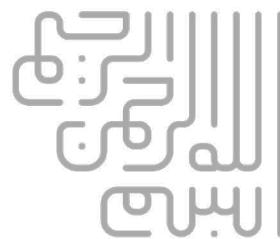


نظام رتبه‌بندی اعتباری؛

کارکردها، چالش‌ها و پیشنهادهای سیاستی به منظور ارتقای آن





عنوان: نظام رتبه‌بندی اعتباری؛ کارکردها، چالش‌ها و پیشنهادهای سیاستی به منظور ارتقای آن
تهیه و تدوین (Author): محمدحسن معماريانی
واژه‌های کلیدی: مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، نظام مالی، نظام رتبه‌بندی، بازار پول و بازار سرمایه
ناشر: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21775>

Permanent Link

Publisher : Islamic Parliament Research Center of Iran

عنوان: نظام رتبه‌بندی اعتباری؛ کارکردها، چالش‌ها و پیشنهادهای سیاستی به منظور

ارتقای آن

نوع گزارش: طرح/ لایحه ☐، نظارتی ☐، راهبردی ☒، پیش‌نویس قانونی ☐

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارها و نهادهای مالی)

مدیر مطالعه: محمدمبین صلواتیان (گروه بازارها و نهادهای مالی)

ناظر علمی: موسی شهبازی غیائی (هیئت علمی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی)

اظهار نظر کنندگان داخل مرکز: مصطفی حبیب‌الله پورزرشکی و رضا خسروی (گروه پولی و

بانکی دفتر مطالعات اقتصادی)

اظهار نظر کننده خارج از مرکز: سازمان بورس و اوراق بهادار

گرافیک و صفحه‌آرایی: زهرا دلاوری

ویراستار ادبی: زهرا کریمی

تاریخ شروع مطالعه: ۱۴۰۳/۰۶/۰۱



فهرست مطالب

۷	چکیده.....
۸	خلاصه مدیریتی.....
۹	۱. مقدمه.....
۱۱	۲. روند تکامل مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در نظام‌های مالی.....
۱۳	۳. انواع و ماهیت رتبه‌های اعتباری.....
۱۴	۴. کارکردها و پیامدهای رتبه‌بندی اعتباری.....
۱۴	۴-۱. افزایش تقارن اطلاعات.....
۱۵	۴-۲. محاسبه رتبه اعتباری شرکت‌ها.....
۱۵	۴-۳. تسهیل ورود سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی.....
۱۷	۴-۴. کمک به تخصیص بهینه منابع مالی.....
۱۷	۴-۵. ترغیب شرکت‌ها به ارتقای وضعیت اعتباری.....
۱۷	۴-۶. تسهیل تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی برای شرکت‌ها.....
۱۸	۴-۷. توزیع شفاف و مدیریت شده ریسک اعتباری اوراق بدهی.....
۱۸	۵. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران.....
۱۹	۵-۱. قوانین مربوط به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری.....
۱۹	۵-۲. مقررات مربوط به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری.....
۲۲	۵-۳. قواعد حاکم بر رتبه‌بندی اعتباری اوراق بدهی.....
۲۵	۶. اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی در ایران.....
۲۷	۷. چالش‌های نظام رتبه‌بندی اعتباری در ایران.....
۲۷	۷-۱. قیمت‌گذاری دستوری نرخ سود اوراق بدهی.....
۲۸	۷-۲. محدودیت انتشار اوراق بدهی با رتبه‌های اعتباری پایین.....
۲۹	۷-۳. قاعده‌گذاری‌های محدودکننده در انتشار اوراق بدهی.....
۲۹	۷-۴. محدودیت نگهداری اوراق بدهی رتبه‌بندی شده توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری.....
۲۹	۸. راهکارها، پیشنهادها و توصیه‌های سیاستی.....
۲۹	۸-۱. اصلاح فرایند کشف نرخ اوراق بدهی.....
۳۰	۸-۲. اصلاح رابطه تعیین نرخ سود برای طبقات مختلف رتبه اعتباری.....
۳۱	۸-۳. اصلاح محدودیت سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی رتبه‌بندی شده.....
۳۱	۸-۴. کاهش فاصله زمانی به‌روزرسانی رتبه‌بندی اعتباری.....
۳۲	۸-۵. استفاده از رتبه‌بندی اعتباری در فرایند پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه.....
۳۲	۸-۶. تفکیک رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی در قوانین و مقررات.....
۳۳	۹. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....
۳۵	منابع و مآخذ.....

فهرست جداول

جدول ۱. مقایسه رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی در نظام‌های مالی متعارف	۱۰
جدول ۲. سابقه برخی مقررات مشتمل بر استفاده از رتبه اعتباری در کشور آمریکا	۱۱
جدول ۳. نرخ نکول اوراق رتبه‌بندی شده توسط مؤسسه S&P به تفکیک رتبه اعتباری و زمان سررسید	۱۶
جدول ۴. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری فعال در بازار سرمایه ایران	۱۸
جدول ۵. سقف نسبت بدهی به دارایی مجاز برای انتشار اوراق بدهی براساس رتبه اعتباری بدون ضمانت	۲۲
جدول ۶. ضرایب کاهش یافته وثایق براساس رتبه اعتباری	۲۳
جدول ۷. ضریب α برای اوراق دارای رتبه اعتباری براساس رتبه اعتباری و نوع ضامن یا وثیقه اوراق بدهی	۲۴
جدول ۸. ضریب α برای اوراق فاقد رتبه اعتباری براساس نوع تضمین و رتبه ضامن	۲۴
جدول ۹. فهرست برخی از بانیان اوراق بدهی براساس رتبه‌بندی اعتباری (از ابتدا تا مهرماه ۱۴۰۳)	۲۵
جدول ۱۰. حداکثر سود اسمی اوراق دارای رتبه‌بندی با فرض نرخ بدون ریسک ۲۳ درصد	۲۷
جدول ۱۱. حداکثر نرخ سود اسمی اوراق فاقد رتبه‌بندی با فرض نرخ بدون ریسک ۲۳ درصد	۲۷
جدول ۱۲. خلاصه راهکارها، پیشنهادهای و توصیه‌های گزارش	۳۴

فهرست شکل‌ها

شکل ۱. ساختار رتبه‌بندی اعتباری مؤسسات رتبه‌بندی	۱۳
شکل ۲. نمودار رتبه اعتباری اوراق بدهی شرکتی و اختلاف نرخ سود آنها با اوراق دولتی (بدون ریسک) در آمریکا	۱۶
شکل ۳. نمودار روند سالیانه انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری (تا پایان مهرماه ۱۴۰۳)	۲۶



نظام رتبه‌بندی اعتباری؛ کارکردها، چالش‌ها و پیشنهادهای سیاستی به منظور ارتقای آن

چکیده



یکی از مسائل مهم نظام تأمین مالی، عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و متقاضیان منابع مالی است. عدم اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به ایفای تعهدات مالی از سوی متقاضیان، می‌تواند سبب خروج نقدینگی و کاهش عمق بازار مالی و در نهایت تضعیف نظام تأمین مالی شود. نظام رتبه‌بندی اعتباری یکی از اجزای مهم نظام مالی بوده که برای پاسخ به این مسئله و با هدف ایجاد شفافیت در نظام مالی به وجود آمده است. مؤسسات رتبه‌بندی به عنوان نهاد ثالث مستقل، نسبت به ارزیابی توانایی و تمایل ناشران در بازپرداخت تعهدات مالی و اعطای رتبه اعتباری به آنها اقدام می‌کنند. در بازار سرمایه ایران نیز مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری با استناد به [قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران](#) فعالیت می‌کنند.

این گزارش به بررسی نظام رتبه‌بندی و چالش‌ها و راهکارهای استقرار آن در کشور می‌پردازد. یافته‌های این گزارش نشان می‌دهد قیمت‌گذاری دستوری نرخ سود اسمی اوراق بدهی، مانع اصلی توسعه نظام رتبه‌بندی اعتباری در بازار بدهی ایران است. همچنین چالش‌های دیگری همچون برخی از مقررات محدودکننده در خصوص اوراق بدهی مبتنی بر رتبه اعتباری احصا شده است. به منظور رفع این چالش‌ها و بهره‌مندی از کارکردها و مزایای رتبه‌بندی اعتباری پیشنهادهایی مانند اصلاح فرایند کشف نرخ اوراق بدهی براساس سازوکار عرضه و تقاضا، به‌روزرسانی سریع‌تر رتبه‌های اعتباری و تفکیک دقیق رتبه‌بندی اعتباری از اعتبارسنجی در برخی از قوانین و مقررات اشاره شده است.

بیان / شرح مسئله

مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری نقشی اساسی در نظام رتبه‌بندی اعتباری ایفا می‌کنند. به‌طور مشخص این مؤسسات به بهبود شفافیت و کارایی بازارهای مالی منجر می‌شوند. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری با ارزیابی ریسک اعتباری ناشران و اوراق مالی، اطلاعات لازم را برای تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. به‌منظور سرمایه‌گذاری به‌طور عمومی و سرمایه‌گذاری در بازار بدهی، ریسک و بازده مورد انتظار دو عامل اصلی برای ارزش‌گذاری بوده، اما برخلاف بازده اسمی اوراق بدهی که اغلب شفاف است، ریسک اعتباری ناشران معمولاً به‌علت عدم تقارن اطلاعاتی به‌درستی قابل شناسایی نیست.

این عدم تقارن اطلاعاتی، ناشی از دسترسی محدود سرمایه‌گذاران به اطلاعات دقیق در مورد وضعیت مالی و تجاری بنگاه‌هاست. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند میان اوراق پرریسک و کم‌ریسک تمایز قائل شوند. پیامد این وضعیت، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران، خروج نقدینگی و در نهایت تضعیف بازار بدهی است. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری با ارائه رتبه‌های اعتباری که شاخصی نسبی از توانایی و تمایل بنگاه‌ها در بازپرداخت تعهدات مالی است، این شکاف اطلاعاتی را پر می‌کنند.

رتبه‌بندی اعتباری به تمایز قیمتی اوراق براساس درجه ریسک منجر می‌شود، به‌نحوی که اوراق با رتبه بالاتر که بیانگر ریسک کمتر است، تقاضای بیشتری برای سرمایه‌گذاری دارند و قیمت آنها بالاتر می‌رود. در نتیجه بازده انتظاری کمتری ارائه می‌دهند، مشابه این فرایند در خصوص اوراق با رتبه پایین‌تر وجود دارد. تمایز قیمتی ایجاد شده در سازوکار رتبه‌بندی اعتباری به تخصیص بهینه منابع مالی کمک می‌کند و کارایی بازار بدهی را افزایش می‌دهد. همچنین، شفافیت ایجاد شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی، امکان جذب طیف وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک‌پذیری را فراهم می‌کند. از سوی دیگر، بنگاه‌ها نیز به‌علت تأثیر مثبت رتبه‌های اعتباری بر کاهش هزینه تأمین مالی، انگیزه می‌یابند تا ساختار مالی و مدیریتی خود را بهبود دهند.

نقطه‌نظرات / یافته‌های کلیدی

با وجود فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران طی چند سال اخیر و افزایش انتشار اوراق بدهی براساس رتبه‌بندی، به‌طور کامل از ظرفیت‌های رتبه‌بندی اعتباری استفاده نمی‌شود. هم‌اکنون به رتبه‌بندی اعتباری صرفاً به‌عنوان ابزاری برای حذف رکن ضمانت در فرایند انتشار اوراق بدهی و صرفه‌جویی در هزینه‌های مربوطه توجه شده است.

همچنین رتبه‌های اعتباری می‌توانند از مهم‌ترین ابزارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی باشند، اما به‌علت قیمت‌گذاری دستوری اوراق بدهی، فاصله زمانی طولانی به‌روزرسانی رتبه‌های اعتباری و تعداد کم رتبه‌بندی‌های انتشار یافته، رتبه‌های اعتباری چنان‌که باید مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار نگرفته‌اند. اعمال برخی از مقررات احتیاطی محدودکننده مانند تعیین سقف انتشار اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی برای بنگاه‌ها و یا تعیین سقف نگهداری این اوراق برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری از سایر موانع توسعه استفاده از رتبه‌بندی در بازار بدهی به‌شمار می‌روند.

با این حال، مهم‌ترین چالش نظام رتبه‌بندی اعتباری قیمت‌گذاری یا نرخ‌گذاری دستوری است که بازدهی تمامی اوراق بدهی را در یک طیف محدود قرار می‌دهد. طبیعی است که در این شرایط، نرخ یا بازدهی نمی‌تواند براساس ریسک محاسبه شده شرکت‌ها کشف شوند و در عمل، نظام رتبه‌بندی اعتباری نمی‌تواند کارکردهای خود را داشته باشد.

پیشنهاد راهکارهای تقنینی، نظارتی یا سیاستی

با توجه به ظرفیت بالایی که نظام رتبه‌بندی اعتباری برای بهبود شفافیت و کارایی بازارهای مالی به‌ویژه بازار اوراق بدهی دارند، ضروری است تا موانع و چالش‌های آن مرتفع یا کاهش یابد.

پیشنهاد اصلی گزارش، اصلاح فرایند نرخ‌گذاری اوراق بدهی و گذار از تعیین دستوری و بدون توجه به مؤلفه‌های کلیدی اقتصادی، به سمت کشف قیمت براساس عرضه و تقاضاست. اوراق بدهی شرکتی براساس شرکت‌های خواهان انتشار آن به دو دسته ۱. اوراق بدهی با ریسک بالا و ۲. اوراق بدهی با ریسک متوسط یا پایین تقسیم می‌شوند. انتظار می‌رود اوراق با ریسک بالا نرخ بازده انتظاری بالاتر و اوراق با ریسک پایین، بازده انتظاری پایین‌تری داشته باشند.

با این توضیحات، پیشنهاد در خصوص اصلاح قیمت‌گذاری اوراق بدهی به این صورت بوده که اوراق بدهی با ریسک بالا که احتمال نکول آنها بیشتر بوده و ممکن است به سرمایه‌گذاران خرد آسیب وارد کند، توسط سرمایه‌گذاران نهادی و براساس ضوابط سازمان بورس و اوراق بهادار، خریداری شود. در مقابل، تمامی سرمایه‌گذاران نسبت به خریداری اوراق بدهی با رتبه اعتباری بالا که کم‌ریسک محسوب می‌شود، مجاز باشند. پیشنهاد گزارش این است که تعیین قیمت (نرخ) هر دو دسته اوراق کم‌ریسک و پرریسک براساس سازوکار عرضه و تقاضا انجام شود. در انتهای گزارش پیشنهادهای دیگری در خصوص ارتقای نظام رتبه‌بندی یا رفع چالش‌های آن ارائه شده است.

۱. مقدمه

بازارهای مالی به‌عنوان بستر انتقال منابع مالی از سرمایه‌گذاران به بنگاه‌های متقاضی تأمین مالی، نقش کلیدی در تأمین مالی و تخصیص بهینه منابع ایفا می‌کنند. کارایی بازارهای مالی به میزان زیادی به شفافیت و تقارن اطلاعاتی میان بازیگران آن بستگی دارد. در واقع یکی از چالش‌های مهمی که می‌تواند عملکرد بازارهای مالی را مختل کند، عدم تقارن اطلاعاتی است که می‌تواند موجب کاهش اعتماد عمومی به بازار مالی، خروج سرمایه‌گذاران و در نهایت کاهش عمق و کارایی این بازار شود.

به‌منظور غلبه بر این چالش‌ها، استقرار مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری^۱ در نظام مالی ضرورت دارد. این مؤسسات به‌عنوان نهادهای مستقل و تخصصی با ارزیابی دقیق توانایی بنگاه‌ها در ایفای تعهدات مالی و ارائه رتبه‌های اعتباری، شفافیت اطلاعاتی را بهبود می‌بخشند و امکان تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. به‌عبارت دیگر، مؤسسات رتبه‌بندی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرایطی ایجاد می‌کنند که در آن سرمایه‌گذاران بتوانند ریسک اوراق بدهی را بهتر ارزیابی کرده و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند. نقش مؤسسات رتبه‌بندی تنها به سرمایه‌گذاران اوراق محدود نمی‌شود. این مؤسسات مزایای قابل توجهی نیز برای بنگاه‌های متقاضی تأمین مالی فراهم می‌کنند که مهم‌ترین آن مزایا، کاهش هزینه تأمین مالی است. بنگاه‌هایی که موفق به کسب رتبه اعتباری بالاتر می‌شوند، می‌توانند اوراق بدهی خود را با نرخ سود یا هزینه مالی کمتری منتشر کنند. این کاهش نرخ سود، نتیجه افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به توانایی بنگاه در بازپرداخت تعهدات مالی است که تقاضا برای اوراق آن را افزایش می‌دهد. به‌علاوه، بنگاه‌هایی که رتبه اعتباری مناسبی کسب می‌کنند، از ارائه تضامین پرهزینه برای انتشار اوراق بدهی معاف می‌شوند. این مسئله به‌ویژه برای بنگاه‌های بزرگ و معتبر که نیاز به تأمین مالی قابل توجهی دارند، از اهمیت بالایی برخوردار است. علاوه بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی، مؤسسات رتبه‌بندی می‌توانند به بهبود عملکرد بنگاه‌ها

1. Credit Rating Agencies



نیز کمک کنند. رقابت برای دستیابی به رتبه‌های اعتباری بالاتر، انگیزه بنگاه‌ها برای ایجاد شفافیت اطلاعاتی، بهبود ساختار سرمایه و مدیریت ریسک کارآمد را تقویت می‌کند. به عبارت دیگر، وجود مؤسسات رتبه‌بندی به عنوان یک سازوکار نظارتی و انگیزشی، بنگاه‌ها را به سمت اصلاح و بهبود مستمر هدایت می‌کند.

