

ادامه در صفحه ۲



نگاه قانونی به قانون بازار سرمایه

انتخاب ترامپ و صنایع اثرپذیر
در بورس تهران

معاملات آنلاین

کارگزاری بانک انصار

هر لحظه و هر کجا ...

همراه شما هستیم

<http://www.ansarbroker.ir>

<https://telegram.me/ansarbrokerage>



برخورداری ابزارهای مالی از سامانه معاملاتی مجزا

مدیرعامل فرا بورس ایران گفت: جدا شدن سامانه معاملاتی بورس از فرا بورس برای فرا بورس یک فرصت ایجاد کرده است. این موضوع یک راهکار بلندمدت نیست و تنها سازو کاری است که مدیریت وضع موجود را به پیش می برد. با توجه به موضوعات مخابراتی و ترافیک کاری بعضا برای نمادهای معاملاتی فرا بورس به ویژه در عرضه های اولیه مشکلاتی پیش می آمد که این مشکل با جدا شدن سامانه معاملاتی بورس و فرا بورس برطرف می شود.



انتخاب ترامپ و صنایع اثرپذیر در بورس تهران

سیاوش صبور

تحلیلگر بازار سرما یه

انتخابات آمریکا با هیاهوی زیادی همراه بود و ریاست جمهوری ترامپ دامنه آن را افزایش داد تا این ابهامات در نوسانات قیمت کالاهای اساسی و شاخص دلار نمود پیدا کند. ابعاد انتخاب ترامپ از بعد سیاسی برای ما اهمیت ندارد برای مثال برخی صنایع از لحاظ ریسک های سیاسی به شرایط برجام وابستگی بیشتری دارند اما صناعی که با سیاست های اقتصادی ترامپ بعد از انتخاب کابینه و آغاز ریاست جمهوری با واکنش بازارهای مالی به این انتخاب می تواند اهمیت یابند، در این مطلب بررسی خواهند شد. حوزه متأثر از اتفاقات آمریکا از دید نگارنده عمدتاً شامل انرژی، کانی های فلزی و فلزات اساسی است، اما برخی صنایع دیگر مانند برخی کانی های غیرفلزی به طور غیرمستقیم مشمول تغییراتی خواهند شد. عمده تمرکز این مطلب بر صنایع مادر است که با انتخاب ترامپ احتمالاً دچار تحولات عمیق خواهند شد.

رالی صعودی این ماده سوختی شده بود اما واحد تحلیل مورگان استنلی هم بر اثر قابل توجه انتخاب ترامپ در صعود زغال سنگ و کک (زغال سنگ فرآوری شده جهت مصارف صنعتی به ویژه فولادسازی) صحنه می گذارد. کک طی پنج ماه اخیر از محدوده کمتر از ۱۰۰ دلار به بیش از ۳۰۰ دلار برای هر تن افزایش یافت و حداقل رشد ۵۰ دلار در رالی روزهای اخیر را می توان به تغییرات کاخ سفید نسبت داد.

در مجموع این رخداد برای صنعت زغالی بورس تهران مثبت قلمداد می شود اما باید توجه داشت که نرخ گذاری این صنعت توسط ایمدرو صورت می گیرد و این تغییرات نرخ در صورت اجرایی شدن از سوی نهاد دولتی، برای شرکت های مذکور به اهرم های عملیاتی بالایی دارند اثرات واقعی بر درآمدزایی خواهد داشت. با این حال باید خاطر نشان کرد آلترناتیوهای گوناگون نظیر کیفیت زغال تحویلی، نحوه قیمت گذاری و همچنین هزینه های تولید برای این شرکت ها باید جداگانه محاسبه و تخمین زده شود. یکی دیگر از کالاهای اساسی که بعد از انتخاب ترامپ به عنوان رئیس جمهور، تغییرات غیرعادی داشت، سنگ آهن بود. سنگ آهن به عنوان یک ماده خام استراتژیک در تولید فولاد به کار گرفته می شود و تغییرات قیمت آن روی بسیاری از محصولات فولادی و آلیاژهای تولیدی دیده می شود. پس از انتخاب ترامپ، سنگ آهن سقف قیمتی دو ساله خود را شکست و از یک روند نزولی نسبتاً طولانی به سمت بالا جهش کرد تا برای عیار ۶۲ درصد در محدوده قیمت بیش از ۷۰ دلار برای هر تن معامله شود. نرخ رشد سنگ آهن نسبت به دسامبر سال ۲۰۱۵ یعنی حدود یک سال پیش (حوالی ۳۸ دلار) به بیش از ۸۵ درصد خواهد رسید که از این مقدار ۲۷ درصد به یک ماه اخیر مربوط می شود. این هیجان به گونه ای بود که حتی در روزهای نخست انتخاب ترامپ، قراردادهای در بازار غیررسمی و خارج از بورس در چین کابایت از قیمت های بالاتر از قیمت های اسپات و حتی فیوچرز داشت. روند صعودی قیمت سنگ آهن که با تقاضای بالای چین تا محدوده فعلی افزایش یافته بود، احتمالاً از این پس با محرکی به نام توسعه اقتصادی در آمریکا ادامه خواهد یافت و نکته قابل توجه برای این کالا، آن است که آمریکا واردکننده سنگ آهن تلقی می شود و بی شک افسار قیمتی آن در دست کشورهای استخراج کننده خواهد بود. کارشناسان اقتصادی معتقدند افزایش عرضه ها به خصوص در برزیل تنها راه متوقف کردن سنگ آهن در

از سیاست های اعلام شده ترامپ در حوزه انرژی به طور خلاصه می توان به پاییندستی کمتر به آیین نامه ها و تلاش برای استقلال آمریکا در حوزه انرژی اشاره کرد. سیاست آینده کاخ سفید، انقلابی در حوزه انرژی به حساب می آید که با توجه به اکثریت جمهوری خواه کنگره، احتمالاً مشکلی برای تصویب و اجرای آن نیز نخواهد داشت. ترامپ قصد دارد کلیه محدودیت های برای تولید نفت شیل را حذف کند و تولید نفت و گاز را تا حد ممکن افزایش دهد. این تحرک که از یک سو آمریکا را با افزایش اشتغال و همچنین تولید ناخالص داخلی همراه خواهد کرد برای کشورهای نظیر ایران که بودجه ای وابسته به نفت و مشتقات نفتی دارد، خوشایند نخواهد بود.

این موضوع می تواند صنایع مرتبط با فرآورده های نفتی را در قدم نخست با چالش هایی همراه سازد چرا میانگین سود این شرکت ها فارغ از کیفیت محصولات، عموماً با افزایش قیمت نفت، روند صعودی به خود خواهد گرفت اما تولید نفت در آمریکا مانع اصلی برای صعود یا حتی تثبیت قیمت می تواند تلقی شود. در سال ۲۰۱۴ تولید نفت شیل در آمریکا عامل اصلی سقوط نفت از محدوده ۱۰۰ دلار برای هر بشکه به حوالی ۳۰ دلار بود و اکنون که پس از سبزی کردن دوران افول، با افزایش تقاضای چین و هند و همزمان با فریز نفتی کشورهای اوپک، قیمت به حدود ۵۰ دلار برای هر بشکه نزدیک شده است، بازار تعادل خود را با وارد شدن عرضه کننده جدید دوباره از دست خواهد داد تا عملاً فریز نفتی اوپک کارآیی خود را از دست دهد. این اتفاق حتی در سطح کلان می تواند مانع از افزایش بودجه دولت به خصوص در بخش عمرانی شده که روند کلی اقتصاد را تحت تأثیر قرار می دهد؛ لذا بهترین اقدام عملی دولت، بودجه متناسب با شرایط فعلی برای سال ۹۶ خواهد بود.

اما در حوزه انرژی اتفاق مهم دیگری که در حال رخ دادن است و آن پایان طرح حفاظت از محیط زیست دولت اوباما به نام "war on coal" یا توسعه انرژی های پاک است. این طرح اگرچه پیش تر به صورت جهانی چندان رعایت نمی شد اما آمریکا خود را پایبند به آن کرده بود و اکنون با حذف این طرح، سوخت های فسیلی نظیر زغال سنگ در بازار آمریکا جای خود را مجدداً باز خواهند کرد و همین موضوع دلیلی برای رشد این سوخت در بازارهای جهانی طی روزهای اخیر شد.

البته پیش تر چین با کاهش روزهای فعالیت معادن و در نتیجه کاهش بهره برداری از معادن زغال سنگ سبب

سر مقاله



قانون بازار سرمایه نقاط قوت و ضعف و چالش ها

علی قاسمی ارمنی

مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه بانک ملت

ادامه از صفحه اول - با توجه به تغییر پارادایم اقتصادی کشور از اقتصاد بانک محور به اقتصاد بازار محور که با دستور معاون محترم اول ریاست جمهوری نمود عینی بیش تر ی یافت، لزوم توجه به ابزارها، بازارها و نهادهای جدید مالی اسلامی بیش از پیش نمایان شده است. تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، پایه ریزی مناسبی در راستای توسعه بازار سرمایه بود. در این راستا به منظور تحقق بخشیدن به هدف تأمین مالی بنگاه های بزرگ از طریق بازار سرمایه و افزایش سطح نقدشوندگی و جامه عمل پوشاندن به سیاست های کلی اقتصاد مقاومتی و برنامه ششم توسعه، گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن و افزایش سهم مؤثر بازار سرمایه در جهت توسعه سرمایه گذاری مورد توجه ویژه قرار گرفت. در این میان اقداماتی نیز در جهت شکل گیری مؤسسات رتبه بندی اعتباری، بازار مشتقه ارزی، تعاملات با بازارهای بین المللی در فضای پسابرجام و چندین نوآوری مالی دیگر نیز در دست اجراست که به مرور معرفی و در بازار عملیاتی می شود. در این راستا در یکسال گذشته شاهد توسعه بازار بدهی کشور بوده ایم به نحوی که طی یکسال گذشته اندازه بازار اوراق بدهی کشور سه برابر شده است. با این حال در سال های اخیر با توجه به تغییر در شرایط اقتصادی و مواجهه رخداد بحران های مالی جهانی شاهد این موضوع هستیم که کشورهای مختلف اقدام به بازنگری در قوانین بورس خود می کنند و آن را با توجه به شرایط محیطی موجود تغییر داده و نقش بخش های مختلف را بازتعریف می کنند. به نظر می رسد با توجه به شرایط کنونی بازار سرمایه کشور در فضای پسابرجام لازم است تغییراتی در مفاد قانون بازار سرمایه کشور صورت پذیرد و زمینه جینی تسریع و تسهیل در ایجاد و توسعه ابزارها، نهادهای و بازارهای مالی موجود فراهم شود.

یادداشت



نقدی بر قانون اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴:

دیدگاه دولتی شورای بورس و نیازهای مانده بازار

عبدالله رحیم لوی بنیس

مدیرعامل شرکت کارگزاری بانک انصار

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوبه مجلس شورای اسلامی در اذر ماه سال ۱۳۸۴ کمک کرد تا با کنار رفتن قانون قدیمی سال ۱۳۴۵، حیات تازه ای به روح بازار سرمایه کشور دمیده شود. هر چند تصویب این قانون نقاط ضعف بسیاری را پوشش داده است اما هنوز ضعف هایی در بازار سرمایه وجود دارد که رفع آنها نیازمند اصلاح و بازنگری در مفاد قانون اوراق بهادار دارد تا پاسخگوی بهتری برای نیازهای بازار سرمایه باشد. در حالی در فصل دوم قانون اوراق بهادار به از کان بازار اوراق بهادار پرداخته شده است که به موجب این فصل نظارت بر بازار سرمایه در صورت موازی بر عهده شورا و سازمان بورس قرار گرفته که این شیوه نظارتی در هیچ جای دنیا مرسوم نیست. به نظر می رسد با نقص هایی که در بخش نظارت بازار سرمایه بعضاً به وجود می آید، تجدیدنظر و اصلاح در مورد نظارت و یکپارچه سازی بخش نظارتی به بهبود کیفیت آن کمک خواهد کرد. در ادامه این فصل، شاکله اصلی ارکان شورا را نمایندگان دولت تشکیل می دهند که در رأس آنها وزیر اقتصاد قرار دارد، به طوری که تمامی تصمیمات کلیدی مرتبط با بازار سرمایه با تأیید وی صورت می گیرد. به نظر می رسد با ساختار که دیدگاه مدیریت دولتی به بازار سرمایه می دهد، جایگوی نیاز بازار سرمایه نیست و تجربه گذشته نشان داده این ساختار کمکی به توسعه بازار سرمایه نکرده است. اما نکته مهم دیگری که باید به آن پرداخت بحث عداوی حقوقی و رسیدگی به شکایت ها است. هیچ ماده ای در مورد آیین نامه داور حاکم بر هیئت داور در قانون بازار اوراق بهادار و پیش نویس اصلاحی آن وجود ندارد. مواردی از قبیل قابلیت تجدیدنظر آراء هیئت داور، دستورالعمل اصلاحی رسیدگی به تخلفات اشخاص موضوع ماده (۳۵) قانون بازار اوراق بهادار و اشخاص تحت نظارت همچنان از ابهامات برخوردار است؛ به طوری که اگر مرجع صالحی از نظر کمیته رسیدگی به تخلفات، خود را صالح به رسیدگی نداند و معتقد به صلاحیت مرجع دیگر باشد، مشخص نیست که در صورت بروز اختلاف کدام مرجع صالح به رفع اختلاف خواهد پرداخت. همچنین تبصره (۵) ماده (۳۷) قانون بازار اوراق بهادار تجدیدنظرخواهی از آراء این هیئت را فراهم نمی کرد و در عین حال برخی از شعب دیوان عدالت اداری که خود را صالح به رسیدگی به آراء صادره از هیئت داور تشخیص می دادند، نظرات این هیئت را رد می کردند. یکی از نکات مهمی که باید در مورد این قانون مورد توجه قرار گیرد بازنگری آن به مدت هر دو سال یکبار است، اما بعضاً دیده می شود که این امر مورد توجه قرار نمی گیرد. به نظر می رسد بازنگری این قانون در موعدهای مقرر می تواند به بهبود کارآیی بازار کمک کند. نقد دیگری که به این قانون و در کل به نظام اقتصادی کشور وارد است جدابودن مقام ناظر بر بازار پول و بازار سرمایه است. بارها شاهد بود ایم که تصمیمات گرفته شده در این حوزه به ضرر یکی از این دو بازار بوده است که در کل بی انضباطی مالی را در برنامه های اقتصادی به همراه داشته است. به نظر می رسد یکسان سازی مقام ناظر در دو بازار پول و سرمایه می تواند راهکار مناسبی برای همگام سازی بازار پول و سرمایه باشد. با تمامی نقدهایی که بر این قانون وارد است به نظر می رسد، بیشترین نقد و ضعف در اجرای قانون، برنامه ها و چشم اندازها باشد. به عنوان مثال می توان عدم امکان استفاده از ابزارهای جدید مالی به طور گسترده، عدم شکل گیری مؤسسات مشاوره، مؤسسات رتبه بندی، مؤسسات تحلیل گری اشاره کرد. در مجموع تصویب و اجرای این قانون در سال ۱۳۸۴ گامی مثبت و روبه جلو در جهت رشد و پیشرفت بازار سرمایه بوده است.

یکی از شعارهای ترامپ در زمان انتخابات ترمیم و بازسازی زیرساخت ها بود که بودجه مورد نظری معادل یک تریلیون دلار برای ۱۰ سال تخمین زده شد که دولت ترامپ برنامه ۵۰۰ میلیارد دلاری را تا کنون تأیید کرده است! از بزرگی این رقم همان کافی است که کلینتون رقم ۲۷۵ میلیارد دلار برای پنج سال را در نظر گرفته بود. حالا اگر قرار باشد این بلوف به حقیقت پیوندد، بی شک یکی از مهم ترین مواد مورد نیاز، فولاد خواهد بود.

بهره وری، فرایند تولید محصولات و کیفیت آنها

سناریوهای متفاوتی برای شرکت های فعال در این صنعت رخ خواهد داد. برای مثال مصرف کنندگان کک و زغال سنگ، ریسک های بالاتری نسبت به سایرین خواهند پذیرفت، این در حالی است که گاها جایگزینی سوخت ها، هزینه های جانبی نیز به شرکت ها تحمیل خواهد کرد که حتی ممکن است به تغییر در سیاست تولید منتهی شود. حتی اصلاح ساختارهای مالی برای این صنعت از اولویت های اساسی خواهد بود چرا که اهرم های مالی و عملیاتی غیرمعقول می تواند به آسیب پذیری شرکت ها حتی در شرایط رونق دامن بزند. لذا ابعاد چالش برای شرکت های فولادسازی در ایران بسته به متغیرهایی خواهد داشت که مطابق تحلیل فوق قابل استنباط است. در مجموع صنایع ذکر شده از اثرپذیر ترین ها پس از انتخاب ترامپ و سیاست های اقتصادی دولت وی محسوب می شوند اما احتمالاً صنایع دیگری را نیز می توان به این لیست اضافه کرد که مستقیم یا غیرمستقیم مشمول نوسان در آینده خواهند شد.

A close-up photograph showing a hand dropping a silver coin into a piggy bank. The piggy bank is a small, red wooden-style house with a yellow roof and white trim. To the left of the piggy bank are two stacks of coins: one of silver coins and one of gold coins. Several other coins are scattered on the surface in the foreground.

نرخ بودجه سال جاری، نرخ دلار بیش از سه هزار تومان (که اغلب فعالین بازار احتمال قیمت گذاری دلار را حدود ۳ هزار و ۵۰۰ تومان دور از ذهن نمی‌دانند)، به عنوان ارقامی نام برد که هنوز نهایی نشده‌اند. وی ادامه داد: مورد وضعیت مالی دولت می‌توان گفت که با ارزیابی درآمدها و بدهی‌های دولت در سال گذشته و عملکرد آن در سال جاری، کاملاً قابل رد است که این هزینه‌ها درآمدهای حاصله پوشش داده نمی‌شود. لذا دولت مجبور به انقباض به اشکال مختلف در سنوات گذشته شده است که ظاهر آن در سال ۹۶ نیز همچنان گریبان گیر دولت خواهد بود. محمودی تصریح کرد: قطع به یقین دولت چاره‌ای جز سر و سامان دادن در دخل و خرج‌های خود ندارد و می‌بایست تمهیداتی را در جهت بالانس آنها بپایان بدهد. دولت می‌داند که دیگر به در بر دارنده‌ی حتی در شرایط پسا برجام که افزایش درآمدها از افزایش تولید داشته، هم نمی‌تواند حسابی باز کند و ناچار است به ایتیم‌های درآمدی درونی مانند افزایش درآمدهای مالیات و افزایش نرخ رسمی ارز (جهت افزایش درآمدهای دولت چین تبدیل ارز حاصل از فروش نفت) و آزادسازی نرخ حامل‌های انرژی تمرکز کند و کاهش هزینه‌های جاری دولت را نیز با کاهش یا حذف یارانه‌ها چه مستقیم و چه غیرمستقیم و اعمال سیاست کوچک‌سازی دولت که سال‌های زیادی است به فراموشی سپرده شده است (بخش مؤثر در کاهش حقوق پرداختی به کارمندان و خدمات بخش دولتی)، محقق کند. این کارشناس بازار سرمایه این نکته برآورد کرد که تفاوت شمشگیری در اقتصاد ۹۶ نسبت به ۹۵ ناچیز بود و دولت بزرگ ما با مشکلات مزبور همچنان دست و پنجه نرم خواهد کرد.

رکود، مالیات نمی‌دهد

مدیر عامل شرکت کارگزاری بانک کشاورزی نیز به بورس امروز در خصوص موارد مورد توجه از نظر بازار سرمایه در بودجه ۹۶ اظهار داشت: بحث مهمی که مطرح می‌شود هزینه‌ی نرخ گاز است. البته نرخ گاز موردی نیست که در بودجه سالانه به آن پرداخته شود، نیاز به برنامه‌ریزی بلندمدت دارد؛ در غیر اینصورت هیچ سرمایه‌گذاری در بخش گاز صورت نخواهد گرفت. حسین خزلی همچنین از نرخ بهره مالکانه معادن به عنوان مسئله مورد اهمیت دیگری نام برد که نیازمند برنامه‌ریزی از سوی دولت است. سومین نکته‌ای که از سوی هیئت مدیره بورس کالای ایران مورد اشاره قرار گرفت مالیات بود. به‌طوری‌که شرایط رکودی حاکم بر بازار سرمایه سبب شد تا دولت در سال جاری مانع از افزایش مالیات بر ارزش افزوده شود.

براین اساس یی خواستار اجرای این سیاست در بودجه سال ۹۶ شد.

عدم تفکیک بورس از اقتصاد کشور تأکید و به وجود آورد که بخش‌های صنعتی کشور به رغم کاهش تورم اشاره کرد که رشد موجود در اقتصاد کشور نیز ناشی از افزایش قیمت نفت است. باین حال عباس از گون پیش‌بینی کرد که در کشور شاهد رشد اقتصادی کشور ناشی از ظرفیت‌های خالی و یا افزایش صادرات قیمت نفت خواهیم بود. وی به تمرکز دولت بر بازار بدهی در بودجه ۹۵ اشاره کرد که با هدف پرداخت بدهی‌های خود به پیمانکاران از مطلق انتشار اوراق خزانه صورت گرفت. عضو کمیسیون بازار پول و سرمایه گفت: اشاره به برنامه دولت برای اجرای اعلان مالیات‌های مستقیم در بودجه ۹۵ نشان‌دهنده هر نوع تمهیداتی قائل نشده، کماکان پرداخت بدهی پیمانکاران از برنامه ریزه مشکلات بنگاه‌های بزرگ مانند صندوق بازسازی و تأمین اجتماعی را تشدید کرد.

همچنین یک کارشناس بازار سرمایه نیز که از بودجه به عنوان شاهرگ حیاتی دولت نام می‌برد، به بورس امروز گفت: دولت کلیه فعالیت‌های مالی خود را اعم از کسب درآمد و پرداخت هزینه‌هایش برای اجرای برنامه‌های متعدد خود، در چار چوب قانون بودجه انجام می‌دهد. بنابراین می‌توان به این نکته اشاره کرد که بودجه دولت، آینه تمام‌نمای همه برنامه‌ها و فعالیت‌هایش بوده و نقش بسیار مهم و حیاتی در توسعه اقتصادی ملی ایفا می‌کند. برسی وضعیت درآمدها و هزینه‌های دولت و در قبال اقلان این می‌تواند به پیش‌برسی سیاست‌های آینده دولت بخصوص سیاست‌های اقتصادی، کمک شایانی کند. یایک محمودی با توجه به ر کود فعلی حاکم بر اقتصاد کشور، ادامه داد: این انتظار از دولت تدبیر و امید وجود دارد که ساز و کاری جهت خروج از این فضای مایوس‌کننده اقتصادی که البته می‌بایست با حفظ دستاوردها با ارزش خود در سه سال گذشته (تورم تک رقمی) انجام شود، اندیشیده و آثار آن را در بودجه سال ۹۶ نمایان سازد. به گفته وی، با وجود پیش‌بینی‌هایی که برای تعیین ارقام کلان و اصلی در بودجه وجود دارد، این بودجه هنوز بهایی نشده است. اما طبق آخرین اطلاعات دریافتی در مورد شاخص‌های کلان و پایه‌ای بودجه سال ۹۶ برای تنظیم درآمدها و هزینه‌ها، موضوعاتی همچون میزان افزایش حقوق کارکنان که بخش عمده هزینه‌های جاری دولت را در بر می‌گیرد و از سویی دیگر تعیین قیمت فروش هر بشکه نفت به عنوان بخش قابل توجهی درآمدهای بودجه و نرخ دلار به عنوان مبنای تبدیل درآمدهای نفتی به ریال، گمانه‌زنی‌های وجود دارد. کارشناس بازار سرمایه به افزایش حقوق در حدود ۱۰ درصد، قیمت نفت ۴۰ دلار (تقریباً مشابه

**دو ابزار جدید
برای توسعه
بازار بدهی**

بنازدیک شدن به زمان ارایه بودجه ۹۶ به مجلس بورس امروز بررسی کرد:

رونق یارکود؛ سهم بازار سرمایه از بودجه

مقایسه اطلاعات بودجه سال ۹۵ با ۹۴ کارشناسان بازار سرمایه را به این نتیجه رساند که این بودجه نسبت به بودجه سال ۱۳۹۴ انبساطی تر است و نگاه ویژه‌ای به بازار سرمایه به خصوص بازار اوراق بدهی دارد. به ویژه آنجا که در بخش واگذاری دارایی‌های مالی، منابع حاصل از فروش سه اوراق با درآمد ثابت در سال ۱۳۹۵ در حدود ۲۷۵ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده بود که این رقم در مقایسه با سال ۱۳۹۴ (۱۱۰ هزار میلیارد ریال) از رشد ۱۵۰ درصدی برخوردار بود. همچنین دولت با پیش‌بینی انتشار حدود ۱۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق صکوک اجاره در سال ۱۳۹۵ در مقایسه با سال ۱۳۹۴ (۱۰ هزار میلیارد ریال)، رشد قابل توجه ۱۴۰۰ درصدی را به این عرصه داد. بنا به پیش‌بینی بودجه سال ۹۵، مقرر شده بود که دولت ۷۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی را منتشر سازد تا در مقایسه با سال ۹۴ از رشد ۵۰ درصدی برخوردار شده باشد. همچنین پیش‌بینی انتشار اوراق مشارکت برای اجرای طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای اجاره در سال ۱۳۹۵ در حدود ۵۰ هزار میلیارد ریال بود که این بخش تنها عرصه‌ای بود که در مقایسه با سال ۱۳۹۴ تغییری نداشت. درآمدهای مالیاتی دولت در لایحه سال ۱۳۹۵ حدود ۱۴۰۴ درصدی نسبت به قانون بودجه سال ۱۳۹۴ رشد دارد. در نهایت منابع و مخارج بودجه کل کشور در سال ۱۳۹۵ نسبت به قانون بودجه سال ۱۳۹۴، با افزایش ۱۲۰۵ درصدی برخوردار شده بود. این اعداد و ارقام در حالی اعلام شده بود که دولت در برنامه ششم توسعه، نرخ رشد اقتصادی کشور در سال ۱۳۹۵ را ۸ درصد اعلام کرده بود اما به رغم وجود رکود حاکم بر عرصه اقتصادی، برخی از کارشناسان و تحلیل‌گران احتمال حصول رشدی بین ۵ تا ۶ درصدی را برای امسال را بسیار محتمل دانسته‌اند. هر چند تحقق رشد ۶ تا ۷ درصدی نیز موجب تعجب نخواهد بود. پس از حدود یک دهه که اقتصاد ایران شاهد رشدهای اقتصادی پائین یا منفی بوده است، این کارشناسان، سال ۱۳۹۵ را از منظر متغیرهای اقتصاد کلان، به عنوان سالی شاخص ارزیابی کرده‌اند.

مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای جهت تحکیم رونق اقتصادی هم‌چون سال گذشته (که بیش از ۵۰ درصد بودجه عمرانی تحقق نیافت) با چالش مواجه می‌شود. البته در صورتی که دولت از ظرفیت اوراق تهنه‌زا (واگذاری دارایی‌های مالی) به شکل مطلوب بهره‌برد و برنامه‌ریزی‌ها و انسجام لازم در بدنه دولت باشد، می‌تواند بخشی از کسری منابع طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای را از این محل جبران کند. مدیرعامل شرکت کارگزاری آریابورس اضافه کرد: هم‌چنین کسری‌سازی نرخ ارز با وجود آنکه می‌تواند زمینه افزایش نرخ تورم را موجب بشود، اما دارای آثار نامتقارنی بر بودجه دولت خواهد بود، اگرچه تجربه به نشان داده در کوتاهمدت به تقویت منابع بودجه کمک می‌کند. این فعال صنعت کارگزاری معتقد است که حسب شرایط اقتصادی و نیز شرایط نرخ ارز پیرامونی، کسری تراز عملیاتی بودجه به تولید ناخالص داخلی در سال جاری نسبت به سال گذشته، روند ظهوری تری را تجربه کند. کوچک‌سازی و چابک‌سازی دولت، افزایش بهره‌وری، حرکت به سمت بودجه‌ریزی عملیاتی و نیز گذار از دستگاه محوری به سبسی طرح محوری در تخصیص بودجه می‌تواند در سال ۱۳۹۶ شرایط استمرار رونق اقتصادی را در بازار سرمایه فراهم کند.

