‌های منطقه‌ای عموماً در بخشهای خدمات جانبی پروژه‌ها خلاصه می‌شد. نمودار بیانگر الگوی تامین مالی پروژه‌های نفتی در این دوره است.





نمودار ۱- الگوی تامین مالی پروژه های نفتی قبل از دهه ۱۹۷۰

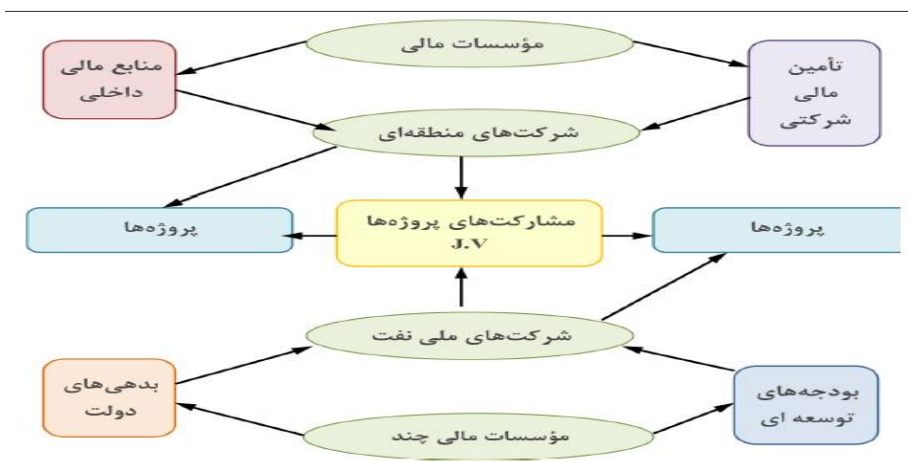
منبع: یافته های پژوهشگر

### تامین مالی در دهه های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰

با توسعه میل به ملی سازی منابع نفت و گاز کشورها و رشد و تقویت شرکت های ملی و توسعه شرکت های عملیاتی در کشورهای دارنده ذخایر نفت و گاز از یکسو و پیچیده تر شدن بازارهای مالی جهانی و منطقه ای از سوی دیگر، فرایندها و مکانیزم های تامین مالی پروژه های نفت و گاز نیز پیچیده تر شد. در این دوره نقش دولتها در انجام پروژه های نفت و گاز افزایش یافته و بودجه های کلانی از منابع درآمدی حاصل از صادرات نفت خام برای توسعه این صنعت مجدداً به آن تزریق شد. شکل گیری مؤسسات مالی دو و چندجانبه در این دوره و گسترش فعالیتهای آنها از جمله ویژگی های مهم این دوره محسوب می شود. مجموعه ویژگی های این دوره را میتوان در موارد ذیل برشمرد:

- توسعه فعالیتهای پایین دستی صنعت نفت و گاز و میل کشورهای دارنده ذخایر هیدروکربوری برای جذب منافع بیشتر از این ذخایر از طریق ورود به حلقه های ارزش ساز صنایع پایین دستی؛
- مطالبه سهم بیشتر از نفت منفعتی تولیدی و تغییرات ساختاری در چارچوب های قراردادی؛
- افزایش شدید تعداد بازیگران عرصه نفت و گاز در بخش های عرضه و تقاضا؛
- میل به ریسک گریزی بیشتر و شناخت و تحلیل بیشتر پارامترهای ریسکی و ملاحظات مربوطه؛
- افزایش ریسک کشوری در اغلب نقاط دنیا؛

- ضعف ساختارهای دولتی و صنعتی اغلب کشورهای نفتی؛
  - فقدان قوانین شفاف و روشن در کشورهای میزبان؛
  - غلبه پارامترهای سیاسی بر عوامل بازاری و اقتصادی.
- نمودار شماره ۲ چارچوب کلی تامین مالی پروژه های صنعت نفت را در این دوره نشان می‌دهد.



نمودار ۲- الگوی تامین مالی پروژه های صنعت نفت در دهه های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰

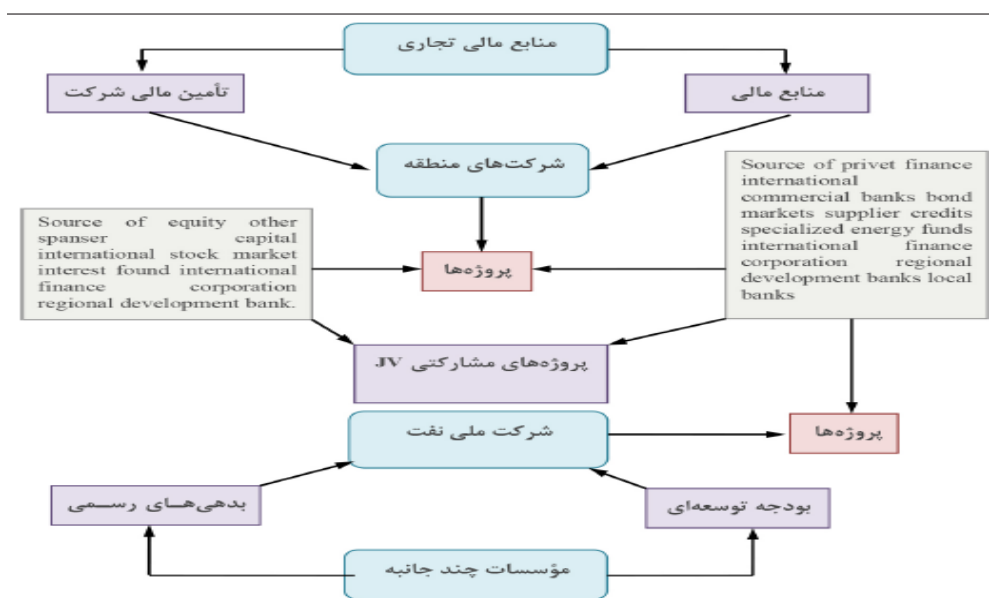
منبع: یافته های پژوهشگر

### تامین مالی بعد از دهه ۱۹۹۰

پیچیده تر شدن فضای تجاری بازارهای نفت و گاز و فعل و انفعالات اقتصاد جهانی و همزمان ورود تامین کنندگان مالی و بازیگران بیشتر به فضای کسب و کار نفت و گاز ساختارهای تامین مالی را طی این دوره دگرگون نموده است. تحولات دهه ۱۹۹۰ در صنعت نفت با جنگ عراق و کویت و بحرانها و پیامدهای آن آغاز شد. افزایش شدید قیمت نفت خام ناشی از کاهش ظرفیت عرضه و تلاش کشورهای اوپک به خصوص عربستان برای پر کردن خلأ عراق و کویت از مهمترین دلایل ورود بازیگران بیشتر به این عرصه محسوب می شود.

یکی از نکات مهم این دوره ورود مستقیم و بیش از پیش شرکت های ملی نفت کشورها برای تامین مالی مستقیم و گسترش انواع قراردادهای خدماتی صرف همزمان با افزایش تجارب فنی شرکت های ملی و درآمدهای قابل ملاحظه از فروش نفت خام بود. همچنین توسعه روشهای تامین مالی پروژه ای و میل کمتر برای تامین مالی شرکتی از مهمترین ویژگی های این دوره محسوب می

شود. برخلاف روال سابق که شرکتها و دولتها بازگشت سرمایه تامین کنندگان مالی را تضمین می کردند، در این دوره ویژگی های پروژه که از طریق مطالعات امکان سنجی و ارزیابی فنی و اقتصادی حاصل می شود، تضمین کننده بازگشت سرمایه محسوب می شود. لذا تامین کنندگان مالی مطالعات بسیار دقیق و جامعی را از جهات فنی، ساختاری، سیاسی، اقتصادی، اجتماعی، امنیتی و زیست محیطی روی پروژه های پیشنهادی انجام می دهند تا به مرحله تصمیم نهایی برای سرمایه گذاری ۵ برسند. نمودار ۴ الگوی کلی تامین مالی در این دوره را نشان می دهد.



نمودار ۳- الگوی تامین مالی پروژه های نفتی بعد از دهه ۱۹۹۰

منبع: یافته های پژوهشگر

### اسناد خزانه و جایگاه آن در تامین مالی

انواع اوراق بهادار در بازار پول عبارتند از: اسناد خزانه، گواهی سپرده، اوراق تجاری، توافق بازخرید طلائی سپرده های بین بانکی، و... انواع اوراق بهادار در بازار سرمایه عبارتند از: اوراق قرضه شرکتی، سهام، اوراق رهنی، اوراق قرضه دولت، اوراق قرضه محلی، اوراق قرضه بانکها و موارد دیگر.

**اوراق قرضه:** در یک تعریف، اوراق قرضه یک نوع از سرمایه گذاری است که نشاندهنده یک وام بین یک قرض گیرنده و یک قرض دهنده است. در این مسئله همانند گرفتن یک وام از یک بانک، یک فرد میتواند قرض دهنده و دولت یا یک شرکت به عنوان انتشاردهنده اوراق، یک قرض گیرنده خواهد بود. در این وام، انتشاردهنده اوراق قرضه، قول میدهد که پرداختهای منظم بهره با نرخ مشخص را تا تاریخ معینی به مقداری که وام گرفته است، بپردازد.

**اوراق مشارکت:** بانک مرکزی در سال ۱۳۷۳ دستورالعمل انتشار اوراق مشارکت را در ۱۳ ماده تصویب کرد. دستورالعمل مذکور، انتشار اوراق مشارکت را در چارچوب عقد مشارکت مدنی قرار می دهد. بر این اساس، بهای هر ورقه مشارکت سهم الشرکه دارنده آن است. طبق ماده (۱)، دستورالعمل بانک مرکزی مرتبط با اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳، اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح های سودآور تولیدی و خدماتی (به استثنای امور بازرگانی) در چارچوب عقد مشارکت مدنی توسط سازمان مجری طرح که مالکیت آن را دارد منتشر می شود. هر ورقه نشان دهنده میزان سهم الشرکه دارنده آن در مشارکت است. با فروش اوراق مشارکت رابطه وکیل و موکل بین سازمان و خریدار اوراق مشارکت محقق میشود. سازمان به وکالت از طرف خریداران اوراق میتواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خرید و فروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید. انتقال اوراق در رابطه وکالت موجود خدشه ای وارد نمی نماید و این رابطه تا سررسید اوراق بین سازمان و دارندگان اوراق نافذ و معتبر است.