شایان ذکر است که رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی (امتیازدهی اعتباری)^۱، فعالیت‌هایی مجزا هستند که برای پاسخ به نیازهای متفاوت در نظام مالی به وجود آمده‌اند. به طور معمول در بازارهای مالی متعارف، رتبه‌بندی اعتباری به منظور ارزیابی و پیش‌بینی رفتار شرکت‌ها، سازمان‌ها و اشخاص حقوقی در انجام تعهدات مالی انجام می‌شود. در مقابل اعتبارسنجی بیشتر بر اشخاص حقیقی و مشتریان خرد تمرکز دارد. این دو فعالیت از روش‌ها و معیارهای خاصی برای تحلیل و ارزیابی ریسک اعتباری استفاده می‌کنند و نتایج هر یک از آنها در نظام تأمین مالی کاربردهای خاص خود را دارد.

جدول ۱. مقایسه رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی در نظام‌های مالی متعارف

رتبه‌بندی اعتباری	اعتبارسنجی (امتیازدهی اعتباری)	مؤلفه ارزیابی
اشخاص حقوقی و بنگاه‌های اقتصادی	اشخاص حقیقی و مشتریان خرد	مشتری اصلی
مبتنی بر تحلیل کیفی و کمّی اطلاعات مالی و اقتصادی	مبتنی بر الگوریتم‌های امتیازدهی عددی و ریاضی	مدل ارزیابی
شرایط اقتصاد کلان، ریسک فعالیت تجاری و ساختار مالی بنگاه	سابقه ایفای تعهدات مالی شخص	معیار ارزیابی
رتبه اعتباری (مانند AAA یا BB)	امتیاز اعتباری (مانند امتیاز بین ۳۰۰ تا ۸۵۰)	نتیجه ارزیابی
تأمین مالی در بازار سرمایه، تسهیلات کلان بانکی و ...	تسهیلات بانکی خرد و متوسط	دامنه فعالیت

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

هدف گزارش حاضر، پرداختن به نظام رتبه‌بندی اعتباری و مؤسسات رتبه‌بندی بوده و مباحث مربوط به نظام سنجش اعتبار و فعالیت اعتبارسنجی مورد توجه این گزارش نیست. در کشور ایران مؤسسات رتبه‌بندی فعالیت خود را از سال ۱۳۹۷ آغاز کرده‌اند. این مؤسسات تاکنون در انتشار اوراق بدهی بدون ضامن و کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق اوراق بدهی نقش مؤثری ایفا کرده‌اند. باین حال، فعالیت این مؤسسات با چالش‌های متعددی همراه بوده و بهره‌گیری کامل نظام مالی از ظرفیت آنها را محدود کرده است.

این گزارش ابعاد مختلف فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی به عنوان نهاد اصلی در نظام رتبه‌بندی اعتباری را بررسی می‌کند. در ابتدا به روند تکامل این مؤسسات پرداخته و سپس، کارکردهای مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری مانند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش شفافیت در بازار بدهی مطرح می‌شود. در بخشی از گزارش به طور تفصیلی، به موانع و چالش‌های توسعه نظام رتبه‌بندی، توجه شده و در نهایت راهکارهایی برای رفع این موانع و تقویت نقش مؤسسات رتبه‌بندی در توسعه بازار بدهی ارائه می‌شود. برای پاسخ به این سؤالات، از تجربه‌های بین‌المللی، بررسی مقررات و قوانین داخلی و تحلیل آماری عملکرد مؤسسات رتبه‌بندی در ایران استفاده می‌شود.

1. Credit Scoring

۲. روند تکامل مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در نظام‌های مالی

از تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای مالی بیش از یک قرن می‌گذرد. جایگاه این مؤسسات در نظام‌های مالی بین‌المللی طی سالیان متمادی دستخوش تغییرات بزرگی شده است. به‌طور خلاصه، سیر تکاملی این مؤسسات را می‌توان در چهار مرحله اصلی زیر بیان کرد:

الف) مرحله اول: پیدایش مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

سابقه تشکیل اولین مؤسسات رتبه‌بندی به سال ۱۹۰۹ میلادی و انتشار راهنمای رتبه‌بندی اوراق بدهی شرکت‌های راه‌آهن فعال در ایالات متحده و فروش این راهنما به سرمایه‌گذاران و خریداران اوراق می‌رسد. در ادامه نیز شرکت انتشارات پورز^۱ در سال ۱۹۱۶ وارد این عرصه شد. شرکت استاندارد استاتیسٹیکس^۲ در سال ۱۹۲۲ شروع به ارائه رتبه‌بندی کرده و شرکت انتشارات فیچ^۳ در سال ۱۹۲۴ رتبه‌بندی‌های خود را آغاز کرد. در تمامی این موارد، رتبه‌بندی‌ها به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شد [۱]. در سال ۱۹۴۱ استاندارد استاتیسٹیکس و انتشارات پورز با یکدیگر ادغام شدند و مؤسسه استاندارد اند پورز تشکیل شد. علی‌رغم ایجاد تعداد زیادی از مؤسسات رتبه‌بندی طی چند دهه، این سه مؤسسه همچنان به عنوان بزرگ‌ترین و معتبرترین مؤسسات رتبه‌بندی شناخته می‌شوند.

ب) مرحله دوم: استفاده از رتبه‌های اعتباری در تنظیم‌گری نهادهای مالی

در دهه ۱۹۳۰ و پس از رکود بزرگ اقتصادی، تنظیم‌گران بانکی در ایالات متحده آمریکا شروع به استفاده از رتبه‌بندی‌های اعتباری در فرایندهای قانونی و نظارتی خود کردند. برای مثال، بانک‌های فدرال موظف شدند که تنها در اوراقی سرمایه‌گذاری کنند که دارای رتبه اعتباری درجه یک باشد. این اقدام، مؤسسات رتبه‌بندی را به عنوان نهادهای حیاتی در تنظیم‌گری و نظارت مالی و بانکی معرفی کرد. همچنین در سال ۱۹۷۵، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا دسته‌بندی جدیدی به نام «سازمان‌های رتبه‌بندی آماری شناخته‌شده ملی»^۳ ایجاد کرد. این دسته‌بندی به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری اجازه داد تا نقش رسمی در ارزیابی ریسک اعتباری ایفا کنند و این مؤسسات را به عنوان مرجع معتبر در تصمیمات سرمایه‌گذاری معرفی کرد و موجب تثبیت مؤسسات رتبه‌بندی به عنوان یکی از ارکان بازارهای مالی شد.

جدول ۲. سابقه برخی مقررات مشتمل بر استفاده از رتبه اعتباری در کشور آمریکا [۲]

سال تصویب	قاعده مربوطه به رتبه‌بندی	حداقل رتبه	تعداد رتبه مورد نیاز از مؤسسات رتبه‌بندی
۱۹۳۱	الزام بانک‌ها به ارزش‌گذاری اوراق براساس قیمت بازار برای اوراق دارای رتبه پایین‌تر	BBB	۲
۱۹۳۶	ممنوعیت بانک‌ها از خریداری اوراق بهادار مخاطره‌آمیز	BBB	نامشخص
۱۹۵۱	تحمل الزامات سرمایه بالاتر بر شرکت‌های بیمه‌کننده اوراق دارای رتبه پایین‌تر	گوناگون	نامشخص
۱۹۷۵	تحمل اصلاح سرمایه بیشتر بر کارگزاران اوراق دارای رتبه غیر سرمایه‌گذاری (ریسک بالا)	BBB	۲
۱۹۸۲	تسهیل الزامات افشای اطلاعات برای اوراق دارای رتبه سرمایه‌گذاری (ریسک پایین)	BBB	۱
۱۹۸۴	تسهیل صدور اوراق با پشتوانه وام رهنی بدون تضمین رسمی	AA	۱
۱۹۸۷	اجازه اعطای وام حاشیه‌ای در مقابل اوراق با پشتوانه وام رهنی و اوراق خارجی	AA	۱
۱۹۸۹	اجازه سرمایه‌گذاری به صندوق‌های بازنشستگی در اوراق بهادار دارای رتبه بالا (ریسک پایین)	A	۱
۱۹۸۹	ممنوعیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پس‌انداز و وام در اوراق قرضه درجه غیر سرمایه‌گذاری (ریسک بالا)	BBB	۱

1. The Poor's Publishing Company
2. Standard Statistics Company
3. NRSRO



سال تصویب	قاعده مربوطه به رتبه‌بندی	حداقل رتبه	تعداد رتبه مورد نیاز از مؤسسات رتبه‌بندی
۱۹۹۱	محدود کردن صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول از نگهداری اوراق دارای رتبه اعتباری پایین (ریسک بالا)	A1	۱
۱۹۹۲	معافیت ناشران برخی از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی از ثبت به‌عنوان صندوق مشترک	BBB	۱
۱۹۹۴	تحمل الزامات سرمایه متفاوت بر بانک‌ها و شرکت‌های پس‌انداز و وام برای دارایی‌های دارای رتبه‌های مختلف	AAA & BBB	۱

ج) مرحله سوم: تغییر مدل کسب و کار به «پرداخت توسط ناشر»^۱

در ابتدای فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی، فروش رتبه‌بندی‌ها به سرمایه‌گذاران منبع اصلی درآمد این مؤسسات بود. اما در اوایل دهه ۱۹۷۰ این مؤسسات تصمیم گرفتند مدل کسب و کار خود را تغییر دهند. در الگوی جدید، سرمایه‌گذاران به‌عنوان مشتریان اصلی مؤسسات رتبه‌بندی، جای خود را به ناشران اوراق مالی دادند [۳]. الگوی پرداخت توسط ناشر به‌رغم تأثیر چشمگیر در گسترش استفاده از رتبه اعتباری، زمینه‌های تعارض منافع مؤسسات رتبه‌بندی را فراهم کرد؛ زیرا ممکن بود مؤسسات رتبه‌بندی برای حفظ مشتریان خود (ناشران یا شرکت‌ها)، از دادن رتبه‌های اعتباری نامناسب به آنها خودداری کنند. به بیان دیگر، این مدل شائبه دستکاری رتبه‌های محاسبه شده توسط مؤسسات رتبه‌بندی را به وجود می‌آورد.

د) مرحله چهارم: بحران مالی و ارتقای تنظیم‌گری مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

در سال ۲۰۰۱ و با ورشکستگی شرکت انرون^۲ و عدم انعکاس این موضوع در رتبه اعتباری آن شرکت، انتقادهای زیادی متوجه مؤسسات رتبه‌بندی شد. به خصوص که تا ۵ روز پیش از اعلام ورشکستگی توسط این شرکت، مؤسسات رتبه‌بندی همچنان آن را شرکتی در دسته‌بندی با ریسک پایین قرار می‌دادند. همچنین رتبه‌های اعتباری بالای غیرواقعی مؤسسات رتبه‌بندی به اوراق مالی با پشتوانه وام رهنی^۳ به‌عنوان یکی از ریشه‌های بحران مالی ۲۰۰۸ شناخته می‌شود. چنین اتفاقاتی سبب توجه بیشتر نهادهای قانونگذار به مسئله تنظیم‌گری و نظارت بر مؤسسات رتبه‌بندی شد. به‌طور خاص قانون اصلاح آژانس‌های رتبه‌بندی اعتباری^۴ در سال ۲۰۰۶ و بخش مهمی از قانون داد-فرانک^۵ متوجه سامان‌بخشی به عملکرد مؤسسات رتبه‌بندی بودند. برخی از موضوعات اشاره شده در این قوانین عبارت‌اند از:

- تعیین معیارهای مشخصی برای تأیید مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در دسته‌بندی «سازمان‌های رتبه‌بندی آماری شناخته شده ملی»؛
- افزایش اختیارات کمیسیون بورس و اوراق بهادار برای نظارت بر مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری؛
- الزام مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به شفافیت در زمینه روش‌شناسی رتبه‌بندی و ارائه گزارش عملکرد از ارزیابی‌های گذشته؛
- ایجاد دفتر ارزیابی مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کمیسیون بورس و اوراق بهادار؛
- افزایش مسئولیت‌پذیری مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری و امکان پیگیری حقوقی در صورت ارائه رتبه‌های گمراه‌کننده.

1. Issuer Pays Model
2. Enron
3. Mortgage Based Securities
4. Credit Rating Agency Reform Act
5. Dodd-frank Act

۳. انواع و ماهیت رتبه‌های اعتباری

رتبه اعتباری در حقیقت یک شاخص نسبی از ریسک اعتباری یک قرض گیرنده در مقایسه با سایر قرض گیرندگان فعال در بازار است. رتبه‌های اعتباری معمولاً با حروف انگلیسی به همراه اعداد یا علامت‌های + و - مشخص می‌شود که برای اوراق دارای سررسید طولانی مدت، از رتبه AAA آغاز و به رتبه D ختم می‌شود. همچنین رتبه اعتباری اوراق کوتاه مدت معمولاً در طیف A-1 تا D و یا در طیف F1+ تا D دسته‌بندی می‌شوند. رتبه‌بندی‌های اعتباری معمولاً به دو دسته اصلی تقسیم می‌شوند:

۱. درجه سرمایه‌گذاری^۱ (رتبه‌های بالاتر از BBB-)

۲. درجه غیرسرمایه‌گذاری^۲ (رتبه‌های پایین‌تر از BBB-).

اوراقی که در درجه سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند، به عنوان اوراق کم‌ریسک شناخته می‌شوند و به طور معمول برای مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاران جذاب‌تر بوده، زیرا این سرمایه‌گذاران معمولاً به دنبال سرمایه‌گذاری در اوراقی با ریسک پایین‌تر هستند. از سوی دیگر، اوراق مالی درجه غیرسرمایه‌گذاری تحت عنوان اوراق سفته‌بازانه^۳ نیز شناخته شده و ریسک اعتباری بالاتری دارند. مؤسسات استاندارد پورز،^۴ مودیز^۵ و فیچ^۶ بزرگ‌ترین مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری هستند که در مجموع بیش از ۹۰ درصد بازار جهانی رتبه‌بندی اعتباری را در اختیار دارند [۴]. ساختار رتبه‌های اعتباری این مؤسسات به شرح شکل زیر است.

شکل ۱. ساختار رتبه‌بندی اعتباری مؤسسات رتبه‌بندی [۵]

درجه	مؤدی		اس اند پی		فیچ		بیشترین
	بلندمدت	کوتاه مدت	بلندمدت	کوتاه مدت	بلندمدت	کوتاه مدت	
درجه سرمایه‌گذاری	Aaa Aa1 Aa2 Aa3	Prime 1	AAA AA+ AA AA-	A-1+	AAA AA+ AA AA-	F1+	
	A1 A2 A3		A+ A A-		A+ A A-		
	Baa1 Baa2 Baa3		BBB+ BBB BBB-		BBB+ BBB BBB-		
درجه غیرسرمایه‌گذاری	Ba1 Ba2 Ba3	Not prime	BB+ BB BB-	B	BB+ BB BB-	B	
	B1 B2 B3		B+ B B-		B+ B B-		
	Caa Ca C		CCC CC C D		CCC CC C D		
							کمترین

1. Investment-grade
2. Non Investment Grade
3. Speculative Bonds
4. S&P Global Ratings
5. Moody's Ratings
6. Fitch Ratings



اگرچه مؤسسات رتبه‌بندی به‌طور کلی از روش‌های مشابهی برای تعیین رتبه اعتباری استفاده می‌کنند، اما ممکن است در برخی موارد با وجود اطلاعات مشابه، تفاوت‌هایی در رویکرد و نتیجه رتبه‌های اعتباری وجود داشته باشد. به‌طور کلی، تجزیه و تحلیل آنها بر دو محور اصلی متمرکز دارد:

■ **ارزیابی ریسک تجاری:** ارزیابی نقاط قوت و ضعف فعالیت‌های شرکت که شامل موقعیت در بازار، تنوع جغرافیایی، نقاط قوت یا ضعف صنعت مربوطه، چرخه‌های بازار است. این رویکرد امکان مقایسه شرکت‌ها را با یکدیگر فراهم می‌کند.