دو بر نامه ی رنگ در بودجه ۹۵
عضو کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق تهران در گفت و گو با بورس امروز در خصوص الزامات دولت در بودجه ۹۶ برای رشد و توسعه بازار سرمایه، بر

مدیر عامل شرکت کارگزاری آریابورس در گفت و گو با بورس امروز از بودجه دولت به عنوان یکی از عوامل مهم و کلیدی در جهت گیری اصلی اقتصاد و خصوصاً بازار سرمایه نام برد که نگاه دقیق به این سند مهم کشور، قدرت تحلیلگران را در پیش بینی آینده بازار قوت می بخشد.

علی رستگار مقدم به رقم ۹۷۸ هزار میلیارد تومانی بودجه سال ۹۵ اشاره کرد که تقریباً از رشد ۱۷ درصدی نسبت به سال قبل بر خوردار بوده است.

به گفته وی؛ ۲۷ هزار میلیارد تومان از این بودجه از محل انتشار اوراق باید تأمین شود که شامل ۵۰۰۰ میلیارد تومان اوراق مشارکت، ۱۵۰۰ میلیارد تومان صکوک اجاره دولتی و ۷۵۰۰ میلیارد تومان اسناد خزانه اسلامی است.

این اعداد ۱۵ برابر سال گذشته بوده که دولت از ابتدای سال تاکنون توانسته ۵۲،۹۵۸ میلیارد ریال اوراق مشارکت و حدود ۱۰ هزار میلیارد ریال صکوک اجاره دولتی و ۶۵۰۰ میلیارد ریال اسناد خزانه منتشر کند.

این کارشناس فعال در بازار سرمایه با توجه به این ارقام، دولت را در تحقق اهداف خود در بخش طرح های ملکم دارایی های مالی موفق دانست.

رستگار مقدم با توجه به وجود محدودیت های جدی در سمت منابع بودجه، صرفه جویی در سمت مصارف را اجتناب ناپذیر دانست و گفت: اما با توجه به اجتناب ناپذیر بودن اعتبارات هزینه ای جاری و اعتبارات ملکم دارایی های مالی ناشی از ماهیت آنها انتظار می رود با وجود کاهش وابستگی بودجه به ۸۵ درصد (۳۳،۷ از ۳۹،۷ درصد) شرایط بسیار آمونی، تأمین مالی طرح های عمرانی را متاثر نسازد.

وی ادامه داد: از این منظر ایفای نقش اهرمی تأمین

↓ کوتاه‌تر از گزارش

وظایف "شورای بورس" در خصوص رانندازی بورس‌های منطقه‌ای، ایجاد بورس کالا و معرفی ابزارهای جدید مالی تأکید شده است. **برنامه چهارم توسعه (۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸):** تداوم و تسریع خصوصی سازی شرکت‌های دولتی از طریق بازار سرمایه از ویژگی این برنامه بود. علاوه بر این، در برنامه مزبور بر گسترش جغرافیایی بورس، گسترش بازارهای تخصصی، ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس و برقراری ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای وجهانی تأکید شده بود. **برنامه پنجم توسعه (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵):** در این برنامه بخش جدانگانه‌ای تحت عنوان "بازار سرمایه" به تشریح کلی ساز و کارهای فعالیت‌های داد و ستد در بازار سرمایه پرداخته شده بود. **لایحه بر نامه ششم:** برخلاف برنامه‌های توسعه‌ای پیشین، تأکید بیشتر بر تقویت بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت (بدهی) در برابر داخت بدهی‌های دولت از محل انتشار این اوراق است. این در حالی است که توجه به توسعه قابل توجه بازار سرمایه در سال‌های اخیر و توانایی این بازار در جذب حجم بالایی نقدینگی در کشور، انتظار توجه بیش از پیش به این بازار می‌رفت.

برنامه اول توسعه (۱۳۶۸ تا ۱۳۷۲): این برنامه مقارن با دوران بازسازی خسارت‌های باقیمانده از دوران جنگ تحمیلی بود که به واسطه این برنامه تلاش شد تا رشد اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری افزایش یابد. اگرچه در متن این برنامه اشاره مستقیمی به «بازار سرمایه» نشده است، اما تأکیدات صورت گرفته بر حضور سرمایه‌گذاران بخش خصوصی در بخش واقعی اقتصاد و مشارکت‌های مردمی در کنار کاهش اندازه دولت، بستر ایجاد بازارهایی نظیر بازار سرمایه را فراهم کرد. **برنامه دوم توسعه (۱۳۷۴ تا ۱۳۷۸):** با ارائه بخش ویژه‌ای تحت عنوان «بازار سرمایه بر ضرورت نقش بازار سرمایه» به عنوان بستر مناسب برای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و مشارکت مردمی در توسعه اقتصادی کشور تأکید شد. علاوه بر این بخش‌های مختلف این برنامه بر ضرورت تأمین مالی بخش‌های مختلف از طریق بازار سرمایه تأکید شد. **برنامه سوم توسعه (۱۳۷۹ تا ۱۳۸۲):** روند تکاملی نقش بازار سرمایه در اقتصاد کشور در این برنامه مستطاب گرفت. به‌طوری‌که مفهوم بازار سرمایه از حالت کلی و تری و شعار گونه خارج رد آن بر نقش نهادهای فعال در این بازار تمرکز شد. به عنوان نمونه در ماده (۹۵) این برنامه بر

نقش بازار سرمایه در برنامه های توسعه ای کشور

www.Farabix.com

۸۸ ۵۵ ۷۲ ۷۵
IRFARABI.COM



شرکت کارگزاری فارابی

نقد سرمایه گذاری

فارا بی کسو

سامانه معامله گر برخط پلتفرم متفاوتی است که همه ابزارهای مناسب جهت انجام معامله موفق را در اختیار شما قرار می دهد. این ویژگی تصمیم گیری سریع و دقیق، هنگام معامله را سبب می شود.



شرکت کارگزاری فارابی

بورس امروز الزامات نظام پولی کشور برای تأمین منابع مالی از طریق بازار بدهی را بررسی کرد: بنگاه‌ها به بازار سرمایه وام‌دار می‌شوند؟

اینفو
بورس امروز
آذر ۱۳۹۵ ■ شماره ۶

بازار سرمایه برای تأمین مالی به بازار پول تکیه نژند

کوروش معدلت کارشناس اقتصادی



نظام بازار سرمایه ما هنوز فاصله زیادی با دیگر بازارهای سرمایه در سطح بین‌الملل دارد اگر چه این مسئله در بازار پول نیز مصداق دارد. اما با این حال بازار سرمایه در عرصه اقتصادی نتوانسته به جایگاه واقعی خود در تأمین مالی پروژه‌ها دست یابد. به طوری که هنوز از طریق بازار پول فعالیت می‌کند و اتکاء بسیاری زیادی به بازار پول و شبکه بانکی دارد. اگر چه تلاش‌ها در جهت احیاء و توسعه بازار سرمایه است؛ اما بر این باورم که برای این رشد و توسعه نباید به زور و جبر از نظام پولی حمایت دریافت کرد.

چرا که شرح وظایف بازار پول اساساً با بازار سرمایه متفاوت است؛ در بازار پول نحوه تأمین مالی بیشتر به صورت بدهی کوتاه‌مدت است و با نرخ بالا انجام می‌شود، در واقع بانک‌ها نیاز بنگاه‌ها را صرفاً برای تأمین سرمایه در گردش آنها برطرف می‌کنند.

اما در بورس طرح‌های توسعه به راحتی قادرند که از طریق فروش اوراق، به صورت بلندمدت تأمین مالی شوند. بر این اساس ادغام این دو نهاد که با شرح وظایف متفاوت در ادبیات اقتصادی جهان ایجاد شدند، کار خطایی است. تفاوت نوع بدهی‌ها از بورس و نظام پولی کشور انتظار متفاوتی را ایجاد کرده است. به طوری که با مقایسه بازارهای سرمایه کشورهای پیشرفته با بازارهای پولی آنها مانند آمریکا مشاهده می‌شود که در آن کشور، این بازار سرمایه است که به بازار پول طعنه می‌زند.

چهار شرط رشد و توسعه بازار بدهی

سعید اسلامی پیدگلی دبیر کل کانون نهادهای مالی



اساساً سال‌هاست که اقتصاددانان معتقدند که بازار بدهی در کشور باید توسعه یابد، دلیل آن هم عدم وجود ابزارهای وابسته به رشد تورم در بازار سرمایه است. همین‌طور ابزارهایی که دولت را ملزم به اجرای تعهدات خود کند، وجود ندارد. بنابراین توسعه و پیشرفت بازار بدهی نیازمند شروطی است از جمله وجود شفافیت در حوزه بازار بدهی، به طوری که اگر دولت قصد انتشار اسناد خزانه را دارد باید حتماً مرتب گزارش دهد که اسناد در چه وضعیتی هستند؟ چه مقدار از بهره‌ها پرداخت می‌شود و چه مقدار آن با تأخیر مواجه می‌شوند؟ بنابراین امکان توسعه بازار بدهی با یک نرخ ثابت برای همه‌ی بدهی‌ها، وجود ندارد. مسئله دوم، بر خورداری بازار سرمایه از ظرفیت لازم برای کنترل حجم بازار بدهی است. مسئله سوم، بر خورداری اقتصاد کشور از ثبات است. چرا که در صورت عدم وجود رابطه‌ی منطقی بین ریسک و بازده، حوزه‌های مالی دچار مشکل می‌شوند و به ویژه آنکه در بخش بدهی این مشکل پررنگ‌تر است. مسئله چهارم هم لزوم افزایش ظرفیت اقتصاد کشور برای توسعه این حجم از بازار بدهی است. ممکن است توسعه بازار بدهی، کشور را با نوسانات بیشتری مواجه کند. در حال حاضر بعضی از اقتصاددانان نگران پیش فرض‌های دولت در حوزه بازار بدهی هستند به خصوص که تمام بازار بدهی به بازار سرمایه منتقل نشده است و گزارش‌های دولت هم گزارش‌های چندان شفافیتی هم نیست.

لزوم عام‌سازی ابزارهای تأمین مالی برای جامعه

مجتبی عزیزیان مدیر عامل شرکت توسعه تجارت رفاه پردیس



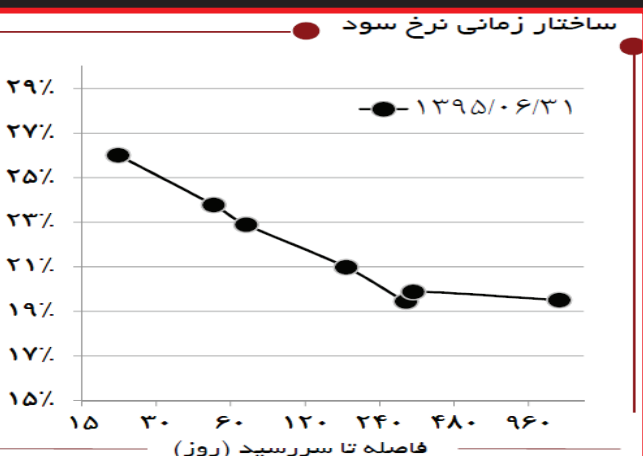
الزام نظام پولی کشور عام‌سازی ابزارهای بازار سرمایه است مفهوم عام‌سازی دو نکته اساسی را در بر می‌گیرد، نکته اول این است ابزار بازار سرمایه باید برای عامه مردم جامعه به گونه‌ای مناسب و قابل فهم تعریف شود و تا حدی بتواند مشخص کند که نیازی از آنها را برآورده می‌سازد. وقتی تعریف ابزار عامه پسند شود و واسطه‌ها شکل گرفت تا دقیقاً جریان نقدی مطلوب را در اختیار عرضه‌کننده منابع قرار دهد، منابع به خودی خود به سمت ابزار حرکت می‌کنند. نکته بعدی توجه به طرف متقاضی منابع مالی است؛ عموماً اجرایی کردن استفاده از ابزار بازار سرمایه نسبت به بازار پول فرایندی زمان‌بر و پرهزینه‌تر است، در صورتی که در برخی موارد اگر فاکتور هزینه در بازار سرمایه نسبت به پول کاهش یابد، باز هم فاکتور زمان دسترسی به منابع باعث می‌شود که خود به خود تمایل به سمت بازار پول سوق یابد. عام‌سازی ابزار بازار سرمایه در صورتی رخ می‌دهد که سرعت دسترسی به منابع مالی از طریق بازار سرمایه افزایش یابد. یکی مهم‌ترین مشکلات در زمینه سرعت تأمین مالی، مباحث مربوط به رتبه‌بندی اعتباری است که در صورت شکل‌گیری نهادها، مر تب‌تأثیر به‌سزایی در سرعت ارائه ابزار دارد. باید دقت شود که سیاست‌های مالیاتی هم در توسعه بازار سرمایه نقش اساسی دارد؛ به این ترتیب که ممکن است برای تنظیم جریان نقدی مطلوب عرضه‌کننده یا متقاضی منابع مالی گاهی لازم است بیش از یک واسطه مالی درگیر شود. در صورتی که هر دو گیرنده بار مالیاتی داشته باشند هزینه‌های تأمین مالی بازار سرمایه به شدت افزایش خواهد یافت. خلاصه آنکه برای اصلاح نظام پولی کشور باید از یک سیاست کشتی و فشاری به صورت توأم استفاده کنیم از یک طرف هزینه‌ها، ابزارها و قوانین را برای پاسخگویی سریع و متنوع کنیم از طرف دیگر آنقدر کاربردی و قابل فهم برای عموم مخاطبین تعریف کنیم که ابهامی برای استفاده‌نندگان نداشته باشند.

تأثیر اوراق بدهی بر قیمت تمام شده پول

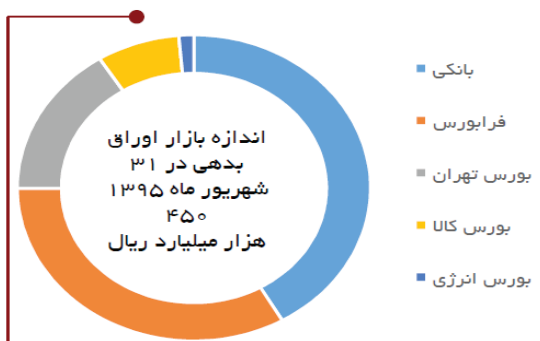
سید محسن قاضیلان مدیر عامل شرکت تأمین سرمایه مسکن



بازار بدهی به عنوان بخشی از بازار مالی کشور، اصطلاحاً به بازاری گفته می‌شود که تأمین کنندگان منابع مالی با اطمینان از یک نرخ بهره ثابت به خرید اوراق و سرمایه‌گذاری در آن مبادرت می‌ورزند. شکل ابتدایی آن نیز انتشار اوراق مشارکتی بود که برای اولین بار در نظام بانکی ما مشمول سود علی الحساب شد، به طور معمول نیز این سود با سود واقعی برابر می‌شد. در گذشته ابزار اوراق مشارکت بیشتر مبتنی بر عقد مشارکت یا مشارکت در سود بود که بعدها متأسفانه به نوعی ابزار مالی با بادهی ثابت تبدیل شد و در مواردی به ندرت نسبت به سود واقعی مشارکت و تفریق آن بین شرکاء اقدام شد. در نظام تأمین مالی انواع مختلفی از ابزارهای بدهی به مرحله ظهور و بروز رسید که از جمله آن می‌توان به انواع مختلفی از صکوک و دیگر ابزارهای مبتنی بر سود ثابت مانند اوراق سلف اشاره کرد. مهم‌ترین ویژگی بازار سرمایه شناسایی نیازهای مالی بنگاه‌ها (مانند نیازهای سرمایه‌ای یا سرمایه در گردش) و استعدادها موجود در آنهاست. لذا بر اساس تطبیق نیازهای تأمین مالی با استعدادهای سرمایه مستتر در وضعیت مالی و عملیاتی یک بنگاه، می‌توان نسبت به ارائه راه حل تأمین مالی متناسب با شرایط بنگاه اقدام کرد. با این روش در بازار سرمایه، نیاز بنگاه‌های سرمایه‌گذاری به روش‌های متعدد و متناسب با سلیقه‌شان پوشش داده می‌شود. این مسئله خود به تسهیل فرایند تأمین و تجهیز منابع مالی در کوتاه‌ترین زمان ممکن کمک خواهد کرد؛ تأثیر آن کاهش نرخ تمام شده پول از طریق کاهش نرخ تورم و در نهایت کاهش نرخ سود و تسهیلات است. همچنین کاهش میانگین موزون نرخ هزینه تأمین مالی از دیگر نتایج مد نظر آن است. در این میان نمی‌توان به تقویت نظام تأمین مالی، توسعه ابزارها، تشکیل نهادها، مر تب‌تأثیر به‌سزایی در سرعت ارائه ابزار دارد. باید دقت شود که سیاست‌های مالیاتی هم در توسعه بازار سرمایه نقش اساسی دارد؛ به این ترتیب که ممکن است برای تنظیم جریان نقدی مطلوب عرضه‌کننده یا متقاضی منابع مالی گاهی لازم است بیش از یک واسطه مالی درگیر شود. در صورتی که هر دو گیرنده بار مالیاتی داشته باشند هزینه‌های تأمین مالی بازار سرمایه به شدت افزایش خواهد یافت. خلاصه آنکه برای اصلاح نظام پولی کشور باید از یک سیاست کشتی و فشاری به صورت توأم استفاده کنیم از یک طرف هزینه‌ها، ابزارها و قوانین را برای پاسخگویی سریع و متنوع کنیم از طرف دیگر آنقدر کاربردی و قابل فهم برای عموم مخاطبین تعریف کنیم که ابهامی برای استفاده‌نندگان نداشته باشند.



«وضعیت بازار اوراق بدهی در تاریخ ۱۳۹۵/۰۶/۳۱»



نسبت بازار بدهی به کل بازار بدهی	
ایران - ۹۳/۱۲	۴٪
ایران - ۹۴/۱۲	۴٪
ایران - ۹۵/۰۸	۵٪
متوسط دنیا - ۲۰۱۱	۶۵٪
ایران - ۱۴۰۴	۳۰٪

آمار تسهیلات بانکی

متوسط رشد سالانه بانکی در ده سال گذشته	۲۳٪
پیش بینی متوسط رشد تسهیلات بانکی تا ۱۰ سال آینده	۲۰٪
تخمین تسهیلات بانکی در اوراق ۱۴۰۴	۴۹,۰۱۴ تریلیون ریال

بازار بدهی ما شامل ۹۵ درصد تسهیلات بانکی - که در بازار جهانی این درصد ۳۵ درصد است - و ۵ درصد بازار بدهی است.



اینده بورس امروز

آذر ۱۳۹۵ ■ شماره ۶

معضلات نظام بانکی سبب شد تا نگاه تصمیم گیران و تصمیم سازان اقتصادی برای معماری مناسب نظام مالی و تغییر رویه های موجود، به طور همزمان به سه حوزه نظام بانکی، بازار سرمایه و دولت جلب شود. از سوی دیگر اهمیت فضای رقابت پذیری کسب و کار توجه به تسهیل روش های تأمین مالی را بیش از پیش حائز اهمیت کرد تا نحوه تعامل بانک ها و بازار سرمایه به منظور تأمین مالی مورد تأکید قرار گیرد. اینگونه بود که افزایش سهم بازار سرمایه در تأمین مالی بلندمدت بنگاه های بزرگ اقتصادی از مهم ترین موضوعات در اصلاح و بهبود بازار سرمایه بر شمرده شد، تا به این واسطه توسعه ابزار بدهی در بازار سرمایه یکی از ضروریات برای اصلاح و بهبود بازار سرمایه تلقی شود. چراکه استقبال از بازار بدهی، از یک سو نشان از وجود ظرفیت رشد و قابلیت دستیابی به سهم مناسبی از نظام تأمین مالی کشور توسط بازار بدهی دارد و از سوی دیگر در راستای سیاست های کلی اقتصاد مقاومتی، استفاده از بازار بدهی می تواند اتکاء بودجه عمومی به منابع حاصل از نفت را که در واقع واگذاری دارایی سرمایه ای است، کاهش دهد. بر این اساس بود که با طرح سوال "الزامات نظام پولی کشور در تأمین منابع مالی از طریق بازار بدهی با محوریت بورس" به سراغ فعالان اقتصادی رفتیم.

الزامات بازار سرمایه کشور برای شکوفایی بازار بدهی

علی سنگینیان رئیس کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق بازرگانی تهران و مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه امین در شرایط کنونی که تنگنای مالی و به تبع آن رکود حاکم بر اقتصاد ایران، چرخ های تولید و نیز حرکت رو به جلوی صنایع را مختل کرده است، جای خالی بازار بدهی فعال متشکل از ابزار های بدهی متنوع، به شدت احساس می شود. در نظام اقتصادی بانک محور که بیش از ۸۰ درصد تأمین مالی بنگاه های اقتصادی آن بر دوش نظام بانکی است، سهم اندک بازار سرمایه از بخش مالی اقتصاد و سهم به مراتب کوچک تر اوراق بدهی در آن، در مقایسه با اوراق سرمایه ای، از نگاه تک بعدی به راهکار های تأمین مالی حکایت دارد. بازار بدهی در حال حاضر در دنیا حدود ۷۵ درصد بازار سرمایه را به خود اختصاص داده است. در حالی که بازار نوپای بدهی ایران حدود ۵ درصد بازار سرمایه ایران را تشکیل می دهد. با توجه به آنکه سهم قابل توجهی از اقتصاد کشور در اختیار شرکت های دولتی و شبه دولتی است، ضرورت اهتمام دولت به توسعه این بازار بیش از پیش اهمیت می یابد. توسعه جایگاه بازار بدهی در گروی تنوع بخشی به ابزار های بدهی از منظر ریسک و بازده آنها است. اگر قصد داریم کار آیی این بازار را افزایش دهیم باید تلاش کنیم با بازاریابی گسترده تر این دسته از ابزار های مالی، سطح آگاهی مدیران کشور را نسبت به پتانسیل های تأمین مالی موجود ارتقاء دهیم. در ضمن باید ساختار بازار بدهی را به عنوان کانال ارتباطی مستقیم متقاضیان منابع با تأمین کنندگان وجوه به گونه ای تنظیم کنیم که این کانال ارتباطی، مأموریت خود را به بهترین نحو ممکن به سر انجام رساند. به عنوان مثال، اهمیت ویژه مؤسسات رتبه بندی را در راستای ارتقاء سطح کار آیی بازار های بدهی نباید نادیده بگیریم و با توجه به تجربیات بین المللی، هر چه سرعتی در نظام رتبه بندی منسجم ایجاد شود، همچنین باید از فیلتر گذاری های مصلحتی نظیر دخیل کردن بانک ها در ضمانت انواع اوراق و تعیین دستوری نرخ های بازدهی که تمر های جز از بین بردن ماهیت و تنوع ابزار ها ندارند، پرهیز کنیم. آنچه مسلم است راه اندازی مؤسسات رتبه بندی اعتباری با هدف ارائه روش های استاندارد ضمانت، تعیین دقیق هزینه سرمایه شرکت ها، حذف ریسک اطلاعات و ایجاد کار آیی تخصصی در بازار و قیمت گذاری مناسب و عادلانه اوراق بدهی بر اساس ریسک های واقعی ناشر، راهکار مؤثری است که در قانون رفع موانع تولید نیز بدان توجه شده است و می تواند ظرفیت بازار بدهی را به نحو قابل توجهی افزایش دهد. البته ناگفته نماند زمانی این مؤسسات رتبه بندی اعتباری می توانند کارکرد مطلوبی در ساختار بازار بدهی کشور داشته باشند که در تدوین آیین نامه های مرتبط با اعمال محدودیت هایی از جمله الزام به وجود رکن ضامن و تعیین سقف برای نرخ اوراق به مسیر گذشته بازنگردیم و مجدداً سایه بازار پول بر بازار سرمایه سنگینی نکند. این نکته را نباید فراموش کرد که با فرض طراحی متعارف برای ساختار بازار بدهی کشور، عامل مهم دیگری که رونق این بازار در گروی آن است، میزان استقبال سرمایه گذاران است؛ از این رو فعالان عرصه واسطه گری مالی باید تلاش کنند تا فرهنگ این نوع از سرمایه گذاری ها در کشور اشاعه داده شود و دانش سرمایه گذاران در زمینه ارزیابی ریسک و بازده انواع متفاوت ابزار ها و در پی آن انتخاب صحیح ابزار متناسب با حداکثر ریسک قابل تحمل افزایش یابد.



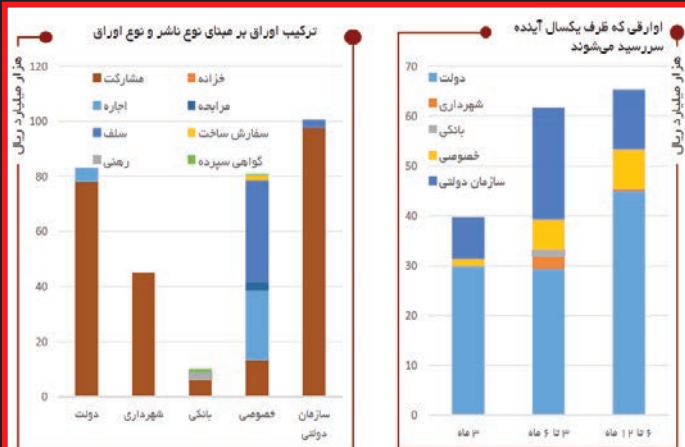
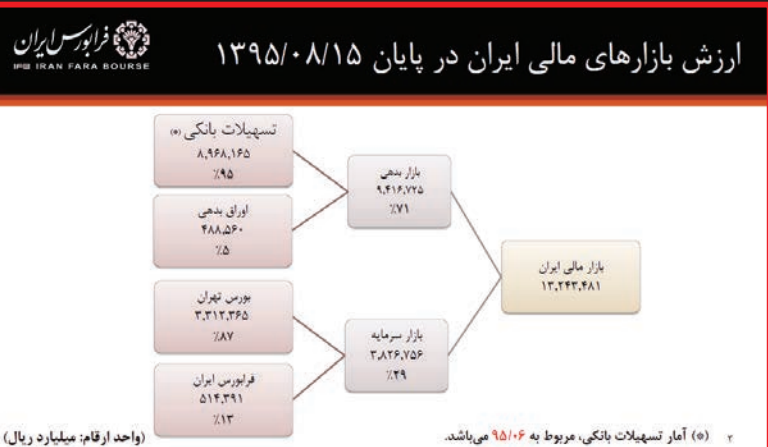
نقش بانک مرکزی در تأمین منابع مالی بانک ها از طریق اوراق بدهی

علی ملکی معاون سرمایه گذاری و توسعه کسب و کار شرکت خدمات انفورماتیک راهبر در حال حاضر بانک ها با کمبود نقدینگی مواجه هستند و یکی از راهکار های مطلوب برای تأمین منابع مالی، از طریق بازار سرمایه به ویژه اوراق بدهی است که به موجب ابزار های مالی یا صکوک مانند اوراق مرابحه، اجاره، مشارکت و رهنی بنگاه های تولیدی می توانند به این هدف دست یابند. به طوری که بانک ها بر اساس نیاز های خود و کاربردهای این اوراق، به انتشار آن می پردازند. ولی بدون شک یکی از الزامات لاینفک اوراق بدهی، اعتبار سنجی و رتبه بندی آنها است. با توجه به عدم وجود این سیستم در کشور برای تعیین ریسک اوراق بدهی، این اوراق باید با ریسک نزدیک صفر منتشر شوند. بانک مرکزی با ارزیابی وضعیت اعتباری بانک ها بر اساس شاخصه هایی چون عملکرد، توان مالی و کفایت سرمایه و...، سقف مجاز انتشار اوراق بدهی برای بانک ها را مشخص کند. همچنین به منظور پویایی و ایجاد رقابت میان بانک ها، بانک مرکزی می تواند دامنه مجازی را برای تعیین نرخ بهره اوراق تعیین کند تا به این واسطه سرمایه گذاران از گزینه های بیشتری برخوردار شوند. با این ارزیابی ها، بانک ها در صدد رفع ضعف های درونی و سیستماتیک خود بر خواهند آمد تا در این بازار رقابتی از بهره بیشتری برخوردار شوند. همچنین نظام بانکی می تواند به تأمین منابع مالی از طریق تأمین مالی جمعی (Crowdfunding) یا بهره گیری از فناوری مالی (Fintech) دست یابد. در این روش بانک ها می توانند به صورت آنلاین، پروژه های مختلفی را تعریف کنند تا منابع مالی بصورت خرد (Retail) از سطح جامعه جمع آوری کنند. این شیوه برای بانک های تخصصی و متمرکز بر بانکداری خرد (Retail Banking) مانند بانک کشاورزی توجه عملیاتی دارد و همچنین در ادبیات تأمین منابع مالی در نظام بانکی کشور این روش به نوبه خود خلاقانه و مبتنی بر نوآوری است، مشروط بر اینکه قوانین و مقررات لازم الاجرا از طریق مراجع ذیصلاح تعیین و تصویب شود.