**صکوک اجاره:** اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه ای از داراییها در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می شود.

**اسناد خزانه اسلامی:** این اسناد، اوراق بهادار با نام و یا بی نامی است که خزانه داری کل (وزارت امور اقتصادی و دارایی) با سررسید معین منتشر نموده و در برابر بدهی های بخش دولتی به بانک مرکزی، شبکه بانکی و پیمانکاران طرف قرارداد در طرحهای تملک دارایی های سرمایه ای مورد نظر به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار میدهد. این اسناد با دوره های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال منتشر می شوند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین میشود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار است. اسناد خزانه اسلامی بدون سود بوده و هیچگونه پرداخت میاندوره ای تحت عنوان سود نخواهند داشت و سرمایه

گذاران از ما به التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سررسید، منتفع خواهند شد. دارندگان اوراق، مبلغ اسمی را در سررسید از دولت دریافت میکنند.

**اوراق تسویه (یا تسویه خزانه):** اوراقی است که دولت این اوراق را صادر کرده و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار میدهد جمع مبلغ اوراق تسویه خزانه که به موجب این ماده صادر میشود و در اختیار طلبکاران قرار میگیرد، به صورت جمعی - خرجی در بودجه های سنواتی درج میشود.

چنانچه در جدول ذیل، ملاحظه میشود، در ابتدای انتشار اوراق مشارکت، این اوراق با استقبال خوبی در فروش مواجه شدند. روند رو به رشد تکالیف مندرج در قانون بودجه برای انتشار اوراق مشارکت طی سالهای اولیه انتشار و عملکرد این ابزار در بازار پول، دولت و شرکتهای دولتی را بر آن داشت از این ابزار به عنوان یکی از روشهای جذب نقدینگی به جای اخذ تسهیلات استفاده کنند.

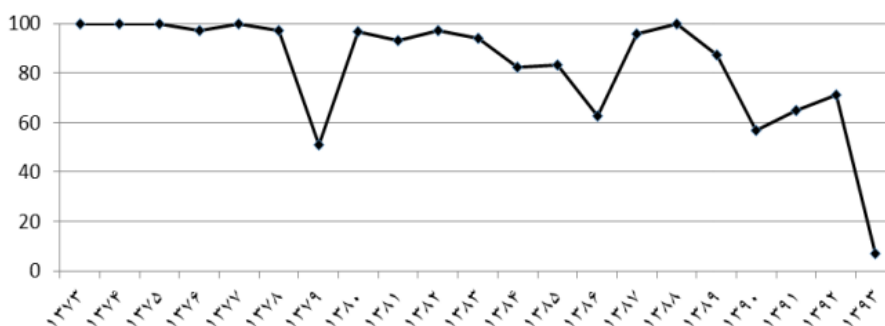
جدول ۶- روند انتشار کل اوراق مشارکت طی سالهای ۱۳۹۳-۱۳۷۳ (هزار میلیارد ریال)

سال	میزان انتشار	میزان فروش	عملکرد (درصد فروش به انتشار)
۱۳۸۸	۱۷/۷	۱۷/۷	۱۰۰
۱۳۸۹	۱۷۹/۴	۱۵۶/۸	۸۷
۱۳۹۰	۹۲/۲	۵۲/۵	۵۷
۱۳۶۱	۲۲۰/۴	۱۴۳/۴	۶۵
۱۳۹۲	۴۸/۵	۳۴/۵	۷۱
۱۳۹۳	۳۲/۵	۲/۳	۷

منبع: تارنمای بانک مرکزی، بخش نشریات و پژوهش ها، نشریات ادواری، گزیده آمارهای اقتصادی و بخش بازار سرمایه، ۱۳۹۵

با وجود استقبال خوب از اوراق طی سالهای اولیه انتشار، همانگونه که در نمودار ملاحظه میشود؛ موفقیت فروش اوراق مشارکت طی سالهای اخیر نزولی بود که نشان میدهد استقبال از اوراق مشارکت نسبت به حجم انتشار این اوراق به مرور زمان کم شده است. به نظر میرسد پایین بودن نرخ سود حقیقی اوراق مشارکت (در مقایسه با نرخ تورم) و ممنوعیت بازخرید اوراق مشارکت قبل از سررسید موجود در بسته های سیاستی - نظارتی بانک مرکزی در سالهای گوناگون از دلایل اصلی کاهش در فروش این اوراق محسوب می شوند.

همچنین بنابر تحقیقات به عمل آمده در ۹ ماهه سال ۱۳۹۴ از ۱۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال مصوب انتشار اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی و صکوک، منابع حاصل از فروش اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی و صکوک برابر ۴۰۰۷۵ بوده که ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال از عملکرد واگذاری دارایی‌های مالی در مقطع ۹ ماهه سال ۹۴ از محل انتشار اسناد خزانه اسلامی و صکوک و مبلغ ۲۰,۰۷۵ میلیارد ریال آن نیز از محل انتشار اوراق مشارکت بوده است که در مجموع نسبت به مصوب نه - دوازدهم ۴۸/۶ درصد تحقق یافته است.