■ **ارزیابی ریسک مالی:** ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی شرکت که شامل میزان فروش، نقدینگی، تنوع منابع مالی و سایر اطلاعات مالی شرکت است. در این سطح از بررسی‌ها، تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی نقش اصلی را ایفا و شرکت‌هایی با ریسک تجاری مشابه را از یکدیگر تفکیک می‌کند [۵].

۴. کارکردها و پیامدهای رتبه‌بندی اعتباری

مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری کارکردهای متعددی را برای نظام مالی و اقتصادی فراهم می‌آورند. در این بخش از گزارش به مهم‌ترین این کارکردها اشاره می‌شود.

۴-۱. افزایش تقارن اطلاعات

در بازارهای مالی، ریسک‌داری‌ها در کنار بازده انتظاری به‌عنوان شاخصه‌های اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری دارایی‌ها هستند. به‌عنوان نمونه، افرادی که از میان انواع فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و بازارهای غیر مالی، اوراق بدهی را به‌عنوان مقصد سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند، معمولاً به‌عنوان سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز شناخته می‌شوند و ارزیابی ریسک اوراق مالی در کنار توجه به بازده انتظاری برای آنها اهمیت دارد.

بازده اسمی اوراق بدهی برای سرمایه‌گذاران شفاف بوده و در زمان انتشار، به‌طور علنی توسط ناشران اعلام می‌شود، اما ریسک این اوراق تابع عوامل داخل و بیرون از شرکت است که ارزیابی دقیق آن را به شدت دشوار می‌کند. ریسک اوراق بدهی انواع گوناگونی دارد^۱ که از میان آنها ریسک اعتباری یا ریسک نکول در ارزیابی ریسک این اوراق دارای نقش اساسی است. ریسک نکول بیانگر احتمال وقوع زیان به‌علت عدم ایفای تعهدات از سوی ناشران اوراق بدهی است و می‌تواند بازده اسمی و حتی اصل وجه سرمایه‌گذاری را به خطر بیندازد. ریسک نکول به عوامل زیادی وابسته است که از میان آن می‌توان به شرایط محیط اقتصادی، سوددهی پروژه‌ها، وضعیت مالی و ساختار سرمایه‌بنگاه اشاره کرد. اطلاعات بیشتر مدیران بنگاه‌ها نسبت به سرمایه‌گذاران درباره عوامل داخلی بنگاه موجب عدم تقارن اطلاعات و ایجاد زمینه بروز پیامدهای منفی در سطح خرد (ارتباط میان شرکت و دارندگان اوراق بدهی) و کلان (بازارهای مالی) می‌شود. به‌طور مشخص، اطلاعات نامتقارن در بازارهای مالی به دو مسئله کژگزینی و کژمنشی منجر می‌شود. در خصوص ریسک اعتباری، کژگزینی به معنای عدم امکان تشخیص اوراق کم‌ریسک از اوراق پرریسک برای سرمایه‌گذاران است.

با فرض رفتار عقلایی، سرمایه‌گذاران تمایل دارند از میان اوراق دارای بازده انتظاری مشابه، اوراقی را انتخاب کنند که ریسک کمتری داشته باشد. از طرف دیگر، بنگاه‌های پرریسک نسبت به بنگاه‌های کم‌ریسک انگیزه بیشتری برای دریافت منابع مالی دارند. باین حال، عدم تقارن اطلاعاتی میان قرض‌دهندگان (دارندگان اوراق بدهی) و قرض‌گیرندگان (شرکت‌ها) موجب انتقال بیشتر منابع بازار مالی به سمت بنگاه‌هایی با وضعیت اعتباری نامناسب می‌شود. از طرف دیگر، به‌علت عدم تقارن اطلاعاتی، مسئله کژمنشی توسط بنگاه‌ها رخ می‌دهد. به‌طور مشخص، عدم توانایی سرمایه‌گذاران در ارزیابی مناسب از ریسک اعتباری بنگاه‌ها به بنگاه‌ها فرصت می‌دهد تا ریسک بیشتری را نسبت به ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران فراهم کنند.

۱. ریسک اعتباری، ریسک نرخ بهره، ریسک تورم و ریسک نقدشوندگی (در بازار ثانویه).

چالش‌هایی که به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بدهی به وجود می‌آید، می‌تواند در بلندمدت سبب سلب اعتماد سرمایه‌گذاران، خروج بنگاه‌های کم‌ریسک از بازارهای مالی و بازار بدهی، تضعیف کارایی بازار و در نهایت خروج منابع و کاهش عمق بازار اوراق مالی شود. در این میان مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در جایگاه شخص ثالث و مستقل، می‌توانند با شناسایی ریسک اعتباری بنگاه‌ها و تعهدات مالی آنان شکاف اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و بنگاه‌ها را مرتفع و از بروز چالش‌های نام‌برده جلوگیری کنند.

۲-۴. محاسبه رتبه اعتباری شرکت‌ها

محاسبه ریسک اعتباری اوراق بدهی متعلق به بنگاه‌های اقتصادی فرایندی تخصصی، زمان‌بر و نیازمند اطلاعات دقیقی از وضعیت مالی و تجاری بنگاه‌ها بوده که الزاماً به صورت عمومی نیز در دسترس نبوده و محاسبه آن مستلزم مجموعه‌ای از فنون، دانش‌ها و محاسبات است که در توان آحاد مردم و عموم سرمایه‌گذاران نیست. از طرفی، این شاخص به صورت مطلق قابل تعریف نیست و در مقایسه با ریسک سایر اوراق معنی پیدا می‌کند. به عبارت دیگر، ریسک اعتباری یک اوراق شاخصی نسبی است که باید آن را در رابطه با گستره وسیعی از اوراق مشابه تفسیر کرد. از این رو، سرمایه‌گذاران خرد به واسطه کمبود توانایی و تخصص و مؤسسات تخصصی سرمایه‌گذاری به واسطه عدم دسترسی به اطلاعات بنگاه‌ها توانایی ارزیابی ریسک اعتباری اوراق مالی را نخواهند داشت. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به عنوان کسب و کار تخصصی تولید و انتشار اطلاعات، از یک سو به واسطه صرفه مقیاس و از سوی دیگر به واسطه دسترسی مناسب به اطلاعات بنگاه‌های متقاضی دریافت رتبه اعتباری می‌توانند با هزینه بسیار کمتری ریسک اعتباری اوراق را ارزیابی کنند و با تخصیص رتبه اعتباری مناسب، نقش کلیدی در بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران و افزایش انضباط در این بازارها داشته باشند.

۳-۴. تسهیل ورود سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی

سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی دارای درجات مختلفی از ریسک‌پذیری هستند. به عنوان نمونه، سرمایه‌گذاران حقیقی به علت ویژگی‌های منحصر به فرد مانند میزان ثروت، سن و تخصص مالی و همچنین اشخاص حقوقی شامل مؤسسات یا نهادهای مالی به سبب سیاستگذاری‌ها، اهداف و وظایف متعدد خود، ترجیحات متفاوتی از منظر ریسک‌پذیری دارند. تفاوت ریسک‌پذیری، اثر خود را در انتخاب ترکیب بهینه‌ای از ریسک و بازده سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. برخی سرمایه‌گذاران در دارایی‌های مالی با ریسک بالاتر و بازده انتظاری بیشتر و برخی دیگر در دارایی‌های مالی با ریسک پایین‌تر و بازده انتظاری کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. اگر در یک بازار مالی، امکان شناسایی ریسک سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و تفکیک آنها از یکدیگر وجود نداشته باشد، این بازار نمی‌تواند طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران با درجات ریسک متفاوت را به خود جذب کند.

رتبه‌بندی اوراق بدهی از حیث درجه ریسک سبب ایجاد تمایز در قیمت و در نتیجه تمایز در بازده اوراق می‌شود. به بیان شفاف‌تر، هر چه رتبه اعتباری اوراق بدهی بالاتر باشد به معنی ریسک کمتر این اوراق است. در نتیجه، سرمایه‌گذاران تقاضای بیشتری برای خرید این اوراق می‌کنند که این افزایش تقاضا موجب افزایش قیمت اوراق و در نهایت، کاهش بازده انتظاری اوراق مزبور می‌شود. در مقابل، زمانی که ریسک اعتباری یک اوراق بدهی بیشتر باشد، تقاضا برای خریداری آن اوراق در بازار مالی کاهش یافته و موجب افزایش بازده انتظاری می‌شود. با افزایش ریسک و بازده انتظاری اوراق، سرمایه‌گذاران با ترجیحات ریسک‌پذیری بیشتر نسبت به خریداری اوراق مزبور اقدام می‌کنند.

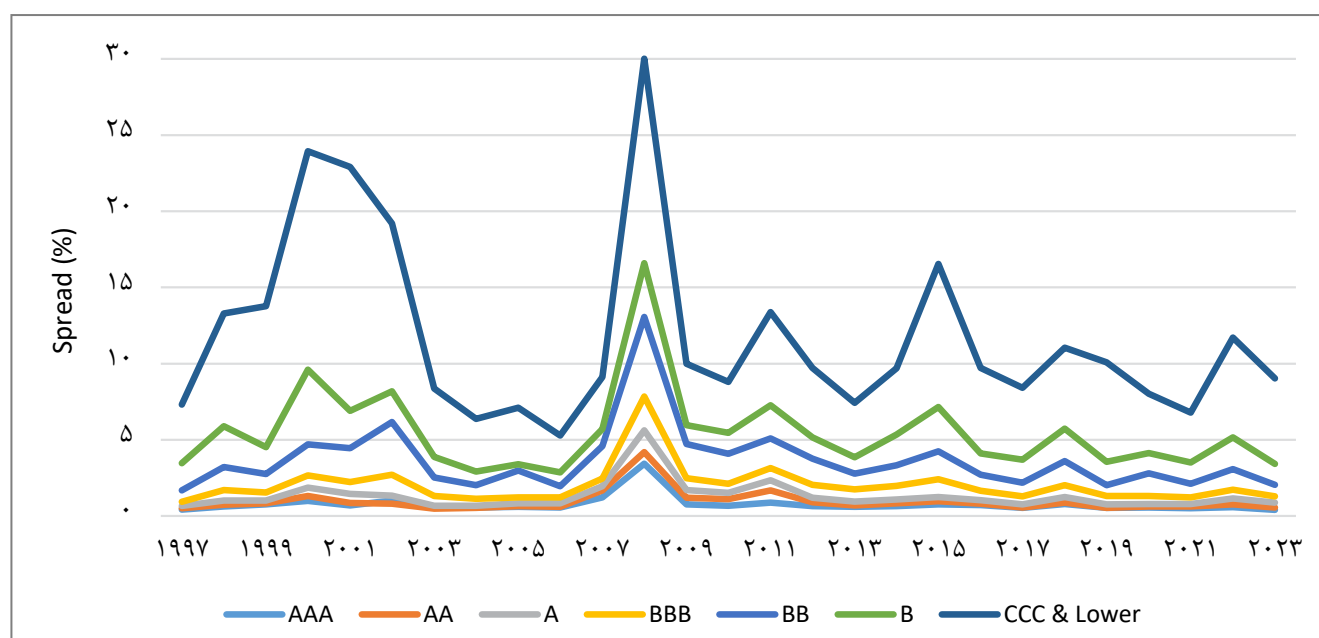
جدول زیر متوسط نرخ نکول اوراق شرکتی رتبه‌بندی شده از کشورهای مختلف توسط مؤسسه S&P طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۲۰۲۳ میلادی را نشان می‌دهد. بر این اساس، اوراق شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا نرخ نکول کمتری در مقایسه با شرکت‌های با رتبه اعتباری پایین دارد.

جدول ۳. نرخ نکول اوراق رتبه‌بندی شده توسط مؤسسه S&P به تفکیک رتبه اعتباری و زمان سررسید [۶]

Global corporate average cumulative default rates (1981 to 2023) (%)															
--Time horizon (years)--															
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.13	0.23	0.34	0.44	0.49	0.57	0.62	0.68	0.70	0.73	0.75	0.81	0.86
AA	0.02	0.05	0.11	0.19	0.28	0.38	0.46	0.53	0.60	0.67	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93
A	0.05	0.12	0.20	0.30	0.41	0.53	0.68	0.80	0.93	1.07	1.19	1.30	1.41	1.51	1.62
BBB	0.14	0.39	0.68	1.02	1.38	1.73	2.03	2.33	2.63	2.90	3.18	3.40	3.61	3.84	4.07
BB	0.57	1.79	3.19	4.57	5.88	7.08	8.12	9.07	9.93	10.69	11.32	11.91	12.43	12.86	13.32
B	2.98	6.99	10.55	13.44	15.75	17.60	19.04	20.20	21.22	22.18	23.01	23.64	24.24	24.81	25.38
CCC/C	25.98	35.95	41.42	44.49	46.65	47.69	48.78	49.47	50.07	50.64	51.10	51.60	52.17	52.59	52.65
Investment grade	0.08	0.22	0.38	0.58	0.78	0.99	1.18	1.37	1.54	1.72	1.88	2.01	2.15	2.28	2.42
Speculative grade	3.52	6.77	9.56	11.83	13.70	15.22	16.46	17.50	18.42	19.27	19.98	20.58	21.14	21.64	22.12

همچنین شکل زیر رتبه‌های اعتباری اوراق بدهی شرکت‌ها و تفاوت نرخ سود آنها با نرخ سود بدون ریسک اوراق دولتی را در ایالات متحده آمریکا طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۲۳ میلادی را نشان می‌دهد.

شکل ۲. نمودار رتبه اعتباری اوراق بدهی شرکتی و اختلاف نرخ سود آنها با اوراق دولتی (بدون ریسک) در آمریکا [۷]



براساس شکل ۲، اوراق بدهی شرکت‌هایی که از ریسک نکول کمتری برخوردار هستند، نرخ سود کمتری نسبت به اوراق دولتی بدون ریسک دارند. به‌طور مشابه اوراق بدهی شرکت‌هایی که دارای ریسک نکول بیشتری هستند، نرخ سود بیشتری نسبت به اوراق دولتی دارند. به بیان دیگر شرکت‌هایی که ریسک کمتری دارند، می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را با هزینه بهره‌ای کمتری از بازارهای مالی تأمین کنند.

۴-۴. کمک به تخصیص بهینه منابع مالی

یکی از مهم‌ترین وظایف بازارهای مالی، هدایت منابع مازاد اقتصاد به سمت فعالیت‌های تولیدی و تخصیص بهینه سرمایه میان بنگاه‌های مختلف است. به‌طوری که بیشترین مقدار منابع مالی در اختیار کارآمدترین بنگاه‌ها قرار بگیرد و در مقابل بنگاه‌هایی با بازدهی پایین، از سهم کمتری از منابع مالی برخوردار باشند [۸].

در شرایط اطلاعات کامل اوراق مالی یک بنگاه کم‌ریسک برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر است و آن بنگاه به این واسطه می‌تواند منابع مالی بیشتری را نسبت به رقبای خود جذب کند. اما در صورتی که سرمایه‌گذاران از تفاوت‌های میان بنگاه‌ها آگاهی نداشته باشند، بنگاه‌های پرریسک نیز می‌توانند از طریق ارائه پیشنهاد بازده انتظاری مشابه با رقیب خود، به رقابت در خصوص جذب منابع مالی اقدام کنند. در این شرایط تنها تفاوت بین دو بنگاه مذکور، توانایی آنها در بازپرداخت بدهی و بازده تعهد داده شده در زمان سررسید قرارداد است. در واقع، در صورت نبود اطلاعات متقارن هر دو بنگاه متحمل هزینه مالی مشابهی می‌شوند و سهم یکسانی را از منابع مالی به دست می‌آورند. با این تفاوت که ریسک نکول تعهدات توسط یکی از بنگاه‌ها بسیار بیشتر است. علاوه بر این، کارایی بازار مالی و بازدهی کل منابع مازاد موجود در بازار کاهش می‌یابد و پس از گذشت مدتی، شرکت‌هایی که از لحاظ ریسک اعتباری در حد مطلوب و مناسب قرار دارند، تصمیم به خروج از بازار گرفته و بازارهای مالی مملو از شرکت‌های با نرخ نکول بالا می‌شود. امری که می‌تواند موجب سلب اعتماد سرمایه‌گذاران و در نهایت، خالی شدن بازارهای مالی از عرضه منابع مالی شود.