تبلور اعتماد دولت به بازار بدهی در تسویه اسناد خزانه

امیر هامونی مدیرعامل شرکت فرابورس ایران در طول سال های اخیر به خصوص پس از روی کار آمدن دولت یازدهم توجه و اهتمام ویژه ای به توسعه بازار بدهی در بازار سرمایه کشور شده است؛ به طوری که ارزش آن به بیش از ۲۹ هزار میلیارد تومان طبق آخرین آمار ها رسیده است. اگر چه این رقم با بازار بدهی دنیا فاصله قابل ملاحظه ای دارد به طوری که در بورس های توسعه یافته ارزش بازار بدهی به دو تا سه برابر بازار سهام می رسد؛ اما به هر ترتیب در حرکت خوبی که در این خصوص در بازار سرمایه آغاز شده که باید آن را مداوم بخشید. دولت از طریق توسعه بازار بدهی توانایی زیادی در بازپرداخت بدهی های خود یافته و توانسته بارز یاد بدهی های معوق خود به پیمانکاران و طلبکاران غیر دولتی را کاهش دهد. این امر ضمن کاهش فشار بر بدنه سیستم بانکی، موجب به جریان افتادن نقدینگی و تأمین مالی بسیاری از پیمانکاران و فعالان اقتصادی در کشور شده است و رشد مثبت اقتصادی را مستمر خواهد کرد. ابزار های تأمین مالی در این بازار همچون اسناد خزانه اسلامی با توجه به ضمانتشان توسط دولت برای سرمایه گذاران ریسک گریز که تاکنون به طور جدی وارد بازار سرمایه نشده اند، بسیار سودمند است؛ مسئله ای که موجب مشارکت بیشتر سرمایه گذاران در بازار سرمایه و کمک به تأمین مالی بخش های مختلف اقتصادی در کشور شده است. توسعه بازار بدهی به کمک انواع ابزار های تأمین مالی، علاوه بر پوشش بدهی ها به تنظیم بازار و تر از بودجه دولت کمک ویژه ای کرده و به کشف نرخ بدون ریسک در اقتصاد منتهی می شود. در حال حاضر نیز تسویه زودتر از موعد اسناد خزانه اسلامی مراحل اول تا سوم و همچنین پرداخت سود اوراق اجاره دولت در زمان مقرر موجب جلب بیش از پیش اعتماد سرمایه گذاران و مخاطبان بازار سرمایه به ابزار های تأمین مالی که دولت ضامن آنهاست، شده است. این امر نویدبخش توجه و تمرکز ویژه دولت بر توسعه بازار بدهی است و موجب استقبال بیش از پیش سرمایه گذاران به این بازار خواهد شد.



لیست اوراق منتشر و سررسید شده موجود در ۶ ماه اول سال ۹۵

نام اوراق	بازار معاملاتی	مبلغ (میلیارد ریال)
۳ فقره اسناد خزانه اسلامی	فرابورس ایران	۴۵,۰۰۰
۲ فقره اوراق اجاره	فرابورس ایران	۲,۶۱۹
۲ فقره اوراق مرابحه	فرابورس ایران	۱,۰۶۴
اوراق رهنی بانک مسکن	فرابورس ایران	۳,۰۰۰
اوراق اجاره رایتل (مرحله سوم)	بورس تهران	۲,۰۰۰
۳ فقره سلف	بورس کالا و انرژی	۳۱,۵۰۰
۶ فقره اوراق بانکی	بانکی	۱۰,۶۹۷
۲ فقره اوراق مشارکت	فرابورس ایران	۱,۵۵۰
۴ فقره اوراق اجاره	فرابورس ایران	۲,۷۳۸
اسناد خزانه مرحله دوم	فرابورس ایران	۱۰,۰۰۰
۲ فقره اوراق مشارکت	بورس تهران	۶,۵۰۰
۳ فقره سلف	بورس انرژی	۲,۰۰۰
۱۲ فقره اوراق بانکی	بانکی	۳۳,۷۴۹



محیط کسب و کار در ایران

دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی: برآیند (میانگین وزنی) ارزیابی ۲۶۴ تشکل اقتصادی سراسر کشور از ۲۱ مولفه ملی محیط کسب و کار ایران در بهار ۱۳۹۵، نمره ۹۷/۱۵ از ۱۰ (نمره بدترین ارزیابی) بوده که اندکی مناسب‌تر از ارزیابی زمستانی ۱۳۹۴ است. این ارزیابی بیانگر آن است که محیط کسب و کار ایران در بهار ۱۳۹۵ در مقایسه با فصل مشابه سال قبل (بهار ۱۳۹۴ با میانگین ۸۷/۱۵ از ۱۰) نیز تغییرات قابل توجهی ندارد.

اصلاح قانون بازار اوراق بهادار؛ فرصتی برای توسعه بازار سرمایه

■ حامد سلطانی نژاد

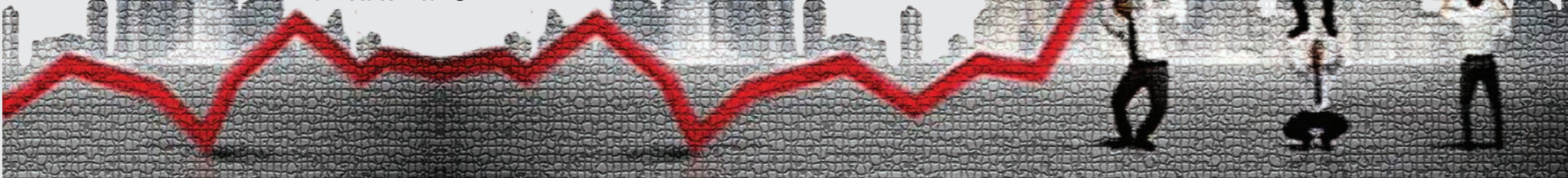


مدیرعامل شرکت بورس کالای ایران

تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴، نقطه عطفی در تاریخ اقتصاد ایران به شمار می‌رود. با ساماندهی که این قانون در ساختار نظام مالی ایجاد کرد تشکل‌های خودانتظام و نهادهای مالی رونق تازه‌ای یافتند و نوآوری‌های شگرفی در این عرصه به وقوع پیوست. پیشکسوتان و متولیان بازار سرمایه پس از یک دهه تلاش و با رعایت جوانب احتیاط در فراز و نشیب‌های بسیار، با اجرای این طرح توفیق یافتند تا بازار سرمایه را به عنوان رکنی اثرگذار در نظام اقتصادی و مالی کشور معرفی کنند. حال پس از گذشت یک‌دهه از اجرای این قانون و کشف برخی چالش‌ها، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولی بازار سرمایه، در پی آن است تا با

اصلاح مقررات موانع رشد و توسعه را از سر راه فعالان بازار سرمایه بر دارد و آن را به بازاری کارآتر بدل کند. بی‌تردید، مقررات‌گذاری نظام مالی یکی از حساس‌ترین عرصه‌های تقنینی در دنیا تلقی می‌شود و همواره نهادهای ناظر بازار سرمایه اصول و استانداردهایی را برای انتظام‌بخشی به فعالیت‌های بازارهای مالی در نظر می‌گیرند. بالا بردن اطمینان مشتریان به بازار، ثبات، شفافیت، رقابت، کارآیی، یکپارچگی، امنیت اطلاعات، حفظ حقوق مشتریان و امنیت حقوقی از جمله معیارهایی است که مبانی هنجاری بازار سرمایه را شکل می‌دهد.

نهادهای ناظر همواره با رصد کارآیی بازار و اثر مقررات‌گذاری در رفتار فعالان بازار و با تکیه بر ابزارهایی چون تحلیل اقتصادی قوانین به اصلاح مقررات می‌پردازند؛ گاه مقررات‌گذاری می‌کنند، گاه مقررات‌زدایی و در برخی موارد تقنینی نو وضع می‌کنند. به بیان دیگر، فعالان بازارهای مالی اشخاص خصوصی هستند که صرفاً متقاضی نظارت حاکمیت بر مبادلات خود در بازارهای متشکل و دخالت حداقلی دولت در این فرآیند هستند. بنابراین حداقل کردن ریسک‌های اصطکاک حاکمیت در این مبادلات از الزامات است که با نگارش قوانینی محکم، نظارتی مهم تأمین می‌شود. سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای اهداف پیش گفته طرح اصلاح قانون بازار اوراق بهادار



بازار سرمایه و دست اندازهای جذب سرمایه‌گذار خارجی



■ زهره گرمی

مدیر امور حقوقی و قرار دادهای شرکت بورس اوراق بهادار تهران

نظر به اینکه سرمایه‌گذاری یکی از ارکان شکل‌گیری توسعه پایدار محسوب می‌شود، بسیاری از کشورها به دلیل عدم تکافوی منابع داخلی در پی جذب سرمایه‌های خارجی برآمده و بدین ترتیب سرمایه‌گذاری خارجی در صحنه اقتصاد کشورها نقش به‌سزایی یافته است. امروزه سرمایه‌گذاری خارجی به یکی از عناصر عمده در پیوند دادن اقتصاد داخلی کشورها و به ویژه جوامع در حال توسعه با اقتصاد جهانی تبدیل شده و به عنوان عامل مهمی برای انتقال سرمایه، تکنولوژی، تخصص و مدیریت در جهت تقویت حضور این کشورها در عرصه تجارت جهانی محسوب می‌شود. این واقعیت موجب شده که رقابت‌های اقتصادی در راستای بهره‌گیری از فرصت‌های موجود در جذب سرمایه‌گذاری خارجی به منظور ارتقاء جایگاه کشورها در اقتصاد جهانی تشدید شود. مقامات اقتصادی و مسئولان بازار سرمایه در مورد مزیت‌های ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه اتفاق نظر دارند، اما نحوه ورود سرمایه‌گذاران و ترتیبات سرمایه‌گذاری آنها در بورس‌های مختلف تا حدودی از یکدیگر متفاوت است. نکته حائز اهمیت در جذب سرمایه‌گذاران خارجی، تسهیل ورود و خروج سرمایه‌گذاران و امکان پوشش کامل و کم‌هزینه ریسک‌های مرتبط با پرتفوی سرمایه‌گذاری و ریسک نرخ ارز است. در نظام‌های مختلف نقش دولت‌ها در توسعه اقتصادی از طریق ایجاد ساختار مناسب حقوقی حائز اهمیت است. جمهوری اسلامی ایران نیز به منظور حضور فعالانه در اقتصاد جهانی اقدامات متعددی را صورت داده و در این زمینه، موضوع سرمایه‌گذاری خارجی به عنوان یکی از ابزارهای مؤثر در این حوزه مورد توجه است. با توجه به رفع تحریم‌های اقتصادی بین‌المللی علیه ایران، ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه امری اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد. در راستای بهبود روند جذب سرمایه‌گذاری خارجی، تدقیق در متون قوانین و مقررات مرتبط به این حوزه ضرورتی انکارناپذیر است که ذیلاً به آن خواهیم پرداخت.

قانون بازار جمهوری اسلامی ایران:

سرمایه‌گذاران خارجی در راستای دست‌یابی به اطلاعات مورد نیاز به منظور سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، به اصلی‌ترین قانون حاکم در این حوزه یعنی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی مصوب ۱۳۸۴ مراجعه می‌کنند. قانون بازار در بندهای ۱۳، ۱۴، ۱۵ و ماده ۴ راجع به نحوه سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای ایرانی و بالعکس تعیین تکلیف کرده، اما در ارائه راهکارهای قانونی جهت تشویق و جذب سرمایه‌های خارجی ساکت است. تعیین ضوابط بندهای سه‌گانه مندرج در ماده ۴ برعهده شورای عالی بورس قرار گرفته است. شورای عالی بورس در خصوص بندهای ۱۳ و ۱۴ ماده ۴ تعیین تکلیف نکرده است و تنها به نظر می‌رسد بند ۱۵ از طریق ماده ۱۱ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس تحقق عملی پیدا کرده است. در واقع قانون بازار اوراق بهادار، با توجه به فضای حاکم در زمان تصویب صرفاً اشاره‌ای گذرا به موضوع سرمایه‌گذاری خارجی داشته و در واقع نمی‌تواند به شیوه‌ای مطلوب و مؤثر نیاز سرمایه‌گذار خارجی به دسترسی به مبانی و الزامات قانون سرمایه‌گذاری خارجی را مرتفع کند. (ماده ۱۱- موارد زیر از شمول مواد (۷) و (۸) خارج است و مقررات

لازم در مورد آنها براساس بندهای (۱۳)، (۱۴) و (۱۵) ماده (۴) قانون به تصویب شورا می‌رسد:

الف - سهام ناشران ایرانی پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس که هم‌زمان در بورس یا بازار خارج از بورس کشور دیگری پذیرفته شده‌اند.

ب- آن‌بخش از سهام ناشران ایرانی پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس که برای معامله اشخاص خارجی در کشور دیگر به هر طریق اختصاص یابد.

ج- اوراق بهادار صادر شده توسط ناشر خارجی که در بورس یا بازار خارج از بورس ایرانی پذیرفته شده باشند.

د- آن‌بخش از سهام ناشران ایرانی پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس که بصورت ارزی معامله می‌شوند.)

قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب خرداد ماه ۸۱:

خلأ مقرراتی موجود در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی و ضوابط حاکم بر آن، قانون‌گذار را بر آن داشت تا در سال ۱۳۸۱ با تصویب قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی توجهی ویژه به این حوزه مبذول دارد و پیش‌زمینه‌های ورود سرمایه‌گذاری خارجی را (البته نه به شیوه‌ای کامل و مطلوب) بیش از پیش فراهم سازد. گرچه برآیند مذاقه در این متن مصوب مجلس نیز حاکی از عدم طرح و تبیین دقیق موضوع مورد بحث است. در قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، در ماده یک پس از تعریف "سرمایه‌گذاری خارجی"، در ماده ۳ به ذکر انواع سرمایه‌گذاری‌های خارجی مورد پذیرش در قانون پرداخته شده است. ماده ۳ مقرر می‌دارد: "سرمایه‌گذاری‌های خارجی که براساس مفاد این قانون پذیرفته می‌شوند از تسهیلات و حمایت‌های این قانون برخوردارند. این سرمایه‌گذاری‌ها به دو طریق زیر قابل پذیرش هستند:

الف - سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در زمینه‌هایی که فعالیت بخش خصوصی در آن مجاز هستند.

ب - سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کلیه بخش‌ها در چارچوب روش‌های "مشارکت مدنی"، "بیع متقابل" و "ساخت بهره‌برداری و واگذاری" که برگشت سرمایه و منافع حاصله صرفاً از عملکرد اقتصادی طرح مورد سرمایه‌گذاری ناشی می‌شود و متکی به تضمین دولت یا بانک‌ها و یا شرکت‌های دولتی نباشد."

ملاحظه می‌شود که قانون‌گذار با معرفی سرمایه‌گذاری‌های خارجی قابل پذیرش در ماده ۳، نامی از "سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار" نمی‌برد و به تبع آن در آیین‌نامه‌های اجرایی قانون مذکور هم به این نوع سرمایه‌گذاری خارجی اشاره نشده است.

سؤالی که در این خصوص به ذهن متبادر می‌شود این است که آیا سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در زمره سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی مورد پذیرش قانون تشویق و حمایت تلقی می‌شود یا ماهیتاً با آن متفاوت است؟

قانون‌گذار در بند الف ماده ۳ قانون تشویق و حمایت تنها به بیان "سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی" به مثابه یکی از اقسام سرمایه‌گذاری‌های خارجی قابل پذیرش اکتفا کرده و درصدا ارائه تعریفی از آن برنیامده است.

(سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در سال ۱۹۹۶ در تعریف دقیق سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بیان می‌دارد: سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نوعی از سرمایه‌داری است که در آن سرمایه‌گذار خارجی یا مالک ۱۰ درصد یا بیش‌تر از سهام عادی یا حق رأی در یک شرکت (مگر

اینکه ثابت شود مالکیت ده‌درصد به سرمایه‌گذار، اجازه‌ی مدیریت مؤثر را نمی‌دهد). با مالک کمتر از ۱۰ درصد سهام عادی یا حق رأی باشد. با این حال نقش مؤثری در مدیریت آن شرکت ایفا کند.

کنفرانس ملل متحد برای تجارت و توسعه در سال ۱۹۹۹ تعریف جامعی به این ترتیب ارائه می‌کند: سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نوعی از سرمایه‌گذاری بین‌المللی است که در آن شخصیت حقیقی یا حقوقی مستقر در یک کشور، منافع پایدار مرتبط با یک بنگاه مستقر در کشور دیگر را به خود اختصاص می‌دهد. سهم و منافع پایدار، عبارت است از برقراری یک ارتباط بلندمدت میان سرمایه‌گذاری مستقیم و بنگاه و نفوذ قابل توجه سرمایه‌گذار در اداره بنگاه.

برای نمونه به بیان تعاریف ارائه‌شده از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در قوانین دو کشور ترکیه و جمهوری کره می‌پردازیم. ماده ۲ قانون سرمایه‌گذاری خارجی ترکیه اینگونه تعریف می‌کند:

۱. تأسیس و راه‌اندازی یک شرکت جدید یا یک شعبه از شرکت خارجی توسط سرمایه‌گذار خارجی

۲. کسب مالکیت سهم یک شرکت تأسیس شده در ترکیه (تملک هر درصدی از سهام شرکت، خارج از چارچوب بورس اوراق بهادار یا تملک ۱۰ درصد یا بیش‌تر از سهام یا حق رأی یک شرکت از طریق بورس اوراق بهادار).

مقرر قانونی که به بیان تعریف سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌پردازد، آیین‌نامه اجرایی بند چ ماده‌ی ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران است. مطابق بند ۶ ماده "یک" آیین‌نامه فوق‌الذکر، سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم خرید اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس است که توسط سرمایه‌گذار خارجی جهت کسب سود و نیز مدیریت شرکت انجام می‌شود. ملاحظه می‌شود

که در این آیین‌نامه برای تعریف سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از معیار داشتن قصد مدیریت شرکت، استفاده شده است.

(مفهوم سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار یا سبب مالی که کنفرانس ملل متحد درباره تجارت و توسعه در گزارش خود در سال ۱۹۹۹ بیان کرده، مقرر می‌دارد: سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار، تمامی سرمایه‌گذاری‌های یک شخصیت حقیقی یا حقوقی مقیم یا مستقر در یک کشور در سهام و اسناد بدهی یک بنگاه مستقر در کشور دیگر را شامل می‌شود. این بنگاه در درجه اول به دنبال گردآوری سرمایه مورد نیاز خود است و لازم نیست سود قابل توجه و پایداری را به سرمایه‌گذار برگرداند. کلیه سرمایه‌گذاری‌ها در زمینه‌های اوراق قرضه، سفته، تمامی ابزارهای بازار پول و ابزارهای مشتق، به‌جز آن دسته از ابزارهایی که در بحث سرمایه‌گذاری مستقیم به آن اشاره شد، به عنوان دیگر، سرمایه‌گذاری‌های کمتر از میزان قاعده ۱۰ درصد هستند، در این طبقه‌بندی منظور می‌شوند. گفته می‌شود که در سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار، سرمایه‌گذار از طرق مختلف، در منافع حاصل از کار یک شرکت سهم می‌شود، بدون آنکه در کنترل و اداره شرکت نظارت و نقش مؤثر داشته باشد. در واقع در این نوع سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاران با انتخاب سبب مالی بهینه از اوراق بهادار شرکت‌های کشور میزبان، سرمایه‌گذاری کرده و انتظار بازده آن را دارند و به همین دلیل، آن را سرمایه‌گذاری خارجی در سبب مالی نیز می‌نامند).

همچنان که در اکثر قوانین برای شناسایی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی معمولاً از یکی از دو معیار ذیل یا هر دوی آنها استفاده می‌شود: داشتن نقش مؤثر در مدیریت شرکت سرمایه‌پذیر یا اعمال نفوذ در مدیریت شرکت.



سمات میزبان بزرگ ترین رویداد بین المللی بازار سرمایه

بیستمین دوره مجمع عمومی گروه سپرده گذاری های مرکزی آسیا و اقیانوسیه (ACG) روزهای ۱۵ تا ۱۹ آذرماه امسال در تهران برگزار می شود. شرکت سپرده گذاری مرکزی ایران در سال ۲۰۱۲ عضو ACG شد، ACG در حال حاضر با عضویت ۳۴ نهاد سپرده گذاری مرکزی و تسویه و پایاپای تشکیل شده است و از معتبرترین سندیگاهای بین المللی در حوزه ثبت، سپرده گذاری، تسویه و پایاپای به شمار می رود.

پس از ابلاغ قانون بازار سرمایه در سال ۸۴، این قانون تا چه میزان منجر به رشد و توسعه بازار سرمایه کشور شده است؟

باید قانون بورس و اوراق بهادار مصوب سال ۸۴، قانون توسعه ابزارهای مالی مصوب سال ۸۸ و همینطور ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه را به صورت مجموعه ای از قوانین مرتبط با بازار سرمایه در نظر گرفت. چراکه احکام و مقررات در این چند ماده ی قانونی، عملاً مکمل یکدیگرند و هر کدام بخشی از وظایف، مسئولیت ها و احیاناً اختیارات نهاد ناظر، سیاست گذار و فعالان بازار را تشریح می کند. هر کدام از این احکام، اصولی از اصل های حاکم بر بازارهای مالی دنیا و استانداردهای جهانی را مورد حکم قرار داده است. از این رو باید کل این قوانین و مقررات یکجا در نظر گرفته شوند چراکه به نوعی پایه های حقوقی و مقرراتی بازار سرمایه ما را شکل می دهند. در مقایسه مجموعه این قوانین با قوانین مشابه در داخل کشور و استانداردهای جهانی، مشاهده می شود که در سطح ملی در مقایسه با دیگر حوزه های فعالیت های مالی و اقتصادی، قانون بازار سرمایه کارآمدترین قانون جاری کشور محسوب می شود. در مقایسه ی این قانون با قوانین و مقررات حاکم در بازار پولی و بیمه یاد حوزه رقابت، قوانین مربوط به استانداردهای صنعتی، فعالیت های اقتصادی، قاچاق کالاها، مسائل ارزی و دیگر حوزه های مختلف اقتصادی، این قانون بسیار پیشرفته، کارآمد و مؤثرتر عمل کرده است. درعین حال که تعداد مواد آن و میزان احکامش کمتر است اما بسیار کارآمدتر است؛ به نحوی که شاهد بودیم پاره ای از این قوانین و مقررات و بعضی از اصول حاکم بر آن، در بازارهای دیگر مورد اقتباس قرار گرفت. به عنوان نمونه در حوزه تطبیق فعالیت های موجود در بازار سرمایه با مبنای شرعی، یکی از بزرگترین دستاوردها و موفقیت ها به دست آمده است به نحوی که به اعتراف علمای برجسته، صاحب نظران، تمامی فعالیت های بازار سرمایه با اصول شرعی مطابقت دارد. این درحالیست که در بازارهای دیگر به ویژه بازار پولی کشور چالشهای جدی در خصوص مطابقت آنها با احکام و مبنای شرعی وجود دارد.

خوب شاید علت این مسئله به زمان تصویب و ابلاغ قانون بازار سرمایه در سال ۸۴ بازمی گردد، این درحالیست که ممکن است قوانین قبلی به دوره های قبل از انقلاب اسلامی بازگردد؟

بسیاری از قوانین جاری کشور مصوب بعد از انقلاب اسلامی است. به هر حال بسیاری از علما و صاحب نظران معتقدند که بخش اعظم ناکارایی، عدم تأثیرگذاری فعالیت های بانکی بخاطر مطابقت آنها با مبنای شرعی است، یادآور حوزه ی ضمانت اجراها و مواجهه و برخورد با ناهنجاری ها، این قانون برای اولین بار به صورت صریح سه بخش مجزا را تبیین کرد. اولین بخش آن مقابله با جرائم و مجازاتها بود که سازمان بورس را به عنوان یک شاکی و در عین حال بعدها به عنوان ضابط خاص دادگستری، مسئول پیگیری و تشکیل پرونده، برای جرائم بورسی معرفی و در مراجع رسیدگی نیز شعبات ویژه برای رسیدگی به جرائم را تعیین کرد. در حوزه ی رسیدگی به تخلفات علاوه بر اینکه اختیارات قابل توجهی به مراجع رسیدگی به تخلفات در سازمان و تشکلهای خود انتظام داد و در جریان تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، طیفی از اقدامات تنبیهی را در اختیار نهاد ناظر قرار داد. هم اکنون اقدامات تنبیهی از اخطار، توبیخ، لغو مجوز و تعلیق فعالیت گرفته تا جریمه نقدی و سلب صلاحیت حرفه ای مدیران در اختیار نهاد ناظر قرار گرفته تا بتواند فعالیت های موجود در این بازار را با اصول، قوانین و نظم مورد نظر تطبیق دهد و در نهایت، در حوزه رسیدگی به اختلافات به عنوان بخش سوم ناهنجاری ها این قانون، هیات داوری بورس را به عنوان یکی از کارآمدترین مراجع رسیدگی به اختلافات معرفی کرده که آراء صادره از آن نیز قطعی و لازم الاجرا است.

