

## دکتر مهدی فرازند

### مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری امین آفاق



انتشار اسناد خزانه اسلامی از دیدگاه‌های مختلفی قابل بررسی است. این اوراق که به منظور تامین مالی دولت منتشر شده با تسویه بدهی پیمانکاران، بار دولت را سبک‌تر خواهد کرد.

این اوراق بر خلاف اوراق مشارکت طرح‌های انتفاعی دولت، به دنبال ایجاد یک بازار متشکل برای معامله، در عمل بازاری را تشکیل داد تا نرخ سود بدون ریسک را به دور از سفته‌بازی تجربه کنیم. اما حجم ۴۰ میلیارد تومانی این اوراق با توجه به عمق کم بازار فعلی علاوه بر فاصله زیادی که با بازار پولی دارد در بازار سهام نیز عدد قابل توجهی به شمار نمی‌آید.

از سویی عدم حضور بازار گردان، این اوراق را با ریسک بیشتری همراه کرده است.

سابقه دولت در عمل نکردن به تعهدات خود در مورد اوراق مشارکت طرح‌های انتفاعی تردیدهایی را در بحث بدون ریسک بودن این اوراق که ضمانت آنها را به عهده دارد به وجود آورده تا جایی که شاید بزرگ‌ترین نقطه ضعف این اوراق نیز به حساب می‌آید.

این درحالی است که چون اوراق خزانه اسلامی بر خلاف اوراق طرح‌های انتفاعی، در بورس ثبت می‌شود، در صورت خدشه‌دار شدن تعهد دولت ریسک آن نه تنها اوراق دولتی بلکه کل بازار اوراق بهادار ایران را درعرصه بین‌المللی تهدید خواهد کرد. نکته دیگری که درباره «اوراق اسناد خزانه» قابل تامل است اطلاق «نرخ بازده بدون ریسک» به این اوراق است. در تمام دنیا «نرخ بازده بدون ریسک» با توجه به اوراق خزانه‌داری‌ها به سه شکل کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تعیین می‌شود. درباره اوراق مزبور با اغماض می‌توان گفت: نرخ فعلی «نرخ بازده بدون ریسک کوتاه‌مدت» است.

به هر حال انتشار اوراق مزبور را می‌توان یک گام رو به جلو دانست، چرا که نشان می‌دهد دولت هم به فکر طراحی ابزارهای تامین مالی جدید برای حل مشکلات تامین مالی خود است. اما به نظر می‌رسد دولت ابزار جدید مناسب‌تری نیز دارد به نام «اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام» که در صورت انتشار می‌تواند از طریق آسان‌تری به تسویه بدهی‌های خود بپردازد. از آنجا که اوراق فعلی بازار از نرخ بسیار بالایی برخوردارند انتشار اوراق قابل تبدیل به سهام که نرخ‌های پایین‌تری دارد می‌تواند کمک بزرگی به دولت بوده و حتی روی نرخ‌های سود نیز تاثیر کاهشی داشته باشد.

این اوراق که در سررسید، قابل تبدیل به سهام است دست دولت را باز می‌گذارد که به جای تحویل پول نقد در سررسید سهام یا پرتفویی، سهام شرکت‌هایی که در فهرست خصوصی‌سازی قرار دارند را به بدهکاران ارائه دهد و به این صورت از به تعویق افتادن تعهدات خود نیز جلوگیری کند.

از سویی این اوراق برای سرمایه‌گذاران نیز جذابیت‌های خاص خود را به همراه دارد از جمله اینکه می‌توانند در آینده این اوراق را با نرخ بالاتری تبدیل به سهام کنند. در حال حاضر پیشنهاد انتشار این اوراق در سازمان برنامه و بودجه مطرح و در حال بررسی است که در صورت اجرا نه تنها به توسعه ابزارهای مالی جدید می‌انجامد بلکه می‌تواند بار زیادی از تعهدات دولت را کم کند.

Read more: <http://www.donya-e-eqtasad.com/news/۹۴۷۳۰۴/#ixzz۳wvQeMqpH>