در این میان رتبه‌بندی اعتباری با بررسی وضعیت مالی و تجاری بنگاه‌ها و تعیین رتبه اعتباری متناسب با قابلیت آنها برای بازپرداخت تعهدات، مزیت قابل توجهی برای بنگاه‌های کم‌ریسک ایجاد می‌کند؛ زیرا سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای خرید اوراق مالی این بنگاه‌ها خواهند داشت. در نتیجه، این بنگاه‌ها با دریافت رتبه اعتباری بهتر (ریسک اعتباری کمتر) می‌توانند با نرخ سود پیشنهادی کمتری منابع مورد نیاز خود را تأمین کنند. کاهش هزینه مالی بنگاه‌های با وضعیت مالی مطلوب به آنها کمک می‌کند تا سهم بزرگ‌تری از منابع بازار را به خود اختصاص دهند. اتفاقی که کارایی کل بازار بدهی را افزایش می‌دهد.

۴-۵. ترغیب شرکت‌ها به ارتقای وضعیت اعتباری

رتبه‌بندی اعتباری بنگاه‌ها و اوراق منتشر شده توسط آنان به واسطه تأثیری که در کاهش هزینه تأمین مالی آنها دارد، می‌تواند نقش پررنگی در زمینه کنترل رفتار شرکت‌ها داشته باشد. به بیانی دیگر، نیاز شرکت‌ها به دریافت رتبه اعتباری بالاتر می‌تواند نظام انگیزشی آنها را در جهت انجام اصلاحاتی همچون اصلاح ساختار سرمایه، بهبود مدیریت ریسک، افزایش انضباط مالی و انجام به موقع تعهدات، شفافیت اطلاعاتی و گزارش‌دهی مناسب فعال کند. همچنین گزارش‌های مؤسسات رتبه‌بندی می‌تواند به بنگاه‌ها برای آسیب‌شناسی و پیدا کردن نقاط ضعف کمک کند.

۴-۶. تسهیل تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی برای شرکت‌ها

یکی از مهم‌ترین پیامدهای دریافت رتبه اعتباری برای شرکت‌ها تسهیل تأمین مالی آنهاست. این مهم از کانال‌های متعددی محقق می‌شود که به برخی از آنها در ادامه اشاره می‌شود.

■ تأمین ضمانت برای انتشار اوراق مالی یکی از چالش‌های مهم بنگاه‌ها در فرایند تأمین مالی از طریق بازار بدهی است. این ضمانت عموماً



توسط بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و یا سایر نهادهای مالی ارائه می‌شود و اخذ تأییدیه برای دریافت آنها فرایندی طولانی و پیچیده است. تأمین ضمانت برای انتشار اوراق مالی در بازار سرمایه ایران هزینه‌ای معادل ۲ درصد ارزش اوراق بدهی منتشر شده را به بنگاه‌ها تحمیل می‌کند [۹]. برای بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی بزرگ و معتبر کشور، جایگزینی رکن ضمانت اوراق بدهی با رتبه‌بندی اعتباری به شکل قابل توجهی هزینه تأمین مالی از طریق بازار بدهی را کاهش می‌دهد. از طرف دیگر، تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی دچار مشکلات اعتباری بوده و قادر به دریافت ضمانت برای انتشار اوراق بدهی نیستند. استفاده از رتبه اعتباری می‌تواند فرصت خروج این بنگاه‌ها از تنگنای مالی را فراهم کند.

■ شناساندن ریسک‌های متعدد اوراق بدهی و امکان جذب سرمایه‌گذاران با درجات ریسک‌پذیری متعدد، موجب افزایش نقدینگی و نقدشوندگی در بازارها می‌شود. افزایش نقدینگی و عمق بازارهای مالی و بدهی موجب تسهیل تأمین مالی و کاهش نرخ آن می‌شود.

■ شناساندن و ارزیابی ریسک اوراق بدهی به وسیله رتبه‌بندی اعتباری، موجب می‌شود تا شرکتی که ریسک کمتری دارد بتواند منابع مالی را با هزینه کمتری (نرخ بازده انتظاری پایین‌تر) جذب کند.

۷-۴. توزیع شفاف و مدیریت شده ریسک اعتباری اوراق بدهی

هنگامی که انتشار اوراق بدهی با استفاده از رکن ضامن صورت می‌گیرد، انواع ریسک اوراق بدهی مانند ریسک اعتباری، به صورت کامل به رکن ضامن اوراق منتقل می‌شود. در ازای دریافت کارمزد مشخص شده، مسئولیت نکول احتمالی ناشر اوراق را عهده‌دار و نسبت به ایفای تعهدات مالی ناشر متعهد می‌شود. با توجه به اینکه در نظام مالی ایران، عمدتاً بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به عنوان رکن ضامن اوراق بدهی فعالیت می‌کنند، عملاً ریسک اوراق بدهی و زیان احتمالی ناشی از نکول ناشران اوراق بدهی به شبکه بانکی تحمیل شده که می‌تواند مشکلات متعددی را برای نظام بانکی کشور پدید آورد. انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه‌بندی اعتباری از تمرکز ریسک اوراق بدهی در نهاد مالی ضامن اوراق بدهی جلوگیری کرده و در عوض، این ریسک را به صورت شفاف میان سرمایه‌گذارانی که داوطلبانه حاضر به پذیرش این ریسک می‌شوند، توزیع می‌کند.

۵. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران

مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در سال ۱۳۹۵ در ایران به موجب تصویب «دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی» توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد شدند. تا زمان تهیه این گزارش، سه مؤسسه رتبه‌بندی براساس این دستورالعمل تأسیس شده‌اند و با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه رتبه‌بندی بنگاه‌ها، اوراق مالی و پروژه‌های اقتصادی فعالیت می‌کنند.

جدول ۴. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری فعال در بازار سرمایه ایران [۱۰]

نام مؤسسه رتبه‌بندی	تاریخ تأسیس	تاریخ اخذ مجوز فعالیت
رتبه‌بندی اعتباری برهان	۱۳۹۶/۰۹/۱۹	۱۳۹۷/۰۵/۲۰
رتبه‌بندی اعتباری پایا	۱۳۹۶/۱۰/۱۰	۱۳۹۷/۰۸/۲۲
رتبه‌بندی اعتباری پارس کیان	۱۳۹۷/۰۷/۲۳	۱۳۹۷/۱۲/۲۸

در ادامه مهم‌ترین قوانین و مقررات پیرامون مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در نظام مالی کشور بیان می‌شود.

۵-۱. قوانین مربوط به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

در بند «۲۱» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴، مؤسسات رتبه‌بندی به‌عنوان یکی از نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار (بازار سرمایه) معرفی شده‌اند. با این حال، هر حکمی که در قانون بازار اوراق بهادار در خصوص نهادهای مالی جاری شود، در خصوص مؤسسات رتبه‌بندی نیز حاکم است. به‌عنوان نمونه، ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار و ماده (۲۰) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها مصوب سال ۱۴۰۳ - که به نحوی بند مزبور در قانون بازار اوراق بهادار را تکمیل کرده - صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی و همچنین تصویب اساسنامه و الزام آنها به تطابق اساسنامه‌های خود با آن را از جمله وظایف و اختیارات هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار دانسته است. براساس همان ماده قانونی، تصویب سقف نرخ‌های خدمات و کارمزدهای مؤسسات رتبه‌بندی توسط هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار صورت می‌پذیرد.

به استناد ماده (۲۸) قانون بازار اوراق بهادار، تأسیس مؤسسات رتبه‌بندی منوط به ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است. همچنین مطابق با ماده (۲۹) قانون بازار اوراق بهادار، صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیئت‌مدیره و مدیران، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی مؤسسات رتبه‌بندی باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد.

ماده (۱۶) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی مصوب سال ۱۳۸۸ در خصوص نهادهای مالی از جمله مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری چنین بیان می‌کند:

«در صورت درخواست سازمان، کلیه اشخاص تحت نظارت از قبیل ناشران، نهادهای مالی و تشکلهای خودانتظام موظف‌اند اسناد، مدارک، اطلاعات و گزارش‌های مورد نیاز برای انجام وظایف و مسئولیت‌های قانونی سازمان را ارائه کنند».

ماده (۵) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها به امکان استفاده از گزارش رتبه‌بندی مؤسسات رتبه‌بندی توسط نهادهای مالی و سایر نهادهای فعال در بازارهای مالی اشاره می‌کند:

«نهادهای مالی فعال در بازارهای پول و سرمایه و بیمه و نهادهای وثیقه‌پذیر می‌توانند با استفاده از گزارش‌های پایگاه داده اعتباری کشور، گزارش اعتباری شرکت‌های اعتبارسنجی یا گزارش رتبه‌بندی اعتباری از مؤسسات رتبه‌بندی موضوع بند (۲۱) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نسبت به تأمین منابع یا ارائه خدمات مالی، پرداخت تسهیلات، تضمین یا ایجاد تعهدات اقدام نمایند».

همچنین ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها در رابطه با تعیین نرخ سود اوراق بدهی غیردولتی براساس رتبه اعتباری بیان می‌دارد: «در راستای تسهیل تأمین مالی شرکتی از بازار بدهی، شرکت‌های متقاضی انتشار اوراق صکوک، می‌توانند در چارچوب دستورالعملی که به‌منظور ایجاد تناسب نرخ سود با صرف مخاطره (ریسک) با رعایت مصوبات شورای عالی بورس و براساس رتبه اعتباری شرکت و نوع اوراق بدهی با پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی به تصویب شورا می‌رسد، نرخ سود اسمی یا سود دوره‌ای (کوپن) اوراق بدهی غیردولتی را تعیین نمایند».

۵-۲. مقررات مربوط به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

بر مبنای تکالیف قانونی مزبور، هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در فروردین ماه ۱۳۹۵ «دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی» را تصویب و به‌عنوان مبنای فعالیت این مؤسسات معرفی کرد. این دستورالعمل تاکنون در چندین مرحله اصلاح شده و آخرین نسخه آن مورخ ۱۴۰۳/۰۵/۰۹ است. از منظر این دستورالعمل، رتبه‌بندی اعتباری عبارت است از:

«ظهار نظر مؤسسه رتبه‌بندی راجع به احتمال ایفای به موقع تعهدات شخص حقوقی یا احتمال ایفای به موقع تعهدات ناشی از انتشار اوراق



بهادار و یا احتمال ایفای تعهد مالی خاص دیگر در موعد مقرر که از طریق بررسی نظام‌مند توانایی‌ها و تمایل متعهد یا متعهدین به ایفای تعهدات صورت می‌گیرد و منجر به اختصاص رتبه اعتباری معین و از پیش تعریف شده می‌گردد».

براساس این دستورالعمل، برخی از مهم‌ترین قواعد و ابعاد تنظیم‌گری در خصوص مؤسسات رتبه‌بندی به شرح زیر است [۱۱].

❖ مهم‌ترین شرایط دریافت مجوز تأسیس مؤسسه رتبه‌بندی:

- تعیین تعداد مجوزهای قابل صدور برای تأسیس مؤسسات رتبه‌بندی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار^۱
- تأمین سرمایه ۵۰ میلیارد ریالی به صورت نقدی یا غیرنقدی قابل استفاده در راستای اهداف مؤسسه؛
- عدم تأمین سرمایه نهادهای مالی با استفاده از استقراض یا روش‌های مشابه؛
- ساختار حقوقی به صورت سهامی خاص و شامل سه شریک از بین اشخاص حقیقی متخصص در حوزه رتبه‌بندی؛
- استقلال مالی از سایر نهادهای مالی با موضوع فعالیت مشابه؛
- ارائه تعهدات لازم در زمینه مقررات مبارزه با پول‌شویی؛
- عدم زیان انباشته طی دوره‌های مالی اخیر (برای مؤسسين حقوقی).

❖ مهم‌ترین شرایط دریافت مجوز فعالیت رتبه‌بندی:

- اخذ مجوز تأسیس مؤسسه رتبه‌بندی و فراهم کردن شرایط فنی مورد نیاز فعالیت رتبه‌بندی شامل موارد زیر:
 - ارائه واژه‌نامه تعاریف شامل تعاریف رتبه‌ها، اصطلاحات و درجات مورد استفاده در رتبه‌بندی اعتباری و تعریف از نکول؛
 - ارائه فرایند رتبه‌بندی و شیوه‌نامه رتبه‌بندی شامل معیارهای کیفی و کمی رتبه‌بندی و تأثیر آنها بر تعیین رتبه اعتباری؛
 - ارائه ضوابط مربوط به کنترل اطلاعات، مدیریت تعارض منافع، منشور رفتار حرفه‌ای مؤسسه؛
 - تشکیل ارکان ضروری مؤسسه شامل کمیته رتبه‌بندی، واحد مطالعات کلان، گروه‌های کاری رتبه‌بندی، واحد تطبیق و کمیته تدوین ضوابط.

❖ ارکان اجرایی مؤسسه رتبه‌بندی:

- **کمیته رتبه‌بندی:** مسئولیت تصمیم‌گیری و اظهار نظر درباره یک رتبه اعتباری^۲ با توجه به گزارش ارزیابی رتبه‌بندی که توسط گروه کاری رتبه‌بندی تهیه می‌شود، برعهده این کمیته است. همچنین این کمیته مسئولیت استماع و بررسی گزارش‌های واحد مطالعات کلان را برعهده دارد.
- **واحد مطالعات کلان:** این واحد وظیفه دارد اطلاعاتی را که در سطح کلان ممکن است بر رتبه اعتباری موضوع رتبه‌بندی تأثیر داشته باشد را گردآوری کند و تحلیل خود را در قالب گزارش‌های دوره‌ای به کمیته رتبه‌بندی ارائه دهد.
- **گروه‌های کاری رتبه‌بندی:** تهیه گزارش ارزیابی رتبه‌بندی به منظور تخصیص، بازنگری یا به‌روزرسانی رتبه اعتباری و نظارت مستمر بر رتبه‌های اعتباری تعیین شده برعهده گروه کاری رتبه‌بندی است. این گزارش‌ها باید براساس شیوه‌نامه رتبه‌بندی انجام و به کمیته رتبه‌بندی ارائه شود.
- **واحد تطبیق:** مسئولیت نظارت مستقل بر ضوابط و فعالیت‌های مؤسسه مانند ضوابط و رویه‌های مؤثر بر فعالیت رتبه‌بندی، ضوابط جمع‌آوری و کنترل اطلاعات، ضوابط کنترل تعارض منافع، بررسی صلاحیت حرفه‌ای و فعالیت‌های مدیران و کارکنان مؤسسه و رسیدگی به گزارش‌های مربوط به نقض قوانین برعهده این واحد است.
- **کمیته تدوین ضوابط:** مسئولیت این کمیته تدوین، بازنگری و بررسی گزارش‌های واحد تطبیق در رابطه با ضوابط، واژه‌نامه تعاریف، شیوه‌نامه‌ها و فرایندهای رتبه‌بندی و نظارت بر استقلال واحد تطبیق است.

۱. تعداد مجوزهای قابل صدور برای تأسیس مؤسسات رتبه‌بندی توسط هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود و تقاضا برای تأسیس مؤسسات رتبه‌بندی تنها در صورت فراخوان این سازمان مجاز است.

۲. تخصیص، بازنگری و به‌روزرسانی یک رتبه اعتباری.

❖ برخی قواعد جمع‌آوری و مدیریت اطلاعات:

- اطلاعات مهم در فرایند رتبه‌بندی حتی‌الامکان باید از بیش از یک منبع جمع‌آوری شوند و در صورت مشاهده و عدم رفع مغایرت، مؤسسه باید از اعلام نظر در خصوص رتبه‌بندی خودداری کند.
- اطلاعات نزد مؤسسه رتبه‌بندی باید محرمانه تلقی شده و تنها به افراد و مراجع مجاز ارائه شوند.
- اطلاعات و اسناد مربوط به رتبه‌بندی باید با حفظ تدابیر امنیتی حداقل تا ۱۰ سال نگهداری شوند.