علاوه بر این مکانیزم کارآمد مقابله با ناهنجاری ها، این قانون بسترهایی را برای شکل گیری بسیاری از نهادها فراهم کرد، به طوری که هم اکنون ۱۳ نوع نهاد مالی اعم از بازارگردان، کارگزاری، مشاور سرمایه گذاری، سبدگردانی و نهادهای بزرگی چون تأمین سرمایه ها شکل گرفته اند و مؤسسات رتبه بندی هم قرار است به زودی شکل گیرند و از همه مهم تر نهاد مالی بسیار پیشرفته ای بنام صندوق های سرمایه گذاری را به عنوان یک شخصیت حقوقی جدید در کنار شرکتها و مؤسسات غیرتجاری به نظام حقوقی کشور اضافه کرده است. اثرگذاری و کارآمدی این صندوق ها به قدری بالا بود که یک تفاهم و اجماعی در سطح ملی شکل گرفت تا یکی از بزرگترین طرحهای اقتصادی کشور به نام سهام عدالت در قالب این صندوقهای سرمایه گذاری ساماندهی شود و شکل گیرد. در حال حاضر از دستاوردهای قانون بازار سرمایه نه تنها برای اداره ی بهتر بازار استفاده می کنیم، بلکه بزرگترین طرحهای اقتصادی هم در چارچوب دستاوردهای حقوقی این بازار ساماندهی می شوند. این قانون بستری را برای شکل گیری بورس های مورد نیاز کشور در قالب شرکتهای سهامی عام فراهم کرد و از این طریق شرایطی را مهیا ساخت که به واسطه آن زیرساخت های بازار سرمایه از وجه و رنگ تجاری برخوردار شدند تا از سرمایه گذاری بخش خصوصی برای ایجاد این زیرساخت ها استفاده شود. بنابراین چهار بورس کشور و شرکت سپرده گذاری مرکزی با سرمایه گذاری بخش خصوصی شکل گرفتند. این زیرساخت های بازار سرمایه در قالب سرمایه گذاری عام شکل گرفتند تا سهامدارانشان را با انتظار سودآوری همراه سازند. وجود چنین زیرساخت هایی بازار سرمایه را به تدریج به حوزه قابل اطمینان برای تأمین مالی دولت، بخش عمومی و بخش خصوصی تبدیل کرد. به طوری که به عنوان نمونه در روزهای واپسین سال ۹۴ فقط شرکت ملی نفت پنج هزار میلیارد تومان از این بازار تأمین مالی کرد؛ یا بورس کالا که باز با سرمایه گذاری بخش خصوصی شکل گرفت، موفق شد تا معاملات محصولات پتروشیمی بویژه قیر (راکه با شکل گیری مایفای عجیب و غریبی در کشور و هزاران رانت در لایه های مختلف اداری و اقتصادی کشور تشکیل شده بود) را شفاف کند و در برابر دید همگان قرار داد و امکان فروش در بورس را به یک فرصت سرمایه گذاری تبدیل کرد، به طوری که هم اکنون این بخش در قالب اوراق سلف تأمین مالی می کند. آخرین دستاوردها در این زمینه، فراهم شدن امکان قیمت تضمینی به جای خرید تضمینی بود و دولت به جای خرید انبوهی از کالاهای کشاورزی مانند جو، ذرت و...، با انبارهای تحت نظارت بورس کالا موفق شد تا با تحویل کالاها از سوی کشاورزان به انبارهای بورس کالا، امکان انجام معاملات محصولات کشاورزی را در بازار نیمه متشکل فراهم آورد، به طوری که در حال حاضر دولت به جای انبارداری و اختصاص منابع عظیم برای خرید و نگهداری و فروش اینها، تنها مابه التفاوت قیمت را پرداخت می کند. یادآوری می کنم در شرایط بسیار بد مالی دولت، بازار سرمایه در مورد گندم به یاری اش شتافت و بالغ بر پنج هزار میلیارد تومان از وجوه گندم را پرداخت کرد. پس مجموعه ای از این قوانین و مقررات چنین شرایطی را فراهم کرد که بزرگترین برنامه خصوصی سازی کشور بعد

به بهانه سالروز تصویب و ابلاغ قانون بازار سرمایه درخواست شد:

نگاه قانونی به قانون بازار سرمایه

وقتی که در سال ۱۳۷۶ در یک کنفرانس مدیریت مالی در دانشگاه شهید بهشتی، به قانون مصوب سال ۱۳۴۷ یاد گرفته شد که این قانون دیگر جوابگوی نیاز بازار سرمایه نیست، هفت سال طول کشید تا بر مخالفت های زیاد بانک مرکزی و سایر نهادها، کارشناسان بازار سرمایه فائق آیند تا قانون جدید بازار سرمایه را در آذرماه ۱۳۸۴ به تصویب و ابلاغ رسانند. اگرچه نمی توان از دستاوردهای قانون ۶۰ ماده ای بازار سرمایه مبنی بر ارتقاء جایگاه بازار سرمایه با تفکیک سازمان کارگزاران به سازمان بورس و شرکت بورس اوراق بهادار تهران، شکل گیری نهادهای مختلف، ارتقاء شفافیت بازار، افزایش سهم بازار سرمایه از تولید ناخالص داخلی، تأمین مالی شرکت ها از طریق بورس و افزایش تعداد سهامداران غافل شد، اما پس از گذشت ۱۱ سال از اجرای این قانون، با حصول تغییرات اساسی در عرصه اقتصادی و بین المللی، کارشناسان بر این باورند که هم اکنون وقت تغییر و بازنگری این قانون فرارسیده است. عملکرد شورای بورس و نحوه انتخاب اعضای آن، فرم دولتی بازار سرمایه، رقابتی نبودن خدمات بازار سرمایه، عدم ورود نهادهای خودانتظام در مقررات گذاری و لزوم تعریف شیوه تعاملی بازار پول و سرمایه با یکدیگر از جمله مسائلی است که دراستناد به این تغییر از سوی فعالان بازار سرمایه طرح می شود؛ بر این اساس بود که به سراغ دکتر حسین فهیمی که پس از ابلاغ این قانون به مدت ۱۰ سال به عنوان عضو هیات مدیره سازمان بورس و معاون حقوقی آن، ارتباط ملموس تری با قانون بازار سرمایه از حیث نظارت بر اجرا داشت، رفتیم. وی معتقد است که سازمان بورس دولتی نیست اما در حوزه ی جرائم، برخی از مجازات هایی که در فصل ششم دیده شده، کارایی لازم را نداشته است؛ مشروح گفت و گوی بورس امروز با وی در ذیل آمده است:



مدیرعامل بورس کالای ایران گفت: راه اندازی بورس ارز تا پایان سال جاری دور از انتظار نیست. ایجاد بازار آتی ارز، با پوشش دادن ریسک نوسانات ارز، ابزاری سودمند برای اطمینان بخشی به سرمایه گذاران است. برای راه اندازی بورس آتی ارز باید زیر ساخت ها، نرخ افزار و قوانین ایجاد این بازار فراهم شود.

از اجرای سیاستهای کلی اصل ۴۴ به واسطه این قوانین ومقررات شکل گیرد. به طوری که تأمین مالی توسعه یافت و بازار های کالایی شکل گرفت. این قانون علاوه بر شفافیت در معاملات، به نقطه قوتی برای تأمین مالی تبدیل شد. اما تردیدی نیست تجربه اجرای ۱۰ ساله این ها، نقاط ضعف این قوانین را روشن کرده است و باید نسبت به اصلاح این نقص ها اقدام شود. همچنین باید یادآوری شود که با اجرای این قانون، نقش نظارت و اجرا از سازمان کارگزاران تفکیک و بورس کالا با ادغام بورس فلزات و کشاورزی تشکیل شد. مجموعه‌ای از این قوانین، این امکان را فراهم کرد که تنوع بسیار قابل توجهی از ابزارهای مالی شکل گیرد و پیاده شود. برای نخستین بار در جهان اسلام فیوچرز (قراردادهای عادی) را بر روی سکه، زردت از مالزی طراحی و ارائه کردیم. این دستاورد به وسیله یکی از اعضای کمیته فقهی سازمان در بانک توسعه اسلامی مطرح و مورد استقبال قرار گرفت؛ به طوری که پس از ما، برخی از کشورهای اسلامی به همان شکل و مبنا، قرار دادهای آتی خود را توسعه دادند. به واسطه این قانون تنوع قابل توجهی از ابزارها در اختیار بخش‌های خصوصی، عمومی و دولت قرار گرفت. ابزارهای مختلفی مانند اسناد خزانه اسلامی، اوراق اجاره با استفاده از دارایی‌های طلبکار منتشر شد تا وضعیت رفکار مالی دولت شفاف و اصلاح شود. زمانی که دولت تصمیم گرفت بدهی‌های خود به پیمانکاران را کسه از دولت‌های قبل به آن به‌ارث رسیده بوه، را پرداخت کند، با انتشار اسناد خزانه به این کار اقدام کرد.

اما مهم‌ترین انتقاد به این قانون در حال حاضر یکی بودن نهاد ناظر وقانون‌گذار در بازار سرمایه است، به عنوان مثال سازمان بورس نهادهی است که در مقام ناظر بخشی از وظایف اجرایی را نیز بر عهده دارد؛ مهم‌تر از همه اینکه یک سازمان دولتی است. به‌طوری که رئیس سازمان بورس به طور مستقیم از سوی وزیر اقتصاد تعیین می‌شود.

دستاوردهای بازار سرمایه در حوزه شفاف‌سازی به قدری قابل توجه بوده که حتی نظام و مجلس شورای اسلامی نیز به این جمع‌بندی رسیدند که از ابزارهای بازار سرمایه در حوزه افشای اطلاعات بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی وابسته به نهادهای عمومی، شبه دولتی‌ها و حتی مؤسسات خیریه، اوقاف متبر که، دستگاههای نظامی و انتظامی مانند آستان قدس رضوی استفاده کنند. این قانون بنگاه‌ها را مکلف کرده است تا اطلاعات مالی خود را به سازمان بورس ارائه دهند.

اما بر خلاف الزام این قانون، بسیاری از بنگاه‌های عمومی و شبه دولتی خود را مکلف به تبعیت از این قانون نمی‌دانند؟
هم اکنون طرح اجرای اصلاحیه بخشهایی از ماده ۶ قانون اجرای سیاست‌های کلی اجرایی اصل ۴۴ در سازمان بورس در حال اجراست که به موجب آن، تمام بنگاه‌های اقتصادی شبه دولتی باید اطلاعات خود را به سازمان بورس ارائه دهند. سازمان بورس نیز بخشی از آن اطلاعات را منتشر می‌کند و بخش دیگر را در اختیار نهادهای تصمیم گیرنده قرار می‌دهد. بنابراین دستاوردهای بازار سرمایه در حوزه شفاف‌سازی به قدری زیاد بوده است که علاوه بر ایفای مسئولیت‌های مربوط به بازار سرمایه، بخش دیگری از شفاف‌سازی اقتصادی در نظام اقتصادی کشور بر دوش سازمان بورس گذاشته شده است. اما در مورد دولتی بودن سازمان بورس، باید گفت که آنچه غیردولتی بودن نهادهی را تضمین می‌کند امتیازات اشخاص نیست، بلکه مبانی قانونی است. مگر در دستگاه قضایی، تمامی قضات توسط رئیس قوه قضائیه انتخاب نمی‌شوند؟ آیا همه آنها از رئیس قوه قضائیه در صدور حکم تبعیت می‌کنند؟! خیر. چه کسی به قاضی این استقلال رأی را داده‌است؟ چه کسی این اختیار را به قاضی داده است که در صدور حکم فقط بر اساس مبانی قانونی عمل کند؟ اگر از جایی یا کسی دستور بپذیرد تخلف کرده‌است.

اما شما مستحضر هستید که وزرای دولت که از سوی رئیس‌جمهور انتخاب می‌شوند، پس از کسب رأی اعتماد از سوسی مجلس، کاملاً مستقل عمل می‌کنند. رئیس‌جمهور در تصمیمات وزرای خود دخل و تصرفی ندارد و به آنها اختیار کامل داده‌است!
در نظام اجرایی کشور اصل به نام سلسله مراتب اداری حاکم است. یعنی شما تحت نظر هر مقامی که کار کنید موظف به اجراء هستید مافوق خود هستید مگر در صورت غیر قانونی بودن آن. در بین اداری‌ها یک اصطلاحی مرسوم است که می‌گویند در این شرایط دو دستور ه کنید؛ یعنی غیر قانونی بودن دستور را به مقام بالاتر تذکر بدهید. اگر مسئولیتش را قبول کرد و دوباره دستور داد اجرا شود، اجرا کنید اما به شرطی که جرم نباشد. چون اگر جرم باشد هیچ کس نمی‌تواند به شما دستور دهد که مرتکب جرم شوید. اما اگر مسئولیت قانونی را می‌پذیرد و جرم هم نیست ولی در عین حال شما آنرا غیر قانونی

می‌دانید با دو دستور می‌توانید آنرا اجرا کنید. پس در نظام اداری و دولتی کشور اصل سلسله مراتب اداری حاکم است، اما در دستگاههای غیر دولتی آنچه که قانون به صراحت آورده‌است، غیر دولتی بودن این مؤسسه عمومی است. طی ۱۰ سال عضویت در هیات‌مدیره سازمان بورس، از نزدیک شاهد چالش‌های بسیار نفس گیر و عظیم از سوی این سازمان با دستگاه‌های دولتی متعدد مانند وزارت صنایع در حوزه شرکت‌ها و یاوزارت نفت بودم.

اول اینکه رئیس‌شورای بورس، وزیر اقتصاد است و این جلسات به صورت ماهیانه یا هر دو هفته یکبار تشکیل می‌شود و رئیس سازمان بورس به دبیر و رئیس شورای بورس گزارش می‌دهد. دوم اینکه در بدنه دولت نیز میان وزرا، چالش و اختلافاتی وجود دارد. به عنوان مثال در برخی از تصمیمات وزارت اقتصاد، وزارت صنعت خود را مکلف به اجرای آن نمی‌دانند.
-مایک شورای بورس داریم که در بازار سرمایه نه نقش ر گلاتوری دارد، نه نقش مقررات‌گذاری و نه سوپر وایزری، و ناظر هم نیست. شورای بورس تنها در بازار سرمایه منطبق بر سیاست‌های کلان اقتصادی حاکم بر جمهوری اسلامی سیاست‌گذاری می‌کند. در این میان تنها به یک سری از نهادهای اساسی مانند بورس و تأمین سرمایه ها، مجوز داده می‌شود. این یک نهاد فراقوه‌ای است یعنی وابسته به قوه مجریه نیست. در ترکیب شورای بورس، قوه قضائیه، دادستان کل، رئیس کل بانک مرکزی (که یک نهاد کل مستقل

امید به شکل گیری بورس ارز تا پایان سال



گفتاان

نفوذ مدیران مانع از اعمال این مجازات‌ها و جرائم برای آنها می‌شود؟



کشور بودند، اتفاق افتاد. پس از خصوصی سازی، این شرکت‌ها تحت نظارت سازمان بورس قرار گرفتند، اما سازمان بورس می‌تواند تنها در رسیدگی به جرائم بورسی آنها، تشکیل پرونده دهد. لذا این نقیصه در حال حاضر وجود دارد. یکی دیگر از نکات قابل توجه، وار یز وجوه حاصل از جرائمی که در سازمان بورس در حوزه ی تخلفات اخذ می‌شود، به حساب خزانه است. در واقع به نوعی این منابع از سازمان بورس دریافت و به حساب دولت واریز می‌شود. درحالی‌که به نظر می‌رسد هزینه این جرائم را باید صرف سرمایه‌گذاری در زیر ساخت‌های نظارتی، توسعه‌ای و بازرسی خود سازمان کرد و حتی بخشی از آن را مانند حق کشفی که در حوزه قاچاق وجود دارد، به کارمندها و مخبرینی که این جرائم را کشف می‌کنند، داد. در واقع دولت نباید به طور سالیانه از محل جرائم بازار سرمایه، در آمدی را برای خود متصور شود. این امکان وجود دارد که هر ساله در آمد پیش‌بینی شده از محل جرائم به سازمان بورس باز گردد و سازمان بورس هم موظف شود آن را صرف زیرساخت‌های بازار سرمایه کند.

(است) و اتاق‌های تعاون و بازرگانی و سه شخص از بخش خصوصی حضور دارند. بنابراین یک ششورا داریم که به قوه قضائیه، قوه مجریه و مقننه تعلق ندارد و در عین حال از هر سه قوه در ترکیب آن حضور دارند. اما علت اینکه وزیر اقتصاد رئیس این شورا انتخاب شده است و ایشان نقش وتوکننده را دارد، بخاطر مبانی قانون اساسی ماست، چون در مورد سیاست‌هایی که در این ترکیب تصمیم‌گیری می‌شود باید از سوی ترکیبی از وزراء به تصویب برسد، در غیرابصورت در بازار سرمایه لازم‌الاجرا نیست. بنابراین با توجه به حضور دو نفر از وزراء در آن نهاد، که البته هر کدام فقط از یک حق رأی برخوردارند، با امضاء آنها حکم لازم‌الاجرا می‌شود؛ دو وزیر در شورای بورس تصمیم‌همه را ابلاغ می‌کنند. بنابراین وزراء مسئولیت را بر عهده می‌گیرند ولی تصمیم را دیگران می‌گیرند. از این جهت است که برای وزیر اقتصاد چنین نقشی را قائل شده‌اند. بنابراین با توجه به گستره ی مسئولیت‌پذیری وزیر اقتصاد، با امضاء وی حکم لازم‌الاجرا می‌شود.

اما با این حال با توجه به این قانون، سازمان فرم دولتی آن همچنان باقی است؟

-شما به چنین نهادهی، دولتی نمی‌توانید بگویید. در ترکیب یازده تایی آن، تنها دو وزیر حضور دارند. در این میان سه خبره مالی نیز افرادی تأثیرگذار در این ترکیب هستند. به تأثیرگذاری آراء باید توجه داشته باشید. به عنوان یک کارشناس حقوقی که در بیش از ۹۰٪ جلسات شورا حضور داشته‌ام شاهد این موضوع بوده‌ام که یکی از اعضاء نظر ششورا را بر گرداند و یا اینکه نظر خود را به دیگر اعضاء بقبولاند.

همچنین این انتقاد به ترکیب شورای بورس وارد است که عمدتاً دغدغه‌های بازار سرمایه را ندارند.
این ایراد به مکانیزم نیست بلکه به عملکرد است. نمی‌توان گفت که اتاق بازرگانی دیگر عضو ششورا نشود. فرمایش شما را قبول دارم عملکرد اتاق تعاون، بانک مرکزی و بخش خصوصی می‌توانست مطلوب‌تر از این باشد. اگر چه دستاوردهای عظیمی داشتیم اما هنوز با وضعیت مطلوب فاصله داریم.

اگر بخواهیم موضوع شورای بورس را جمع‌بندی کنیم در صورت ایجاد اصلاحات در قانون بازار سرمایه، به نظر شما آیا این ترکیب جای اصلاح دارد؟
شورا که یک نهاد فراخبره ایست که در آن از سه قوه، بخش خصوصی، اتاق‌های مختلف و نماینده ی کلون‌ها حضور دارند، بر این اساس در شکل فعلی، شورای بورس را کارآمد و موفق می‌دانم. اما در مورد جایگاه سازمان بورس معتمد که این جایگاه باید ارتقاء یابد و مشابه بانک مرکزی، رئیس سازمان بورس نیز باید توسط رئیس‌جمهور انتخاب شود و به عنوان عضو دائمی دولت در تمام جلسات هیات دولت حضور داشته باشد؛ در واقع با این حضور بتواند به جایگاه و نقش مورد انتظار خود، یعنی تأمین مالی در کنار نظام بانکی کشور بپردازد تا وضعیت اقتصادی کشور را شفاف‌اند. بر این اساس است که عنوان می‌شود که جایگاه نهاد ناظر بازار سرمایه باید ارتقاء یابد.

در مورد قوانین و مقررات بازار سسرمايه، در برخی از موارد مشاهده شده است که این قوانین از کار آبی لازم نسبت به جرایم مرتکبه بر خور دار نیست؟
بله. در مورد قانون ومقررات بازار سرمایه نیز اعتقاد بر این است که در حوزه ی جرائم، برخی از مجازات‌هایی که در فصل ششم دیده شده، کارایی لازم را نداشته است؛ به‌طوری که مجازات‌ها با نوع جرائم ارتكایی هماهنگی ندارند. به عنوان مثال می‌توان زندان‌های طولیل المدت و جرائم بسیار سنگین را برای مجرم در نظر گرفت.

در قوانین بازار سرمایه، بهم ریختگی شدیدی در تعاریف وجود دارد که این مسئله در تعریف نهادهای مالی وجود دارد، به‌طوری که در حال حاضر تفکیکی میان انجام فعالیت‌های مشاوره سرمایه گذاری، سبد گردانی و بازار گردانی در بین نهادهای مالی موجود در بازار وجود ندارد بطوری که این مسئله منجر به بروز اختلافاتی میان آنها شده‌است؟
در تعریف نهاد مالی از سوی قانون تنها چند اسم برده شده و تعریف دقیقی ارائه نشده است. اما به لحاظ اصولی در دسته‌بندی نهادهای مالی، آنها را ارائه‌دهنده ی خدمات هستند یا تجهیز کننده منابع مالی و یا ترکیبی

۹



آذر ۱۳۹۵ ■ شماره ۶

ترکیب افزوده‌شوند.

به لحاظ قانونی امکان ورود سهامدار خارجی به ترکیب سهامداری این شرکت وجود دارد. البته با رعایت سقف‌های قانونی، گروه‌های سهامداری مختلف می‌تواند به آن اضافه بشود؛ این شامل سرمایه‌گذاران داخلی و هم سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود. شما می‌توانید سرمایه بورس را حساب کنید؛ از سرمایه‌گذاران موجود سلب حق تقدم کنید و همه را به سرمایه داران جدید بدهید. در لحاظ قانونی ممکن است. اما اینکه از لحاظ سیاسی اینکه آیا امکان آن وجود دارد را باید از سیاست‌گذاران پرسید؟

در خصوص مستقل بودن شرکت بورس به عنوان بازوی اجرایی بازار سرمایه از نهاد ناظر، عنوان می‌شود که حضور نماینده‌ای از سازمان بورس در ترکیب هیات‌مدیره این مجموعه، عملاً این استقلال را از شرکت بورس سلب کرده‌است. آیا نباید این مجموعه به صورت مستقل در فعالیت‌ها یش عمل کند؟

نماینده سازمان بورس در جلسات هیات‌مدیره شرکت بورس حضور دارد اما حق رأی ندارد و تصمیم‌گیری با اعضا هیات‌مدیره است. همانطور که از اسمش پیداست این نماینده تنها عضو ناظر است تا در این جلسات تأکید کند که شرکت بورس اوراق بهادار تهران یک شرکت سهامی تجاری و عام صرف نیست که فقط و فقط اهداف سهامداران خود را دنبال کند. یعنی اعضاء هیات‌مدیره که نماینده ی سهامداران هستند نباید تنها دنبال این باشند که چه چیزی به نفع سهامداران است. نماینده سازمان بورس در آنجا تأکید دارد که وظیفه و نقش اصلی شرکت بورس تهران اجرای عملیات، هدایت و توسعه بازار است. ممکن است بسیاری از این اقدامات موجب سودآوری نشود. اشکالی هم ندارد. شما موظف به انجام آن هستید. نماینده بورس در واقع علاوه بر نقش پیشگیرانه و مقرانه نسبت به نقض مقررات این نقش را هم دارد که یادآوری کند که مسئولیت اصلی آن اداره و توسعه بازار است هر چند که سودآوری برای سهامداران نداشته باشد. اگر ضرر هم کنید باید سرمایه‌گذاری انجام دهید.

درباره اختیارات شرکت‌ها در حال حاضر بسیاری از فعالیت‌های بازار سرمایه از سوی نهاد ناظر انجام می‌شود. نمونه بازار آن توقف و بازگشایی نمادها است، آیا بهتر نیست که بخشی از این اقدامات به بخش اجرای بازار سپرده‌شود؟

هر کدام از این موارد بحث جداگانه‌ای دارد. به عنوان مثال توقف نماد یک امر تأمیینی و تعلیقی است که برای جلوگیری از ورود ضرر به سهامداران انجام می‌شود. یعنی مادر باره این شرکت دچار ابهام شده‌ایم و یا اینکه معاملات آن ضرر و زیان قابل توجهی به خریداران و یافروشنندگان وارد می‌کند لذا فعلا معاملات آن باید متوقف شود. پس توقف نماد یک ابزار است. این ابزار هم در اختیار ناظر است یعنی کسی که در خصوص این شرکت مسئولیت‌های نظارتی دارد و هم در اختیار شرکت بورس تهران به عنوان مجری بازار است. هر دو در حال حاضر قادر هستند که نمادهای معاملاتی را متوقف و بازگشایی کنند، جزئیات این مسئله هم در مقررات تفکیک شده است. در حال حاضر شرکت بورس تهران بر اساس دستور عملهای مربوطه اختیاراتی دارد و آن را اعمال می‌کند. اما این نافی اقدامات و اختیارات سازمان بورس نیست، چون سازمان بورس مسئول شفاف‌سازی اطلاعاتی است که آنها را از ناشر دریافت و منتشر می‌کند. این به معنای ورود مقام ناظر به مسائل اجرایی نیست. درست مثل بسته شدن مغازه‌ای می‌ماند که یک وقت در این مغازه جرمی اتفاق افتاده و قوه قضائیه درب آن را پلمپ می‌کند؛ زمانی تولید یا عرضه ی یک محصول غیر بهداشتی است و سلامت مردم را تهدید می‌کند ویلمپ آن از سوی وزارت بهداشت انجام می‌شود. بر این اساس شما نمی‌توانید باز کردن و بستن درب مغازه را صرفاً در اختیار قوه قضائیه یا شهرداری یا وزارت بهداشت بگذارید.

در قانون بازار سرمایه به صورت بسیار مختصر به بورس کالای ایران اشاره شده است، این درحالیست که با توجه به رشد و توسعه بورس کالا و انرژی، آیا نیاز به اختصاص فصل‌های مفصل‌تری به این حوزه‌ها نیست؟
بورس‌های کالایی ما دو بازار نقدی و بازار اوراق بهادار دارند. حالت مطلوب بورس‌های کالایی این است که به سمت معامله انواع ابزارهای مالی و مشتقات مالی حرکت کنند. بازارهای نقدی برای بورس‌های مایک حالت گذر و دوره موقت تلقی می‌شود. یعنی نوعی شروع کار است. بر این اساس هدف این نیست که همیشه در بازارهای نقدی توقف کنیم. بهترین حالت این است که کالا به اوراق بهادار تبدیل شود و معامله ی آنها به کشف قیمت رقابتی کالاها و شفافیت معاملاتی آنها شده و معاملات مشتقات آنها در بازار کالایی نیز منجر به پوشش انواع ریسک‌ها شود. لذا نباید یک دوره ی گذار را تبدیل به اصل کرد و برای آن فصل و قانون نوشت.

برای عبور بورس کالا از این دوره گذار چه زمانی باید صرف‌شود؟

این حالت به صورت مستمر برای خیلی از کالاهاست. کالایی باید بیاید بازار اسبات مار کتش شکل بگیرد رشد و توسعه پیدا کند اوراق بهادار روی آن طراحی شود، اسبات آن از بین رود. این رویک حالت استمرار برای مدت‌ها در این زمینه خواهیم داشت.

با توجه به وجود مشکلاتانی مانند حرکت توده وار سرمایه‌داران و عدم تقارن اطلاعاتی مدیران و سرمایه‌گذاران، ضعف تحلیل و عدم پویایی بازار سرمایه، برای رفع این موارد چه اقداماتی باید صورت بگیرد؟

افراد نوعاً محاسبه‌گر و معامله‌گر هستند به‌طوری که در ارتکاب تخلف، هزینه فایده‌ها را می‌سنجند، به‌طوری که بعضی وقت‌ها در معرض این تصمیم‌گیری قرار می‌گیرند که آیا می‌ارزد مرتکب این تخلف شوند و مجازات آن را تحمل کنند درست مانند عبور از چراغ قرمز است. هر چه میزان جریمه بیشتر باشد در تصمیم‌گیری مربوط به ارتکاب جرم اثرگذار است. در بازار سرمایه هم همین طور است. در حوزه تخلفات و جرائم بعد از سال‌ها نیاز به اصلاح ضمانات اجرا داریم.

از این دو ماندن کارگزاری‌ها و مشاوره سرمایه‌گذاری‌ها که سرمایه‌های پایین آنها، تنها زیر ساخت‌های ارائه این خدمات را فراهم می‌کند. از سوی دیگر شرکت‌های سرمایه محور مانند شرکت‌های سرمایه گذاری، هلدینگ‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری که خدمات مالی را ارائه نمی‌دهند و تنها با تجهیز منابع مالی، آن را به یک فعالیت تخصصی می‌دهند. در واقع اعمال مدیریت حرفه‌ای می‌کنند. تأمین سرمایه‌ها نیز ترکیبی از این دو فعالیت هستند که در عین حال باید منابع کافی داشته باشند تا برخی خدمات مانند بازار گردانی و تعهد پذیره نویسی را خود انجام دهند، این خدماتی را که ارائه می‌دهند باید متکی بر منابع خود تأمین سرمایه‌ها باشد. تردیدی نیست که در رقابت موجود در این بین، باید مکانیزمی از مهندسی مالی حاکم باشد تا منجر به افزایش کار آیی شود. نباید صرفاً به حرف‌های نهادهای مالی تکیه کرد. سازمان بورس باید در سمت مشتری باشد تا مشاهده کند که آیا در ارائه خدمات سبیدگردان که تنها از سوسی یک نهاد انجام شود، مشتری راضی تر است یا سه نهاد؟ و مشتری از ارائه خدمات از سوی کدام یک از نهادهای راضی تر است؟ بنابراین سازمان بورس باید در جای مصرف‌کننده نهایی قرار گیرد تا این خدمات به نحو مطلوب و با کیفیت بالا به مشتری نهایی ارائه شود. این هدف، کلی است که سازمان بورس را به یک مهندسی مالی در حوزه ی ارائه خدمات بین نهادهای مالی تبدیل می‌کند. در واقع سازمان بورس باید سرویس نهایی را در نظر گیرد تا این خدمات با کیفیت بالا و هزینه ی کمتر به بازار ارائه شود.

در واقع هدف ایجاد رقابت بین نهادهای مالی مختلف در بازار سرمایه برای ارائه خدمات است؟
بله در مجموعه‌های ذیصلاح.

اما این مسئله عدالت را در مورد شرکت‌های تأمین سرمایه که تأسیس و شکل‌گیری آنها نیاز به سرمایه‌های بالایی دارد، نسبت به شرکت‌های کارگزاری از میانی می‌برد که در واقع شرکت‌های کارگزاری با سرمایه‌های پایین نیز به همان ارائه خدماتی می‌پردازند که شرکت‌های تأمین سرمایه مشغول انجام آن هستند؟

شرکت‌های تأمین سرمایه عمدتاً باید بر خدماتی متمرکز شوند که مبتنی بر پشتوانه مالی است. خدماتی مانند بازار گردانی فعالیت اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه است.