نمودار ۴- روند موفقیت فروش اوراق مشارکت (درصد فروش به انتشار) طی سالهای ۱۳۷۳-۱۳۹۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### راه‌حل‌های استفاده از اسناد خزانه برای تأمین مالی پروژه‌های صنعت نفت در ایران

اسناد خزانه اسلامی، اوراق بدهی جدیدی است که دولت برای تسویه بدهی‌های قطعی خود به بخش خصوصی از سال ۱۳۹۲ معرفی کرده است. این اوراق جدید، با اسناد خزانه متعارف و اسناد خزانه که پیش از انقلاب اسلامی منتشر می‌شد تفاوت‌هایی دارد. نخستین تفاوت در طول دوره این اوراق است. به رغم این که اسناد خزانه متعارف ماهیتاً کوتاه مدت و در دوره‌های زمانی یک، سه، شش ماهه و یکساله صادر می‌شود اما اسناد خزانه اسلامی برای دوره‌های تا سه سال هم امکان صدور را دارد. دومین تفاوتی که از نظر اجرایی اسناد خزانه را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند، نرخ سودی است که برای این اوراق در نظر گرفته شده است. برخلاف اسناد خزانه متعارف که بازدهی آن از تفاوت بین قیمت اسمی و قیمت بازاری آن به دست می‌آید، اسناد خزانه اسلامی نرخ سود تعیین شده حداکثر تا بیست درصد مبلغ اصل بدهی دارد. البته این نرخ بهره به صورت کوپن و در دوره‌های متناوب پرداخت نمی‌شود، بلکه در همان ابتدای انتشار به اصل مبلغ بدهی دولت به طلبکاران اضافه شده و قابل پرداخت است. سومین تفاوت این است که این اوراق تنها برای بدهی‌های مسجل

پیشین قابل استفاده است و بنابراین ظرفیت ایجاد بدهی جدید بر دوش ناشر (که دولت باشد) را ندارد، لازمه این موضوع این است که محل مصرف منابع به دست آمده از این اوراق نیز مشخص است و بنابراین از منابع حاصله در محل‌های دیگر نمیتوان استفاده کرد. به نظر می‌رسد ویژگی‌هایی که در مورد اسناد خزانه اسلامی بیان شد، کارکرد این اوراق بدهی را به اوراق قرضه نزدیک میکند با دو تفاوت که برخلاف اوراق قرضه، اسناد خزانه اسلامی قابلیت ایجاد بدهی جدید را ندارد و دوم اینکه محل مصرف منابع اسناد خزانه برخلاف اوراق قرضه مشخص است. البته پس از این گفته خواهد شد که به دلیل تفاوت ماهوی حقوقی که بین اوراق قرضه و اسناد خزانه اسلامی وجود دارد، نمی‌توان این دو عنوان را با یکدیگر منطبق دانست.

در جدول زیر تفاوت بین اسناد خزانه متعارف، اسناد خزانه و اسناد خزانه اسلامی ارائه شده است:

اسناد خزانه اسلامی آیین نامه ۱۳۹۴	اسناد خزانه قانون ۱۳۴۸	اسناد خزانه متعارف	
یک سال، دو ساله و سه ساله	سه ماهه، شش ماهه و یک ساله	کوتاه مدت، چهار هفته‌ای، سه ماهه، شش ماهه و یک ساله	طول دوره اوراق
بسیست درصد	شش درصد	-	بهره
دارد	دارد	دارد	معافیت مالیاتی
بدهی مسجل- ایجاد شده در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای	ایجاد بدهی - تنخواه گردان مورد استفاده خزانه داری کل	ایجاد بدهی - مصرف نامشخص	نوع بدهی
هر دو	بی نام	بی نام	اسناد بی نام یا بانام

### ماهیت حقوقی اسناد خزانه اسلامی

بحث ماهیت حقوقی اسناد خزانه اسلامی از این جهت اهمیت دارد که شناخت ماهیت حقوقی این نهاد جدید از طرفی امکان تحلیل فقهی آن را ساده میکند و از جهت دیگر تکالیفی را که هر یک از طرفین باید در انتشار این اسناد رعایت کنند و همچنین حقوقی را که طرفین از آن برخوردار میشوند را روشن می‌سازد. علاوه بر این بر استفاده از قالب‌های حقوقی اصولی حاکم است که شناخت تطابق اعمال حقوقی با این قالب‌ها، امکان ارزیابی رعایت این اصول را فراهم می‌کند.