❖ برخی قواعد حاکم بر خدمات رتبه‌بندی:

- هر شخص حقوقی، ابزار مالی (اوراق بهادار) یا تعهد مالی می‌تواند موضوع رتبه‌بندی اعتباری باشد.
- فرایند رتبه‌بندی مؤسسه باید مکتوب و پس از تصویب هیئت‌مدیره مؤسسه نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت شود و مؤسسه باید در تعیین رتبه اعتباری از این فرایند تبعیت کند. این فرایند شامل مواردی مانند اشخاص مؤثر در تصمیم‌گیری راجع به رد یا قبول درخواست رتبه‌بندی، نحوه انتخاب اعضای گروه کاری، نحوه تعیین رتبه اعتباری و نحوه افشای عمومی رتبه اعتباری است.
- مؤسسه رتبه‌بندی باید برای اظهار نظر درباره هر رتبه اعتباری گزارشی تحت عنوان گزارش رتبه‌بندی تنظیم کند که شامل موارد زیر باشد:

- تاریخ تهیه، مشخصات مؤسسه، اعضای گروه کاری و کمیته رتبه‌بندی؛
- اطلاعات و مشخصات موضوع رتبه‌بندی؛
- تحلیل عوامل مؤثر بر رتبه‌بندی مطابق شیوه‌نامه رتبه‌بندی مؤسسه؛
- پیشینه رتبه اعتباری تخصیص یافته به موضوع رتبه‌بندی؛
- نتیجه‌گیری نهایی و رتبه تخصیص یافته به موضوع رتبه‌بندی.
- مؤسسه رتبه‌بندی باید رتبه اعتباری تعیین شده را به صورت عمومی اعلام کند، مگر اینکه در قرارداد با متقاضی رتبه‌بندی، خلاف این مسئله ذکر شده باشد.
- تخصیص رتبه اعتباری بدون درخواست یا اجازه شخص مرتبط با موضوع رتبه‌بندی در شرایط زیر مجاز است:
- الزامی بودن موضوع رتبه‌بندی یا عرضه عمومی اوراق بهادار؛
- رتبه‌بندی موضوع توسط مؤسسه دیگر و اعلام عمومی نتیجه آن؛
- رتبه‌بندی شرکت‌های سهامی عام ثبت شده نزد سازمان بورس، دولت یا نهادهای عمومی.
- رتبه اعتباری تعیین شده توسط مؤسسه رتبه‌بندی همواره معتبر است مگر اینکه آن را بازنگری کند یا مدتی را برای اعتبار رتبه اعتباری تعیین کرده باشد، منقضی شده باشد. این رتبه اعتباری باید حداکثر در دوره‌های دوازده‌ماهه یا در صورت دستیابی به اطلاعات جدید یا بروز رخدادی که بر رتبه اعتباری مؤثر است، به روزرسانی شود.

❖ مهم‌ترین قواعد ناظر بر حفظ سلامت مؤسسه رتبه‌بندی:

- الزام به تهیه و تکمیل فرم کنترل تضاد منافع توسط اعضای هیئت‌مدیره، مدیر عامل، کمیته‌های رتبه‌بندی، گروه‌های کاری و سایر مسئولان و کارکنان مؤسسه؛
- منع ارائه خدمات رتبه‌بندی به یک مشتری تا دو سال پس از ارائه خدمات مشاوره و یک سال پس از هر گونه خدمات دیگر به آن مشتری؛
- منع افراد مرتبط با موضوع رتبه‌بندی از مشارکت در فرایند رتبه‌بندی؛
- الزام به اطلاع‌رسانی عمومی نسبت به مشخصات حقوقی و مالکیت مؤسسه، مشخصات و سوابق حرفه‌ای مسئولان و کارکنان مؤسسه، ضوابط و شیوه‌نامه‌های مرتبط با رتبه‌بندی، منابع مهم اطلاعاتی به کار رفته در رتبه‌بندی، هر گونه سمت یا شغل مسئولان یا کارکنان مؤسسه در سایر مؤسسات، گزارش‌های دوره‌ای از عملکرد مؤسسه و نرخ نکول رتبه‌های اعتباری اعلام شده، جدول تغییرات رتبه‌های

اعتباری، اسامی مشتریان عمده مؤسسه، روابط تجاری مؤسسه با سایرین، گزارش رتبه‌بندی یا خلاصه آن درباره رتبه‌های اعتباری عمومی و سایر موارد مشابه؛

■ مسئولیت مؤسسه رتبه‌بندی نسبت به جبران خسارت وارده ناشی از نقض تمام یا بخشی از قوانین و مقررات به نحوی که در تعیین رتبه اعتباری مؤثر باشد.

۳-۵. قواعد حاکم بر رتبه‌بندی اعتباری اوراق بدهی

در بازار سرمایه ایران، انتشار اوراق بدهی رتبه‌بندی شده براساس دستورالعمل «انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری»، مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار، سامان یافته است. باین حال در اردیبهشت ۱۴۰۴، شورای مالی تأمین مالی، دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها را به تصویب رسانده که در عمل مربوط به انتشار اوراق بدهی مبتنی بر رتبه اعتباری است. در ادامه این دو دستورالعمل بررسی می‌شود.

۱-۳-۵. دستورالعمل انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری

در آذرماه سال ۱۳۹۵ سازمان بورس و اوراق بهادار مصوبه تک‌ماده‌ای در رابطه با شیوه اعطای مجوز و تأسیس شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری تصویب کرد و به واسطه بند «۸» این مصوبه، دریافت رتبه اعتباری برای انتشار اوراق بدهی ضروری دانسته شد. اما در شهریورماه سال ۱۳۹۷ و کمتر از یک ماه پس از صدور اولین مجوز فعالیت مؤسسه رتبه‌بندی، سازمان بورس با مصوبه دیگری الزام به دریافت رتبه اعتباری را ملغی و در عوض، مجوز انتشار اوراق بدهی بدون رکن ضامن را برای متقاضیان دارای رتبه اعتباری مناسب صادر کرد [۱۲]. همچنین در خردادماه سال ۱۳۹۸ سازمان بورس با تصویب مصوبه‌ای، رتبه AAA را به عنوان رتبه قابل قبول برای انتشار اوراق بدهی بدون تضمین اعلام کرد. همچنین براساس این مصوبه امکان کاهش وثایق مورد نیاز برای انتشار اوراق بدهی با توثیق اوراق بهادار، برای متقاضیان دارای رتبه اعتباری AA+ تا A- در نظر گرفته شد [۱۳]. این مصوبه چندین مرتبه توسط سازمان بورس اصلاح شده و آخرین نسخه آن - تازمان تهیه این گزارش - به تاریخ ۱۴۰۳/۰۱/۲۷ است. براساس این دستورالعمل، قواعد انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری به شرح زیر است [۱۴]:

■ انتشار اوراق بدهی بدون ضامن با اخذ حداقل رتبه اعتباری BBB- مجاز است.

■ سقف مبلغ اوراق بدهی قابل انتشار (بدون رکن ضامن)، براساس نسبت بدهی به دارایی بانی براساس جدول زیر مشخص می‌شود.

جدول ۵. سقف نسبت بدهی به دارایی مجاز برای انتشار اوراق بدهی براساس رتبه اعتباری بدون ضمانت [۱۴]

رتبه اعتباری بانی	طبقه BBB	طبقه A	طبقه AA	رتبه AAA
سقف نسبت بدهی به دارایی (میزان قابل انتشار اوراق بدهی)	۷۵	۸۰	۸۵	۹۰

■ انتشار اوراق بدهی با توثیق اوراق بهادار، منوط به دریافت رتبه اعتباری است و برای اشخاص حقوقی دارای رتبه **BBB-** و بالاتر، وثایق مورد نیاز براساس جدول زیر کاهش می‌یابد.

جدول ۶. ضرایب کاهش یافته وثایق براساس رتبه اعتباری [۱۴]

نوع وثیقه	ضریب اولیه	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اول بورس اوراق بهادار تهران	۱٫۳	۰٫۶۸	۰٫۷۵	۰٫۷۸	۰٫۸۱	۰٫۸۸	۰٫۹۱	۰٫۹۴	۱٫۰۱	۱٫۰۴	۱٫۰۷
سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار دوم بورس اوراق بهادار تهران	۱٫۵	۰٫۸۶	۰٫۹۵	۰٫۹۸	۱٫۰۱	۱٫۱	۱٫۱۳	۱٫۱۶	۱٫۲۵	۱٫۲۸	۱٫۳۱
سهام شرکت‌های نوع پذیرفته شده در بازار اول فرابورس ایران	۱٫۶	۰٫۹۴	۱٫۰۴	۱٫۰۷	۱٫۱	۱٫۲	۱٫۲۳	۱٫۲۶	۱٫۳۶	۱٫۳۹	۱٫۴۲
سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار دوم فرابورس ایران	۲	۱٫۲۸	۱٫۴	۱٫۴۴	۱٫۴۸	۱٫۶	۱٫۶۴	۱٫۶۸	۱٫۸	۱٫۸۴	۱٫۸۸
سهام شرکت بانی متعلق به سهام‌دار	۲٫۵	۱٫۶	۱٫۶۵	۱٫۷۳	۱٫۸	۱٫۸۸	۱٫۹۵	۲	۲٫۰۸	۲٫۱۵	۲٫۲۳
اوراق بدهی با ضمانت بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی	۱٫۲	۰٫۴۸	۰٫۵۵	۰٫۵۸	۰٫۶	۰٫۶۷	۰٫۷	۰٫۷۲	۰٫۷۹	۰٫۸۲	۰٫۸۴
اوراق بدهی با ضامن غیربانکی	۱٫۳	۰٫۵۵	۰٫۶۲	۰٫۶۵	۰٫۶۸	۰٫۷۵	۰٫۷۸	۰٫۸۱	۰٫۸۸	۰٫۹۱	۰٫۹۴
سپرده بانکی	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱
واحدهای سرمایه‌گذاری عادی صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت قابل معامله (ETF)	۱٫۳	۰٫۵۳	۰٫۶۱	۰٫۶۴	۰٫۶۶	۰٫۷۴	۰٫۷۷	۰٫۷۹	۰٫۸۷	۰٫۹	۰٫۹۲
واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط، در سهام و در اوراق بهادار مبتنی بر کالا (ETF)	۱٫۵	۰٫۸۷	۰٫۹۶	۰٫۹۹	۱٫۰۲	۱٫۱۱	۱٫۱۴	۱٫۱۷	۱٫۲۶	۱٫۲۹	۱٫۳۲

■ رتبه اعتباری اوراق و بانی آن باید به صورت مستمر^۱ توسط مؤسسه رتبه‌بندی پایش شود. در صورتی که رتبه اعتباری به رتبه‌های پایین‌تر از **BBB-** تنزل یابد، بانی اوراق باید ظرف حداکثر ۳۰ روز اقدام‌های لازم برای بهبود رتبه اعتباری خود و اوراق انجام دهد و در غیر این صورت نسبت به معرفی ضامن برای اوراق مزبور اقدام کند.

۲-۳-۵. دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها (تعیین نرخ سود اوراق بدهی)

شورای ملی تأمین مالی در جلسه مورخ ۱۴۰۴/۰۲/۲۴ دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها را تصویب و قواعد تعیین حداکثر نرخ سود اسمی اوراق مالی اسلامی براساس نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)، رتبه اعتباری و نوع تضامین یا وثایق اوراق مشخص کرده است. بنابراین این دستورالعمل به تازگی به تصویب رسیده و تا زمان نگارش این گزارش اوراقی براساس این دستورالعمل منتشر نشده است. حداکثر نرخ سود اوراق بدهی براساس ضوابط زیر تعیین می‌شود:

■ اوراق منتشر شده توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی که به نمایندگی از دولت و با ضمانت سازمان برنامه و بودجه منتشر می‌شود، به عنوان اوراق بدون مخاطره (ریسک) تعریف و نرخ سود اسمی سالیانه این اوراق به عنوان نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک) به عنوان مبنای محاسبه و تعیین نرخ سود اوراق بدهی استفاده می‌شود.

۱. حداقل هر سال یکبار.

- نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک) براساس سازوکار مشخص شده در قانون بودجه کشور تعیین می‌شود و در سال‌هایی که این نرخ در قوانین بودجه سنواتی تعیین نشده باشد، شورای ملی تأمین مالی نسبت به تعیین آن اقدام می‌کند.
- حداکثر نرخ سود اسمی اوراق بدهی براساس رابطه زیر محاسبه می‌شود که ضریب α با توجه به رتبه‌بندی یا عدم رتبه‌بندی اوراق، توثیق یا عدم توثیق اوراق بهادار و ارائه ضامن مؤسسه اعتباری^۱ و ضامن شخص ثالث^۲ تعیین می‌شود.

$$(1 + \alpha) * \text{نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)} = \text{حداکثر نرخ سود اسمی اوراق}$$

- در صورت ارائه رتبه اعتباری اوراق ضریب α به شرح جدول زیر تعیین می‌شود.

جدول ۷. ضریب α برای اوراق دارای رتبه اعتباری براساس رتبه اعتباری و نوع ضامن یا وثیقه اوراق بدهی [۱۵]

جدول (۱) - ضریب α با توجه به رتبه اعتباری اوراق و در صورت توثیق اوراق بهادار و ارائه ضامن مؤسسه اعتباری و ضامن شخص ثالث															
بدون وثیقه				با توثیق اوراق بهادار				با ضامن مؤسسه اعتباری / ضمانت‌نامه مؤسسه اعتباری				با ضامن شخص ثالث			
رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه	رتبه
AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A	BBB
۰.۱۵	۰.۲	۰.۲۵	۰.۳	۰.۱	۰.۱۵	۰.۲	۰.۲۵	۰.۱	۰.۱۵	۰.۱۵	۰.۲	۰.۱	۰.۱۵	۰.۲	۰.۲۵

- در صورت عدم ارائه رتبه اعتباری اوراق، برای بررسی درخواست ضمانت اوراق توسط ضامن شخص ثالث، ارائه حداقل رتبه اعتباری **BBB** ضامن از مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به همراه صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر ضامن ضروری است.^۳
- بانک مرکزی برای ایفای رکن ضامن توسط مؤسسات اعتباری، آنها را در سه طبقه (A، B و C) به صورت سالیانه رتبه‌بندی و به مرکز تسهیل تأمین مالی وزارت امور اقتصادی و دارایی اعلام می‌کند.
- اوراق فاقد رتبه‌بندی اعتباری، ضریب α با توجه به نوع تضمین (مؤسسه اعتباری / ضامن شخص ثالث) و رتبه ضامن به شرح زیر تعیین می‌شود.

جدول ۸. ضریب α برای اوراق فاقد رتبه اعتباری براساس نوع تضمین و رتبه ضامن [۱۵]

جدول (۲) - ضریب α با توجه به نوع تضمین و رتبه ضامن در اوراق فاقد رتبه‌بندی اعتباری						
رتبه ضامن شخص ثالث				با ضامن مؤسسه اعتباری / ضمانت‌نامه مؤسسه اعتباری		
رتبه طبقه BBB	رتبه طبقه A	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه AAA	C	B	A
۰.۳	۰.۲۵	۰.۲	۰.۱۵	۰.۲	۰.۱۵	۰.۱

۱. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی موضوع بند «ح» ماده (۱) قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۴۰۲.

۲. شخص حقوقی غیر از سازمان برنامه و بودجه کشور و مؤسسات اعتباری که نسبت به ضمانت اوراق بدهی اقدام می‌کند.

۳. صورت‌های مالی آخرین سال مالی منتهی به درخواست ضمانت اوراق باید توسط مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار حسابرسی شده باشد.

■ اوراق فاقد رتبه‌بندی اعتباری بدون ضمانت اشخاص ثالث و مؤسسات اعتباری و اوراق پر مخاطره (ریسک)^۱ باید به صورت عرضه خصوصی^۲ و با نرخ توافقی عرضه شوند.

۶. اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی در ایران

استفاده از رتبه اعتباری برای انتشار اوراق بدهی با یکی از دو روش زیر امکان پذیر است:

■ حذف رکن ضامن و جایگزینی آن با رتبه اعتباری؛

■ حذف رکن ضامن و جایگزینی آن با توثیق اوراق بهادار براساس رتبه اعتباری.

از زمان انتشار اولین اوراق بدهی براساس رتبه اعتباری در دی‌ماه ۱۳۹۹، تا پایان مهرماه ۱۴۰۳، ۴۰ مورد اوراق بدهی با ارزش بیش از ۸۲ هزار میلیارد تومان با استفاده از یکی از دو روش فوق منتشر شده است^۳ [۱۶]. از این میان ۲۷ مورد اوراق بدهی به ارزش ۴۷ هزار میلیارد تومان از طریق جایگزینی رکن ضامن با رتبه اعتباری و ۱۳ مورد اوراق بدهی به ارزش ۳۵ هزار میلیارد تومان از طریق جایگزینی رکن ضامن با توثیق اوراق بهادار منتشر شده است. جدول زیر، فهرست برخی از بنگاه‌هایی است که بیشترین حجم اوراق بدهی با استفاده از رتبه‌بندی اعتباری را منتشر کرده‌اند.

جدول ۹. فهرست برخی از بانیان اوراق بدهی براساس رتبه‌بندی اعتباری (از ابتدا تا مهرماه ۱۴۰۳)

بان اوراق بدهی	تعداد اوراق	ارزش اوراق (میلیارد تومان)	رتبه اعتباری	جایگزین رکن ضامن	مؤسسه رتبه‌بندی
پتروشیمی تابان فردا	۶	۲۵۰۰۰	A	توثیق اوراق بهادار (براساس رتبه اعتباری)	پارس کیان
توسعه آهن و فولاد گل‌گهر	۲	۱۰۸۰۰	A+	توثیق اوراق بهادار (براساس رتبه اعتباری) / رتبه اعتباری	پارس کیان
فولاد مبارکه اصفهان	۲	۸۰۰۰	AA-	رتبه اعتباری	پایا
صنایع پتروشیمی خلیج فارس	۱	۶۰۰۰	A	رتبه اعتباری	پایا
سرمایه‌گذاری صندوق بازنشتی‌گذاری کشوری	۲	۳۵۰۰	A-	رتبه اعتباری	پایا
شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی	۱	۳۰۰۰	A+	رتبه اعتباری	پایا
فولاد خوزستان	۱	۳۰۰۰	A+	رتبه اعتباری	پایا
سرمایه‌گذاری صباتأمین	۲	۳۰۰۰	A-	توثیق اوراق بهادار (براساس رتبه اعتباری) / رتبه اعتباری	پایا

مأخذ: محاسبات پژوهش براساس داده‌های شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه و سازمان بورس و اوراق بهادار.