اما شرکت‌های کارگزاری نیز خواستار انجام فعالیت‌های بازار گردانی هستند؟
شرکت‌های کارگزاری نمی‌توانند بازار گردانی را به طور مستقل انجام دهند. فعالیت که یک شرکت کارگزاری در بازار گردانی انجام می‌دهد این است که با یک سهامدار عمده برای تأمین منابع مالی بازار گردانی قرارداد ی ببندد. در واقع کارگزار تنها خدمات بازار گردانی را ارائه می‌دهد. اما در فعالیت تأمین سرمایه که با پشتوانه خدمات مالی انجام می‌شود، سبب شده است تا خود را سباز بازار گردانی را انجام دهند. اتفاقاً تأمین سرمایه‌ها با استفاده از منابع خود، از انجام بازار گردانی سود می‌برند اما یک کارگزار تنها با ارائه خدمات بازار گردانی، کارمزد دریافت می‌کند. در این میان باید توجه داشت که کارگزاری یک ارائه خدمات مالی بسیار پیشرفته، پیچیده و نوینی است که اگر خدمات بهتری از سوی آنها ارائه شود، می‌توانند در داخل و خارج از کشور بازار بزرگ‌تری را بدست آورند. از طرفی هم هیچ کارگزاری نداریم که بازار گردان موفق شود. تأمین سرمایه‌ها موفق ترند زیرا منابع مالی دارند. اتفاقاً کار عظیم شرکت‌های سرمایه این نیست که سبیدگردانی یا خدمات بازار گردانی ارائه دهند. بلکه مسئولیت اصلی آنها تأمین مالی بنگاه‌ها، طراحی صکوک و مشاوره برای انتشار انواع اوراق بهادار است. هدف گذاری سازمان برای شرکت‌های تأمین سرمایه در این حوزه است.

قانون بازار سرمایه ترکیب سهامداری شرکت بورس اوراق بهادار تهران، را به گونه‌ای دیده است که در آن گروه‌های مختلف به صورت مستقل حضور یافته‌اند. این ترکیب عملاً امکان ورود سرمایه‌گذاران خارجی به ترکیب سهامداری این شرکت را نمی‌دهد. در حالی‌که به نظر می‌رسد برای رسیدن به بازار سرمایه‌ای قدر تمند نیاز است که سرمایه‌گذاران خارجی نیز به این



پیش بینی از روند قیمت نفت تا سال میلادی

کارشناسان نفتی بر این باورند که صرف نظر از نتیجه نشست اوپک (توافق درباره کاهش عرضه نفت)، قیمت نفت تا اواسط سال آینده میلادی نمی تواند رشد قابل ملاحظه و پایدار داشته باشد زیرا مازاد عرضه از میان نخواهد رفت. در ماه های اخیر بر تولید نفت برخی کشورها افزوده شده و این روند ادامه پیدا خواهد کرد.

بر این اساس نقش نهادهای ناظر هر دو کشور، سازمان بورس و اوراق بهادار ایران و نهاد ناظر بازار سرمایه کشور عمان، تنها در قالب ایجاد مبنایی قانونی برای رویه ها و فرایندها خواهد بود و مسئولیت بهره برداری از فرصت به وجود آمده به عهده بورس های دوطرف، سرمایه گذاران و سایر واسطه و نهادهای مالی خواهد بود.

تحولات ساختار استراتژیک نهاد قانون گذار

بازار سرمایه عمان:

- سادگی دسترسی سرمایه گذاری در عمان برای سرمایه گذاران ایرانی
- معاملات بر خط و نقش واسطه گری کارگزاران
- انواع صندوق ها و روش های سرمایه گذاری جمعی،
- ابزارهای مالی و سرمایه گذاری از منظر تنوع و بازدهی،
- فرصت های موجود در بازار صکوک در کشور ایران و عمان،
- تمایل به سرمایه گذاری در بازار عمان.

مباحث وسیع تری که توسط مباحثه کنندگان مطرح شد شامل موارد زیر است:

- تسهیل عرضه، فروش و لیست کردن صندوق های سرمایه گذاری در بازار مقابل
- تسهیل عرضه و لیست کردن صکوک
- تسهیل لیست کردن متقابل شرکت های ایرانی و عمانی.

در نهایت دو طرف بر سر موارد ذیل به توافق رسیدند:

- ادامه گفت و گو در سطح فنی تر به منظور ایجاد همخوانی در قوانین و مقررات و تسهیل همکاری های بیشتر صورت گیرد.
- ایجاد چهارچوبی همکاریانه برای آموزش مشترک و ظرفیت سازی، هر دو طرف می بایست به صورت جداگانه لیستی از موارد و توانمندی های مورد نیاز تهیه کنند. این لیست ها بایستی از طریق اداره بین الملل دو طرف تبادل و تصدیق شود. سپس چهارچوبی برای چگونگی آموزش و تبادلات ایجاد خواهد شد. این باور وجود دارد که چنین چهارچوبی برای پیاده سازی موفق مورد اول این بند تأثیر گذار خواهد بود.
- به منظور بدست آوردن روش سرمایه گذاری جمعی که بر اساس آن یک صندوق سرمایه گذاری مشترک مبدأ (Feeder) در عمان به ثبت خواهد رسید و منابع آن به یک صندوق مقصد (Master) در ایران منتقل خواهد شد. صندوق مقصد به عنوان ابزارهای مالی ارائه شده در بازار سرمایه ایران سرمایه گذاری خواهد کرد که در مراحل اولیه ترجیحا اوراق صکوک دولتی مد نظر خواهد بود. در ادامه سرمایه گذاری در هر دو بازار انجام خواهد شد.
- نقش نهادهای قانون گذار دو کشور در قالب ایجاد مبنایی قانونی برای رویه ها و فرایندها خواهد بود. مسئولیت بهره برداری از فرصت به وجود آمده به عهده بورس های دوطرف، سرمایه گذاران و سایر واسطه و نهادهای مالی خواهد بود.

سرمایه ای نفروشدن ارزش سهام صندوق افزایش پیدا خواهد کرد. در این صورت شما می توانید سهام خود را با سود بیشتر بفروش برسانید. معمولاً صندوق ها این امکان را به شما خواهند داد که بجای دریافت سودهای خود، آنها را مجدداً در صندوق سرمایه گذاری کرده و سهام بیشتری دریافت کنید. مهم ترین تفاوت ماهیت واحدهای سرمایه گذاری صندوق ها با سهام یک شرکت، تعیین قیمت معاملاتی آنها است. قیمت یک واحد سرمایه گذاری صندوق بر خلاف قیمت سهام شرکت ها تحت تأثیر میزان عرضه و تقاضای آن قرار نمی گیرد. مبنای خرید و فروش واحدهای سرمایه گذاری که توسط شعب صندوق و تحت عنوان صدور یا ابطال واحدهای سرمایه گذاری صورت می گیرد، خالص ارزش دارایی های موجود در صندوق در پایان هر روز است، از آن جایی که صندوق های سرمایه گذاری فاقد دارایی فیزیکی بوده، سید دارایی های آن متشکل از سهام و اوراق بهادار، اوراق مشارکت و یا وجه نقد است. بنابراین خالص ارزش دارایی های آن در هر روز براساس ارزش روز دارایی های تشکیل دهنده صندوق قابل محاسبه است.

انواع صندوقهای سرمایه گذاری:

الف) صندوقهای با سرمایه متغیر: این صندوق ها که بیشتر به صندوق های سرمایه گذاری مشترک معروف اند، همواره آماده اند که به عموم مردم سهام جدید بفروشند و در صورت تقاضای سهامدار، به قیمتی که برابر ارزش خالص دارایی است و در خاتمه هر روز محاسبه می شود، سهام موجود را بازخرید کنند. قیمت سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک متکی به ارزش خالص دارایی هر سهم است، ب) صندوقهای با سرمایه ثابت: برخلاف صندوق های سرمایه گذاری مشترک، صندوق های با سرمایه ثابت، مثل هر شرکت سهامی دیگر سهم می فروشند، و معمولاً سهام خود را باز خرید نمی کنند. سهام صندوق های با سرمایه ثابت می تواند در بورس اوراق بهادار داد و ستد شود. قیمت سهم صندوق با سرمایه ثابت را عرضه و تقاضا تعیین می کند و قیمت می تواند کم تر و یا بیش تر از ارزش خالص دارایی هر سهم باشد.

نمونه صندوق سرمایه گذاری مشترک بین ایران و سایر کشورها

از جمله نمونه های صندوق های سرمایه گذاری مشترک بین ایران و دیگر کشورها می توان به صندوق سرمایه گذاری مشترک ایران و عمان اشاره کرد. این صندوق در سال گذشته در دیداری که بین ریاست سابق سازمان بورس با آقای عبدالله سلیم آل سلمی، ریاست نهاد ناظر بازار سرمایه کشور عمان داشتند، توافق شد که تأسیس شود. مطابق این توافق مقرر شد تا به منظور تسهیل سرمایه گذاری بین دو کشور ایران و عمان یک صندوق مشترک سرمایه گذاری تأسیس شود. بر این اساس توافق شد تا یک صندوق سرمایه گذاری مشترک مبدأ (Feeder) در عمان به ثبت برسد و منابع آن به یک صندوق مقصد (Master) در ایران انتقال داده شود. صندوق مقصد در ابزارهای مالی ارائه شده در بازار سرمایه ایران سرمایه گذاری خواهد کرد که در مراحل اولیه ترجیحا اوراق صکوک دولتی مد نظر خواهد بود. در ادامه سرمایه گذاری در هر دو بازار انجام خواهد شد.

تشکیل اولین صندوق سرمایه گذاری مشترک خارجی در بازار سرمایه عممانی ها در راه بازار سرمایه



بورس و اوراق بهادار (سببا) دریافت کرده و تشکیل شده بودند، به کار خود خاتمه دادند. در این راستا سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور گسترش امکان سرمایه گذاری و متنوع کردن ابزارهای در دسترس سرمایه گذاران، اقدام به ارائه مجوز تشکیل صندوق سرمایه گذاری مشترک به شرکت های کارگزاری که دارای مجوز ارائه خدمات مشاوره و سید گردانی هستند، کرده است. لذا خرید گواهی این صندوق ها برای سرمایه گذاران خرد و افرادی که قصد سرمایه گذاری در سهام و سایر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس را دارند، ولی به دلیل فقدان توان تحلیلی مناسب، نداشتن وقت به منظور بررسی و انتخاب سهم و... با سازو کار بازار آشنا نیستند، مطلوب و مناسب است.

ویژگی ها و ماهیت سرمایه گذاری در صندوق ها

الف) جایگزینی برای خرید سهام: در شرکت های بورسی شخصی که تعدادی از واحدهای سرمایه گذاری یکی از صندوق ها را در اختیار دارد در واقع مالک سهام چند شرکت است که صندوق از محل دارایی های خود به عنوان سبد سرمایه گذاری خریداری کرده است. بدین ترتیب سود یا زیان مالکان واحدهای سرمایه گذاری صندوق، تحت تأثیر مستقیم نوسان قیمت مجموعه سهام موجود در سبد سرمایه گذاری (ب) نقد شوندگی: یکی از مهم ترین ویژگی های هر

صندوق های مشترک سرمایه گذاری واسطه های مالی هستند که منابع مالی اشخاص و شرکت ها را جمع آوری کرده و در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه گذاری می کنند. افرادی که سهام صندوق های مشترک سرمایه گذاری را می خرند، همان مالکان یا سهامداران هستند. مبلغ حاصل از سرمایه گذاری این افراد امکان خرید اوراق بهاداری از قبیل سهام یا اوراق قرضه را برای صندوق ها فراهم می آورد. یک صندوق مشترک سرمایه گذاری به دو طریق کلی می تواند از این اوراق پول به دست آورد؛ دریافت سود تقسیمی یا بهره حاصل از اوراق و یا از طریق افزایش ارزش خود اوراق. در ضمن احتمال از دست دادن پول یا اعتبار صندوق نیز وجود دارد. صندوق های مشترک سرمایه گذاری به عنوان ابزاری در بازارهای ثانویه شناخته شده اند. اگرچه تاریخ تشکیل صندوق های سرمایه گذاری به قرن هجدهم میلادی در انگلستان برمی گردد ولی اولین صندوق سرمایه گذاری به شکل امروزی در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا تشکیل شد. در بازار سرمایه کشور مانیز این صندوق ها با توجه به تعریف صورت گرفته در قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس شورای اسلامی در آذر ماه ۱۳۸۴ و به عنوان جایگزین مناسبی برای سبدهای مشاع ایجاد شده اند. با ایجاد صندوق های سرمایه گذاری، سبدهای مشاع که پیش از این توسط تعدادی از کارگزارانی که مجوز سید گردانی از سازمان

کوتاه تر از گزارش



در هفته های اخیر، رونق در بازارهای مالی آسیا حاصل دو عامل یعنی امید به رشد مناسب اقتصاد چین در سال جاری میلادی و افزایش نرخ رشد اقتصاد آمریکا در دوران ریاست جمهوری دونالد ترامپ است. البته تحلیلگران هشدار داده اند که هر گونه بهبود در شرایط اقتصاد آمریکا نسبی خواهد بود زیرا هنوز مشخص نیست رئیس جمهور جدید چه سیاست های تجاری و اقتصادی را در دستور کار خود قرار خواهد داد.

1

پیروزی تعجب برانگیز دونالد ترامپ در انتخابات ریاست جمهوری آمریکا سبب واکنش های هیجانی از سوی سرمایه گذاران در بازارهای مختلف شده و انتظار می رود برای مدتی این وضعیت ادامه پیدا کند. ترامپ در ماه ژانویه یعنی حدود دو ماه دیگر عنوان امپور را در آمریکا به دست خواهد گرفت و تا آن زمان سرمایه گذاران صرفاً بر مبنای حدس ها و گمان ها فعالیت خواهند کرد.

در ایالات متحده سرمایه گذاران و تحلیلگران تلاش می کنند افق وضعیت بازار مالی را حدس بزنند. برخی تحلیلگران معتقدند ترامپ هنگامی که در کاخ سفید مستقر می شود، مواضع تند خود را کنار خواهد گذاشت. اما اگر چنین نشود و او دقیقاً مطابق با وعده های خود عمل کند ممکن است نرخ رشد اقتصاد آمریکا کاهش یابد. در هر صورت رشد شدید شاخص های مالی پس از مدتی متوقف خواهد شد.



2

در اروپا، گزارش هایی که اخیراً از اقتصاد منطقه یورو منتشر شده نشان می دهد اوضاع رو به بهبود است. البته بسیاری از سرمایه گذاران درباره موضعی که دونالد ترامپ در دوران تبلیغات انتخابات درباره مبادلات اقتصادی با اروپا بیان کرده بود نگران هستند. در حال حاضر امیدهایی به تأثیر سیاست های حمایتی بانک مرکزی اروپا وجود دارد و به همین دلیل عملکرد بازارهای مالی خوب بوده است.



3

عضو هیات مدیره سازمان بورس اظهار داشت: همه بانک ها و بیمه های ثبت شده نزد سازمان به همراه شرکت های حاضر در بورس و فرابورس با سرمایه بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان و دارای سال مالی اول فروردین ۹۵ به بعد، به تهیه صورت های مالی با استاندارد های جهانی (IFRS) شده اند. این مصوبه برای سایر شرکت ها در سال مالی ۹۵ اختیاری بوده است.

الزام بورس برای گزارشگری بانک ها و بیمه ها



نگاه

بورس امروز

آذر ۱۳۹۵ ■ شماره ۶

کارشناسان اقتصادی با توجه به برخی از نشانگرهای حوزه مسکن پیش بینی کردند:

چرخش کلید رشد اقتصادی کشور از نیمه دوم سال جاری



■مهران مسائلی

مدیر عامل شرکت سرمایه گذاری سامان سهام سپاهان

هزینه های ساخت مسکن، قیمت نفت، تورم، دارایی های دیگر مانند بورس، طلا، سپرده های بانکی، حجم نقدینگی، درآمد و پس انداز خانوار، وام خرید مسکن، نرخ سود بانکی، قوانین مالیاتی، دلار، عرضه زمین و مسکن دولتی، همه از مهمترین عوامل مؤثر بر بازار مسکن هستند که هر یک به نوبه خود این حوزه را تحت تأثیر قرار خواهند داد. ثبات بازار مسکن در اقتصاد یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر بدنه اقتصادی کشور هاست؛ چرا که این بخش نه تنها خود سهم قابل توجهی در تولید ناخالص داخلی دارد، بلکه با سایر بخشهای اقتصادی نیز از ارتباط گسترده ای برخوردار است. از این رو بررسی بازار مسکن یکی از موارد اصلی در مطالعات اقتصادی تلقی می شود. نوسانات گسترده قیمت مسکن، به ویژه در شهرهای بزرگ می تواند تأثیرات قابل توجهی بر بخش حقیقی اقتصاد داشته باشد و کل بازار مسکن کشور را به تدریج در برگیرد. در این بین تحولات قیمت مسکن در شهر تهران به عنوان شهر پیشران، بیشترین توجهات را به خود معطوف ساخته است. بازار مسکن در تهران طی سالیهای اخیر دائماً با معضل صعود ناگهانی و کوتاه مدت قیمت، توقف و ثبات نسبی قیمت ها توأم با رکود این بخش مواجه بوده است. از طرف دیگر متغیر حجم معاملات مسکن فاکتور پیش برنده فعالیتهای از جمله ساخت و ساز است که به این ترتیب تداوم رشد آن، باعث احیای سرمایه گذاریها در این حوزه می شود.

در ادامه دوره رونق، در سالیهای ۹۰ و ۹۱، به دلیل نوسانات شدید در نرخ ارز و تورم عمومی، بازار مسکن نیز با شوک قیمتی و افزایش حجم معاملات و ساخت وساز مواجه شد. رونق ایجاد شده در بازار مسکن در این سالها، در نیمه نخست سال ۹۲ به رکود تبدیل شد. در نیمه دوم سال ۹۲ با ایجاد ثبات در بازار ارز، کالا و خدمات و از طرف دیگر با کاهش قدرت خرید خانوارها به دلیل رکود اقتصادی و شرایط تحریمی، بخش مسکن با ثبات در قیمت ها و کاهش حجم ساخت و ساز روبه رو شد به طوری که این مساله بازار مسکن را از نیمه دوم سال ۹۲ تا اواخر سال ۹۴ با رکود سنگینی مواجه ساخت. رکود اقتصادی کشور و افت قدرت خرید متقاضیان در کنار نرخ بالای سود بانکی، حجم بسیار بالای پروانه های ساختمانی طی سالیهای ۹۰ تا ۹۲ و کاهش قیمت نفت سبب طولانی شدن و تعمیق این رکود شد. در سال ۹۴، تعداد معاملات آپارتمانهای مسکونی شهر تهران به عنوان شهر پیشران حوزه مسکن کشور، به ۱۵۴ هزار و ۷۰۰ واحد مسکونی بالغ شد که در مقایسه با سال قبل از آن ۱۰/۳ درصد کاهش نشان می دهد. در این سال متوسط قیمت یک مترمربع بنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاه های معاملات ملکی در شهر تهران ۳۸ میلیون و ۹۴۴ هزار ریال بوده که نسبت به سال قبل با کاهش ۰/۸ درصدی مواجه شده است.

عملکرد معاملات انجام شده شهر تهران در سالیهای ۹۲-۹۴				
درصد تغییر	سال	بازار مسکن		
۹۴	۹۳	۹۲	۹۱	۹۰
۱۰-۱	۴۲	۱۵۴,۶۸۱	۱۷۲,۵۰۶	۱۲۱,۴۷۰
۰-۰/۸	۵/۶	۳۸,۹۴۴	۳۹,۲۷۳	۳۷,۲۰۵
		متوسط قیمت هر مترمربع (هزار ریال)		

این در حالی است که از سال ۹۵ به عنوان سال رونق یاد می شود زیرا بازار مسکن در نیمه اول سال جاری تا حدودی با تحریک در تقاضا و افزایش نسبی قیمت مواجه شده و پیش بینی می شود در شش ماهه دوم سال جاری ضمن ادامه این روند، به تدریج ساخت وساز مسکن نیز از رکود خارج شود. نگاهی به تحولات مسکن شهر تهران در شش ماه نخست سال ۹۵ حاکی از آن است که حجم معاملات مسکن در فروردین ماه ۵,۹۱۸ واحد و متوسط قیمت یک مترمربع واحد مسکونی ۳۹ میلیون و ۹۰۰ هزار ریال گزارش شده که نسبت به ماه مشابه سال قبل از آن به ترتیب به میزان ۲۰/۴ و ۴/۳ درصد افزایش نشان می دهد. هر چند در فروردین ماه سال جاری حجم معاملات مطابق روال همه ساله و تحت تأثیر تعطیلات نوروز با کاهش محسوسی نسبت به اسفندماه ۹۴ مواجه شد، با این حال رشد تعداد معاملات انجام شده در فروردین ماه سال جاری نسبت به ماه مشابه سال ۹۴، حکایت از تداوم رونق معاملاتی حاکم شده بر بازار مسکن از ابتدای زمستان سال قبل دارد.

حجم معاملات مسکن در شهر تهران در دومین ماه از سال جاری ۱۵ هزار و ۴۰۰ واحد مسکونی اعلام شده که نسبت به ماه مشابه سال گذشته از ۸/۲ درصد رشد برخوردار است. همچنین متوسط قیمت یک مترمربع واحد مسکونی در اردیبهشت ماه ۴۰ میلیون و ۱۰۰ هزار ریال بود که حاکی از افزایش ۲/۸ درصدی نسبت به ماه مشابه سال قبل است.

حجم معاملات و متوسط قیمت یک متر مربع واحد مسکونی در خردادماه سال ۹۵ نیز به ترتیب معادل ۱۵,۵۶۲ واحد مسکونی و ۴۲ میلیون و ۲۰۰ هزار ریال بوده که نسبت به ماه مشابه سال قبل از آن به ترتیب به میزان ۰/۶ درصد کاهش و ۳/۵ درصد افزایش نشان می دهد. کاهش اندک حجم معاملات در این ماه نسبت به دوره مشابه سال قبل عمدتاً متأثر از همزمانی نیمه دوم خردادماه سال جاری با ماه مبارک رمضان بوده است. در سه ماه نخست سال ۹۵، تعداد معاملات آپارتمانهای مسکونی شهر تهران به ۳۶,۹۱۱ واحد مسکونی بالغ شده که در

مقایسه با مدت مشابه سال قبل ۵/۹ درصد افزایش نشان می دهد. در این مدت متوسط قیمت یک متر مربع بنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاههای معاملات ملکی در شهر تهران ۴۱ میلیون و ۵۷۳ ریال گزارش شده که نسبت به دوره مشابه سال قبل ۲/۷ درصد افزایش نشان می دهد.

حجم معاملات در تیرماه سال جاری معادل ۱۵,۰۰۰ واحد مسکونی گزارش شده که نسبت به ماه مشابه سال قبل به میزان ۲۷/۶ درصد رشد داشته است، همچنین متوسط قیمت یک مترمربع واحد مسکونی ۴۲ میلیون و ۳۰۰ هزار ریال بوده که نسبت به ماه خرداد و ماه مشابه سال قبل به ترتیب به میزان ۰/۲ و ۴/۴ درصد افزایش نشان می دهد. این در حالی است که حجم معاملات و متوسط قیمت یک مترمربع واحد مسکونی در مردادماه سال ۹۵ به ترتیب معادل ۱۷,۰۰۰ واحد مسکونی و ۴۲ میلیون و ۸۰۰ هزار ریال بوده که نسبت به ماه مشابه سال قبل از آن به ترتیب از افزایشی به میزان ۳۰/۱ و ۷/۶ درصد برخوردار شده است. در شهریورماه سال ۹۵، تعداد معاملات آپارتمانهای مسکونی شهر تهران به ۱۴,۲۸۷ واحد مسکونی رسید که در مقایسه با ماه مشابه سال قبل افزایش ۱۰/۹ درصدی داشته است. بررسی توزیع تعداد واحدهای مسکونی معامله شده به تفکیک عمر بنا در شهر یورماه سال ۹۵ حاکی از آن است که واحدهای تا پنج سال ساخت با سهم ۵۱/۵ درصد بیشترین سهم از واحدهای مسکونی معامله شده را به خود اختصاص داده اند. همچنین در شهر یورماه، متوسط قیمت یک مترمربع زیربنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاههای معاملات ملکی شهر تهران ۴۲ میلیون و ۷۰۰ هزار ریال بوده که نسبت به ماه قبل، ۰/۶ درصد کاهش و نسبت به ماه مشابه سال قبل ۲/۳ درصد افزایش نشان می دهد.

در مجموع در شش ماهه نخست سال ۹۵، تعداد معاملات واحدهای مسکونی شهر تهران به ۸۳,۲۰۰ واحد مسکونی بالغ شد که در مقایسه با مدت مشابه سال قبل با ۱۴/۷ درصد افزایش مواجه شده است. در این مدت متوسط قیمت یک مترمربع بنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاههای معاملات ملکی در شهر تهران ۴۱ میلیون و ۸۰۸ هزار ریال گزارش شده که نسبت به دوره مشابه سال قبل، ۳/۷ درصد افزایش نشان می دهد.

	شش ماهه اول ۹۳	شش ماهه اول ۹۴	شش ماهه اول ۹۵	درصد تغییر ۹۴	درصد تغییر ۹۵
تعداد معاملات (واحد مسکونی)	۹۰,۶۶۸	۷۲,۵۴۹	۸۳,۱۹۹	۲۰-	۱۴/۷
متوسط قیمت هر مترمربع (هزار ریال)	۴۰,۳۸۷	۴۰,۳۱۲	۴۱,۸۰۸	۰-۰/۲	۳/۷

سطح مناسب معاملات انجام شده در شش ماه نخست سال جاری نشانگر استقبال متقاضیان از خرید مسکن در ماههای اخیر است، با توجه به چشم انداز بهبود فضای اقتصاد کلان و رویکرد سیاستگذار پولی در کمک به تسهیل اعتباری بخش مسکن و همچنین برنامه کاهش نرخهای سود بانکی متناسب با روند نزولی نرخ تورم، تداوم این روند در ماههای آتی سال نیز دور از انتظار نیست. در مهرماه سال جاری، تعداد معاملات آپارتمانهای مسکونی شهر تهران به ۱۰,۳۲۵ واحد مسکونی رسید که در مقایسه با ماه مشابه سال قبل ۱۰/۶ درصد کاهش داشته است. همچنین متوسط قیمت یک مترمربع زیر بنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاههای معاملات ملکی شهر تهران ۴۴ میلیون و ۴۰۰ هزار ریال بود که نسبت به ماه قبل و ماه مشابه سال قبل به ترتیب ۳ و ۵/۹ درصد افزایش نشان می دهد. لذا در هفت ماهه منتهی به مهرماه سال ۹۵، تعداد معاملات آپارتمانهای مسکونی شهر تهران به ۹۳,۵۰۰ واحد مسکونی بالغ شد که در مقایسه با مدت مشابه سال قبل از افزایش ۱۱/۲ درصدی برخوردار شده است. در این مدت متوسط قیمت یک مترمربع بنای واحد مسکونی معامله شده از طریق بنگاههای معاملات ملکی در شهر تهران ۴۳ میلیون و ۷۰۰ هزار ریال گزارش شده که نسبت به دوره مشابه سال قبل ۴ درصد افزایش نشان می دهد.

عملکرد معاملات انجام شده شهر تهران در هفت ماهه نخست سال ۹۵				
درصد تغییر	هفت ماهه منتهی به مهرماه	تعداد معاملات (واحد مسکونی)		
۹۵	۹۴	۹۵	۹۴	۹۳
۱۱/۲	۱۸/۵	۹۳,۵۲۴	۸۴,۰۹۶	۱۰۳,۲۴۴
۴	۰/۲	۴۲,۶۵۷	۴۱,۹۸۹	۴۱,۸۹۶
		متوسط قیمت هر مترمربع (هزار ریال)		

در جدول زیر تعداد معاملات انجام شده در شهر تهران به عنوان شهر پیشران کشور در حوزه مسکن که تحولات آن با یک تأخیر زمانی در کل کشور قابل مشاهده خواهد بود، به همراه متوسط قیمت معاملات به صورت ماهانه برای سال ۹۵ نشان داده شده است. درصد تغییرات ماهانه محاسبه شده در این جدول به خوبی گویای روند تحولات مسکن در ماههای سیری شده از سال ۹۵ است.