برای تبیین ماهیت حقوقی اسناد خزانه اسلامی باید رابطه حقوقی که پیش از انتشار این اسناد وجود داشته و حقوق و تعهداتی که پس از انتشار این اسناد برای طرفین به وجود می‌آید بررسی کرد. حقوق و تعهداتی که پیش از انتشار متوجه طرفین است، منبث از قراردادی منعقد شده بین

طرفین است. به موجب این قرارداد (که با توجه به مفاد آیین نامه عمدتاً به صورت قرارداد پیمانکاری است) دولت موظف شده است تا مبلغی را در قبال ایفای تعهدات پیمانکار به وی پرداخت کند. اسناد خزانه اسلامی به عنوان جایگزینی برای این پرداخت توسط دولت صادر میشود و حقوق و تعهدات جدیدی را برای طرفین ایجاد میکند. این سازوکار که منجر به سقوط تعهدات سابق و ایجاد حقوق و تکالیف جدید میشود فرآیند حقوقی صدور این اسناد را به «تبدیل تعهد» نزدیک می‌کند. تبدیل تعهد که در مواد ۲۹۲ و ۲۹۳ قانون مدنی بررسی شده است عبارت از عمل حقوقی است که طرفین توافق می‌کنند تعهد موجود را ساقط کنند و تعهد دیگری که متفاوت از تعهد پیشین است را جایگزین آن نمایند. شرایط تبدیل تعهد عبارتند از:

- تعاقب دو التزام که از طریق آن التزام جدید جانشین التزام پیشین می‌شود.
- اختلاف بین دو تعهد در یکی از عناصر.
- قصد تبدیل تعهد.

تبدیل تعهد آثاری دارد که سقوط تعهد اصلی اولین اثر این عمل حقوقی است. از جمله نتایج سقوط تعهد اصلی این است که "در تبدیل تعهد تضمینات تعهد سابق به تعهد لاحق تعلق نخواهد گرفت" (قانون ۵ ماده مدنی)

دومین اثر تبدیل تعهد ایجاد تعهد جدید است که تابع شرایط ویژه قرارداد تبدیل تعهد است. بنابراین در صورتی که تعهد سابق حال بوده است تعهد جدید میتواند موجد باشد. با توضیحات ارائه شده انتشار اسناد خزانه اسلامی را میتوان نوعی تبدیل تعهد دانست. به این معنا که رابطه قراردادی که پیش از انتشار اسناد بین دولت و طلبکاران غیردولتی وجود داشته با انتشار این اسناد ساقط شده و رابطه حقوقی جدید جایگزین آن میشود. در رابطه حقوقی جدید دولت متعهد میشود که با انتشار اسناد خزانه اسلامی مبلغی مشخص را در تاریخ مشخص به دارنده اسناد پرداخت کند. اگرچه سبب تعهد دولت همان قرارداد پیشین است و مبنای محاسبه مبلغ این اسناد با توجه به مبلغ قرارداد پیشین مشخص میشود، اما به دلیل اینکه مبلغ تعهد جدید با مبلغ تعهد پیشین متفاوت است (مبلغ تعهد جدید، مبلغ تعهد پیشین به علاوه ۲۰ درصد به ازای هر سال تأخیر است)، عملاً تعهد قبلی منتفی شده و تعهد جدید جایگزین میشود. بر این اساس، اسناد خزانه اسلامی در حقیقت گواهی تعهد دولت مبنی بر پرداخت مبلغ تعهد سابق + ۲۰ درصد اضافه بر این مبلغ به ازای هر سال تأخیر در پرداخت است. فهم این ماهیت تفاوت این اسناد با اوراق قرضه را روشن میکند. زیرا علاوه بر تفاوتهای غیرماهوی که اوراق قرضه با اسناد خزانه اسلامی دارد، اوراق قرضه بیانگر تعهد ناشر به پرداخت اصل بدهی به علاوه سود مشخص در دوره های معین یا در



سررسید است. عقد مبنای این تعهد، عقد قرض است که به آن بهره تعلق می‌گیرد. درحالی که عقد مبنای صدور اسناد خزانه اسلامی، قرارداد پیمانکاری است که مبلغ آن به دلیل تغییر شرایط اقتصادی تعدیل شده است. بدین ترتیب، شبهه ربوی بودن انتشار این اسناد، منتفی به نظر می‌رسد.

### قانون حاکم بر اسناد خزانه اسلامی

از آنجا که انتشار اسناد خزانه پیش از انقلاب اسلامی براساس قانون انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه مصوب ۱۳۴۸ صورت می‌گرفته است، این سؤال به ذهن متبادر میشود که با توجه به تغییر نظام سیاسی در ایران، این قانون قابلیت اجرا دارد یا خیر. در پاسخ باید گفت اگرچه پس از انقلاب اسلامی ایران، قانونی متناقض با قانون مصوب ۱۳۴۸ وضع نشده، اما با توجه به نظریه شورای نگهبان که انتشار اوراق قرضه را خلاف شرع اعلام کرده و برخی از مواد قانون مصوب سال ۱۳۴۸ را به همین دلیل ابطال کرده است، انتشار اسناد خزانه متعارف نیز ممتنع است. علاوه بر این به دلیل تفاوت ماهیتی که بین اسناد خزانه اسلامی و اسناد خزانه موضوع قانون سال ۱۳۴۸ وجود دارد، اصولاً حاکمیت قانون مزبور بر اسناد خزانه اسلامی موضوعیتی نخواهد داشت.