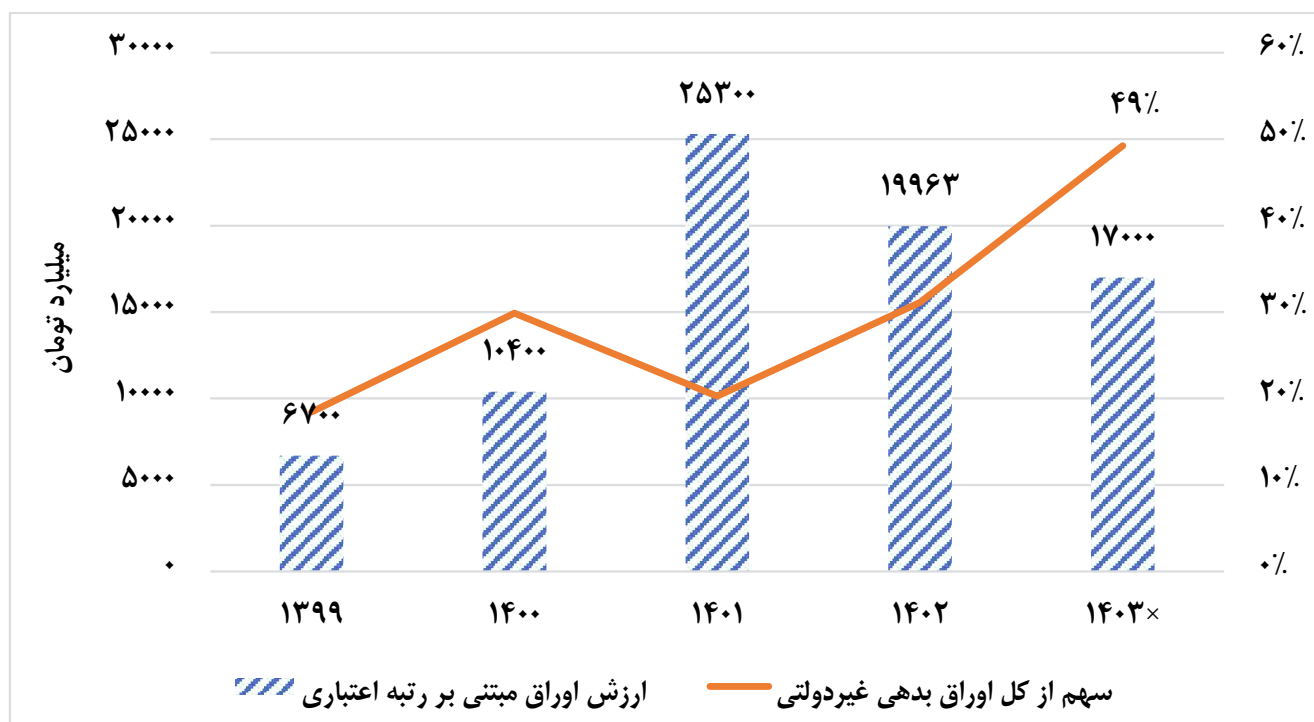
۱. اوراق با رتبه‌های کمتر از BBB- شامل طبقات BB، B همچنین رتبه‌های CCC، CC، C، DDD، DD، D.

۲. فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی شامل مؤسسات اعتباری، بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشتی، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های تأمین سرمایه ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت‌های دولتی.

۳. شایان ذکر است که در این فاصله برخی از شرکت‌ها به‌رغم دریافت رتبه اعتباری از یکی از مؤسسات رتبه‌بندی، مشابه اوراق بدهی بدون رتبه اعتباری اقدام به انتشار کرده‌اند (استفاده از ضامن بانکی یا استفاده از توثیق اوراق بهادار، بدون کاهش وثائق مورد نیاز). اوراق مذکور در هیچ‌یک از محاسبات آماری این گزارش منظور نشده است.

شایان ذکر است که تمامی این اوراق توسط بخش خصوصی منتشر شده و تاکنون هیچ‌یک از اوراق بدهی دولتی اعم از اسناد خزانه و اوراق مباحه دولتی و یا اوراق مشارکت شهرداری‌ها رتبه اعتباری دریافت نکرده‌اند. در حالی که در بازار بدهی کشورهای توسعه‌یافته اوراق بدهی دولتی نیز رتبه‌بندی می‌شوند و امکان مقایسه ریسک اعتباری آنها با یکدیگر وجود دارد. البته از اوراق بدهی دولتی معمولاً به‌عنوان اوراق بدون ریسک^۱ یاد می‌شود. از این رو کاربرد رتبه‌بندی اوراق دولتی عموماً مربوط به بازارهای مالی بین‌المللی است و رتبه‌بندی این اوراق در بازار مالی داخلی کاربرد زیادی ندارد. شکل زیر روند سالیانه ارزش اوراق بدهی غیردولتی منتشر شده با استفاده از رتبه‌بندی را نشان می‌دهد.

شکل ۳. نمودار روند سالیانه انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری (تا پایان مهرماه ۱۴۰۳)



مأخذ: همان.

براساس این شکل، نسبت ارزش اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی (بدون رکن ضامن) به کل اوراق بدهی غیردولتی منتشر شده از رقم ۲۰ درصد در سال ۱۳۹۹ به مقدار ۵۰ درصد در هفت‌ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۳ رسیده که نشان از رشد استفاده از رتبه اعتباری در انتشار اوراق بدهی دارد. به‌منظور مقایسه، می‌توان این رقم را با بازارهای مالی توسعه‌یافته مقایسه کرد. براساس گزارش کمیسیون اروپا، در سال ۲۰۱۷، بیش از ۷۸ درصد از اوراق بدهی شرکتی منتشر شده در بازار بدهی کشورهای اروپایی دارای رتبه‌بندی بوده که از این رقم ۶۴ درصد به اوراق دارای رتبه سرمایه‌گذاری اختصاص داشته است [۱۷]. از این رو با توجه به نوظهور بودن نهاد رتبه‌بندی در ایران و محدودیت‌های انتشار اوراق دارای رتبه غیرسرمایه‌گذاری در بازار بدهی کشور، نسبت ۵۰ درصدی رتبه‌بندی اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران قابل قبول ارزیابی می‌شود. البته با رفع چالش‌های رتبه‌بندی این نسبت قابلیت افزایش به مقادیر بالاتر را نیز دارد. باین حال در بخش‌هایی مانند رتبه‌بندی اوراق بدهی شهرداری‌ها و یا شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام که تاکنون اوراق بدهی منتشر نکرده‌اند، رتبه‌بندی اعتباری در ایران همچنان نیاز به توسعه بیشتر دارد.

1. Risk Free Bonds

۷. چالش‌های نظام رتبه‌بندی اعتباری در ایران

در سال‌های اخیر و با تدوین مقررات و دستورالعمل‌های لازم، استفاده از رتبه اعتباری برای انتشار اوراق مالی در بازار بدهی کشور مورد توجه بنگاه‌ها قرار گرفته و سهم استفاده از رتبه‌بندی در انتشار اوراق مزبور به شکل مناسبی افزایش یافته است. اما همچنان نظام رتبه‌بندی ایران با چالش‌هایی مواجه است. در ادامه به برخی از این چالش‌ها اشاره می‌شود.

۷-۱. قیمت‌گذاری دستوری نرخ سود اوراق بدهی

شیوه تعیین قیمت اوراق بدهی و یا نرخ آن یکی از چالش‌های اساسی نظام رتبه‌بندی است که خود موجب بروز چالش‌ها و پیامدهای منفی دیگری می‌شود. در نظام مالی متعارف، قیمت (و نرخ) اوراق براساس سازوکار عرضه و تقاضا در بازار و تحت تأثیر ریسک اوراق و رتبه اعتباری آن کشف می‌شود. در مقابل، در نظام مالی کشور نرخ اوراق به‌صورت دستوری تعیین می‌شود به گونه‌ای که مقام تنظیم‌گر به تعیین نرخ مشخص یا دامنه‌ای از نرخ اوراق بدهی اقدام می‌کند. با چنین سازوکاری اساساً طیف نرخ‌های بازدهی متناسب با ریسک محاسبه شده ایجاد نمی‌شود و معیار ریسک در عمل از میان می‌رود. تا پیش از ابلاغ دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها در خرداد ۱۴۰۴، سقف نرخ سود اوراق بدهی به میزان حداکثر ۳ درصد بیشتر از نرخ سود تسهیلات بانکی متناظر تعیین شده بود [۱۷]. با توجه به تعیین دستوری نرخ تسهیلات بانکی توسط سیاستگذار پولی، نرخ اوراق بدهی بازار سرمایه نیز به‌طور دستوری و بدون توجه به تفاوت در جات ریسک میان اوراق مختلف مشخص می‌شد. در دستورالعمل جدید، سقف نرخ سود اوراق بدهی با توجه به ۱. نرخ اوراق دولتی بدون ریسک، ۲. رتبه اعتباری اوراق و ۳. نوع تضمین یا وثایق استفاده شده برای انتشار اوراق تعیین شده؛ به‌طوری که هرچه رتبه اعتباری و ضمانت یا وثایق اوراق مناسب‌تر باشد، نرخ سود پایین‌تری برای اوراق در نظر گرفته می‌شود.

$$(1 + \alpha) * \text{نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)} = \text{حداکثر نرخ سود اسمی اوراق}$$

جدول زیر حداکثر نرخ سود رتبه‌های اعتباری مختلف به تفکیک نوع ضمانت/وثیقه را نشان می‌دهند.

جدول ۱۰. حداکثر سود اسمی اوراق دارای رتبه‌بندی با فرض نرخ بدون ریسک ۲۳ درصد [۱۵]

جدول (۳) - نرخ سود اسمی اوراق، با فرض نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)، ۲۳ درصد با توجه به رتبه اعتباری اوراق و در صورت توثیق اوراق بهادار و ارزیابی ضامن مؤسسه اعتباری و ضامن شخص ثالث - (اعداد داخل جدول - درصد)															نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)
بدون وثیقه				با توثیق اوراق بهادار				با ضامن مؤسسه اعتباری / ضمانت‌نامه مؤسسه اعتباری				با ضامن شخص ثالث			
رتبه AAA	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه A	رتبه طبقه BBB	رتبه AAA	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه A	رتبه طبقه BBB	رتبه AAA	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه A	رتبه طبقه BBB	رتبه AAA	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه A	
۲۶.۵	۲۷.۶	۲۸.۸	۲۹.۹	۲۵.۳	۲۶.۵	۲۷.۶	۲۸.۸	۲۵.۳	۲۶.۵	۲۷.۶	۲۸.۸	۲۵.۳	۲۶.۵	۲۷.۶	۲۳ درصد

جدول ۱۱. حداکثر نرخ سود اسمی اوراق فاقد رتبه‌بندی با فرض نرخ بدون ریسک ۲۳ درصد [۱۵]

جدول (۴) - نرخ سود اسمی اوراق، با فرض نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)، ۲۳ درصد با توجه به نوع تضمین و رتبه ضامن در اوراق فاقد رتبه‌بندی اعتباری - (اعداد داخل جدول - درصد)							نرخ سود اسمی بدون مخاطره (ریسک)
رتبه ضامن شخص ثالث				با ضامن مؤسسه اعتباری / ضمانت‌نامه مؤسسه اعتباری			
رتبه طبقه AAA	رتبه طبقه AA	رتبه طبقه A	رتبه طبقه BBB	C	B	A	
۲۶.۵	۲۷.۶	۲۸.۸	۲۹.۹	۲۹.۹	۲۷.۶	۲۵.۳	۲۳ درصد

اگرچه اصل تفکیک نرخ سود اوراق بدهی براساس رتبه اعتباری مورد تأکید است، اما این تفکیک باید به وسیله سازوکار عرضه و تقاضا در بازاری شفاف انجام شود. در نظام مالی متعارف اختلاف بین نرخ سود طبقات مختلف رتبه اعتباری خود به عنوان یکی از متغیرهای درون زای بازار مالی به شمار می رود که تابع شرایط اقتصادی و ریسک های بازار مالی است. لذا تعیین نرخ سود این طبقات به صورت دستوری منعکس کننده شرایط بازار نخواهد بود.

مسئله دیگر سازوکار نامناسب قیمت گذاری و تعیین سقف نرخ سود برای انتشار اوراق بدهی است. در شرایطی که سقف نرخ سود اوراق بدهی شرکتی پایین تر از نرخ مورد انتظار سرمایه گذاران و به ویژه پایین تر از نرخ تورم مورد انتظار تعیین شود، انتشار این اوراق با چالش کمبود تقاضا مواجه می شود؛ زیرا سرمایه گذاران حاضر به خریداری اوراق بدهی با نرخ سود کمتر از نرخ متناسب با شرایط اقتصادی کشور نیستند. لذا تعیین سقف پایین تر نرخ سود برای ناشرانی که رتبه اعتباری بهتری دارند، به تشدید کمبود تقاضا برای اوراق بدهی آنها منجر می شود. در نتیجه سازوکار معرفی شده در این دستورالعمل، برای تأمین مالی بنگاه های دارای رتبه اعتباری مناسب، محدودیت شدیدتری ایجاد می کند. ناشران اوراق بدهی برای رفع مشکل کمبود تقاضا ناچارند از سازوکار تعهد پذیرهنویسی^۱ برای اطمینان از تحقق تأمین مالی استفاده می کنند. از سوی دیگر متعهد پذیرهنویس هم اطلاع دارد که در نرخ تعیین شده، تقاضایی برای اوراق وجود ندارد و در نهایت خود باید بخش عمده این اوراق را خریداری کند. در نتیجه ضرر ناشی از خرید اوراق با نرخ پایین را با دریافت کارمزد بالاتر بابت تعهد پذیرهنویسی جبران می کند. بنابراین مابه التفاوت نرخ دستوری تعیین شده و نرخ تعادلی در قالب کارمزد و هزینه های غیربهره ای به ارکان انتشار اوراق بدهی (به ویژه متعهد پذیرهنویس) منتقل می شود. بنابراین، تعیین سقف نرخ سود اوراق بدهی اثری بر هزینه واقعی تأمین مالی بنگاه ها نخواهد داشت و صرفاً باعث کاهش سهم سرمایه گذاران و افزایش سهم ارکان انتشار اوراق می شود.

۲-۷. محدودیت انتشار اوراق بدهی با رتبه های اعتباری پایین

به شکل طبیعی برخی از بنگاه ها ممکن است به صورت مقطعی دچار مشکلات اعتباری و کمبود منابع مالی شوند. اگر امکان تأمین مالی براساس رتبه اعتباری فراهم باشد، این بنگاه ها حتی در صورت دریافت رتبه اعتباری پایین (ریسک بالا)، می توانند با انتشار اوراق بدهی با نرخ سود متناسب با رتبه اعتباری، منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کنند و فعالیت خود را ادامه دهند. در بسیاری از این موارد این بنگاه ها امکان استفاده از سایر روش های تأمین مالی را ندارند. برای مثال ممکن است این بنگاه ها موفق به دریافت تسهیلات بانکی نشوند و یا به علت دشواری تأمین ضامن، توانایی انتشار اوراق بدهی مبتنی بر ضمانت را نداشته باشند. عدم دسترسی به منابع مالی می تواند مشکلات مالی مقطعی یا دوره ای بنگاه ها را به مشکلات دائمی تبدیل و به فعالیت اقتصادی آنان لطمه وارد کند. از این رو، این بنگاه ها تمایل دارند با دریافت رتبه اعتباری (هرچند نامناسب)، با نرخ بالاتری منابع مورد نیاز خود را تأمین کنند.

در دستورالعمل انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری، انتشار اوراق بدهی بدون ضامن، تنها برای دارندگان رتبه های اعتباری BBB- و بالاتر مجاز است [۱۴]. این محدودیت علاوه بر افزایش فشار مالی و بروز مشکلات جدی در عملکرد بنگاه ها، می تواند تمایل بنگاه ها برای دریافت رتبه اعتباری را نیز کاهش دهد. در بسیاری از موارد، عدم اطمینان بنگاه ها نسبت به دریافت رتبه اعتباری بالا و امکان استفاده از مزیت رتبه بندی در انتشار اوراق بدهی ممکن است آنها را از اقدام به دریافت رتبه اعتباری در وهله اول منصرف کند. در نتیجه تنها بنگاه هایی که از کسب رتبه اعتباری بالا اطمینان دارند، برای رتبه بندی اقدام می کنند.