در اکثر سالیهای گذشته اقتصاد کشور در شش ماهه دوم سال از شرایط بهتری بهره مند شده چراکه معمولاً نوید رسیدن سال جدید تکاپوی بیشتری در بدنه اقتصادی جامعه ایجاد می کند. علاوه بر این در سال جاری، انتظار برای به ثمر رسیدن نتایج برجام در نیمه دوم سال به همراه عواملی همچون کاهش نرخ سود بانکی، افزایش میزان تسهیلات و عدم رونق در بازارهای موازی همچون بورس و ارز باعث شده تا عملکرد بازار مسکن در شش ماهه دوم از پیش بینی مطلوب تری برخوردار شد. به طور کلی پیش بینی می شود بازار مسکن ایران در نیمه دوم سال جاری و نیمه اول سال آینده تحت تأثیر سیکل های سیاسی، بهبود وضعیت پس انداز، قدرت رفاه خانوار قرار گرفته و نقش کلیدی را در بهبود، ارتقاء و کیفیت رشد اقتصادی کشور ایفا خواهد کرد. حل اختلالات بانکی در جهت بهره برداری از آثار برجام، تقویت سرمایه گذاری داخلی و خارجی، خروج از تنگنای اعتباری، اصلاحات ساختاری در حوزه های مختلف اقتصادی از جمله پیش شرط های بهبود رشد است. در عین حال برخی از نشانگرهای حوزه مسکن از جمله افزایش تعداد معاملات و افزایش میزان تسهیلات پرداختی در این حوزه، نشان دهنده خروج تدریجی بخش مسکن از رکود است و به نظر می رسد این روند خروج از رکود در شش ماهه دوم سال جاری از سرعت بیشتری برخوردار خواهد شد.

تأثیر ورود احتمالی لیزینگ به حوزه مسکن:

مشکل اصلی فعلی بازار مسکن، نبود مقاضی برای خرید مسکن و افزایش حجم واحدهای نوساز فروش نرفته است که مهمترین دلیل آن کمبود تقاضای مؤثر بیان می شود. علت این کمبود تقاضا نیز عدم وجود توان مالی است که انتظار می رود با ورود لیزینگ به حوزه مسکن قسمتی از این مشکلات حل شود. براساس اخباری که پیرامون لیزینگ مسکن منتشر شده، انبوه سازان می توانند آپارتمانهای حداکثر ۱۰ سال ساخت خود را با ضمانت بانک مسکن بفروشند، به بیان دیگر در فاز اول اجرای لیزینگ مسکن، فقط آپارتمان های حداکثر ۱۰ سال ساخت (از تاریخ صدور پروانه ساختمانی) مشمول تضمین فروش قسطی می شوند. در این طرح، خریدار می تواند حداکثر ۵۰ درصد ارزش روز واحد مسکونی و تا سقف ۱۵۰ میلیون تومان را به صورت اقساط پرداخت کند. عملیات تقسیط در فروش لیزینگی مسکن بایستی به گونه ای تعیین شود که اقساط ماهانه از سه میلیون تومان و طول بازپرداخت نیز از ۵۰ ماه تجاوز نکند. بانک مسکن در طرح لیزینگ مسکن نقش پرداخت کننده تسهیلات را بر عهده ندارد و تنها ضامن خریدار می شود که اقساط خود را به فروشنده تسلیم کند؛ چنانچه خریدار به موقع اقساط ماهانه خود را پرداخت نکند بانک مسکن مبالغ معوق را به بازنده یا همان فروشنده پرداخت خواهد کرد. این موضوع در حالی است که بانک مسکن نیز اعلام کرده در ازای تضمین خریداران ۲/۳ درصد کارمزد سالانه از طرفین معامله دریافت خواهد کرد. بنابراین به طور کلی سیاست بانک مسکن روان کردن برنامه های برای ارائه خدمات به انبوه سازان مسکن در طرح فروش اقساطی در قالب لیزینگ مسکن است. بر اساس گزارشات اعلامی قرار بود از اردیبهشت ماه سال جاری فروش اقساطی و لیزینگی مسکن به اجرا در آید، ولی فعالان بازار مسکن با ارائه انتقادهای فراوان به این طرح، اجرای ناموفقی برای آن پیش بینی کردند که به اختصار به برخی از این انتقادات اشاره می شود:

منتقدان معتقدند رکود سنگین در بخشهای مختلف اقتصادی باعث بلوکه شدن نقدینگی در بانکها شده، از این رو انبوه سازان برای نجات از رکود حاکم، ناچار به پذیرش طرح هایی همچون مسکن قسطی و فروش لیزینگی شده اند.

برخی دیگر از مخالفان لیزینگ مسکن عنوان می کنند رکود مسکن که ناشی از رکود اقتصاد کشور است، موجب شده تسهیلات به درستی توزیع نشده و به همین دلیل با کاهش درآمد ملی و به دنبال آن قدرت خرید مردم نیز کاهش یافته است.

همچنین منتقدان تأکید دارند، فروش لیزینگی در کشورهایی جوابگو است که نرخ تورم بازار مسکن آنها زیر پنج درصد باشد. تورم دو رقیمی در بازار مسکن سودآوری فروش لیزینگی در ایران را به شدت دستخوش تأثیر قرار می دهد زیرا در این طرح، فروشنده ناچار است ملک خود را به صورت طولانی مدت مورد فروش قسطی قرار دهد که افزایش قیمت سالانه مسکن، توجیه این مدل فروش را از بین می برد. از طرف دیگر اگر انبوه ساز بخواهد مسکن خود را با اقساط کوتاه مدت در اختیار خریدار قرار دهد، مبلغ اقساط سنگین می شود و از توان خرید مشتریان ایرانی خارج است. بسیاری بر این باورند که با ایجاد رونق در اقتصاد، نرخ تورم نیز روند افزایشی به خود خواهد گرفت، بنابراین در چنین شرایطی مسکن قسطی یک طرح بازنده خواهد بود. چرا که بالا رفتن نرخ تورم، توجیه اقتصادی ساخت وساز را از بین برده و در نهایت دولت را مجبور به پرداخت یارانه خواهد کرد. به عبارت دیگر تجربه مسکن مهر و انحراف در ساخت و ساز و هدر رفتن منابع ملی بار دیگر و به شکلی دیگر در کشور تکرار می شود.

مهر	درصد تغییر	شهریور	درصد تغییر	مرداد	درصد تغییر	تیر	درصد تغییر	خرداد	درصد تغییر	فروردین	درصد تغییر	اردیبهشت	درصد تغییر
۱۰۳,۲۵۰	۲۷/۸-	۱۴۳,۰۰۰	۱۵/۹-	۱۷,۰۰۰	۱۳	۱۵,۰۰۰	۳/۶-	۱۵۵,۶۲	۳/۶-	۵,۹۱۸	۱۶۰/۷۵	۱۵,۴۳۱	۰/۸۵
۴۴,۴۰۰	۴	۴۲,۷۰۰	۰-۰/۶	۴۲,۹۶۹	۶/۱	۴۲,۳۰۰	۰/۲۴	۴۲,۲۰۰	۰/۵	۳۹,۹۰۰	۰/۵	۴۰,۱۰۰	۵/۲۴



تغییر مدیریتی در شبریز

"مهندس غلامرضا باقری دیزج" به عنوان مدیر عامل جدید پالایشگاه معرفی و جایگزین "مهندس محمدباقر دخیلی" شد. شرکت پالایش نفت تبریز هم اکنون سهم حدود هفت درصدی از توان تصفیه نفت خام کل کشور را به خود اختصاص داده وبخشی از سوخت مایع مورد نیاز شمال غرب کشور متشکل از استان های آذربایجان شرقی، آذربایجان غربی، زنجان و کردستان را بر عهده دارد.

توسعه‌ها است. همچنین نرخ‌های فروش محصولات نسبتاً بالا در نظر گرفته شده‌است و حتی در مقایسه با شرکت‌های صنعت که اهتمام به کیفی سازی کرده اند، بیشتر لحاظ شده است؛ این مسئله در جدول شماره ۵ نشان داده شده است:

محصول	واحد	مقدار فروش سال ۹۵	مقدار فروش سال ۹۴	درصد تغییر مقدار	نرخ (ریال)	مبلغ (ریال)
بنزین	متر مکعب	۱۰۵۰۱۰۶۹۸	۱۰۴۲۸۰۸۴۶	۵%	۱۲۰۴۶۹۰۶۶۹	۱۸۰۷۲۵۰۶۷۷
نفت سفید	متر مکعب	۲۷۰۰۱۰۸	۲۱۸۰۹۵۸	۲۳%	۱۲۰۰۱۳۰۱۲۴	۳۰۲۴۴۰۸۴۱
نفت گاز	متر مکعب	۲۰۲۴۱۰۳۸۴	۲۰۱۹۱۰۸۷۲	۲%	۱۱۰۰۸۸۰۹۲۸	۲۴۰۸۵۴۰۵۴۶
نفت کوره	متر مکعب	۱۰۲۳۸۰۸۷۹	۱۰۲۴۸۰۷۳۱	۱- %	۵۰۷۴۳۰۲۷۴	۷۰۱۱۵۰۲۲۲
گوگرد	تن	۱۷۰۵۶۸	۱۷۰۳۱۹	۱%	۳۰۸۳۹۰۲۲۵	۶۷۰۴۴۷
انواع قیر	متر مکعب	۷۴۰۰۷۸	۲۳۰۵۵۸	۲۱۴%	۸۰۸۵۵۰۳۹۳	۶۵۵۰۹۸۹
گاز مایع	متر مکعب	۲۳۳۰۱۴۲	۲۰۵۰۲۵۱	۱۴%	۹۰۳۳۹۰۹۵۲	۲۰۱۷۷۰۵۳۵
وکیوم باتوم (V.B)	تن	۵۰۸۰۶۱۶	۴۳۱۰۶۰۰	۱۸%	۷۰۵۶۸۰۶۵۵	۳۰۸۴۹۰۵۳۹
آیزوریسایکل	تن	۳۷۰۴۶۴	۱۱۰۸۴۸	۲۱۶%	۱۰۰۲۰۷۰۰۸۱	۳۸۲۰۳۹۸
نفتای سبک و سنگین	تن	۵۲۰۵۵۸	۸۰۰۲۱۴	۳۴%-	۱۵۰۶۸۴۰۷۹۶	۸۲۴۰۳۶۱
لوکبات	تن	۸۷۰۲۹۰	۳۳۰۹۸۴	۱۵۷%	۷۰۵۷۸۰۷۴۳	۶۶۱۰۵۴۸
آیزوفید	تن	۶۵۰۳۹۷	۱۰۸۶۸	۱%۳۴	۸۰۵۶۹۰۹۵۷	۵۶۰۰۴۴۹
حلالها(۴۰ و۹۰...)	تن	۱۴۲۰۶۱۲	۱۰۱۰۷۱۳	۴۰%	۱۵۰۴۸۵۰۹۹۷	۲۰۲۰۸۰۴۸۹
بنزن	تن	۱۹۰۹۲۴	۱۳۰۱۷۴	۵۱%	۲۶۰۴۲۷۰۶۱۰	۵۲۶۰۵۴۳
گاز بوتان	تن	۱۱۰۱۳۴	۲۱۰۸۱۹	۳۳%-	۱۷۰۳۹۰۰۳۰۷	۱۹۳۰۶۲۳
گاز اتان	تن	۵۰۷۶۵	۵۰۷۶۵		۱۰۰۲۰۷۰۴۰۷	۵۸۰۸۴۵
ATK	تن	۵۱۰۹۷۲	-		۱۳۰۲۱۴۰۴۲۹	۶۸۶۰۷۸۰
جمع		۶۰۵۹۰۵۸۹	۶۰۳۰۰۷۵۵	۹%	۱۹۵۰۶۸۴۰۵۵۶	۶۶۷۹۳۰۸۳۹

سناریو دوم: در سال ۱۳۹۴ نیز پیش‌بینی‌های بالایی از مقدار فروش ارائه داده بود که محقق نشد. ضمن اینکه باید فاز آزمایشی و ... را نیز در نظر گرفت. از این رو، در این سناریو، مقدار فروش و محاسبه نرخ‌های محصول مطابق سال ۱۳۹۴ لحاظ می‌شود.

شرح	مقدار مصرف	نرخ (ریال)	مبلغ (م.ریال)
نفت خام (بشکه)	۳۷۰۳۳۰۰۱۱۶	۱۰۳۴۸۰۶۰۱	۵۰۰۳۴۳۰۴۵۲
میعانات گازی (متر مکعب)	۸۶۰۸۷۲	۳۱۸۰۰۵۵	۲۷۰۶۲۵
نفتا مصرفی (متر مکعب)	۲۱۱۰۱۲۷	۹۰۸۸۲۰۵۰۲	۲۰۰۸۶۰۴۶۳
MTBE (متر مکعب)	۱۷۰۱۷۷	۱۵۰۳۰۰۰۳۰۲	۲۶۲۰۸۱۳
PG (متر مکعب)	۲۰۰۱۵	۱۱۰۳۰۴۰۶۰۶	۲۲۰۹۸۰
هیدروکربور نفتی (متر مکعب)	۷۰۰۰۴	۷۰۰۲۷۰۲۰۳	۴۹۰۲۱۸
دستمزد و سربار			۲۰۰۸۸۰۴۳۹
بهای تمام شده کالای فروش رفته			۵۴۰۸۸۰۰۹۹۲

محصول	واحد	مقدار	نرخ (ریال)	مبلغ (م.ریال)
بنزین	متر مکعب	۱۰۴۳۵۰۵۸۹	۱۱۰۱۴۸۰۹۴۷۰	۱۶۰۰۵۵۰۳۰۶
نفت سفید	متر مکعب	۲۲۵۰۵۹۹	۱۱۰۲۲۷۰۹۲۳	۲۰۵۳۳۰۰۰۸
نفت گاز	متر مکعب	۲۰۱۹۰۴۱۶	۱۰۰۲۱۸۰۶۷۸	۲۲۰۴۴۴۰۴۶۹
نفت کوره	متر مکعب	۱۰۲۵۳۰۷۱۷	۵۰۸۷۳۰۵۱۸	۷۰۳۶۳۰۷۳۰
گوگرد	تن	۲۲۰۹۳۳	۳۰۰۸۰۰۹۷۰	۷۰۰۶۵۵
انواع قیر	متر مکعب	۲۳۰۵۵۸	۷۰۷۷۹۰۴۹۲	۱۸۳۰۲۶۹
گاز مایع	متر مکعب	۲۰۳۰۲۵۰	۶۰۱۱۷۰۸۲۴	۱۰۲۴۳۰۴۴۷
وکیوم باتوم (V.B)	تن	۴۳۴۰۹۰۹	۷۰۱۰۹۰۰۲۴	۳۰۰۹۱۰۷۷۸
آیزوریسایکل	تن	۱۱۰۸۴۸	۱۱۰۲۵۳۰۸۸۴	۳۰۳۰۳۳۶
نفتای سبک و سنگین	تن	۸۰۰۲۱۴	۱۲۰۵۷۸۰۸۶۹	۱۰۰۰۹۰۰۰۱
لوکبات	تن	۳۳۰۹۸۴	۸۰۸۴۹۰۹۶۶	۲۰۰۰۷۵۷
آیزوفید	تن	۱۰۸۶۸	۱۱۰۹۲۳۰۲۸۶	۲۲۰۲۷۲
حلالها(۴۰ و۹۰...)	تن	۱۰۱۰۷۱۳	۱۴۰۴۸۹۰۷۳۰	۱۰۴۷۳۰۷۹۳
بنزن	تن	۱۳۰۱۷۴	۲۰۰۸۵۰۰۵۴۷	۲۷۴۰۶۷۸
گاز به پتروشیمی	تن	۲۱۰۸۱۹	۱۱۰۰۴۰۰۴۴۳	۲۴۰۰۸۹۱
جمع		۶۰۵۰۶۰۵۹۱		۵۶۰۳۹۰۰۳۹۷

سناریو ۳: با توجه به اینکه شرکت در پیش‌بینی نرخ محصولات خوش‌بینی زیادی به خرج داده، در این سناریو سعی بر آن است که پیش‌بینی شرکت به میانگین صنعت نزدیک شود و از ارقام نرمالی استفاده شود.

در بررسی پتانسیل‌های قانون بازار سرمایه برای تأمین مالی از بورس اعلام شد:

حمایت‌های مالی بورس از خودرو

■ شراره علیپور

کارشناس پذیرش اوراق بهادار بورس اوراق بهادار تهران

امروزه در تمام اقتصادهای دنیا، راه‌های متفاوتی برای تأمین مالی شرکت‌ها وجود دارد. شرکت‌ها وقتی نیاز به تأمین مالی دارند می‌توانند وام بگیرند یا بخشی از سهام خود را به فروش برسانند. مطمئن‌ترین مکان برای هر دو تصمیم بورس است. مأموریت بورس، ایجاد بازاری منصفانه، کارآ، شفاف و فراهم آوردن بستری برای پذیرش و معامله انواع محصولات تأمین مالی است. این بستر به خصوص برای شرکت‌های بزرگ می‌تواند راه‌گشا باشد. تأمین مالی از طریق بورس برای شرکت‌هایی مانند شرکت‌های خودروساز که در آن نیاز به نقدینگی با حجم بالا برای چرخه‌ی تولید خودر و قابل توجه است و نیاز به خرید تکنولوژی، ماشین آلات و تجهیزات و قطعات، بخش لاینفک ساخت محسوب می‌شود، کارگشا خواهد بود. از این رو در گزارش پیشرو ضمن تشریح روش‌های تأمین مالی از طریق بورس، فرصت‌های استفاده شده و قابل استفاده برای شرکت خودروساز ایران خودرو مورد بررسی قرار می‌گیرد.

اولین روش تأمین مالی برای یک شرکت فروش سهام عادی در بورس است. در این روش شرکت با عرضه بخشی از سهام شرکت‌های زیرمجموعه خود (به عنوان

سناریو اول: شرکت با توجه به مخارجی که در دارایی ثابت انجام داده است، انتظار دارد فروش به‌لحاظ مقداری سطح قابل‌ملاحظه‌ای را تجربه کند. علاوه‌بر این، با طرح‌های کیفی‌سازی که در نظر دارد، نرخ خرید فرآورده‌ها را بسیار بالا فرض کرده است.

شرح	مقدار مصرف	نرخ (ریال)	مبلغ (م.ریال)
نفت خام (بشکه)	۴۰۰۲۶۰۰۰۰۰	۱۰۳۴۸۰۶۰۱	۵۴۰۲۹۴۰۶۹۸
میعانات گازی (مترمکعب)	۹۴۴۸۹	۳۳۴۰۷۰۷	۳۱۰۶۲۶
نفتا مصرفی (مترمکعب)	۲۲۹۶۴۰	۱۰۴۰۱۰۰۵۵۳	۲۰۳۸۸۰۶۱۹
MTBE (مترمکعب)	۱۸۶۸۳	۱۶۰۱۰۳۰۹۰۹	۳۰۰۰۸۷۳
PG (مترمکعب)	۲۱۹۱	۱۲۰۰۰۳۰۶۰۲	۲۶۰۳۰۸
هیدروکربور نفتی (مترمکعب)	۷۶۱۸	۷۰۳۹۶۰۲۸۷	۵۶۰۳۴۶
هزینه تبدیل (م.ریال)			
دستمزد و سربار			۲۰۰۸۸۰۴۳۹
بهای تمام شده کالای فروش رفته			۵۹۰۱۸۶۰۹۱۰

فروش نسبت به سنوات بالا فرض شده است که ناشی از افتتاح طرح

صنعت پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی با فرآیندی شامل بخش‌های مختلف تولید، واردات، صادرات، ذخیره‌سازی، انتقال و توزیع میلیاردها لیتر فرآورده نفتی با عملیاتی مسستمر، در شبکه‌ای به وسعت کشور ایران و نقاط صادراتی و وارداتی متعلق به آن، تأمین بیش از ۴۰درصد از کل سبد انرژی مصرفی کشور را بر عهده دارد. هم‌اکنون با تصفیه روزانه یک میلیون و هفتصد هزار بشکه نفت خام در ۹ پالایشگاه نفت کشور، روزانه حدود ۲۶۰ میلیون لیتر فرآورده نفتی شامل گاز مایع، بنزین، نفت گاز، نفت سفید، نفت کوره و فرآورده‌های ویژه تولید می‌شود. (جدول یک)

(جدول یک) وضعیت خوراک روزانه شرکت‌های پالایشی به شرح زیر است:

پالایشگاه	نفت خام مصرفی (بشکه) در روز	درصد از کل
آبادان	۳۸۵۰۰۰۰	۲۳%
اصفهان	۳۷۵۰۰۰۰	۲۲%
بندرعباس	۲۹۴۰۰۰۰	۱۷%
تهران	۲۵۴۰۰۰۰	۱۵%
اراک	۱۸۰۰۰۰۰	۱۱%
تبریز	۱۱۰۰۰۰۰	۶%
شیراز	۵۲۰۰۰۰	۳%
لاوان	۳۰۰۰۰۰	۲%
کرمانشاه	۲۲۰۰۰۰	۱%
جمع	۱۰۷۰۲۰۰۰۰	۱۰۰%

شرکت پالایش نفت تبریز فعالیت خود را در زمینه پالایش نفت خام و تولید فرآورده‌های نفتی از سال ۱۳۵۶ آغاز کرده و هم‌اکنون حدود ۶۰درصد از فرآورده‌های نفتی مورد نیاز کشور را تولید می‌کند. ترکیب سهامداری شرکت در جدول دو نشان داده شده است.

(جدول ۲)

نام سهامدار	تعداد سهام	درصد مالکیت
شرکت گسترش نفت و گاز پارسیان (سهامی خاص)	۱,۹۷۲,۷۰۱,۶۰۱	۵۱
شرکتهای سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت	۱,۵۵۳,۶۸۴,۴۰۰	۴۰
سایر سهامداران	۲۸۴,۱۳۳,۰۳۸	۷
شرکت سرمایه‌گذاری هامون سپاهان (سهامی عام)	۷۳,۶۹۱,۹۶۱	۲
جمع	۳,۸۸۴,۲۱۱,۰۰۰	۱۰۰

عوامل تأثیرگذار بر محاسبه سود و ریسک صنعت پالایش نفت

قیمت جهانی نفت

با استناد به بند ۲ ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۹۳ مصوب مجلس شورای اسلامی، مبنای بهای خرید نفت خام و فروش پنج فرآورده اصلی تولیدی بدین شرح تعیین شده است: قیمت نفت خام تحویلی به پالایشگاه‌های داخلی برابر ۹۵درصد متوسط بهای محموله‌های صادراتی از مبادی اولیه در هر ماه شمسی است و مبنای تعیین درآمد قیمت آزاد فرآورده‌ها بر اساس میانگین وزنی قیمت‌های وارداتی و صادراتی بر حسب مورد و در صورت نبودن قیمت وارداتی با صادراتی، میانگین ماهیانه قیمت صادراتی خلیج فارس در آن ماه است. لذا قیمت روز نفت اصلی ترین عامل تعیین‌کننده نرخ خرید مواد اولیه و فروش فرآورده‌های تولیدی است. نظام عرضه و تقاضای جهانی، افزایش ظرفیت‌های تولیدی نظیر نفت شیل و حوزه‌های نفت خیز، درگیری‌های سیاسی، رشد اقتصادی کشورهای بزرگ مصرف‌کننده نفت و ... از اصلی‌ترین عوامل تعیین قیمت نفت خام است.

نرخ ارز مبادله‌ای

نفت خام ارائه شده به شرکت‌های پالایشی و فرآورده‌های دریافتی از آنها بعد از لحاظ کردن قیمت‌های جهانی، با نرخ ارز مبادله‌ای تسعیر می‌شود. یکسان‌سازی نرخ ارز یا هر عامل دیگری که افزایش نرخ ارز را به دنبال داشته باشد، منجر به

↓ بررسی

نمایه ۱: روند افزایش سرمایه شرکت ایران خودرو از طریق افزایش سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ	درصد	سرمایه جدید- میلیون ریال	محل افزایش سرمایه
۱۳۷۵	۲۰۰	۱۷۱۰۰۰۰	مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۷۵	۱۰۰	۳۴۲۰۰۰۰	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۷۸	۱۰۰	۶۸۴۰۰۰۰	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۷۸	۲۵	۸۵۵۰۰۰۰	مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۷۹	۵۰	۱۰۰۲۸۲۰۵۰۰	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۸۰	۲۵	۱۰۶۰۳۰۱۲۵	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۸۱	۵۰	۲۰۴۰۴۰۶۸۸	مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۸۲	۲۴۰۸	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۸۳	۲۰	۳۰۰۰۰۰۰۰۰	اندوخته طرح و توسعه
۱۳۸۴	۲۵	۴۰۵۰۰۰۰۰۰	مطالبات
۱۳۸۵	۱۱	۵۰۰۰۰۰۰۰۰	مطالبات
۱۳۸۶	۲۶	۶۰۳۰۰۰۰۰۰۰	مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۹۰	۴۰	۸۰۸۲۰۰۰۰۰۰	سود انباشته
۱۳۹۱	۸۰۸۴	۹۰۰۰۰۰۰۰۰۰	سود انباشته، مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۹۳	۲۵	۱۲۰۰۰۰۰۰۰۰۰	مطالبات و آورده نقدی سهامداران
۱۳۹۴	۲۸	۱۵۰۳۰۰۰۰۰۰۰	مطالبات و آورده نقدی سهامداران

این روش تأمین مالی بارها و بارها می‌تواند تکرار شود و این شرکت در آینده نیز می‌تواند تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه و سهامداران خود را در دستور کار قرار داده و مبلغ به دست آمده را جهت گسترش و توسعه خود استفاده کند. روش دیگر تأمین مالی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، انتشار اوراق بدهی است. در واقع شرکت‌ها می‌توانند برای خرید دارایی‌ها و تجهیزات مورد نیاز خود و یا برای تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش خود، اوراق بدهی منتشر کنند و به جای دریافت وام یا بانک‌ها از بازار سرمایه تأمین مالی کنند. مزیت روش مزبور این است که دارایی در حال خرید، دارایی موجود شرکت،

تأمین مالی از طریق صکوک مرابحه:

انتشار این اوراق مبتنی بر قرارداد فروش اقساطی است و می‌تواند برای خرید زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات، و وسایل حمل و نقل و موجودی مواد کالا مورد استفاده قرار گیرد. نحوه‌ی انتشار صکوک مرابحه که از طریق نهاد واسطه سازمان بورس منتشر می‌شود، در نمایه شماره سه نشان داده شده است. شرکت "بنابستر کرانه" یکی از شرکت‌هایی است که از این طریق در بورس تأمین مالی کرده است. همچنین به نظر می‌رسد ایران خودرو و انتشار اوراق مرابحه جهت تأمین مالی از طریق بازار بدهی را در دستور کار خود دارد.

نمایه ۳: رویه انتشار صکوک مرابحه

```

graph TD
    B[Bانی] -- "۱- درخواست خرید یا اجاره دارایی" --> M[مشاروه عرضه]
    M -- "۲- درخواست مجوز انتشار" --> B
    M -- "۳- موافقت اصولی" --> N[نهاد واسطه]
    N -- "۴- مجوز پذیرش نهایی" --> B
    N -- "۵- خرید اوراق توسط سرمایه گذاران" --> S[سرمایه گذاران]
    S -- "۶- پرداخت اقساط به دارندگان اوراق" --> N
    N -- "۷- خرید دارایی" --> M
    M -- "۸- پرداخت وجوه حاصل از انتشار اوراق مرابحه" --> N
    
```

تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت:

اوراق مشارکت با هدف تأمین مالی طرح‌های سودآور تولیدی، خدماتی و ساختمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در انتشار این اوراق ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از تأمین مالی، جهت اجرای طرح و فروش هر گونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام کند. رویه اجرایی انتشار اوراق مشارکت در نمایه چهار ارائه شده است.

نمایه ۲: رویه انتشار اوراق اجاره

```

graph TD
    Bani[Bانی] -- سبز --> Mushavereh[مشاوره عرضه]
    Mushavereh -- سبز --> Sazman[سازمان]
    Sazman -- قرمز --> Bani
    Sazman -- سبز --> TehadAspest[تهداوسط]
    TehadAspest -- قرمز --> Sazman
    TehadAspest -- سبز --> SermayehKhdaran[سرمایه گذاران]
    SermayehKhdaran -- سبز --> BoxRight[این اجاره دارای به بانی  
تاثیر به وگان از طرف سرمایه گذاران وجود  
حاصل از فروش اوراق اجاره را جهت خرید بانی  
موسوم انتشار از بانی را فرودشد صرف می نماید]
    BoxRight -- سبز --> Bani
    Bani -- سبز --> BoxLeft[درخواست خرید به اداره نظاری]
    BoxLeft -- سبز --> Bani
  
```

۱- درخواست خرید به اداره نظاری

۲- مشاوره عرضه

۳- موافقت اصولی

۴- درخواست مجوز انتشار

۵- مجوز بازدهی نویسی

۶- جمع آوری وجود از سرمایه گذاران

۷- انتشار اوراق اجاره

۸- پرداخت مبلغ اجاره

۹- پرداخت اجاره به بانه نگان اوراق



شیب مشکلات ذوب آهن ملایم می شود

یک مقام مسئول در ذوب آهن گفت: اجرای پروژه های مهم تولید ریل ملی، ایستگاه یک میلیون تنی ریخته گری شماره ۵ و سایر پروژه های انجام شده و در دست اجرا در ذوب آهن، از سر آمدی و پیشرفت این مجتمع عظیم صنعتی و چشم انداز روشن پیش روی آن خبر می دهد. با توجه به مشکلات مالی، این پروژه ها نجات دهنده ذوب آهن نیست اما شیب مشکلات ذوب آهن را کند می کند که مسئله ای مهم است.