دومین نکته در مورد نحوه اجرایی شدن انتشار این اسناد است. از آنجا که این اسناد با تعریف بند ۲۴ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ تطبیق دارد و به موجب ماده ۲۲ همین قانون عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه، نیازمند ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است. اگرچه ممکن است ابهامی وجود داشته باشد مبنی بر اینکه صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار به موجب ماده ۲۲ قانون بازار اوراق بهادار تنها در حوزه عرضه های عمومی وجود دارد و در صورتی که عرضه به صورت خصوصی باشد، چنین صلاحیتی پذیرفته شده نیست. بنابراین به دلیل اینکه در عرضه اولیه اسناد خزانه اسلامی، تعداد خریداران مشخص است و عرضه به نوعی خصوصی است، بنابراین نمیتوان این عرضه را عمومی دانست و صلاحیت سازمان بورس نیز منتفی خواهد بود.

### تفاوت اسناد خزانه اسلامی و اوراق تسویه خزانه

اوراق تسویه خزانه، اوراقی است که برای تسویه بدهی های دولت به اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی که متقابلاً به دولت بدهکار نیز هستند به کار می‌رود. این اوراق که ابتدا در بند "ی" قانون بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور، طراحی شد و به تصویب رسید، در ادامه با تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور به قانونی دائمی تبدیل شد. به موجب بند الف از ماده ۲ قانون اخیرالذکر، خصوصیات زیر را میتوان برای اوراق تسویه خزانه در نظر گرفت:

- برای تسویه بدهی های قطعی دولت به کار می‌رود
- تنها برای تسویه بدهی هایی کاربرد دارد که تا پایان سال ۱۳۹۲ ایجاد و قطعی شده باشند.

- تنها استفاده از اسناد صادره برای تسویه بدهی های بخش خصوصی به دولت خواهد بود.

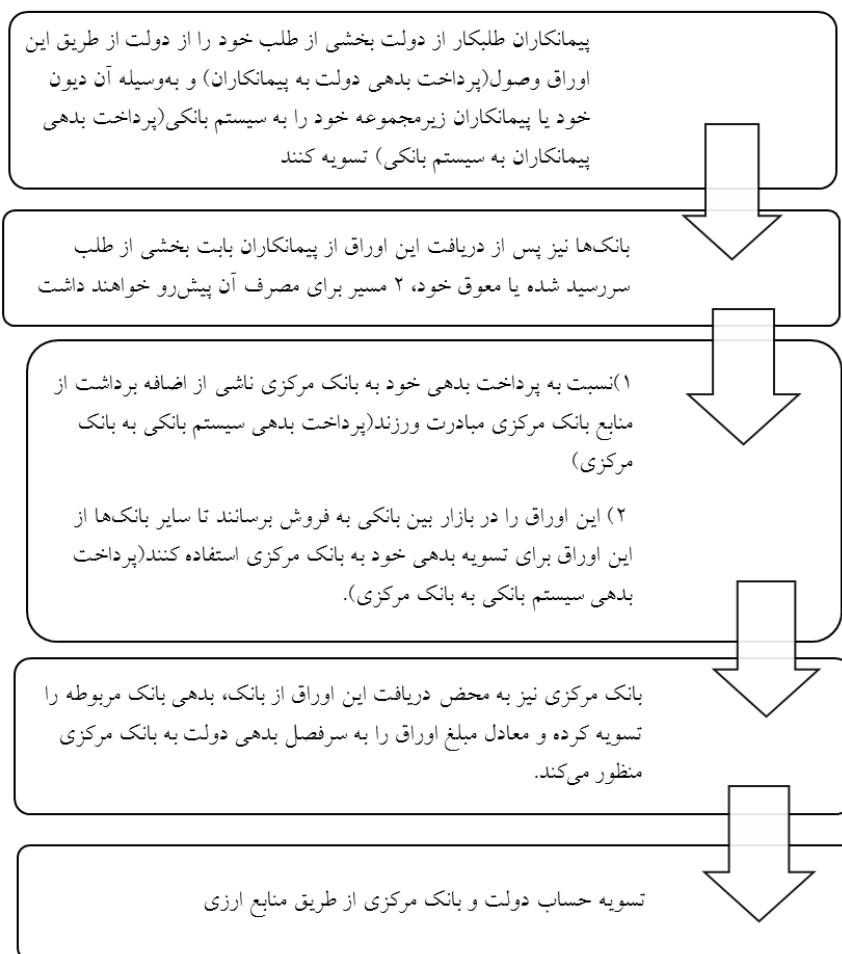
برای مثال اگر فرض شود شخص الف با وزارت نیرو قراردادی را منعقد کرده و مبلغ صد میلیون تومان از این وزارتخانه طلبکار است و همزمان به دلیل تکالیف مالیاتی مبلغ ۱۲ میلیون تومان به سازمان امور مالیاتی کشور بدهکار است، میتواند اوراق تسویه خزانه را خریداری کرده (منظور دریافت این اوراق از وزارت امور اقتصادی و دارایی به عنوان ناشر است) و برای تسویه بدهی خود به سازمان امور مالیاتی مورد استفاده قرار دهد. با این توضیح میتوان گفت که رابطه حقوقی جدید که بین طرفین اوراق تسویه خزانه برقرار می شود، ماهیت این اوراق را به "عقد حواله" نزدیک می کند. این اوراق با اسناد خزانه اسلامی تفاوتی زیر را دارد:

- اگرچه هم اسناد خزانه اسلامی و هم اوراق تسویه خزانه، در دسته بندی اوراق بدهی قرار میگیرند، اما اسناد خزانه اسلامی کارکرد محدودتری دارد و تنها برای تسویه مطالبات ایجاد شده در اجرای طرحهای عمرانی و تملک دارایی سرمایه ای و آن هم محدود به پیمانکاران خصوصی طلبکار از دولت قابل استفاده است، اما اوراق تسویه خزانه برای همه اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی قابل استفاده خواهد بود.
- در قوانین موجد اسناد خزانه اسلامی، امکان معاملات ثانویه این اوراق پیش بینی شده است، اما چنین مطلبی در مورد اوراق تسویه خزانه صراحتاً ذکر نشده است. بنابراین این سؤال باقی میماند که آیا دارنده این اوراق میتواند آن را به دیگری واگذار نماید یا خیر؟
- طرفین قراردادی که منشأ انتشار اسناد خزانه اسلامی قرار میگیرد محدود به دو طرف است، اما در انتشار اوراق تسویه خزانه سه طرف نقش دارند: نخست شخص حقیقی یا حقوقی خصوصی که همزمان از دولت طلبکار و به آن بدهکار است، دوم دستگاه اجرایی که به شخص خصوصی بدهکار است و اوراق برای تسویه بدهی او صادر میشود و سوم دستگاه اجرایی که از شخص خصوصی طلبکار است و قانوناً ملزم است اوراق تسویه صادر شده را بابت طلب خود از شخص خصوصی پذیرا باشد.

نمودار ترسیمی زیر راه حل استفاده از اسناد خزانه جهت تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت را نشان می دهد.

همانگونه که در روند توزیعی نمودار ملاحظه می گردد در این مسیر فرآیند قدرمطلق پایه پولی (تشکیل شده از «خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی»، «خالص بدهی دولت به بانک مرکزی» و «خالص بدهی شبکه بانکی به بانک مرکزی») تغییری نخواهد کرد و صرفاً نسبت‌های بین اجزای تشکیل دهنده پایه پولی تغییر خواهند کرد؛ در نتیجه اثر تورمی حاصل از افزایش پایه پولی نخواهد

داشت و دولت را در یکی از اهداف اساسی اش که همانا کنترل تورم می باشد یاری می نماید و از سوی دیگر بدهی ها دولت را کاهش خواهد داد.



از سوی دیگر در بند اول از بخش اول از قسمت سوم منابع حاصل از واگذاری دارایی های مالی لایحه پیشنهادی بودجه دولت در سال ۱۳۹۵، که اختصاص به منابع حاصل از فروش اسناد خزانه اسلامی و اوراق مشارکت و صکوک اجاره دارد، پیشنهاد می نماید ۲۷۵ هزار میلیارد ریال و به طور اخص منابع حاصل فروش اسناد خزانه اسلامی ۷۵ هزار میلیارد ریال منتشر گردد، که دلیلی دیگر بر اهمیت بررسی نرخ اوراق مذکور می باشد.

### ۳- نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس گزارش بانک تسویه بین‌المللی (BIS) رابطه مثبتی میان رشد اقتصادی کشورهای نوظهور و توسعه بازار بدهی این کشورها وجود دارد. به عبارت دیگر، بخش‌های عمومی و خصوصی در این کشورها همزمان با افزایش تولیدات خود تمایل بیشتری به فعالیت در بازار بدهی محلی برای تامین مالی مورد نیاز خود پیدا می‌کنند. از سوی دیگر، یک بازار بدهی توسعه‌یافته ضمن افزایش کارایی اقتصادی، آسیب‌پذیری کشورها به بحران‌های مالی را کاهش داده یا موجب تخفیف در اثرات این نوع بحران‌ها می‌شود؛ چراکه این بازارها هنگام کمبود منابع بانکی در واقع یک بازار جایگزین برای تامین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شوند.

با توجه به شرایط ایران که نیازمند توجه کافی به بدهی‌های دولت از یک سو و حمایت از شریان درآمدزایی کشور (فروش انرژی) از سوی دیگر دارد می‌بایست هدایت منبع مالی به سمت پروژه‌های صنعت نفت در کانون توجه قرار گیرد تا بتوان با توسعه اینگونه منابع توان تولیدی و ثروت افزایی کشور را تقویت نمود.

بدون تردید بهره‌گیری از منابع مالی نیازمند ترسیم سازوکارهای معین و قانونی است که در گام نخست اهداف کوتاه مدت و بلند مدت ناشر (سرمایه‌پذیر) و سرمایه‌گذار را تامین نماید و در گام بعد با ایجاد بازار بدهی، کمک شایان توجهی به تعیین نرخ سود واقعی بازار نماید (یکی از کارکردهای بازار بدهی تعیین نرخ سود واقعی در اقتصاد می‌باشد).