با این حال، در دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت ها، امکان انتشار اوراق بدهی پر مخاطره (ریسک)^۲ در نظر گرفته شده است. به این ترتیب که این اوراق باید به صورت خصوصی عرضه شود و فروش مستقیم اوراق بهادار به سرمایه گذاران نهادی صورت پذیرد. این مسئله در صورت اجرا می تواند پیامدهای مثبتی برای تأمین مالی و نظام رتبه بندی داشته باشد.

۱. تعهد پذیرهنویسی: تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری که ظرف مهلت پذیرهنویسی به فروش نرسد (بند «۲۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار). به بیان دیگر در این سازوکار متعهد پذیرهنویس تأمین مالی ناشر اوراق در شرایط کمبود تقاضا را با تعهد نسبت به خریداری اوراقی که به فروش نرسیدند، تضمین می کند.

۲. اوراق دارای رتبه اعتباری پایین تر از BBB-.

۷-۳. قاعده‌گذاری‌های محدودکننده در انتشار اوراق بدهی

یکی از محدودیت‌های تعیین شده برای انتشار اوراق بدهی بدون ضامن، نسبت بدهی به دارایی متقاضی انتشار اوراق است. بر این اساس، بنگاه‌هایی که رتبه اعتباری بالاتری دارند، می‌توانند سقف بدهی بیشتری را متحمل شوند و اوراق بدهی بیشتری را بدون استفاده از ضمانت منتشر کنند.^۱ بنگاه‌هایی که این سقف را رعایت نکرده‌اند، باید از طریق توثیق اوراق بهادار و یا استفاده از رکن ضامن بانکی یا غیربانکی اقدام به انتشار اوراق بدهی کنند. این محدودیت برای اطمینان از توانایی بانی برای بازپرداخت اصل و سود اوراق بدهی در نظر گرفته شده است. باید به این نکته توجه داشت که نسبت بدهی به دارایی، به عنوان یکی از نسبت‌های مهم مالی بنگاه مورد توجه مؤسسات رتبه‌بندی قرار دارد و در فرایند تخصیص رتبه اعتباری با درجه اهمیت بالایی، بررسی و ارزیابی می‌شود. اگر بنگاه علی‌رغم داشتن نسبت بالای بدهی به دارایی، رتبه اعتباری مناسبی دریافت کند، نشان‌دهنده ارزیابی مناسب از عملکرد بنگاه در سایر شاخص‌های مورد بررسی در فرایند رتبه‌بندی است و اعمال محدودیت مضاعف بر این نسبت مالی، صرفاً موجب کاهش انگیزه برای انتشار اوراق مبتنی بر رتبه‌بندی می‌شود.

۷-۴. محدودیت نگهداری اوراق بدهی رتبه‌بندی شده توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مهم‌ترین خریداران و عامل اصلی تقاضای اوراق بدهی هستند. براساس «آخرین حد نصاب‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری» مصوب سازمان بورس در مهرماه ۱۴۰۳، نگهداری اوراق بدهی بدون ضامن و مبتنی بر رتبه اعتباری برای این صندوق‌ها محدود شده است. برای نمونه سقف نگهداری این اوراق برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت به میزان حداکثر ۲۰ درصد از کل دارایی‌های صندوق تعیین شده است. در حالی که به طور مثال برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، سقف نگهداری اوراق بدهی تضمین شده توسط یک ضامن به میزان ۳۰ درصد از کل دارایی‌های صندوق تعیین شده است [۱۸]. حجم اوراق بدهی منتشر شده مبتنی بر ضامن و اوراق بدهی منتشر شده مبتنی بر رتبه اعتباری در هفت‌ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۳ تقریباً برابر بوده است. این محدودیت، تقاضای اوراق رتبه‌بندی شده و به دنبال آن انگیزه دریافت رتبه اعتباری توسط شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

۸. راهکارها، پیشنهادها و توصیه‌های سیاستی

با توجه به نقش مهم مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در بهبود عملکرد نظام مالی کشور، در ادامه این گزارش راهکارها و پیشنهادهایی در راستای رفع یا کاهش چالش‌های اشاره شده در بخش قبلی گزارش ارائه می‌شود.

۸-۱. اصلاح فرایند کشف نرخ اوراق بدهی

مهم‌ترین چالش نظام رتبه‌بندی اعتباری، قیمت‌گذاری دستوری نرخ سود اوراق بدهی است که معایب و پیامدهای منفی آن در بخش‌های قبلی بررسی شد. به طور خلاصه، تعیین و تثبیت نرخ سود اوراق بدهی به صورت دستوری و بی‌ارتباط با مؤلفه‌های مهم اقتصادی به ویژه تورم، کارکرد اصلی رتبه‌بندی یعنی تفکیک قیمتی اوراق بدهی براساس ریسک اعتباری را از بین می‌برد، زیرا کلیه اوراق بدهی فارغ از رتبه اعتباری و سطح ریسک اعتباری محاسبه شده، در عمل با نرخ سود حقیقی منفی^۲ منتشر می‌شود. در حالی که تفکیک قیمتی اوراق بدهی پرریسک و کم‌ریسک براساس رتبه اعتباری تنها در محدوده نرخ سود منطقی و متناسب با نرخ تورم و انتظارات سرمایه‌گذاران معنی‌دار است. در غیر این صورت عملاً فرایند رتبه‌بندی مفید نیست و نظام مالی کشور از مزایا و کارکردهای نظام رتبه‌بندی منتفع نمی‌شود. انگیزه اصلی سیاستگذار از سرکوب نرخ اسمی اوراق بدهی غیردولتی، جلوگیری از افزایش نرخ بهره است. استدلال موافقین قیمت‌گذاری

۱. جزئیات بیشتر این محدودیت، در بخش‌های قبلی گزارش ذکر شده است.

۲. نرخ سود اسمی پایین‌تر از سطح تورم مورد انتظار که باعث می‌شود ارزش واقعی این سرمایه‌گذاری در طول زمان بر اثر تورم کاهش یابد.



این است که در صورت کشف نرخ اوراق بدهی توسط عرضه و تقاضا در بازار بدهی، به علت انتظارات تورمی موجود، نرخ بالایی برای این اوراق کشف می‌شود. به دنبال آن، افزایش نرخ سود اسمی اوراق بدهی به سایر بخش‌های نظام مالی سرایت کرده و اختلالاتی را در آن بخش‌ها ایجاد می‌کند. مهم‌ترین اهداف قیمت‌گذاری نرخ سود اوراق بدهی به شرح زیر است:

- ۱- جلوگیری از افزایش هزینه تأمین مالی دولت برای جبران کسری بودجه؛
- ۲- افزایش هزینه تأمین مالی در بخش حقیقی اقتصاد و ایجاد فشار مالی بر بنگاه‌ها؛
- ۳- جلوگیری از فشار بر نرخ سود سپرده‌های بانکی و خروج منابع از شبکه بانکی؛
- ۴- جلوگیری از سقوط بازار سهام بر اثر افزایش نرخ بهره و افت ارزش شرکت‌ها.

مهم‌ترین نکته در رد استدلال فوق این است که نمی‌توان ادعا کرد که رفع قیمت‌گذاری نرخ سود اوراق بدهی به افزایش نرخ بهره در اقتصاد منجر می‌شود. چنانچه پیشتر نیز بیان شد، هزینه تأمین مالی شرکت‌های متقاضی انتشار اوراق بدهی، ارتباطی با نرخ دستوری مشخص شده ندارد و مابه‌التفاوت نرخ دستوری و نرخ تعادلی به صورت هزینه‌های غیربهره‌ای به ارکان انتشار اوراق پرداخت می‌شود. به عبارت دیگر سرکوب نرخ اسمی باعث ایجاد دو نرخ موازی در بازار شده است: ۱. نرخ سود اسمی اوراق (حدوداً ۲۳ درصد) و یا نرخ بازده انتظاری صندوق‌های درآمد ثابت (حدوداً ۳۵ درصد) که در دسترس سرمایه‌گذاران قرار دارد^۱ و ۲. هزینه تأمین مالی (حدوداً ۴۵ درصد) که به بنگاه متقاضی تحمیل می‌شود. شکاف میان نرخ بازدهی در دسترس سرمایه‌گذاران و هزینه مالی شرکت‌ها، باعث کاهش تقاضای اوراق و کاهش عرضه منابع مالی در بازار بدهی می‌شود. در مقابل رفع قیمت‌گذاری نرخ سود می‌تواند با حذف شکاف ایجاد شده، جذب سرمایه‌گذاران، افزایش عرضه منابع مالی و حتی کاهش نرخ بهره تعادلی شود.

■ مدل پیشنهادی برای تعیین نرخ اوراق بدهی مبتنی بر رتبه اعتباری

به منظور رفع این چالش می‌توان مراحل ذیل را در نظر گرفت.

- ۱- الزام استفاده از رتبه‌بندی اعتباری برای شرکت‌های خواهان انتشار اوراق بدهی بدون ضامن در بازار سرمایه؛
- ۲- چنانچه رتبه اعتباری شرکت‌های خواهان انتشار اوراق بدهی از آستانه مشخصی بالاتر باشد، بتوانند اوراق بدهی خود را با نرخ سود دلخواه و صورت صرف یا کسر، به تمامی خریداران حقیقی و حقوقی بازار بدهی عرضه کنند تا نرخ سود واقعی این اوراق به صورت طبیعی و براساس سازوکار عرضه و تقاضا و انتظارات سرمایه‌گذاران در بازار کشف شود. طبیعی است که به علت وضعیت اعتباری مناسب این شرکت‌ها، نرخ کشف شده که از طرفی هزینه تأمین مالی برای شرکت‌ها و از طرف دیگر نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود، نرخ بالایی نخواهد بود. همچنین با توجه به رتبه اعتباری مناسب برای این شرکت‌ها، امکان نکول پایین خواهد بود.
- ۳- چنانچه رتبه اعتباری شرکت‌های خواهان انتشار اوراق بدهی از آستانه مشخص شده پایین‌تر باشد، آنها بتوانند اوراق بدهی خود را در بازار اوراق بدهی به برخی از خریداران که معیارهای آنها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود، عرضه کنند. طبیعی است که به علت وضعیت نسبت ضعیف‌تر اعتباری این شرکت‌ها، نرخ این اوراق بدهی نرخ بالاتری کشف شود. با توجه به رتبه اعتباری پایین‌تر این شرکت‌ها، امکان نکول بیشتر است که با نرخ بازدهی انتظاری بالاتر جبران می‌شود. پیشنهاد می‌شود که خریداران این اوراق اشخاص حقوقی باشند که با تشکیل سبد سرمایه‌گذاری و تخصیص بخش اندکی از سرمایه به اوراق بدهی با درجه ریسک بالاتر اقدام کنند. با این سازوکار می‌توان تا حد مطلوبی دامنه نرخ‌های اوراق بهادار را متناسب با ریسک اوراق بهادار گسترده کرد.

۲-۸. اصلاح رابطه تعیین نرخ سود برای طبقات مختلف رتبه اعتباری

تعیین نرخ سود اوراق بدهی با استفاده از سازوکار عرضه و تقاضا - که فرایند آن در قسمت قبلی تشریح شد - روش مطلوب و مورد تأیید

۱. در عمل سرمایه‌گذاران بازار سرمایه به هیچ‌وجه نسبت به خریداری مستقیم این اوراق اقدام نکرده و از طریق سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری درآمد ثابت به صورت غیرمستقیم در اوراق بدهی سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این حال همچنان شکاف زیادی در میان بازده دریافتی سرمایه‌گذاران و هزینه تأمین مالی بنگاه وجود دارد. عایدی ناشی از مابه‌التفاوت این دو نرخ به نهاد‌های مالی که از یک‌سوار کان انتشار اوراق و از سوی دیگر مدیران صندوق‌های درآمد ثابت هستند، منتقل می‌شود.

کشف نرخ اوراق بدهی است. با این حال در دستورالعمل ماده (۱۶) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، سقف نرخ سود اوراق بدهی به تفکیک رتبه اعتباری و نوع تضمین و وثیقه استفاده شده برای انتشار اوراق تعیین شده که در بخش‌های قبلی با جزئیات تشریح شد. شرط اثربخشی این سیاست، تعیین صحیح «نرخ سود اسمی بدون ریسک» بوده که به عنوان مبنای محاسبه نرخ سود سایر اوراق در نظر گرفته شده است. در دستورالعمل مذکور، تعیین نرخ سود بدون ریسک به قوانین بودجه سنواتی و در صورت عدم تعیین نرخ در قانون بودجه به شورای ملی تأمین مالی محول شده است. بنابراین نرخ سود تمام اوراق بدهی دولتی و غیردولتی عملاً به صورت دستوری تعیین می‌شود. به منظور تناسب نرخ‌های سود تعیین شده با نرخ بهره تعادلی و انتظارات سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به جای تعیین دستوری نرخ سود اوراق بدون ریسک در قانون بودجه سنواتی یا شورای ملی تأمین مالی، نرخ سود اوراق بدهی دولتی بدون مخاطره (ریسک) نیز با استفاده از سازوکار عرضه و تقاضا در بازار بدهی کشف و به عنوان مبنای محاسبات نرخ سود طبقات مختلف رتبه اعتباری استفاده شود. در صورت عدم تمایل سیاستگذار به کشف نرخ اوراق بدهی دولتی بدون ریسک از طریق سازوکار عرضه و تقاضا، پیشنهاد می‌شود متغیر دیگری به عنوان مبنای محاسبه طبقات رتبه اعتباری انتخاب شود. به این منظور می‌توان از متغیرهای زیر به عنوان مبنای محاسبه نرخ سود طبقات مختلف رتبه اعتباری استفاده کرد.

- متوسط نرخ بازده اسناد خزانه در بازار ثانویه، در سه ماهه منتهی به عرضه اوراق بدهی در حال انتشار؛
- حذف قیمت‌گذاری اوراق بدهی دارای رتبه AAA و استفاده از میانگین نرخ سود اوراق منتشر شده در این طبقه برای محاسبه نرخ سود طبقات دیگر.

۳-۸. اصلاح محدودیت سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی رتبه‌بندی شده

یکی از ضوابط محدودکننده در انتشار اوراق بدهی بدون ضامن، در نظر گرفتن نسبت بدهی به دارایی بنگاه است. بالا رفتن نسبت بدهی به دارایی بنگاه، بر اساس مدل رتبه‌بندی مورد استفاده، می‌تواند مستقیماً باعث دریافت رتبه اعتباری پایین‌تر در دوره بعدی شود. در صورتی که رتبه اعتباری به درستی در هزینه تأمین مالی بنگاه منعکس شود یا اثر قابل توجهی بر روی ارزش سهام بنگاه داشته یا برای دریافت تسهیلات بانکی حائز اهمیت باشد، بنگاه به صورت درونی برای کنترل میزان بدهی‌های خود انگیزه خواهد داشت و نیازی به اعمال محدودیت‌های مقداری برای سقف این بدهی‌ها نیست. محدودیت دیگر سقف نگهداری اوراق بدهی بدون ضامن برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان مهم‌ترین خریداران این اوراق است. محدودیت این صندوق‌ها برای نگهداری اوراق بدهی مبتنی بر رتبه اعتباری را می‌توان دست کم به صورت پلکانی و با توجه به رتبه اوراق بدهی مذکور اعمال کرد. به طوری که سقف نگهداری اوراق با رتبه‌های بالاتر (ریسک کمتر) بیشتر از سقف نگهداری اوراق با رتبه پایین (ریسک بیشتر) تعیین شود.

۴-۸. کاهش فاصله زمانی به روزرسانی رتبه‌بندی اعتباری

در شرایط فعلی بازار سرمایه کشور، به رتبه‌بندی اعتباری عمدتاً در انتشار اوراق بدهی توجه می‌شود و مهم‌ترین مزیت استفاده از رتبه‌بندی، حذف رکن ضامن و کاهش هزینه انتشار اوراق است. در حالی که در بازارهای مالی توسعه یافته، تغییرات رتبه‌های اعتباری قیمت (نرخ) اوراق بدهی و سهام شرکت‌ها را نیز به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. به شکلی که افزایش رتبه اعتباری یک بنگاه می‌تواند سبب افزایش قابل توجه ارزش سهام بنگاه شود (و برعکس). ارتباط بین رتبه اعتباری و قیمت دارایی‌های مرتبط با بنگاه، انگیزه بنگاه‌ها را برای بهبود وضعیت اعتباری تقویت و به عنوان یک سازوکار اصلاحی عمل می‌کند.