در پی درخواست های مکرر برای کاهش قیمت کاند مس در بورس کالا بورس امروز بررسی کرد:

کاند مس؛ گران فروشی یارزان فروشی

صادرات مجدد و غیر قانونی کاند عرضه شده در بازار داخل

همواره ارائه امتیازهای خاص، حتی با مقاصد و نیت مثبت، جوانبی منفی از خود به جای می گذارد که باعث شده در مباحث بازاری و اقتصادی، چار چوب های مبتنی بر رویکردهای بازار آزاد به عنوان بهترین گزینه انتخاب شوند. سیاست حمایت از صنایع و تولیدات داخلی نیز، در حالی از سوی مسئولین دولتی دنبال می شود که به تجربه ثابت شده اگر در انجام آن دقت های لازم اعمال نشود، نه تنها به رشد و اقتدار صنایع داخلی منجر نخواهد شد، بلکه مانع رشد و افزایش رقابت پذیری شرکت ها، در مقایسه با رقبای بین المللی خواهد شد؛ مسئله ای که به وابسته تر شدن این صنایع به حمایت های دولتی و غیردولتی منجر می شود(عملکرد صنعت خودرو بر روی صنایع مشابه). حمایت های بدون برنامه از صنایع تولیدی داخلی در صنایع پایین دست مس کشور در دهه ۸۰، یکی از همین موارد در ارائه امتیازهای خاص بود؛ بدین شکل که دولت بازاران فروشی کاند به شرکت های داخلی، زمینه سودآوری هنگفت این شرکت ها را حتی با تولید محصولات غیر استاندارد فراهم کرد. این موضوع رشد قارچ گونه صنایع تولید مفتول، ورق، مقاطع و لوله را به دنبال داشت و هم اکنون که این حمایت ها، تا حدودی کاهش یافته، تنها کمتر از ۲۰ درصد ظرفیت موجود در حال فعالیت است.

متأسفانه فعالان صنعتی بدون توجه به تجربیات گذشته، هنوز درصدد افزایش حمایت های بدون برنامه از صنایع داخلی هستند و تلاش دارند شرکت های خصوصی شده و دارای سهامدار و ذینفع را با عناوینی همچون تکمیل زنجیره تولید در داخل و یا اشتغال، ملزم به فروش محصولات باقیمت هایی کمتر و متفاوت از عرف بازار آزاد کنند؛ غافل از اینکه این ارزان فروشی و رانت، نه تنها منجر به افزایش تولید، کیفیت محصولات و رقابت پذیری در حلقه های بعدی زنجیره نشده، بلکه زمینه کاهش رقابت پذیری صنایع داخلی و همین طور فساد و صادرات غیرقانونی محصولات عرضه شده در داخل کشور را نیز پدید آورده است. توجه به آمار صادرات کاند توسط شرکت ملی صنایع مس ایران به عنوان تنها صادر کننده عمده کاند و همین طور آمار رسمی صادرات اعلام شده توسط گمرک کشور، به خوبی نشان از این دارد که طی چند سال گذشته، قیمت کاند عرضه شده در بورس، اثر مستقیمی بر صادرات غیرقانونی این محصول توسط برخی خریداران داخلی آن نداشته است. میزان تولید کاند شرکت ملی صنایع مس ایران، حدود ۲۰۰ هزار تن در سال است که حجم تولید چند شرکت معدود در مقایسه با آن قابل اغماض هستند. ضمناً تولیدات این شرکت ها به مصارف داخلی اختصاص می یابد و کیفیت و کمیت لازم برای صادرات مستقیم محصول به بازارهای خارجی را ندارد. بررسی اختلاف آمار صادرات مس تصفیه شده به شکل کاند توسط شرکت ملی صنایع مس ایران و آمار صادرات مس تصفیه شده به شکل کاند و سایر شکل های کار نشده مس تصفیه شده، نشان دهنده میزان تأثیر گذاری قیمت موجود کاند در بازار داخلی و تأثیر آن بر صادرات مجدد و غیرقانونی آن است.

سازمان گمرک کشور، تجارت کاند را با کد تعرفه ۷۴۰۲۱۱ به ثبت می رساند که یک کد بین المللی محسوب می شود. کدهای ۷۴۰۳۱۲، ۷۴۰۳۱۳ و ۷۴۰۳۱۹ در ترتیب به شمش مفتول سازی، شمش کوچک و سایر اشکال کار نشده، همگی از مس تصفیه شده تعلق دارند. طبق تعاریف استاندارد، مس تصفیه شده به محصولی با حداقل عیار مس ۹۹/۸۵ درصد اطلاق می شود که تنها به روش تصفیه الکترولیتی (تولید کاند) قابل دستیابی است.

در جدول ۱، آمار صادرات کاند توسط شرکت ملی صنایع ایران و صادرات کاند و سایر شکل های کار نشده مس تصفیه شده توسط گمرک ارائه شده است. همانطور که در این جدول مشاهده می شود، اختلاف چند هزار تنی بین آمار صادرات کاند توسط شرکت ملی مس (ثبت شده در کدال) و صادرات کاند ثبت شده در گمرک نشان داده شده است.

جدول ۱- آمار صادرات اعلام شده توسط سازمان گمرک کشور و شرکت ملی صنایع مس ایران طی سال های گذشته (تن)

منبع اطلاعات	محصول	کد تعرفه	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴
شرکت ملی مس	کاند	۷۴۰۳۱۱	۵۶،۰۳۹	۵۰،۵۲۴	۲۲،۱۶۹	۵۰،۸۶۰	۲۸،۵۲۵
	کاند	۷۴۰۳۱۱	۵۵،۹۵۶	۵۱،۵۰۱	۱۸،۷۹۷	۴۶،۲۳۵	۲۸،۵۲۵
ششمش مفتول سازی	۷۴۰۳۱۲	۵	۰	۲۸۴	۱،۲۸۵	۱،۸۰۱	۱،۲۱۴
ششمش کوچک	۷۴۰۳۱۳	۶۶۱	۶۶۱	۱،۰۹۶	۱،۵۷۳	۴۲	۱۶۷
سایر شکل های کار نشده	۷۴۰۳۱۹	۴۳،۴۸۳	۸۰،۲۱۳	۱۰،۲۶۲	۲۲،۲۴۴	۳۷،۱۳۰	۴،۸۲۳
	مجموع آمار گمرک		۱۵۰،۱۰۰	۱۳۳،۰۹۴	۶۴،۲۸۸	۵۱،۷۹۱	۳۴،۷۲۹

با توجه به رویکردهای نظارتی گمرک در ارزیابی محموله های صادراتی و اهمیت تناژ کالا در اسناد گمرکی و همین طور سنجش و کنترل چندباره وزن کالا، احتمال وجود اشتباه در تناژ ثبت شده بعید به نظر می رسد.

حالت اول: اشتباهاتی در ثبت تناژ صادرات گمرک کشور رخ داده است

با توجه به اختلاف چند هزار تنی آمار صادرات شرکت ملی مس و گمرک و از طرف دیگر، شکل و مشخصات مشخص محصولی همچون کاند (ابعاد، آنالیز شیمیایی و...)، که توسط شرکت ملی مس صادر می شود، طبعاً بخشی از کاند عرضه شده در بازار داخل، به شکل کاند و یا سایر شکل های مس تصفیه شده به خارج از کشور صادر شده است. نکته مهم مدق این اختلاف و میزان صادرات غیرقانونی است که با توجه به اختلاف قابل توجه آمار در خصوص سایر محصولات کار نشده مس و

همین طور صادرات کاند در سال ۱۳۹۰ (به طور خاص)، این شبهه پیش می آید که ممکن است برخی آمار مربوط به تناژ صادراتی، به طور دقیق توسط گمرک ثبت نشده باشد. یکی از رویکردهای کنترلی در چنین شرایطی، بررسی ارزش صادرات واحد محصول صادر شده است. بدین معنی که وقتی صحبت از شکل های متعارف مس تصفیه شده می شود، ارزش آنها به دلیل عیار بالای مس باید بسیار نزدیک به هم باشد. در حقیقت وقتی ارزش واحد یک محموله صادراتی، اختلاف معناداری با دیگر محصولات یک کد تعرفه از گروه مس تصفیه شده دارد، یا در ثبت داده ها اشتباه شده و یا داده ها بنایت کم اظهاری ارزش محموله (برای پرداخت عوارض کمتر)، عمدتاً نادرست ثبت شده اند.

جدول ۲- آمار صادرات اعلام شده توسط سازمان گمرک کشور (حالت اول و فرض وجود اشتباه در تناژ گمرک و شرکت ملی صنایع مس ایران طی سال های گذشته (تن)

منبع اطلاعات	محصول	کد تعرفه	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴
شرکت ملی مس	کاند	۷۴۰۳۱۱	۵۶،۰۳۹	۵۰،۵۲۴	۲۲،۱۶۹	۵۰،۸۶۰	۲۸،۸۹۸
کاند (واقعی شده)	۷۴۰۳۱۱	۶۵،۸۵۲	۵۱،۵۰۱	۱۸،۷۹۷	۴۶،۲۳۵	۲۸،۵۲۵	
شمش مفتول سازی	۷۴۰۳۱۲	۵	۰	۲۸۴	۱،۲۸۵	۱،۸۰۱	۱،۲۱۴
شمش کوچک	۷۴۰۳۱۳	۶۶۱	۶۶۱	۱،۰۹۶	۱،۵۷۳	۴۲	۱۶۷
سایر شکل های کار نشده	۷۴۰۳۱۹	۲،۵۸۰	۱۰،۲۶۲	۲۲،۲۴۴	۳۷،۱۳۰	۴،۸۲۳	
	مجموع آمار گمرک (واقعی شده)	۶۹،۰۹۴	۶۳،۱۴۴	۴۴،۸۹۹	۵۱،۷۹۱	۳۴،۷۲۹	
اختلاف آمار واقعی شده گمرک با آمار شرکت ملی مس			۱۳۰،۵۵	۱۶،۶۲۰	۲۲،۷۳۰	۹۳۱	۵،۸۳۱

وجود چنین اختلافی، نشان دهنده صادرات مجدد و غیر قانونی کاند عرضه شده در بازار داخلی است که به موارد ذیل در این خصوص می توان اشاره کرد:

-کاند عرضه شده در بازار داخل، اصولاً باید به یکی از شکل های محصولات نیمه ساخته مسی و یا آلیاژی توسط شرکت های خریدار تبدیل شده باشد که یا در بازار داخل مصرف شده و یا به خارج از کشور صادر شده اند که در صورت صادرات، آمار صادرات گمرک باید در کد تعرفه های دیگر مربوط به این محصولات افزایش یابد و نه کد تعرفه محصولات کار نشده مس (کد تعرفه های ۱۷۴۰۶/۱۷۴۱۲). -رند صادرات محصولات نیمه ساخته مسی و آلیاژی از کشور طی سال های گذشته نشان داده که صادرات این محصولات طی دوره ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۴، هیچگاه به مرز ۲۰ هزار تن در سال نرسیده و روندی نزولی را طی کرده است. عمده صادرات مربوط به صادرات مفتول مسی و محصولات تخت (ورق، تسمه و...) مربوط می شود که صادرات مفتول در سال ۱۳۹۰، رشد معناداری داشته که در سال های بعد تکرار نشده است. افزایش صادرات مفتول در این سال، عمدتاً ناشی از رشد نرخ دلار در بازار آزاد بود که سود مناسبی نصیب صادر کنندگان محصولاتی می کرد که کاند را در بازار داخل با ارز مر جمع خریداری می کردند.

تحریم های سیاسی و تجاری ناعادلانه کشورهای غربی علیه ایران در چند سال گذشته باعث شدن رخ دلار در بازار آزاد، از تابستان سال ۱۳۹۰، اختلاف معناداری با نرخ ارز رسمی کشور یابد. این اختلاف در ادامه نیز بیشتر شد که با توجه آن در زمستان سال ۱۳۹۱ بود. دولت برای مهار شکاف ایجاد شده، در ابتدای پاییز ۱۳۹۱ اقدام به تعریف نرخ جدیدی با نام نرخ ارز مرکز مبادلات کرد که نهایتاً این ارز در خرداد ۱۳۹۲، به نام ارز مبادله ای جایگزین ارز رسمی کشور شد.

در این میان، شرکت ملی صنایع مس ایران، کاند عرضه شده توسط بورس کالا را طی دوره های زمانی مختلف، به شرح زیر قیمت گذاری می کرد:
نرخ ارز مرجع بانک مرکزی تا تاریخ ۱۳۹۰/۶/۱۹
متوسط نرخ ارز مرجع بانک مرکزی و ارز بازار آزاد طی بازه ۱۳۹۰/۶/۲۰ الی ۱۳۹۱/۸/۲۱
ارز مرکز مبادلات از تاریخ ۱۳۹۱/۸/۲۲ الی پایان سال ۱۳۹۲
ارز بازار آزاد از ابتدای سال ۱۳۹۳، ولی چشم پوشی از پرمیموم فروش کاند (حدود ۱۰۰ دلار بر تن) و ارائه تخفیف سه درصدی بر قیمت تعیین شده در بازار جهانی (بورس فلزات لندن)
طی پنج سال گذشته عرضه مس در بازار داخلی همواره پایین تر از قیمت بازار منطقه انجام شده است که این موضوع یا با نرخ ارز ارزان تر و یا با چشم پوشی از پرمیموم فروش کاند و ارائه تخفیف نسبت به قیمت های جهانی اتفاق می افتاد. اوج این اختلاف قیمت به سال ۱۳۹۲ برمی گردد که از ارز مرکز مبادلات برای تعیین قیمت کاند استفاده می شد. در مجموع اختلاف ۱۰ الی ۲۰ درصدی نرخ ارز مورد استفاده در قیمت گذاری کاند، زمینه را برای صادرات مجدد و غیرقانونی کاند به شکل های مختلف فراهم کرد به طوری که سالانه مقادیر قابل توجهی از کاند عرضه شده در بازار داخلی به خارج از کشور صادر و با فروش در مدارزی ناشی از آن در بازار آزاد، سود قابل توجهی از این بابت کسب می شد.

حالت دوم: تناژ ثبت شده توسط گمرک صحیح بوده است

میزان تولید محدود سایر تولید کنندگان مس تصفیه شده در کشور و با همین طور حجم دسترسی به قراضه های پر عیار مس در کشور، به هیچ وجه تناسبی با میزان صادرات ثبت شده در کد تعرفه های مورد اشاره ندارد و به طور قطع، حجم قابل توجهی از کاند خریداری شده از بورس کالا، ذوب شده و به شکل شمش و یا سایر شکل های کار نشده به خارج از کشور صادر شده است. گرچه تغییر شکل کاند به

شمش، از قیمت آن در بازارهای صادراتی می کاهد (که اقتصاد کشور را متحمل ضرر غیر قابل جبران می کند)، ولی اختلاف ۱۰ الی ۲۰ درصدی نرخ ارز بازار آزاد و ارز مرجع (و یا مبادله ای) مورد استفاده در قیمت گذاری کاند در بورس کالا، این ضرر را جبران کرده و نهایتاً در کنار مشوق های صادراتی، معافیت از مالیات و مواردی از این دست، زمینه سودآوری غیرقانونی برخی افراد را فراهم کرده است.

بر این اساس می توان عنوان کرد:

در سال ۱۳۹۰، بخش قابل توجهی از ۹۱ هزار تن کاند عرضه شده در بورس کالا، به شکل کاند و یا سایر شکل های کار نشده مجدداً به خارج از کشور صادر شده است، البته با توجه به سودآوری قابل توجه صادرات در نیمه دوم آن سال (به دلیل رشد سریع نرخ ارز بازار آزاد)، احتمالاً بخش قابل توجهی از موجودی انبار مواد اولیه تولید کنندگان محصولات نیمه ساخته نیز راهی بازارهای صادراتی شده است. در سال ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، استفاده از نرخ ارز مرجع و یا مبادلاتی، باعث ادامه روند سال ۱۳۹۰ شد و بخش عمده ای از ۱۷۷ هزار تن کاند عرضه شده طی این دو سال در بورس کالا و همین طور موجودی های انبارهای بجا مانده از سال ۱۳۹۰ تولید کنندگان محصولات نیمه ساخته به فروش رفت. ضمناً افزایش نرخ پرمیموم فروش کاند از ۶۰ دلار بر تن در سال ۱۳۹۰ تا ۱۰۰ دلار بر تن در سال ۱۳۹۲ نیز در کاهش سودآوری صادرات نیز مؤثر بوده است.

از سال ۱۳۹۳ با استفاده از نرخ دلار بازار آزاد در قیمت گذاری کاند عرضه شده بورس کالا، مشاهده می شود که صادرات انواع مختلف شکل های کار نشده مس تصفیه شده عملاً به سمت صفر میل کرده که این مسئله می تواند در سایه کاهش رانت ناشی از قیمت پایین کاند در بورس کالا نسبت به قیمت های آن در بازار منطقه و همین طور افزایش نظارت های سازمان گمرک باشد (کاند عرضه شده هنوز با تخفیف سه درصد و چشم پوشی از پرمیموم، عرضه می شد).

افزایش اختلاف آمار صادرات در سال ۱۳۹۴ را نیز می توان ریشه در تداوم ارائه برخی حمایت های تخفیف قیمتی در فروش کاند دانست. علاوه بر موارد فوق، فروش مدت خار مس و دریافت وجه آن سه ماه پس از تحویل، حمایت دیگری بود که به منظور کمک به صنایع پایین دستی کشور انجام می شود.

جمع بندی:

بررسی داده های سال گذشته نیز نشان می دهد که در آن سال، برخی توانسته اند به پشتوانه تخفیف ها و حمایت های ارائه شده در فروش داخلی کاند، مجدداً صادرات عمدتاً غیرقانونی این محصول را افزایش دهند؛ مسئله ای که می تواند با کاهش میزان تخفیف های ارائه شده، کنترل شود. ارائه این حمایت هادر دوره های زمانی مختلف، نتایج زیر را به دنبال داشته است:

فروش بسیار ارزان کاند به تولید کنندگان محصولات نیمه ساخته به صورت حواله ای (نیمه اول دهه ۸۰)؛ این موضوع به رشد قارچ گونه این صنایع به منظور دریافت مجوز خرید ارزان کاند و ایجاد واحدهای متعددی با تکنولوژی های بعضاً ضعیف در کشور منجر شد. در حال حاضر حدود ۸۰۰ هزار تن ظرفیت بلااستفاده در کشور وجود دارد که سرمایه ای چند هزار میلیارد تومانی برای آن صرف شده و به دلیل نبود بازار تقاضا برای محصولات آنها، در حال مستهلک شدن است.

ارزان فروشی کاند ناشی از اختلاف نرخ ارز در بازار (اختلاف ۱۰ الی ۲۰ درصدی در طی سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۲): طی این دوره، شاهد صادرات غیرقانونی کاند به همان شکل و یا ذوب ریزی مجدد و فروش آن به قیمت کمتر از کاند بودیم که این موضوع علاوه بر تحمیل ضرر اقتصادی به کشور، بنه از زمینه سودجویی برخی افراد فراهم کرد.

فروش نسبتاً ارزان کاند ناشی از تخفیف سه درصدی و چشم پوشی از پرمیموم (سال های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۵): بررسی ها نشان می دهد که به رغم کاهش میزان صادرات غیرقانونی کاند با استفاده از نرخ ارز بازار آزاد در سال ۱۳۹۳، سال ۱۳۹۴ مجدداً نزدیک به شش هزار تن مس تصفیه شده که بخش عمده ای از آن متعلق به کاند بوده است، به خارج از کشور صادر شد. طبعاً تداوم این حمایت ها، مجدداً تبعات منفی چشمگیر دیگری را به دنبال خواهد داشت.

همان طور که اشاره شد، حمایت های انجام شده به شکل ارزان فروشی کاند، تنها منجر به سرمایه گذاری های زیانده در صنایع پایین دست و افزایش قاچاق و صادرات غیرقانونی مس تصفیه شده به شکل کار نشده از کشور شده است. طبعاً واقعی سازی تدریجی قیمت ها، منجر به افزایش بهره وری واحدهای تولیدی با رویکرد کاهش قیمت تمام شده و افزایش بهره وری (شفافیت و سلامت بازار) خواهد شد و تداوم این سیاست در نهایت، افزایش رقابت پذیری و حضور بیشتر محصولات واحدهای تولید محصولات نیمه ساخته مسی و آلیاژی در بازارهای صادراتی را در پی خواهد داشت. متأسفانه حمایت های انجام شده تاکنون تنها به ظرفیت سازی بلا استفاده در صنایع پایین دست (حدود ۸۰۰ هزار تن در سال) و وابستگی واحدهای تولیدی به کاند در بورس کالا شده که برای مهار این روند، اتخاذ سیاست های مبتنی بر بازار آزاد و قیمت گذاری واقعی محصولات، بهترین رویکرد خواهد بود. در این خصوص به طور مشخص پیشنهاد می شود:

حمایت های انجام شده از صنایع پایین دست به شکل های دیگری به جز عرضه کاند با قیمت پایین انجام شود. کاهش هزینه های تأمین مالی، بهبود مناسبات تجاری و کمک به حضور و افزایش صادرات محصولات صنایع پایین دست مس به بازارهای جهانی، مواردی از این دست هستند. ضمناً سازمان گمرک کشور نیز باید با ارتقای سیستم های نظارتی خود از بروز اشتباهات ثبتی تا حد ممکن جلوگیری کند.

کاند عرضه شده در بورس، بر اساس فرمول های بین المللی ارزش گذاری شود تا زمینه سوء استفاده از قیمت کاند به طور کامل مرتفع شده و از وارد کردن ضرر های اقتصادی جبران نا پذیر به اقتصاد کشور جلوگیری شود.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص بحث تامین مالی از طریق بازار سرمایه، خبر از انتشار اوراق در حوزه آموزش و پرورش و سلامت در آینده نزدیک داد و گفت: راه تامین مالی، هم بازار سهام و هم بازار بدهی است. لذا سازمان بورس هر دو راهکار را در اولویت دارد و تلاش می کند هر دو حوزه رشد مناسبی داشته باشد؛ در واقع تمام تلاش سازمان بورس برای تسهیل و تسریع تامین مالی بخش خصوصی از طریق بازار سرمایه است.

همنشینی بازار سرمایه با بانک در صندوق های بادرآمد ثابت

است و دلیل اصلی استفاده بانکها در کنار متنوع سازی و یتیرین محصولاتشان، استفاده از منابع صندوق به جای سپرده است. به نظر می رسد که با توجه به شیب مثبت رشد نرخ سود سپردهای بانکی و برگشت نرخ تورم به ارقام ابتدای سال، ممکن است از جذابیت این محصول برای بانکها کاسته شود و ترجیح سرمایه گذاری در صندوق از بین برود. سوم اینکه همانطور که از جدول ذیل بر می آید شاید شرکت های تأمین سرمایه که عموماً عرضه اوراق های بهادار با درآمد ثابت را برعهده دارند و از توانایی تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی اوراق بر خوردارند، بتوانند صندوق های تحت مدیریت خود را از نظر این ابلاغیه تقویت کنند؛ ولی شرکت های کارگزاری دارای صندوق های حجم بالا از این نظر قطعاً به مشکل بر خواهند خورد و به نظر می رسد حداقل بازبینی باید در این مورد صورت پذیرد. برای مثال در ازای سرمایه گذاری در سهام شرکت های بورسی و فرابورسی از حد نصاب سرمایه گذاری در اوراق کاسته شود، روشی که هم اکنون در خصوص سرمایه گذاری در اوراق صندوق ها وجود دارد، از حد نصاب سرمایه گذاری در سهام می کاهد.

نام صندوق های سرمایه گذاری	خالص ارزش دارایی صندوق (میلیون ریال)	مبلغ اوراق (میلیون ریال)	درصد اوراق	مبلغ سپرده (میلیون ریال)	درصد سپرده	مبلغ سهام (میلیون ریال)	درصد سهام	بازدهی ماه (%)
گنجینه آرمان شهر	۲۱۶,۶۵۸,۰۲۲	۳۷,۶۷۶,۶۷۲	۱۷. ۱۱	۱۶۹,۴۶۸,۲۲۶	۷۶. ۹۴	۱۲,۴۱۵,۹۸۲	۵. ۶۵	۱۸. ۸۶
لوتوس پارسیان	۱۳۸,۳۲۳,۲۹۹	۲۵,۸۸۹,۰۶۲	۱۸. ۷۲	۱۱۲,۴۰۴,۸۴۶	۸۱. ۲۸	۰	۰. ۰۰	۱۹. ۱۰
یکم کارگزاری بانک کشاورزی	۱۱۳,۶۱۷,۵۳۰	۳۰,۳۳۵,۸۸۰	۲۶. ۷	۸۱,۲۳۶,۵۳۴	۷۱. ۵	۶۸۱,۷۰۵	۰. ۰۶	۱۷. ۴۰
ره آورد آباد مسکن	۹۶,۵۸۷,۶۵۲	۳۲,۲۸۸,۶۵۷	۳۳. ۱۹	۶۴,۲۰۲,۶۱۶	۶۵. ۹۹	۷۵۹,۱۷۳	۰. ۷۸	۲۰. ۹۳
با درآمد ثابت کوثریکم	۶۸,۴۸۸,۰۳۰	۲,۵۳۴,۶۳۶	۳. ۶۶	۶۱,۸۴۲,۲۴۵	۸۹. ۲۰	۳,۸۹۴,۶۴۹	۵. ۶۲	۱۸. ۲۵
ارزش آفرینان دی	۶۲,۳۱۸,۸۲۲	۸,۱۴۰,۰۹۲	۱۳. ۰۴	۵۴,۲۶۶,۱۴۰	۸۶. ۹۲	۰	۰. ۰۰	۲۰. ۴۴
گسترش فردای ایرانیان	۵۰,۳۳۰,۸۹۸	۸,۷۲۱,۲۸۶	۱۷. ۱۷	۴۲,۰۸۰,۶۸۸	۸۲. ۸۳	۰	۰. ۰۰	۲۱. ۵۴
اندوخته ملت	۴۰,۰۲۷,۸۰۵	۱۵,۴۵۶,۱۰۵	۳۸. ۲۳	۲۴,۷۰۶,۸۷۵	۶۱. ۱۱	۲۰,۸۴۲	۰. ۰۵	۱۸. ۱۳
آتیه نوین	۳۷,۸۶۴,۳۸۱	۸,۷۹۰,۶۹۰	۲۳. ۲۲	۲۹,۶۹۰,۷۴۳	۷۸. ۴۱	۰	۰. ۰۰	۲۰. ۹۳
گنجینه امید ایرانیان	۲۹,۸۴۶,۱۱۰	۱۰,۱۸۰,۱۵۴	۳۳. ۹۹	۱۸,۸۴۳,۲۷۷	۶۲. ۹۲	۰	۰. ۰۰	۱۹. ۷۱
بادرآمد ثابت کاردان	۲۹,۶۹۷,۶۶۵	۴,۰۰۵,۸۷۴	۱۳. ۲۰	۲۵,۹۳۰,۴۶۲	۸۶. ۰۷	۳۳,۵۸۳	۰. ۱۱	۲۰. ۰۸
اندوخته پایدار سپهر	۱۹,۱۶۵,۲۲۸	۳,۸۹۱,۲۲۷	۲۰. ۲۵	۱۵,۳۲۵,۳۲۵	۷۹. ۷۵	۰	۰. ۰۰	۱۸. ۷۴
نکین رفاه	۱۸,۷۵۶,۴۹۹	۵,۶۷۰,۹۴۳	۲۸. ۹۹	۱۳,۷۱۴,۶۸۴	۷۰. ۱۰	۰	۰. ۰۰	۱۸. ۱۳
اندیشه فردا	۱۸,۴۶۹,۲۲۸	۶۵۴,۱۵۳	۳. ۵۲	۱۷,۹۱۴,۸۵۸	۹۶. ۴۸	۰	۰. ۰۰	۱۷. ۸۹
آرمان کارآفرین	۱۵,۱۹۶,۸۱۴	۲,۷۸۳,۷۰۲	۱۸. ۰۵	۱۲,۶۴۸,۶۹۳	۸۲. ۲۶	۰	۰. ۰۰	۲۱. ۷۸
بانک گردشگری	۱۵,۰۴۰,۶۷۹	۲,۱۰۰,۵۱۲	۱۳. ۵۶	۱۳,۳۹۲,۶۴۱	۸۲. ۴۴	۰	۰. ۰۰	۲۰. ۸۱
صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت امید انصار	۱۴,۴۳۷,۶۹۲	۴,۵۵۱,۵۴۶	۳۱. ۰۷	۹,۸۴۳,۲۶۶	۶۷. ۱۹	۰	۰. ۰۰	۱۸. ۲۵
کارآفرین	۱۴,۲۴۴,۲۳۳	۲,۷۸۶,۳۵۸	۱۹. ۵۴	۱۱,۵۲۰,۹۸۲	۸۰. ۷۹	۰	۰. ۰۰	۲۱. ۹۰
بانک ایران زمین	۱۳,۰۹۳,۵۱۷	۳,۰۶۲,۹۰۲	۲۳. ۰۶	۹,۶۱۷,۹۲۰	۷۲. ۴۲	۵۹۶,۶۶۲	۴. ۴۹	۱۸. ۹۸
یکم ایرانیان	۱۱,۵۹۰,۹۹۹	۶,۸۰۹,۷۹۷	۵۸. ۴۸	۳,۹۴۰,۱۶۹	۳۳. ۸۴	۰	۰. ۰۰	۲۱. ۵۴
جمع	۱,۰۲۳,۷۵۵,۸۰۳	۲۱۶,۳۳۰,۲۴۸	۲۲. ۷۵	۷۹۲,۵۹۱,۱۹۰	۷۵. ۶۲	۱۸,۴۰۲,۵۹۶	۰. ۶۱	

اطلاعات جدول بر اساس بروز شده ۱۳۹۵/۰۸/۲۳ هستند

↓ کوتاه تر از گزارش

حلقه ی مفقوده چرخه ی تجاری سازی دستاوردهای نوآورانه وفناورانه

به شرکت Intel است. در حال حاضر ترکیب سرمایه گذاری ریسک پذیر در اروپا و آمریکا نشان می دهد که در حدود ۳۹درصد در حوزه ی اینترنت و کامپیوتر، ۸.۲۰درصد سرمایه گذاری ها در حوزه ی بیوتکنولوژی و سلامت، ۷.۱۸درصد در حوزه ار تباطات و الکترونیک، ۷.۸درصد در حوزه ی خدمات کسب و کار و مابقی نیز در سایر حوزه ها سرمایه گذاری کرده اند.

بر اساس تحقیقات اخیر یکی از محققان دانشکده ی تجارت هاروارد، سه چهارم شرکت های پشتیبانی شده توسط سرمایه گذاری های ریسک پذیر در آمریکا، سرمایه ی سرمایه گذاران را بر نمی گردانند. در حالی که شرکت های VC ادعا می کنند که از هر ۱۰ شرکت تازه تأسیس، فقط ۳ یا ۴ طرح به کلی شکست می خورند. شرکت Price Water house Coopers در گزارش سال ۲۰۱۲ خود در مورد شرکت های سرمایه گذاری ریسک پذیر انگلستان نرخ بازده داخلی سالیانه این شرکت ها را ۵.۱۱درصد گزارش می کند و این در حالی است که در همان مقطع زمانی این نرخ برای صندوق های بازنشتیگي این کشور ۴.۸درصد و برای شاخص بازار سهام ۳.۱۲درصد بوده است. از سویی دیگر، در اقق ۵ و ۱۰ ساله، شرکت های سرمایه گذاری ریسک پذیر در انگلستان به طور متوسط بازدهی دو برابر صندوق های بازنشتیگي و شاخص بازار سهام کسب کرده اند.

با نگاهی به چرخه ی تجاری سازی طرح ها و پروژه های نوآورانه و فناورانه مشخص است زمانی که ایده و طرح نوآورانه خلق می شود، لازم است سرمایه گذاری ها و تلاش هایی در جهت تبدیل آن طرح به نمونه ی اولیه ای از محصول صورت گیرد. تا به این مرحله، سرمایه گذاری در طرح دارای بازده منفی خواهد بود. بعد از این مرحله با استفاده از مکانیزم های تجاری سازی می توان نمونه ی اولیه از محصول را به مرحله ی تجاری سازی و تولید انبوه و معرفی به بازار تبدیل کرد. عمده ترین مشکلات و موانع در رساندن محصول به مرحله ی بلوغ، ورود به فاز رشد و تجاری سازی است که در ایران این مرحله با مشکلات فراوانی روبه روست. در حال حاضر در ایران با انباشت مشکلات ناشی از این مرحله و نامناسب بودن و ناکافی بودن سرمایه گذاری ها، حجم فراوانی طرح و ایده ی نوآورانه و فناورانه در مرحله ی تبدیل به نمونه ی اولیه محصول وجود دارد که ورود سرمایه ی کافی با متدولوژی مناسب را می طلبد.

در حقیقت می باید بیش از آن که بر ایده های نوآورانه و فناورانه متمرکز شد، به استفاده از توانمندی ها و قابلیت های پدیدآورندگان آن پرداخت. لازم است مکانیزمی برای هماهنگی میان توانمندی های فناورانه ی کارآفرینان و نیازهای فناورانه ی صنعت ایجاد شود. در حقیقت چالش جدی بر سر راه سرمایه گذاری ریسک پذیر موفقیت آمیز در ایران، متصل نبودن زنجیره های مربوط به این فرآیند است. طی سال های گذشته سرمایه گذاری ریسک پذیر تنها از طریق تشکیل صندوق هایی برای این موضوع صورت گرفته است. وظیفه ی این صندوق ها در عمل تنها اعطای تسهیلات حمایتی از طرح ها و پروژه های نوآورانه و فناورانه بوده که این تسهیلات کفاف سرمایه های لازم برای اجرای این پروژه ها را نمی دهد. پژوهشگران ضمن نیاز به منابع مالی به تجارب مدیریتی و تجاری نیز نیازمند هستند.

زیرا کاربردی سازی و اجرای این طرح ها نیازمند توان مدیریت پروژه، نیازسنجی بازار، بازاریابی، تجاری سازی و فروش است. به نظر تشکیل صندوق های سرمایه گذاری ریسک پذیر راهگشا و اثر بخش نخواهد بود و در کشور ما نیازمند اعمال مدیریت گسترده می باشد. شرکت های سرمایه گذاری ریسک پذیر می بایست ضمن تجهیز تخصصی خود، بخصوص کادر مالی و بازرگانی، ارتباط مناسب و دوسویه ای را با بخش صنعت داشته باشند. از این رو، پیشنهاد می شود که این سرمایه گذاری ها از طریق مشارکت میان شرکت VC، پژوهشگران و بهره برداران انجام گیرد. یکی دیگر از موانع این کسب و کار، چگونگی جذب و انتخاب طرح های نوآورانه و فناورانه است. در صورتی که شرکت VC بخواد به طور مستقیم اقدام به ارزیابی و انتخاب این طرح ها کند، با تعداد بی شماری طرح مواجه می شود که غربالگري و انتخاب آن نیاز به کادر و توان تخصصی بالایی دارد که عملاً غیر ممکن است. بنابراین، می توان غربالگري اولیه را توسط شرکت های دانش بنیان، مراکز رشد و پارک های علم و فناوری انجام داد. این ارکان حلقه ی واسط در انتخاب طرح ها و ایده ها خواهند بود. مجدداً تأکید می شود ضمانت موفقیت آمیز بودن طرح های نوآورانه و فناورانه، وجود تمامی عوامل و اتصال کامل زنجیره های این فرآیند است که می تواند چرخه ی تجاری سازی را جاری سازد. در حال حاضر با توجه به این که سرمایه گذاری ریسک پذیر در کشور در مرحله ی طفولیت خود قرار دارد، شرکت های هلدینگ که تقریباً از امکانات لازم برای این امر برخوردار هستند و چرخه های مختلف تجاری و صنعتی را مدیریت می کنند، می توانند نقش بارزی را برای موفقیت این کسب و کار ایفاء کنند.



باعث کاهش ریسک مجموع سبد سرمایه گذاری می شود. سرمایه گذاری ریسک پذیر یکی از روش های تأمین مالی است که به صورت عمده برای شرکت هایی که در مراحل ابتدایی خود به سر می برند و در واقع دارای پتانسیل و ریسک بالایی هستند، انجام می پذیرد. این استراتژی سرمایه گذاری ممکن است برای کمک به موفقیت شرکت هایی با سابقه ی بیش تر نیز به کار برده شود. تجارب کشورهای گوناگون برای ایجاد نهادهای مالی در زمینه ی سرمایه گذاری ریسک پذیر نشان می دهد که در صورت فراهم بودن مکانیزم ها و زیر ساخت های مناسب، این گونه سرمایه گذاری ها مناسب ترین راه برای توسعه ی طرح های نوآورانه است. حمایت نکردن از این گونه طرح ها موجب از دست رفتن موقعیت های مستعد برای توسعه ی فناوری و اشتغال زایی در کشور می شود.

در یک بررسی که در سال های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۶ در امریکا صورت گرفته است، نشان می دهد که سرمایه گذاری ریسک پذیر تأثیر شگرفی در اشتغال زایی و کارآفرینی داشته است. به عنوان مثال در شرکت eBay که مبتنی بر سرمایه گذاری ریسک پذیر است، در سال ۲۰۰۶ حدود ۱۲۸۰۰ شغل ایجاد کرده است که افزایش ۵۶۴درصدی رانسیبت به سال ۲۰۰۰ نشان می دهد (سازمان بین المللی کار). در انگلستان ۹۰ هلدینگ سرمایه گذاری ریسک پذیر در حال فعالیت هستند که در حدود ۱۵۰۰ شرکت دانش بنیان را با ۵۰هزار نفر نیروی انسانی تمام وقت مدیریت می کنند. در سال ۲۰۱۲ شرکت های ریسک پذیر عضو انجمن سرمایه گذاری ریسک پذیر انگلستان در مجموع ۴۲۸ میلیون پوند سرمایه داخلی و خارجی جذب کردند. در مدت زمان پنج ساله منتهی به دسامبر ۲۰۱۲ مقدار ۸.۱ میلیارد پوند از طرف این شرکت ها در دو هزار شرکت دانش بنیان سرمایه گذاری شد.

فعالیت ایسن هلدینگ های ریسک پذیر را می توان در ۹ صنعت تکنولوژی های سبز، فناوری های دیجیتال، فابینانس و سرویس ها، کسب و کار، فناوری اطلاعات، علوم زندگی، مواد، رسانه، پزشکی و تلکام دسته بندی کرد. به عنوان نمونه و بر اساس گزارش انجمن سرمایه گذاری ریسک پذیر انگلستان، شرکت Intel Capital از سال ۱۹۹۱ تاکنون بیش از ۹۰۱ میلیارد دلار در بیش از ۱۲۰۰ شرکت دانش بنیان در سراسر جهان سرمایه گذاری کرده است و امروز پورتفویی در حدود ۴۰۰ شرکت دانش بنیان را دارا می باشد. ۱۰۰درصد سهام این شرکت متعلق



کارشناس بازار سرمایه

صنعت به عنوان مصرف کننده علم و تکنولوژی بایستی ارتباط تنگاتنگی با دانشگاه ها و مراکز علمی داشته باشد تا بتواند از دانش تولید شده و تکنولوژی به وجود آمده، استفاده ی بهینه ای کند. این کار موجب کاربردی کردن دانش و تکنولوژی تولید، تجاری سازی تحقیقات کاربردی و توسعه ای، ارتقاء کیفیت محصولات تولیدی و اجرای سیستم های مدیریت کیفیت، بررسی راهکارهای توسعه ی محصول و استفاده از نوآوری ها در شناسایی بازارهای هدف برای تأمین نیاز مصرف کنندگان و رقابت در عرصه ی جهانی و تجاری سازی نتایج تحقیقات و نوآوری ها می شود.

پیشرفت های سریع تکنولوژی و تأثیر آن در تغییرات کیفی و کمی محصول و سهم از بازار و نیز کاهش قیمت تمام شده، یکی از مهم ترین عواملی است که شرکت های تجاری را وادار به برقراری ارتباط سیستماتیک با منبع تولید علم و دانش یعنی دانشگاه ها و مراکز علمی و تحقیقاتی می کند. در ایران بحث این ارتباط از طرق مختلف و همواره و به طور جدی مطرح بوده است و در مواردی، به ایجاد دفاتر ارتباط با صنعت و پارک های علم و فناوری و اعطای امتیازات مختلف با اساتید و دانشجویان برای آن که محیطی مشوق گونه ایجاد شود، منجر شده است، اما متأسفانه تاکنون مقصد اصلی برای ارتباط سیستماتیک صنعت و دانشگاه حاصل نشده است و همچنان کشور در بسیاری از موارد وابسته به یافته ها و تکنولوژی های برون مرزی است. در سال های اخیر و بعد از مطرح شدن طرح اقتصاد مقاومتی، توجه و نگاه ها به سمت ساختارهای دانش بنیان در داخل معطوف شده است و موضوع خودکفایی صنعت بر اساس این اصل مهم در گفتگوهای اقتصادی کشور بروز یافته است. ولی همواره به دلیل نگاه بودجه ای و دولتی به این پدیده، فراموشی نقش بخش خصوصی و تأثیر آن در تأمین منابع این مجموعه ها و شرکت های دانش بنیان، عدم توجه به تأثیر شرکت ها و اشخاص ریسک پذیر برای کاربردی کردن نظریه های علمی و سرانجام تولید محصول و تجاری کردن آن در کشور سبب شد تا این تفکر در قالب همان ساختارهای دولتی و بودجه ای از روند سریع تغییرات تکنولوژی جا بماند. علاوه بر این، بسیاری از طرح ها و پروژه های نوآورانه در دست پژوهشگران قرار دارد که به دلیل نبود حمایت های مالی، نتوانسته به نتیجه ی مطلوب منجر شود. شرکت ها و مراکز دانش بنیان که اغلب ارتباط مستقیمی با دانشگاه ها و مراکز علمی و نیز سایر پژوهش گران مستقل دارند، همواره در تأمین مالی برای کاربردی کردن نظریه ها و اختراعات خود، مشکل اساسی دارند و به همین علت شاید بسیاری از نظریه ها و یافته های علمی که می توانست راهگشای مشکلات موجود باشد، در همان ذهن ها دفن و حداکثر در کاغذ ثبت شد. وجود سرمایه گذاری های ریسک پذیر و یا تأمین مالی ریسک پذیر که از سالیان دور در کشورهای پیشرفته ایجاد و تقویت شده اند، تأثیرات مهمی در تغییرات تکنولوژی و کسب سهم از بازار داشته است.

سرمایه گذاری ریسک پذیر به عنوان یک روش سرمایه گذاری و تأمین مالی نوین در نظر گرفته می شود که به عنوان یک واسطه ی مالی، سرمایه ی سرمایه گذاران را جمع آوری کرده و به طور مستقیم و یا غیرمستقیم در بنگاه های اقتصادی سرمایه گذاری می کند. هدف سرمایه گذاری ریسک پذیر حداکثر کردن بازدهی در هنگام خروج از سرمایه گذاری ها از طریق نظارت و مساعدت فعال در کسب و کارهای موجود در سبد سرمایه گذاری است. کسب و کار ریسک پذیر، نقش بارزی در توسعه ی اقتصادی جوامع ایفا می کند. شاهد این ادعا کارآفرینی و خلق ارزش بسیار از طریق این سرمایه گذاری در بسیاری از جوامع اقتصادی پیشرفته در سطح دنیا بوده است. شرکت های سرمایه گذاری ریسک پذیر با مخاطره آمیز که اغلب با حمایت و تأمین سرمایه شرکت های کم ریسک پذیر تر ایجاد می شوند، بر تأمین مالی برای طرح های نوو تکنولوژی های جدید و برتر متمرکز می شوند.

این شرکت ها با تأمین مالی از مجاری قابل حصول، طرح ها و ایده های مختلفی را بررسی کرده و در صورت منطقی بودن این طرح ها با معیارهای در نظر گرفته شده، با در اختیار گرفتن سهام و مالکیت شرکت های مجری، به حمایت ایده ها و طرح های انتخابی می پردازند و از منابع مختلفی کسب بازده می کنند. اغلب مهم ترین انگیزه برای سرمایه گذاری ریسک پذیر، همبستگی پائین آنها در بلندمدت با سایر دارایی های سنتی مانند سهام است که در نهایت

انتخاب ترامپ به نفع ایران خواهد بود؟!



حمید اعرابی تحلیل گر و فعال حقیقی بازار سهام در خصوص انتخابات آمریکا و تأثیر آن بر بازار سرمایه و اقتصاد به خبرنگار بورس ۲۴ گفت: انتخاب ترامپ در کل به نفع ایران خواهد بود، به ویژه از نظر سیاسی - اجتماعی و از آنجا که کلینتون در ادامه راه اوباما حرکت می کرد، می توانست جهت گیری هایی در خصوص ایران داشته باشد اما انتخاب ترامپ باعث بر هم خوردن این مواضع شد.

به اعتقاد وی، حضور ترامپ به عنوان رئیس جمهور آمریکا به نفع اقتصاد ایران خواهد بود و از نظر فشارهای سیاسی قطعاً کمتر بر ایران فشار خواهد آورد. ترامپ برنامه هایی دارد که در سطح جهانی می تواند مؤثر باشد و در بورس ایران هم تأثیر گذار باشد.

او گفت: دونالد ترامپ با برنامه و شعار دو برابر ساختن رشد اقتصادی آمریکا به میدان آمده است که این موضوع منجر به رشد تقاضا برای بازارهای کالایی خواهد شد. در حال حاضر این نگرانی در خصوص نرخ بهره متصور است که این امر منجر به بروز سیاست های انقباضی بر خلاف نظر ترامپ خواهد شد و با توجه به حضور خانم یلن در فدرال رزرو، ترامپ نمی تواند فوراً نرخ را به حالت مد نظر خود بر گرداند. در کل انتخاب ترامپ به نفع ایران خواهد بود.

اعرابی ادامه داد: بازار کالا در ایران علاوه بر مسائل بین المللی با شرایط داخلی هم درگیر خواهد بود، در حال حاضر با توجه به رشد افسار گسیخته نقدینگی در کشور و سودهای بانکی انتظار رشد قیمت دلار متصور است که این امر منجر به رشد توری خواهد شد.

این فعال با سابقه بازار سرمایه در پایان گفت: تهدیدات ترامپ چندان مؤثر نخواهد بود و حضور وی به عنوان رئیس جمهور برای ایران شرایط بدی را به وجود نخواهد آورد.

ارتباط با ما:

روابط عمومی: ۸۸۵۵۶۴۰۰

فکس: ۸۸۵۵۵۷۱۷

نشانی دفتر مرکزی: خیابان یوسف آباد

خیابان نهم - نبش این سینا-

پلاک ۶ - واحد ۷

چاپ: رواق روشن مهر

فنی وهنری:

مدیر هنری: سامان گودرزی

صفحه آرایی: هاله امینی

عکس: فاطمه شاکری

مدیر اجرایی: طاهره افروخته

صاحب امتیاز و مدیر مسئول: رحمان بابازاده

زیر نظر شورای سیاست گذاری

سر دبیر: محبوبه مغانی

اعضای تحریریه:

میشم بهرامی، الهه پیروی، زهرا عابدپور،

محمد علی آذری نیا، مهسا متین، فائزه رهنی،

سمیرا سامانی - مهسا دهقانی راد

ماهنامه تخصصی بازار سرمایه/ شماره ۶ / آذر ۱۳۹۵ / نوامبر - دسامبر ۲۰۱۶ / ۱۶ صفحه ۵۰۰۰ تومان

چند حقیقی سرشناس اوضاع روز بازار سهام را تحلیل کردند

بورس در دوران «پساترامپ»

رونق در بازار کالا منجر به ایجاد رونق در بورس خواهد بود.

بورس تهران در مسیر بازار های جهانی است...

روزی به معین زاده دیگر فعال حقیقی بورس هم به خبرنگار بورس ۲۴ گفت: ترامپ غیر قابل پیش بینی است و کل دنیا در ابهام به سر می برد که برنامه های ترامپ چیست؟! ترامپ با صحبت های پوپولیستی رأی آورد؛ اما اینکه در عمل چه خواهد کرد، قابل پیش بینی نیست. به همین خاطر بورس ایران هم در یک روز تأثیر پذیرفت، چون بازار انتظار دیگری داشت و اتساق دیگری افتاد. اما در مدت کوتاهی، بازار خود را بازیابی کرد و بر اساس اتفاقات روز حرکت کرد.

وی گفت: تغییرات در خودرویی ها به ثبات سیاسی نیاز دارد تا تحرکاتی در آنها رخ دهد اما شاهد این موضوع بودیم که منفی بودن آنها یک روزه بود سایر شرکت های معدنی و فلزات بر مبنای قیمت های جهانی روند رو به رشدی داشتند.

معین زاده گفت: اگر قیمت ها پایدار بماند جای رشد هست و فعلاً شرایط در گرو بازگشایی بازارهاست. در قیمت های پتروشیمی اتفاق خاصی رخ نداد و تغییر آنچنانی پیش نیامد. تأثیر گذاری ترامپ فعلاً بستگی به اعلام رسمی برنامه های وی دارد. باید دید سیستم به چه سمتی حرکت می کند و کابینه ترامپ را چه کسانی تشکیل می دهند. فعلاً همه چیز مبهم است و وضعیت روشنی برای بازار متصور نیست و نوسانات قطعاً نسبت به گذشته بیشتر خواهد بود. در حال حاضر بازار ایران هم متأثر از بازارهای جهانی در حرک است. مسائل سیاسی متغیر صحیحی برای تصمیم گیری در بازار نیست...

کامیار فراهانی تحلیل بازار سرمایه هم درباره بورس پس از ترامپ گفت: اصولاً در تصمیم گیری های اقتصادی در زمینه بازار به مسائل سیاسی وزن نمی دهم و شخصاً توجهی به تغییر و تحولات سیاسی ندارم چراکه نظرات سیاسیون متغیر است و موارد غیر قابل پیش بینی را نمی توان به عنوان یک متغیر مورد توجه قرار داد، ضمن اینکه ترامپ غیر قابل پیش بینی است.

بود؛ این موضوع بازارها را سر در گم می کند و شاهد هیجاناتی در بازار ها خواهیم بود. اینکه اتفاقات خاصی رخ دهد احتمال بالایی دارد که فدرال رزرو شیطنت هایی را انجام دهد، با این وجود بازارها را می توان در مسیر اصلاح دید. با توجه به این شرایط تا ماه های پایانی سال جاری بازار سرمایه نوسانی عمل خواهد کرد، اما در نهایت ترامپ برای ایران می تواند بهتر از اوباما باشد.

به اعتقاد وی، علاوه بر مسائل بین المللی در بازار داخلی با توجه به نبود رقیب جدی برای تصدی ریاست جمهوری در ایران، سیاست های کنترل تورم تا حدی تعدیل خواهد شد و انتظار رشد قیمت دلار تا محدوده ۴۰۰۰ تومان دور از ذهن نخواهد بود که این موضوع هم بر رشد بازار سرمایه تأثیر گذار است.

در میان مدت انتظار، رشد بازار های کالایی و وجود دار...

نیمه آزادی تحلیل گر بازار سرمایه هم در خصوص انتخاب ترامپ این گونه اظهار نظر کرد: در بیست و چند سال گذشته معمولاً در هنگام ورود جمهوری خواهان به عرصه سیاست، ارزش دلار تضعیف می شود و از آنجا که مخرج قیمت کامودیتی ها دلار است، وقتی مخرج کسر ضعیف می شود نتیجه کسر بزرگ خواهد شد. ترامپ با برنامه هایی که اعلام کرده است و سیاست های انبساطی، انتشار دلار را زیاد خواهد کرد و رشد عرضه دلار منجر به کاهش ارزش دلار و رشد قیمت ها خواهد شد. در این شرایط می توان برای قیمت فلز روی را حدود ۳۲۰۰ دلار پیش بینی کرد؛ حتی پیش بینی می شود که سنگ آهن هم سه رقی می شود. البته در کوتاه مدت شاهد استراحت در بازارها خواهیم بود و در میان مدت کالاهای اساسی با استقبال بازار روبه رو خواهند شد. در واقع در پروسه میان مدت به بالا یک سیر صعودی در فلزات ایجاد خواهد شد، نوساناتی البته هست اما در میان مدت روند رو به بالاست، مس در یکی دو سال آینده تا ۸۰۰۰ دلار هم جای رشد دارد. وی افزود: اقتصاد ایران کالا محور است و اکثر شرک ت ها خام فروشی می کنند پس می توان گفت رخداد های پس از انتخاب ترامپ به نفع ایران است و تجربه ثابت کرده است



بورس ۲۴: برخلاف بیشتر نظر سنجی ها دونالد ترامپ نامزد جمهوری خواه توانست رقیب خود هیلاری کلینتون را کنار بگذارد و برای چهار سال کلید کاخ سفید را صاحب شود. بورس تهران در آن روز حدود ۱۵۰۰ واحد سقوط کرد و عملاً نسبت به این انتخاب مردم آمریکا واکنش منفی نشان داد. حال آنکه دارایی های ثابتی همچون طلا و کومودیتی ها رشد کردند. اما بازار سهام ایران بلافاصله راه منطق را در پیش گرفت و به دنبال رشد قیمت فلزات اساسی و مواد معدنی سیر صعودی پیش شه کرد. با این حال گروه هایی معتقدند که بورس و البته اقتصاد ایران در دوران «پساترامپ» شرایط خوبی نخواهد داشت که البته در حال حاضر این دیدگاه موافقان زیادی ندارد.

در این گزارش، چند حقیقی سرشناس بازار سهام اوضاع اقتصاد و بورس ایران را در دوران «پساترامپ» تحلیل و ارزیابی کرده اند:



تا زمان تصدی ترامپ بازار در نوسان خواهد بود...

سعید درخشانی فعال حقیقی بازار سهام اوضاع «پساترامپی» را این گونه تحلیل کرد: جنبشی علیه جهانی شدن در دنیا به وجود آمده است. در ابتدا این موضوع مطرح بود که جهانی شدن منجر به بهبود و برطرف شدن بسیاری از مشکلات خواهد شد و این اتفاق رخ نداد. اما ما شاهد جدایی انگلستان از اتحادیه اروپا در مرحله اول و در حال حاضر مسائل موجود در آمریکا یعنی انتخاب ترامپ هستیم. وی تاجری قوی است و در اقتصاد فعالیت داشته است و با اقتصاد آشناست. به نظر من با توجه به مناظرات ترامپ، او به دنبال رشد قیمت نفت خواهد بود. ترامپ سیاست های انبساطی را در اقتصاد آمریکا پیش خواهد برد و این موضوع منجر به رشد قیمت نفت و بازار کالا خواهد شد. با انتخاب ترامپ پیش بینی ها به این سو بود که بازارها تا چند هفته در شوک فرو رود اما این طور نشد.

این تحلیل گر بورس ادامه داد: برخی شیطنت ها در مخالفت با ترامپ از سوی فدرال رزرو در خصوص نرخ بهره دور از ذهن نخواهد



تأمین سرمایه آرمان

فعال ترین تأمین سرمایه کشور به انتخاب سازمان بورس و اوراق بهادار

همه راه های سرمایه گذاری به آرمان ختم می شود...

- صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت و پیش بینی سود گنجینه آرمان شهر
- صندوق سرمایه گذاری با درآمد ثابت و پیش بینی سود اندوخته توسعه صادرات آرمانی
- صندوق سهامی مشترک آرمان
- صندوق قابل معامله در بورس آرمان آتیه درخشان مس
- صندوق سرمایه گذاری جسورانه (VCFund) توسعه فناوری آرمانی
- صندوق مختلط آرمان شهر (ترکیب سهام و اوراق)

IBshop، اولین فروشگاه اینترنتی خدمات مالی و سرمایه گذاری در کشور، درگاه رسیدن به ماست...



آتلاین سرمایه گذاری کنید!
www.IBshop.ir



مرکز ارتباط با مشتریان، ۴۳۳۸۴

@ibshop.ir

telegram.me/ibshop.ir

خبر امروز را فردا بخوان...!



bourse24.ir

Tel: 021-88556400-88556500

هیچ سرمایه گذاری تنها نیست....!