سرمایه‌گذار نیز در پی دستیابی به شاخص‌های متفاوتی به منظور ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری خود می‌باشد به‌عنوان مثال می‌توان به شاخص‌های ریسک، بازده، نقدشوندگی، تنوع و بتا اشاره کرد. در این میان شاخص بازده از اهمیت بسزایی برخوردار است. زیرا بازده در ادبیات روزمره مردم بسیار مورد استفاده قرار می‌گیرد و معمولاً فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری را بر مبنای مقایسه مقدار بازده آنها با یکدیگر مورد سنجش قرار می‌دهند. در حوزه سرمایه‌گذاری و به‌طور ویژه در حوزه اوراق بهادار با درآمد ثابت (Fixed Income Securities)، از آنجا که در ایران، بیشتر اوراق دارای ضامن بانکی هستند و در نتیجه ریسک نکول یا عدم پرداخت آنها در سررسیدها به‌طور کامل پوشش داده شده است. یکی از ابزارهای بازار بدهی، استفاده از اسناد خزانه می‌باشد. در این تحقیق روند استفاده از اسناد خزانه جهت تامین مالی پروژه‌های صنعت نفت بیان شده است. استفاده از این روش به کاهش حجم بدهی‌های دولت کمک می‌کند.

## فهرست منابع

- ۱) اسلامی میلانی، پریسا و اسمعیلی، شاهپور (۱۳۸۸)، مروری بر شیوه‌ها و روش‌های نوین تامین مالی پروژه‌ها، دنیای اقتصاد، شماره ۱۹۶۱.
- ۲) اصیلی، محسن و جاویدی، محمد حسین و قاضی، رضا (۱۳۸۷)، ارزیابی نقش قراردادهای تضمینی ظرفیت در پایداری بلند مدت بازار برق، بیست و سومین کنفرانس بین المللی برق، تهران
- ۳) بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور، بررسی جنبه های حقوقی اسناد خزانه اسلامی و عملکرد آن در بودجه های سنواتی
- ۴) جعفری صمیمی، احمد و خزایی ایوب، منتظری شورکچالی، جلال (۱۳۹۲)، بررسی اثر روش تامین مالی بر رشد سودآوری بنگاه ها در ایران، فصلنامه علمی-پژوهشی راهبرد اقتصادی، سال دوم، شماره هفتم.
- ۵) حسینی، زهرا و قبادی، معصومه (۱۳۹۴)، اوراق بهادار سازی در بازارهای اسلامی در مقایسه با اوراق بهادار سازی در بازارهای عمده دنیا، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم / شماره هجدهم / تابستان ۹۵
- ۶) خزائنی، گرشایب و احمدی، لوزا (۱۳۸۴)، مدیریت ریسک در پروژه های کلان با رویکرد BOT، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت پروژه.
- ۷) زندیه، وحید و زندیه، سعید (۱۳۹۳)، جایگاه اوراق بهادار سازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم / شماره شانزدهم / زمستان ۹۴
- ۸) ذاکرنیا، احسان و حبیب الهی، محمد هادی (۱۳۹۵)، ارائه مدل قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم / شماره هجدهم / تابستان ۹۵
- ۹) فتحه، محمد حسین و غفاری، سپیده (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر فرآیند اوراق بهادار سازی بر ریسک اعتباری و ثبات بانکی شواهد تجربی از بانکهای تجاری ایران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم / شماره شانزدهم / زمستان ۹۴.
- ۱۰) موسویان، سید عباس و خادم الحسینی اردکانی، مجید. (۱۳۹۱)، مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی، اقتصاد اسلامی، شماره ۹۱

(۱۱) موسویان، سید عباس و نظریور، محمدتقی و خزایی ایوب. (۱۳۸۹) امکان سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰.

(۱۲) واحدی، خداداد و محمد خانی، حمید (۱۳۸۹)، تلفیق فرایندهای مدیریت ریسک و مهندسی ارزش در چرخه عمر پروژه، چهارمین همایش ملی مهندسی ارزش - ۲۱ دی ماه ۸۹

(۱۳) وبسایت رسمی صندوق بین المللی پول، <http://www.imf.org/external/about/history.htm>

14) Ernst and Young (2014), Spotlight on oil and gas megaprojects, London, UK: Ernst and Young.

15) Gatti, Stefano (2013). Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. Academic Press. ISBN 9780123919465.

16) Gruber, Jonathan (2012). Public Finance and Public Policy. New York: Worth Publications. pp. 2

17) Héricourt, J., & Poncet, S. (2015). Exchange rate volatility, financial constraints, and trade: empirical evidence from Chinese firms. The World Bank Economic Review, 29(3), 550-578. [http://armanib.com/fa/?page\\_id=40](http://armanib.com/fa/?page_id=40)

18) Summary of Debt Securities Outstandings". Bank for International Settlements,(2016), <https://www.bis.org/statistics/c1.pdf>

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Héricourt

<sup>2</sup> Ernst and Young

<sup>3</sup> Gatti

<sup>4</sup> Gruber

<sup>5</sup> Final Investment Decision, FID