عامل مهمی که می‌تواند باعث افزایش توجه فعالان بازار سرمایه به رتبه‌های اعتباری شود، کاهش فاصله زمانی به روزرسانی رتبه‌های اعتباری است. بر اساس دستورالعمل سازمان بورس در خصوص انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری، مؤسسات رتبه‌بندی باید رتبه‌های اعتباری

منتشر شده را حداقل یک‌بار در سال به‌روزرسانی کنند. در عمل نیز مؤسسات رتبه‌بندی در مهلت قانونی یک‌ساله اقدام به پایش دوباره و به‌روزرسانی رتبه‌های اعتباری گذشته می‌کنند. کاهش این فاصله باعث حساسیت بیشتر بازار به رتبه‌های اعتباری و در نتیجه انعکاس وضعیت اعتباری بنگاه‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین براساس دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی، به‌روزرسانی رتبه اعتباری در شرایط بروز رخدادها مؤثر بر رتبه اعتباری ضروری بوده، اما تشخیص این مسئله بر عهده مؤسسات رتبه‌بندی گذاشته شده است. تعیین دقیق مصادیق این رخدادها مانند دریافت تسهیلات بانکی کلان توسط بنگاه و یا انتشار اوراق مالی جدید که به تغییر نسبت‌های مالی مهم بنگاه‌ها منجر می‌شود، می‌تواند در تسریع به‌روزرسانی رتبه‌های اعتباری مؤثر باشد.

۵-۸. استفاده از رتبه‌بندی اعتباری در فرایند پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه

فرایند پذیرش و عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، براساس ضوابط و مقررات پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران صورت می‌پذیرد. براساس این دستورالعمل‌ها عرضه اولیه شرکت‌ها در بازار سرمایه مستلزم احراز شرایطی است که با توجه به درخواست شرکت‌ها برای پذیرش و درج نماد آنها در هر یک از بازارها^۱ با یکدیگر تفاوت دارد. بررسی این شرایط توسط هیئت پذیرش بورس یا فرابورس و براساس برنامه کسب و کار، امیدنامه، صورت‌های مالی و سایر مدارک ارائه شده توسط متقاضی پذیرش انجام می‌شود. برخی از این شرایط مانند حداقل سرمایه ثبت شده، حداقل نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها، حداقل نسبت سهام شناور به کل سهام ثبت شده، نداشتن زیان انباشته، حداقل سابقه فعالیت شرکت در صنعت مربوطه و سودآوری شرکت در چند دوره مالی متوالی به عملکرد گذشته شرکت‌ها بستگی دارد و به راحتی قابل ارزیابی است. اما برخی از این شرایط و به‌طور خاص شرط وجود «چشم‌انداز روشنی از تداوم سودآوری و فعالیت شرکت در صنعت مربوطه»، ناظر به عملکرد شرکت‌ها در دوره‌های آتی در نظر گرفته شده است. نظام رتبه‌بندی می‌تواند در این فرایند نیز حضور داشته باشد و به اعطای رتبه اعتباری به شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام اقدام کند.

۶-۸. تفکیک رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی در قوانین و مقررات

به‌رغم تفاوت‌های موجود بین فعالیت رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی که در بخش‌های قبلی گزارش تشریح شد، در برخی از قوانین و مقررات حاکم بر نظام مالی کشور تفکیک صحیحی میان این دو فعالیت انجام نشده است.

برای نمونه در بند «ب» ماده (۲) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، «اعمال مقررات انتظامی متناسب با تخلفات شرکت‌های اعتبارسنجی و مدیران آنها در زمینه اعطای رتبه اعتباری صوری و تقصیر در محاسبه رتبه اعتباری» به‌عنوان یکی از وظایف شورای ملی تأمین مالی مشخص شده است. در حالی که براساس بند «ز» ماده (۱) همین قانون، اعتبارسنجی به معنی «اختصاص نمره اعتباری به اشخاص یا تهیه گزارش اعتباری» تعریف شده و اعطای رتبه اعتباری موضوع فعالیت شرکت‌های اعتبارسنجی نیست.

همچنین مطابق ماده (۱۱) آیین‌نامه اجرایی ماده (۵) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها مصوب اردیبهشت ۱۴۰۴، موضوع نحوه استفاده از پایگاه داده اعتباری و گزارش‌های شرکت‌های اعتبارسنجی، دسترسی مؤسسات رتبه‌بندی به پایگاه داده اعتباری کشور به‌صورت غیرمستقیم و از طریق استفاده از گزارش‌های شرکت‌های اعتبارسنجی نوع یک پیش‌بینی شده است. در حالی که مؤسسات رتبه‌بندی نهادی مستقل از شرکت‌های اعتبارسنجی هستند و وابستگی آنها به شرکت‌های اعتبارسنجی برای دریافت اطلاعات، موضوعیت ندارد. نمونه دیگر، شیوه استفاده مؤسسات اعتباری^۲ از اعتبارسنجی و رتبه اعتباری در اعطای اعتبارات است. بانک مرکزی به استناد آیین‌نامه پیشگیری از انباشت مطالبات غیرجاری بانکی مصوب اسفند ۱۳۹۷، در بخشنامه «حداقل الزامات مدیریت ریسک اعتباری در مؤسسات اعتباری» اصلاح شده مورخ مرداد ۱۴۰۲، اعطای هرگونه اعتبار توسط مؤسسات اعتباری را منوط به اخذ گزارش اعتبارسنجی از شرکت‌های اعتبارسنجی دانسته است. همچنین برای اعتبارات بالای ۱۰۰ میلیارد تومان، علاوه بر گزارش اعتبارسنجی، اخذ رتبه اعتباری از مؤسسات

۱. تابلوی اصلی بازار اول بورس، تابلوی فرعی بازار اول بورس، بازار دوم بورس، بازار اول فرابورس، بازار دوم فرابورس.
۲. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی تحت نظارت بانک مرکزی.

رتبه‌بندی نیز الزامی تلقی شده است. اگرچه تفکیک تسهیلات خرد و کلان در این بخشنامه امری مثبت و مورد تأیید است، اما با توجه به تفاوت فعالیت اعتبارسنجی و رتبه‌بندی و نیز جامعیت رتبه اعتباری و گزارش رتبه‌بندی، استعلام رتبه اعتباری برای دریافت تسهیلات بالای ۱۰۰ میلیارد تومان کفایت دارد و الزام به اخذ همزمان رتبه اعتباری و گزارش اعتبارسنجی، صرفاً موجب پیچیدگی غیر ضروری این فرایند می‌شود. همچنین در نظر گرفتن جرائم انضباطی برای تسهیلات کلان غیر جاری که بدون استناد به رتبه‌بندی اعطا می‌شود، می‌تواند در توسعه کاربرد رتبه‌بندی در نظام بانکی کشور تأثیر گذار باشد.

رفع تداخل میان قوانین و مقررات مربوط به فعالیت شرکت‌های اعتبارسنجی و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری که برخی از مصادیق آن ذکر شد، در ساماندهی این دو فعالیت در نظام مالی، امری ضروری تلقی می‌شود.

۹. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تبادل میان ریسک و بازده، مهم‌ترین عامل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و فعالان بازارهای مالی است. ریسک اعتباری (نکول تعهدات) به عنوان یکی از مهم‌ترین انواع ریسک در بازار اوراق بدهی به شمار می‌رود. عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق بدهی در خصوص ریسک اعتباری اوراق، مشکلات زیادی در بازار بدهی ایجاد می‌کند که در نهایت به کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران، کاهش عمق بازار و در نهایت دشوار شدن تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی منجر می‌شود. برای حل این مسئله ضروری است تا نظام رتبه‌بندی اعتباری در نظام مالی کشور تقویت شود. به طور مشخص، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، به عنوان کسب و کارهای تخصصی جمع‌آوری و پایش اطلاعات مالی، با ارزیابی ریسک اعتباری بنگاه‌ها و انتشار رتبه‌های اعتباری، نقش مهمی در بهبود شفافیت اطلاعاتی و ارتقای اعتماد بازار بدهی ایفا می‌کنند. این مؤسسات، ابزارهایی برای کاهش ریسک‌های اطلاعاتی، تخصیص بهینه منابع و جذب سرمایه‌گذاران با ترجیحات ریسک متنوع فراهم می‌کنند.

در این گزارش به بررسی مفاهیم، تاریخچه، کارکردهای رتبه‌بندی اعتباری و چالش‌های نظام رتبه‌بندی اعتباری در بازار بدهی ایران پرداخته شد. از زمان شروع فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران در سال ۱۳۹۷ تا انتهای مهرماه سال ۱۴۰۳ بیش از ۴۰ مورد اوراق به ارزش بیش از ۸۲ هزار میلیارد تومان با حذف رکن ضامن و جایگزینی آن با رتبه اعتباری منتشر شده است.

مهم‌ترین چالش انتشار اوراق بدهی در ایران، قیمت‌گذاری یا نرخ‌گذاری دستوری اوراق بدهی است. به طور مشخص، در نظام مالی کشور مقام تنظیم‌گر به تعیین نرخ مشخص یا دامنه‌ای از نرخ اوراق بدهی اقدام می‌کند. با چنین سازوکاری اساساً طیف نرخ‌های بازدهی متناسب با ریسک محاسبه شده ایجاد نمی‌شود و معیار ریسک در عمل از میان می‌رود. در این میان ضروری است تا سازوکار کشف قیمت براساس عرضه و تقاضای اوراق صورت پذیرد. مؤلفه کلیدی در کشف قیمت اوراق بدهی، میزان ریسک آن اوراق است. به منظور رفع این چالش در این گزارش پیشنهاد می‌شود شرکت‌های خواهان انتشار اوراق بدهی، بتوانند اوراق بدهی را با رتبه‌های اعتباری متفاوتی منتشر کنند. باین حال، می‌توان ضابطه‌ای تعیین کرد که اوراق بدهی شرکت‌هایی که ریسک آنها از آستانه مشخصی بالاتر است، توسط سرمایه‌گذاران خاص خریداری شود. در این شرایط نرخ اوراق براساس میزان عرضه و تقاضا در بازار مزبور کشف می‌شود و نرخ‌گذاری دستوری وجود نخواهد داشت.

از طرف دیگر، خریداران اوراق بدهی شرکت‌هایی که ریسک آنها در حد مطلوب و مناسبی قرار دارد که پیش‌بینی می‌شود نرخ بازده مورد انتظار آنها در سطح پایین‌تری قرار داشته باشد، می‌تواند طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران باشد و محدودیتی برای سرمایه‌گذاری در این اوراق بدهی وجود ندارد. قیمت یا نرخ این اوراق نیز که ریسک کمتری دارند، در فرایند عرضه و تقاضا کشف می‌شود. علاوه بر چالش مزبور، به چالش‌های دیگری از نظام رتبه‌بندی اعتباری اشاره شده است:

- محدودیت نسبت بدهی به دارایی در ضمانت اوراق بدهی منتشره؛
- محدودیت نگهداری اوراق مبتنی بر رتبه اعتباری برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری؛
- سقف نسبت بدهی به دارایی برای انتشار اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی.



در انتهای گزارش به راهکارها، پیشنهادها و توصیه‌ها اشاره شد. در خصوص رفع یا کاهش چالش اصلی که قیمت‌گذاری یا نرخ‌گذاری دستوری اوراق بدهی بود، پیشتر راهکار ارائه شد که از ذکر مجدد آن اجتناب می‌شود. جدول زیر به‌طور خلاصه راهکارها، پیشنهادها و توصیه‌ها را بیان می‌کند.

جدول ۱۲. خلاصه راهکارها، پیشنهادها و توصیه‌های گزارش

چالش	نظام مالی متعارف	نظام مالی ایران	راهکار، پیشنهاد یا توصیه سیاستی	نهاد یا دستگاه مخاطب پیشنهاد
قیمت‌گذاری اوراق بدهی	تعیین نرخ اوراق به وسیله سازوکار عرضه و تقاضا براساس رتبه اعتباری	تعیین دستوری نرخ اوراق	اصلاح نظام قیمت‌گذاری و کشف نرخ سود اوراق براساس ریسک اعتباری و نظام عرضه و تقاضا	شورای ملی تأمین مالی/شورای عالی بورس
محدودیت سرمایه‌گذاری نهادهای مالی	محدودیت نگهداری اوراق دارای رتبه پایین (ریسک بالا)	محدودیت نگهداری اوراق بدهی مبتنی بر رتبه‌بندی اعم از رتبه بالا و پایین برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری	بازنگری در سقف نگهداری اوراق مبتنی بر رتبه اعتباری و اعمال محدودیت‌ها براساس رتبه اعتباری و ریسک اوراق	سازمان بورس و اوراق بهادار
مواعد پایش رتبه اعتباری	به‌روزرسانی فصلی رتبه‌های اعتباری	به‌روزرسانی سالیانه رتبه‌های اعتباری	کاهش دوره‌های به‌روزرسانی رتبه‌ها و تعیین مصادیق رخدادهای مؤثر بر رتبه اعتباری	سازمان بورس و اوراق بهادار
تداخل فعالیت اعتبارسنجی و رتبه‌بندی اعتباری	انتشار اوراق بدهی و اعطای تسهیلات کلان مبتنی بر رتبه اعتباری تسهیلات خرد و متوسط با استفاده از اعتبارسنجی	همپوشانی میان برخی از قوانین و مقررات ناظر بر فعالیت رتبه‌بندی و اعتبارسنجی	تفکیک دقیق رتبه‌بندی و اعتبارسنجی در قوانین و مقررات مربوطه	شورای ملی تأمین مالی/بانک مرکزی

مأخذ: یافته‌های پژوهش.



- [1] L. J. White, “[Credit Rating Agencies: An Overview](#),” The Annual Review of Financial Economics, vol. 5, pp. 93-122, 2013.
- [2] R. Cantor and F. Packer, “[The Credit Rating Industry](#),” The Journal of Fixed Income, vol. Summer, pp. 1-26, 1994.
- [3] L. J. White, “[Markets: The Credit Rating Agencies](#),” Journal of Economic Perspectives, vol. 24(2), pp. 211-216, 2010.
- [4] European Securities and Markets Authority, “[CRA Market Share Report](#),” 2023.
- [5] K. Santos, “[Corporate credit ratings: a quick guide](#),” in The Association of Corporate Treasurers handbook, 2007, pp. 45-49.
- [6] “[Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study](#),” S&P Global, 2024.
- [7] “[Federal Reserve Economic Data](#),” Federal Reserve Bank of St. Louis.
- [8] J. Wurgler, “[Financial markets and the allocation of capital](#),” Journal of Financial Economics, vol. 58, pp. 187-214, 2000.
- [۹] م. صلواتیان و س. ح. دولت‌آبادی، «[چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک \(اوراق مالی اسلامی\)](#)» مرکز پژوهش‌های مجلس، شماره مسلسل ۱۶۶۲۲، ۱۳۹۸.
- [۱۰] سازمان بورس و اوراق بهادار، «[نهادهای مالی دارای مجوز](#)» [درون خطی].
- [۱۱] سازمان بورس و اوراق بهادار، «[دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی](#)» ۹ مرداد ۱۴۰۳. [درون خطی].
- [۱۲] سازمان بورس و اوراق بهادار «[مصوبه در خصوص شیوه اعطای مجوز و تأسیس شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری](#)» ۲۱ شهریور ۱۳۹۷. [درون خطی].
- [۱۳] سازمان بورس و اوراق بهادار، «[مصوبه در خصوص اعلام رتبه اعتباری مناسب جهت انتشار اوراق بهادار بدهی بدون استفاده از رکن ضامن یا با کاهش وثیقه](#)» ۲۹ خرداد ۱۳۹۸. [درون خطی].
- [۱۴] سازمان بورس و اوراق بهادار، «[اصلاحیه دستورالعمل انتشار اوراق بدهی با استفاده از رتبه اعتباری](#)» ۲۷ فروردین ۱۴۰۳. [درون خطی].
- [۱۵] شورای ملی تأمین مالی، «[دستورالعمل ماده \(۱۶\) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها](#)» ۳ خرداد ۱۴۰۴. [درون خطی].
- [۱۶] شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، «[صکوک منتشره](#)» [درون خطی].
- [17] European Commission, “[Analysis Of European Corporate Bond Markets](#),” 2017.
- [۱۸] سازمان بورس و اوراق بهادار «[آخرین حد نصاب‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری](#)» ۲۹ مهر ۱۴۰۳. [درون خطی].

عنوان: نظام رتبه‌بندی اعتباری؛ کارکردها، چالش‌ها و پیشنهادهای سیاستی به منظور ارتقای آن



DOI: <https://doi.org/10.22034/mrc.report.21775>

Permanent Link:

Publisher: Islamic Parliament Research Center of Iran

گزیده سیاستی

قیمت‌گذاری دستوری نرخ سود اسمی اوراق بدهی، مانع اصلی توسعه نظام رتبه‌بندی اعتباری و بهره‌مندی بازار بدهی کشور از مزایای آن بوده است. کشف نرخ سود اوراق بدهی شرکتی براساس رتبه اعتباری و به وسیله سازوکار عرضه و تقاضا می‌تواند این چالش را مرتفع کند.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir