



FINCO 2020

بورسی شاهراه تأمین مالی





صندوق سرمایه گذاری مشترک
ارزش کاوان آینده
Arzesh Kavan Ayandeh Mutual Fund

- 🥇 رتبه اول بازدهی ماهانه (۳۵٪)
- 🥇 رتبه اول بازدهی سه ماهه (۸۴/۸٪)
- 🥇 رتبه اول بازدهی شش ماهه (۱۴۳٪)
- 🥇 رتبه اول بازدهی سالانه (۳۲۳/۵٪)

بازدهی سالانه شاخص کل بورس (۱۷۸/۵٪)

منتهی به ۹۸/۱۱/۱۵



۰۲۱ ۸۸۶۰۹۲۸۶



www.arzeshkavanfund.ir

10th
INVESTMENT BANK



تامین سرمایه دماوند
Damavand Investment Bank



M&A

اوراق منتشر شده
بالغ بر

۴۳,۸۸۰
میلیارد ریال

Algorithmic
Trading

بازدهی یک ساله
سبگردانی کاردان
بالغ بر

۲۶۰٪

AUM

دارایی تحت مدیریت
بالغ بر

۶۰,۰۰۰
میلیارد ریال



مشاوره تامین مالی
و سرمایه‌گذاری در
نیروگاه خورشیدی

Underwrit

بازدهی یک ساله
صندوق سرمایه‌گذاری
تجارت شاخصی کاردان
بالغ بر:

۱۶۳٪

بازدهی یک ساله
صندوق سرمایه‌گذاری
سهام بزرگ کاردان
بالغ بر:

۲۰۳٪

معاملات الگوریتمی
اوراق بدهی و صندوق‌های
سرمایه‌گذاری

بازدهی یک ساله
صندوق سرمایه‌گذاری
با درآمد ثابت کاردان
بالغ بر:

۲۰٪

خدمات تخصصی مدیریت ثروت را از ما بخواهید

گروه
تأمین
سرمایه
نوین



NOVIN
Investment
Bank
Group

[اولین بانک سرمایه گذاری ایران]

اولین بزرگترین فعالترین

- اولین شرکت تأمین سرمایه کشور
- بزرگترین تأمین سرمایه کشور بر مبنای کفایت سرمایه
- فعالترین تأمین سرمایه ایران برای سه سال متوالی از ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۶ بنا به انتخاب سازمان بورس و اوراق بهادار

کاملترین زنجیره خدمات مله



شرکت مشاور سرمایه گذاری
تأمین سرمایه نوین
N.I.B Investment
Consulting



شرکت کارگزاری
تأمین سرمایه نوین
NOVIN Investment
Bank Brokerage

NIB Market

مرکز آنلاین سرمایه گذاری نوین

- تامین مالی شرکت های بزرگ، متوسط و کوچک
- تامین سرمایه در گردش
- تامین مالی پروژه ها
- صندوق های با درآمد ثابت و با پیش بینی سود
- صندوق های سرمایه گذاری در سهام
- ارائه کننده خدمات بانکداری اختصاصی
- استقرار حاکمیت شرکتی
- ارائه خدمات سبد گردانی
- ارائه خدمات بازارگردانی
- ارائه خدمات ارزشیابی و ادغام و تملیک (M&A)
- ارائه خدمات مشاوره و تجدید ساختار مالی
- ارائه خدمات کارگزاری



novin-investment-bank-group



@nibmarket



@nibmarket

امید، انتخابی مطمئن و هوشمندانه



تأمین سرمایه امید
سهولت انجام

مشاوره
خدمات مالی

مدیریت دارایی‌ها
در قالب صندوق‌ها
وسبده گردانی

خدمات مرتبط
بامدیریت
ریسک سازمانی
ERM

تأمین
مالی



صندوق سرمایه گذاری
اختصاصی بازارگردانی
امید ایرانیان



صندوق سرمایه گذاری
قابل معامله زرافشان
امید ایرانیان



صندوق
سرمایه گذاری گنجینه
امید ایرانیان



صندوق
سرمایه گذاری
بذراع امید آفرین



☎ ۵۴۹۰۶

۰۲۱ ۱۰۰۰۶۰۹۶

info@omidib.com

۰۲۱ ۸۸۵۱۵۶۹۵



omidinvestmentbank

تهران، خیابان

سهروردی شمالی،

خیابان خرمشهر، نیش

کوچه شکوه پلاک ۲

تأمین سرمایه بانک ملت متمایز در ارائه خدمات

بیش از ۱۰۵ هزار میلیارد ریال
تأمین مالی از طریق اوراق بدهی

بیش از ۵۷ هزار میلیارد ریال
تأمین مالی از طریق ابزارهای سرمایه‌ای





سرمایه گذاری امن و آسان
فقط با چند کلیک



www.apsepehr.ir

سود محقق شده



صندوق سرمایه گذاری
اندوخته پایدار سپهر

پرداخت سود بصورت ماهانه

سود مطمئن و پایدار بدون ریسک



sepehrib



sepehrib_co



خدمات مشتریان

۰۲۱-۴۲۳۵۸

مدیر صندوق | تامین سرمایه سپهر

ضامن نقدشوندگی صندوق | بانک صادرات ایران

متولی صندوق | مؤسسه حسابرسی ارقام نگر آریا

حسابرس صندوق | مؤسسه حسابرسی و خدمات مدیریت دایار هیافت



جویشر

تکمیل زنجیره مالی

www.jouyesh.com

Unit 2, No.16, Babak Alley, JahanAra st. ,Shahid e
Gomnam Highway, Tehran. Iran Tel: +98214167440



سرمقاله

- نیاز مبرم تأمین مالی ۱۰
افزایش سرعت
کاهش هزینه‌ها
- تأمین مالی اقتصاد ایران ۱۱
با خودباوری
بازار سرمایه



بهره‌الملل

- تأمین مالی پایدار تزریق ۱۲
خون در رگ‌های اقتصاد
- اوراق سبز ۱۳
به روسیه می‌آیند
- فعالیت سبز ۱۴
در راستای معیارهای ESG
- رشد ۵/۵ درصدی ۱۶
انتشار صکوک در ۲۰۱۸
- تأمین مالی از بازار سرمایه ۱۷
مزیت‌ها



نامیر ماله

- چالشی به نام ۲۰
«رکن ضامن»
- سبقت انتشار اوراق بدهی ۲۲
بر سایر ابزارها
- مقررات سختگیرانه عامل ۲۴
کاهش جذابیت تأمین مالی
- تلاش برای ۲۶
هدایت تأمین مالی
- مقررات سختگیرانه عامل ۲۴
کاهش جذابیت تأمین مالی
- تلاش برای ۲۶
هدایت تأمین مالی
- کنترل نقدینگی افسار ۳۲
کسیخته با تأمین مالی
- بازنگری در نظام ۳۴
تأمین مالی بازار سرمایه

تأمین مالی پروژه‌های عظیم به کمک اوراق



از ابتدای سال ۹۸ تا ۱۵ بهمن ماه در مجموع ۲۵ هزار میلیارد تومان انواع اوراق منتشر شده است که دولت و بخش خصوصی برای تأمین مالی پروژه‌های خود از آنها استفاده کرده‌اند. با این حال بسیاری از مجموعه‌ها به دلیل پروسه طولانی، ناآشنایی با این ابزارها و شاید هزینه‌هایی که به مجموعه تحمیل می‌شود از این ابزارها و اوراق موجود در بازار سرمایه برای تأمین مالی خود استفاده نمی‌کنند...

• متن کامل گفتگو با غلامرضا ابونزایی، مدیرعامل شرکت مدیریت دارایی مرکزی در صفحه ۲۴ آمده است



ISSN: 2252 - 0198

سال دهم - شماره ۱۱۲

بهمن ۱۳۹۸ - ۱۰۰ صفحه



بازار سرمایه

ماهنامه تخصصی بازار و سرمایه
کاری از: نیکان رسانه بازار سرمایه

صاحب امتیاز: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه

مدیر مسئول: معراج نادری فصیح

قائم مقام مدیر مسئول: امیر آشتیانی عراقی

رئیس شورای سیاستگذاری: دکتر مهدی کرباسیان

شورای سیاستگذاری: دکتر علی سنگینیان، دکتر علی رحمانی، غلامحسین دوانی، بهروز زارع، دکتر سعید جمشیدی فرد، دکتر ولی نادی قمی، دکتر آلبرت بغزبان، دکتر سعید اسلامی بیدگلی، دکتر مصطفی امید قائمی، حسین خزلی خرازی، دکتر محمد ابراهیم پورزندی، دکتر بهروز خداحمی، دکتر حسین زارعی

سرمدبیر: علی شریفی نیستانی

دبیر تحریریه: نازنین نامور

تحریریه: مینا هرمزی، مروارید اسلامی، زهره فدوی، مژده ابراهیمی، شیرین سعیدی، نجمه اجرندیان، گلشن بابادی، ساره صابری

مترجم: حبیب‌علیزاده

مدیر هنری: سید مهدی لنگرانی

طراح: مهسا سادات کیانی، سمیرا میدانی

اینفوگرافیک: فاطمه اسماعیلی

ویراستار: نسرین اسلامی

عکس: مهدی ابراهیمی

بازرگانی: نسیم بهمنی، معصومه صلی، مولود محبی، محدثه حاج‌علی، سارا تاجی

اشتراک: سمیرا صلی

مالی و اداری: میلاد کرمی، حدیثه مهین روستا، سارا مهرجو

ناظر چاپ: هادی میرزایی

نشانی: تهران، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا، کوچه ۱۳/۲ (پلاک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم.

تلفن: ۰۲۱-۲۷۳۷۸ - ۸۸۰۳۸۷۱ - ۴۱۶۷۴۰۰ (۰۲۱)

دورنگار: ۰۲۱-۸۹۷۷۵۷۶۵

چاپ: نقشینه

■ ماهنامه بازار و سرمایه آماده دریافت مطالب و مقالات کارشناسان محترم برای انتشار در ماهنامه است.

■ مسئولیت آرا و عقاید ابراز شده در مقالات به عهده نویسندگان است و نشریه در گزینش، ویرایش و اصلاح مطالب پذیرفته شده آزاد است.

مطالب ماهنامه بازار و سرمایه را در بانک اطلاعات نشریات کشور بخواهید

www.magiran.com

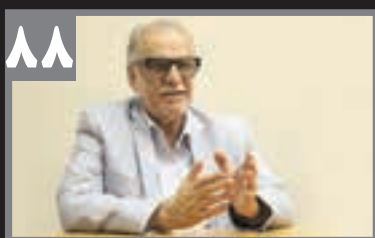
bazarosarmaye@gmail.com



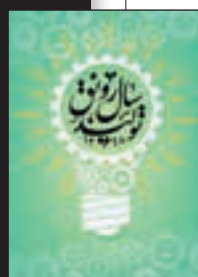
رتبه‌بندی اعتباری، لازمه تأمین مالی در بورس
 ✍️ مدیرعامل رتبه‌بندی اعتباری پایا در گفت‌وگو با بازار و سرمایه مطرح کرد



شرط اجرای اقتصاد مقاومتی، برجام بود
 ✍️ یحیی آل اسحاق درخصوص اقتصاد مقاومتی گفت



بازی خطرناک احساسات
 ✍️ کرباسیان دلایل شکست اقتصاد مقاومتی را تشریح کرد



نامیوس مالی

- | | | | |
|--|----|--------------------------------------|----|
| نگاهی به اسناد قابل معامله در بورس | ۳۵ | کلید موفقیت تسهیل ابزارهای مالی | ۴۰ |
| انتشار اوراق بدهی ارزی را به سرانجام می‌رسانیم | ۴۱ | پول نداریم! | ۴۴ |
| حفظ جذابیت بانسسه‌ها در پذیرش شرکت‌ها | ۴۸ | شرایطی که باید آسان شود | ۶۱ |
| صندوق‌های سرمایه‌گذاری راهی مطمئن | ۶۲ | بازار اوراق تأمین مالی و بازیگران آن | ۶۵ |
| وجود شفافیت همیشگی در ساختار تأمین مالی | ۷۰ | نقش بازار سرمایه در تأمین مالی | ۷۳ |
| بنگاه‌هایی ناآشنا باتأمین مالی | ۷۴ | راه رشد اقتصاد حمایت از SME هاست | ۷۴ |
| تأمین مالی شفاف برای SME ها | ۷۶ | | |

اقتصاد مقاومتی

- | | | | |
|---|----|---------------------------------------|----|
| بازار سرمایه ضربه‌گیر اثرات تحریم | ۸۳ | بورس گزینه‌ای برای توزیع بهینه سرمایه | ۸۴ |
| سرمایه‌گذاری داخلی عامل مهم تحقق اقتصاد مقاومتی | ۸۴ | دولت شکست نخورده است | ۸۵ |
| اجرای اقتصاد مقاومتی ضرورت‌انکار ناشدنی | ۸۹ | دیدگاه برجامی دولت عامل اصلی بود | ۹۰ |

پیشنهاد سردبیر

تأمین مالی بازار سرمایه؛ چالش‌ها و فرصت‌ها

✍️ تأمین مالی از طریق بازار سرمایه یکی از ابزارهایی است که می‌تواند برای انجام طرح‌ها و پروژه‌های شرکت‌های تولیدی و استارت‌آپ‌ها به کار رود. اگر قوانین سخت‌گیرانه در انجام روند انتشار اوراق از انواع مختلف کاهش یابد و فرهنگ سازی برای مدیران انجام شود؛ می‌توان امیدوار بود تا شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود به سمت ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه جذب شوند. به باور برخی کارشناسان، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر در بازار سرمایه بایستی در روند تسهیل بخشی این امر به شرکت‌های تأمین سرمایه اعتماد بیشتری کند...

• متن میزگرد ماهنامه بازار و سرمایه را در صفحه ۲۸ بخوانید



نیاز مبرم تأمین مالی افزایش سرعت؛ کاهش هزینه‌ها



حسن قالیباف اصل

دبیر علمی سومین همایش تأمین مالی

اکنون سومین سال برگزاری همایش «تأمین مالی از طریق بازار سرمایه» است. این همایش‌ها بیشتر بر روی تجربه‌های گذشته تمرکز داشته یعنی در حقیقت انتقال تجربه بوده است. در این راستا باید گفت در حوزه تأمین مالی و ابزارهای آن در بازار سرمایه در سال‌های گذشته توسعه‌های خوبی صورت گرفته است و به نظر می‌رسد بازار سرمایه برای انواع نیازهای تأمین مالی راه‌حل دارد؛ چه نیاز مالی شرکت کوتاه‌مدت یا بلندمدت باشد، چه دارایی داشته باشد، چه شرکت پروژه یا فعالیت نوپایی داشته باشد می‌تواند از این بازار تأمین مالی کند. به نظر می‌رسد بازار سرمایه با توجه به توسعه‌های انجام شده، برای حل همه این موارد راه‌کار دارد. از آنجا که این بحث‌ها جدید است و با توجه به جنس مخاطبان این ابزارها یعنی شرکت‌ها، ناشران و کارآفرینان که نیاز مالی دارند و همچنین با عنایت به پیشرفت‌های سریع این حوزه، نیاز است که این نشست‌ها هر سال برگزار شود. حسن این نشست‌ها و ارائه‌ها این است که توسط شرکت‌های تأمین سرمایه یا مؤسسات رتبه‌بندی انجام می‌شود که خود در آن حوزه دانش و تجربه دارند. این مهم، موجب انتقال تجربه‌ای می‌شود که عیناً انجام شده است و جذابیت این کار را افزایش می‌دهد و باعث می‌شود مدیران، ناشران، شهرداری‌ها و دولت به عنوان نهادهایی که از این بازار تأمین مالی می‌کند، از نزدیک با فرصت‌های تأمین مالی این بازار آشنا شوند.

به‌علاوه در کنار اینکه بحث فرهنگ‌سازی، آموزش و پیشبرد ابزارهای تأمین مالی در کشور را در خود دارد، چشم‌اندازی از اقتصاد کلان ارائه می‌شود؛ چرا که مدیر یک بنگاه اقتصادی که فعالیت سرمایه‌گذاری و تولیدی انجام می‌دهد و برای تأمین مالی فعالیت تولیدی و توسعه در بنگاه اقتصادی به منابع مالی نیاز دارد، باید با روندها و تحولات اقتصاد کلان و اتفاقاتی که در حوزه بنگاه اقتصادی می‌افتد، آشنا باشد.

حال، لازم است به بررسی عمیق‌تر نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بپردازیم. فلسفه وجودی بازار مالی این است که عرضه‌کننده منابع مالی، منابع را عرضه کند و متقاضیان منابع هم از آن استفاده کنند؛ به عبارتی، فلسفه وجودی بازار مالی، تأمین مالی است. اگر عملکرد بازار مالی را اولویت‌بندی کنیم، نخستین شاخص، عملکرد تأمین مالی است. در دنیا نیز به هنگام ارائه آمار، به آمار تأمین مالی اشاره قابل توجهی می‌شود. خوشبختانه در بازار مالی در حوزه ابزارها کار زیادی انجام شده است و ابزارهای متنوعی در بازار مالی وجود دارد. اگر شرکت‌ها تأمین مالی بلندمدت را مدنظر داشته باشند، می‌توانند از بازار سرمایه این کار را انجام دهند. البته برای تأمین مالی کوتاه‌مدت و سرمایه در گردش هم در بازار ابزار وجود دارد. می‌توان گفت تنوع در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه تا حد قابل قبولی توسعه یافته است و اگر شرکت‌ها پروژه و دارایی داشته باشند، می‌توانند از این بازار تأمین مالی کنند. فرض کنید شرکتی یک ساختمان دارد و از آن استفاده می‌کند ولی می‌خواهد آن ساختمان را پشتوانه مالی قرار دهد و از منابع مالی در شرکت استفاده کند، این امکان توسط بازار سرمایه فراهم شده است. برای شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا هم ابزاری وجود دارد که بتوانند از تأمین مالی در بازار سرمایه استفاده کنند.

امتیازی که بازار سرمایه می‌تواند داشته باشد، سرعت تأمین مالی است که دست‌اندرکاران بازار سرمایه باید به آن توجه داشته باشند؛ چرا که گاهی مدیران، بنگاه‌های اقتصادی و ناشران اقدام به تأمین مالی می‌کنند و یک طرح توسعه و پروژه در ذهن دارند ولی بسیار زمان می‌برد و طرح توسعه فراموش می‌شود. به همین دلیل سرعت تأمین مالی یک امتیاز بزرگ است. قاعدتاً در این حوزه نیاز است که تسهیل انجام شود.

موضوع قابل توجه دیگر، هزینه تأمین مالی است. هزینه تأمین مالی در ایران بالاست و تمرکز ناظر و سیاست‌گذار باید روی این مسئله باشد که هزینه تأمین مالی را کاهش دهد؛ چرا که اگر هزینه تأمین مالی پایین بیاید، بسیاری از پروژه‌ها توجیه اقتصادی پیدا می‌کند. هزینه تأمین مالی بالا باعث می‌شود پروژه اقتصادی توجیه اقتصادی نداشته باشد بنابراین هر چقدر هزینه تأمین مالی کاهش یابد، به همان میزان پروژه‌ها بیشتر توجیه پیدا می‌کنند که این باعث توسعه اقتصادی و افزایش اشتغال در کشور می‌شود.

نکته‌ای که لازم است بانک مرکزی و سازمان بورس به آن توجه کنند، تأمین مالی بین‌المللی و ارزی است. به نظر من روی این ابزارها کار چندانی انجام نشده است و لازم است بیشتر مورد توجه واقع شود. با توجه به توسعه‌هایی که در ابزارها ایجاد شده است، اگر این کار هم انجام شود، تأمین مالی در بازار سرمایه ایران بسیار تسهیل می‌شود و مبلغ آن افزایش پیدا می‌کند. افزایش‌هایی که در قیمت‌های بازار اتفاق افتاده است را در حوزه تأمین مالی شاهد نیستیم. انتظار می‌رود با بزرگ شدن بازار سرمایه، تأمین مالی هم افزایش پیدا کند. هر چقدر هزینه‌های تأمین مالی کاهش پیدا کند و سرعت تأمین مالی افزایش پیدا کند، توسعه شرکت‌ها راحت‌تر انجام می‌شود و انجام پروژه جدید و توسعه خطوط تولید به مفهوم افزایش اشتغال و در نهایت، رشد توسعه اقتصادی کشور خواهد بود.

تأمین مالی اقتصاد ایران با خودباوری بازار سرمایه



امیر آشتیانی عراقی
دبیر اجرایی سومین همایش تأمین مالی

سال‌هاست اقتصاد ایران شعار جدایی بازار پول از سرمایه را سر می‌دهد و برای تحقق این شعار در دهه ۸۰ شاهد تغییر قانون بازار اوراق بهادار بودیم، به نحوی که ریاست شورای عالی بورس که پیش از آن در اختیار رئیس کل بانک مرکزی به عنوان ناظر و سیاستگذار بازار پول بود به وزیر اقتصاد محول شد. اما با این تغییر شکلی، تغییر چندان در اصل ماجرا رخ نداد و اقتصاد ایران و به ویژه بازار سرمایه با وجود تمام تلاش‌های ظاهری‌اش، همچنان توسط مدیران بازار پول هدایت می‌شد. این باور وجود داشت که قانون جدید بازار اوراق بهادار دچار کاستی‌هایی است که مانع تغییر ساختاری اقتصاد ایران برای تأمین مالی از بازار سرمایه شده است و با ابلاغ قانون توسعه ابزارهای و نهادهای مالی این مشکلات مرتفع می‌شود و بازار سرمایه می‌تواند به عنوان موتور محرک اقتصاد ایران نقش اساسی ایفا کند.

اما در عمل این اتفاق رخ نداد، چراکه فرهنگ تأمین مالی از بازار سرمایه ایران نهادینه نشده و کارآفرینان و صاحبان بنگاه‌ها، همچنان اولویت اولشان برای تأمین مالی، بازار پول و راحت‌ترین آن، شعب بانک بود.

اما این تمام ماجرا نبود؛ چراکه مدیران ارشد بازار سرمایه هنوز به خودباوری کامل در خصوص توانایی بازار سرمایه که می‌تواند باری از دوش اقتصاد ایران بردارد، نرسیده بودند و از همین‌رو بود که بازهم بنگاه‌ها در نهایت برای تأمین مالی در بازار سرمایه و هر شکلی از اوراق مشارکت شرکتی مجبور بودند از بانک‌ها کمک بگیرند و در نهایت دست به دامن آنها شوند. مدیران بازار پول هم از این نقطه ضعف نهایت استفاده را بردند و با آگاهی از نداشتن اعتماد به نفس مدیران بازار سرمایه، حلقه تأمین مالی شرکتی را برای بنگاه‌هایی که می‌خواستند از مسیر بازار سرمایه اقدام کنند، تنگ و تنگ‌تر کردند و بسیار هوشمندانه با افزایش هزینه‌های ضمانت، بالا بردن زمان پذیرفتن ضمانت و در نهایت محاسبه انتشار اوراق منتشر شده در حد اعتباری ناشران، هزینه‌های غیرمستقیم تأمین مالی را برای شرکت افزایش دادند و شرکت‌ها را به سمت خود کشیدند. حتی در برخی موارد مستقیم پیشنهادها دادند به جای بازار سرمایه از طریق بازار پول تأمین مالی کنند و یا بنگاه‌ها را به راهی کشاندند که صاحبان آن در عمل عطای تأمین مالی در بازار سرمایه را به لقایش ببخشند.

مشکلات مذکور در کنار اتفاقاتی که در درون بازار رخ می‌داد، همچون عدم تفویض فرآیندها، تغییر قوانین و... در مجموع انتشار اوراق را از درجه انتفاع ساقط کرد. به نظر می‌رسد برای اینکه بازار سرمایه بتواند نقشی را که در شعارها بیان می‌شود، ایفا کند اول از همه باید خود را باور کند که توانایی این نقش را دارد. چراکه هم‌اکنون ارزش بازار سهام از کل نقدینگی اقتصاد ایران بیشتر شده است و در سال‌های اخیر توانسته نقش بسزایی هم در تأمین مالی دولت ایفا کند، در حالی که بازار تأمین مالی باید سهم بخش خصوصی باشد و دولت به جای بازار سرمایه باید از روش‌های دیگری تأمین مالی می‌کرد.

توجه به این مسئله هم حایز اهمیت است که با آمدن دولت به این بازار، سهم بخش خصوصی کاهش یافته یا دولت از بی‌میلی بخش خصوصی برای تأمین مالی از بازار سرمایه به سراغ آن آمده و از ظرفیت خالی این بازار استفاده کرده است؟ اگر در کنار خودباوری مدیران بازار سرمایه و افزایش همگرایی در بین ارکان بازار، شاهد دوباره کاری و نظارت چندباره نباشیم و بخ نهادهایی همچون مؤسسات رتبه‌بندی که فرزند خلف بازار سرمایه محسوب می‌شوند بیشتر اعتماد کنیم، بی‌شک شاهد افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد ایران خواهیم بود.

تأمین مالی پایدار تزریق خون در رگ‌های اقتصاد

این اوراق در کشورهای اسلامی قابل استفاده نیستند. بنابراین در کشورهای اسلامی جهت تأمین مالی، ابزارها و روش‌های مبتنی بر شریعت اسلام جایگزین آنها شده‌اند که از مهم‌ترین آنها می‌توان به اوراق مشارکت و اوراق صکوک اشاره کرد. اگرچه دولت بحرین در ژوئن ۲۰۰۱ نخستین اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی را منتشر کرده بود، اما باید مالزی را پیشگام انتشار اوراق اسلامی دانست. نخستین ابزار مالی اسلامی که در سطح بین‌المللی منتشر شد، صکوک بین‌المللی مالزی بود که به ارزش ۶۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۲ عرضه شد. این اوراق با استقبال خوب سرمایه‌گذاران جهان، به ویژه خاورمیانه و آسیا روبه‌رو شد. در دو دهه گذشته ارزش بازار صکوک (اوراق قرضه اسلامی) با رشد چشمگیری مواجه بوده است. پیش‌بینی می‌شود که ارزش بازار صکوک تا سال ۲۰۳۰ با میانگین رشد سالانه ۱۵ درصد، از مرز ۲۷۰۰ میلیارد دلار عبور کند. در حال حاضر انتشار اوراق قرضه اسلامی علاوه بر کشورهای اسلامی خاورمیانه، در دیگر مناطق جهان نیز رایج است. به دلیل اهمیت حفاظت از محیط زیست که در برنامه توسعه پایدار هزاره سازمان ملل نیز مورد تأکید قرار گرفته، انتشار اوراق «سبز» از استقبال گسترده‌ای در سطح جهان برخوردار شده است. اوراق توسعه پایدار نیز که برای اهداف زیست‌محیطی و اجتماعی منتشر می‌شوند، در سال‌های اخیر از رشد خوبی برخوردار بوده‌اند. همچنین اوراق آبی برای تأمین مالی پروژه‌های دریایی از سوی دولت‌ها و بانک‌های توسعه‌ای منتشر می‌شوند. هدف از انتشار اوراق سبز، آبی و توسعه پایدار، کمک به توسعه اقتصادی، بهبود شرایط محیط زیست و ایجاد تأثیرات مثبت بر فضای زندگی انسان‌هاست. امروزه هزاران نوع مختلف از اوراق قرضه که برای اهداف گوناگون منتشر شده‌اند، در بازارهای جهان مورد معامله قرار می‌گیرند. به عنوان نمونه، تنها در بورس فرانکفورت روزانه بیش از ۱۱۰۰ نوع اوراق قرضه خرید و فروش می‌شود که نشان‌دهنده اهمیت این اوراق در فرآیند تأمین مالی پروژه‌های بزرگ و کوچک در سطح جهان است.

از دیرباز، تأمین مالی یکی از دغدغه‌های صاحبان کسب‌وکارها بوده است؛ چه آنها که به دنبال راه‌اندازی کسب‌وکاری جدید بوده‌اند و چه آنها که برای ادامه یا توسعه فعالیت خود به کسب سرمایه نیاز داشته‌اند، همواره با این موضوع درگیر بوده‌اند. امروزه ابزارها و روش‌های متعددی برای تأمین مالی کسب‌وکارهای مختلف (خرد و کلان) وجود دارند که عمده آنها با عناوین وام بانکی، انتشار سهام شرکتی و انتشار اوراق قرضه طبقه‌بندی می‌شوند. از آنجا که تأمین مالی از طریق وام بانکی مستلزم ارائه تضمین‌های محکم و گاه سپردن وثیقه‌های سنگین است، تأمین مالی از طریق بازار مالی از محبوبیت زیادی برخوردار است. تأمین مالی فرآیندی است که در آن، پول مورد نیاز جهت خرید و نوسازی تجهیزات، سرمایه‌گذاری فردی و شرکتی، تأسیس شرکت، اجرای پروژه‌های مختلف، راه‌اندازی و توسعه فعالیت‌های تولیدی و تجاری و... تأمین می‌شود. کارآمدی این فرآیند با روش‌ها و ابزارهای اجرای آن ارتباط مستقیم دارند. در حال حاضر ابزارهای متعددی (به فراخور نوع و اندازه پروژه‌ها و تمایل سرمایه‌پذیران) وجود دارند که اساس و مبنای همه آنها، «تأمین پول مورد نیاز» است. استفاده از ابزارها و روش‌های تأمین مالی کارآمد برای هر نظام اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است، چون از یک سو به مجموعه‌های سرمایه‌پذیر امکان می‌دهد تا به ادامه فعالیت یا گسترش آن اقدام کنند و از سوی دیگر به سرمایه‌گذاران خرد و کلان اجازه می‌دهد تا ضمن مشارکت در فعالیت‌های اقتصادی، سود دریافت کنند. به بیان ساده، تأمین مالی کارآمد به تداوم جریان پول در رگ‌های اقتصاد کمک می‌کند. تأمین مالی شامل انواع مختلفی از جمله دریافت وام‌های کوتاه و بلندمدت، مشارکت در سرمایه‌گذاری، فروش سهام شرکت، انتشار اوراق بدهی و... است. تأمین مالی برای اجرای پروژه‌ها، خواه پروژه‌های دولتی باشد یا بخش خصوصی، از طریق منابع داخلی و خارجی انجام می‌شود. یکی از روش‌های رایج و مهم تأمین مالی در جهان، انتشار اوراق قرضه دولتی و شرکتی است. به دلایل شرعی،

مدیرعامل بورس مسکو خبرداد:

اوراق سبز به روسیه می آیند

■ از فعالیت‌های بخش توسعه پایدار بگویید.

این بخش در ماه نوامبر نخستین حرکت خود را انجام داد و بانک سرمایه‌گذاری سنتر از این طریق اقدام به انتشار اوراق سبز به ارزش ۲۵۰ میلیون روبل کرد. درآمد حاصل از این اوراق یک ساله صرف تأمین مالی و تأمین مالی مجدد وام‌های کلانی خواهد شد که برای اجرای طرح‌های کاهش مصرف انرژی، توسعه انرژی‌های نوشونده و حمل و نقل سبز مورد استفاده قرار گرفته‌اند. انتشار این اوراق مطابق با «اصول اوراق سبز» ICMA (۲۰۱۸) بوده است. در حال حاضر دو نوع اوراق سبز در این بخش معامله می‌شوند و ۱۰ نوع دیگر در آینده به آنها اضافه خواهند شد.

■ چرا بازار روسیه به تأمین مالی سبز روی آورده است؟

دلایل متعددی برای این موضوع وجود دارد. یک دلیل تمایل بازار و ناشران به جذب سرمایه‌گذاران جدید است. گرچه سرمایه‌گذاران خارجی حدود ۳۰ درصد از اوراق دولتی مبتنی بر روبل را در اختیار دارند، اما سهم آنها از اوراق شرکتی بسیار ناچیز است. در همین حال، منافع سرمایه‌گذاری شرکت‌های روس در اوراق سبز بسیار چشمگیر است. به عنوان مثال، بیش از ۷۰ درصد از اوراق سبز منتشر شده از سوی راه‌آهن روسیه در ماه می، به سرعت با استقبال سرمایه‌گذاران اروپایی، آسیایی و آمریکایی مواجه و خریداری شد. عامل دیگر، تایید این واقعیت از سوی دولت‌ها، ناشران اوراق و بورس‌ها بود که روسیه به توجّه به اینکه بزرگترین صادرکننده مواد هیدروکربنی جهان است، نقش مهمی در بازارهای دنیا دارد. نیمی از سرمایه بازار در شاخص MOEX (شاخص بورس مسکو) مربوط به شرکت‌هایی است که در صنعت نفت و گاز فعالیت می‌کنند. همچنین ۶۴ درصد از شرکت‌های تحت پوشش این شاخص در بخش‌های استخراج فعال هستند. بنابراین، روسیه وظیفه و مسئولیت مهمی در قبال حفاظت از محیط زیست و کمک به توسعه پایدار آن به عهده دارد. آخرین دلیل اینکه شرکت‌های روس به سرعت خود را با موضوعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی توسعه پایدار هماهنگ می‌کنند. در همین حال، ناشران اوراق سبز هم به رونق و توسعه این بازار کمک می‌کنند.

■ وضع دیگر بازارهای نوظهور چگونه است؟

در دنیای بازارهای نوظهور، روسیه در زمینه انتشار اوراق سبز تنها نیست. بر اساس آمارهای موجود، حجم اوراق سبز منتشر شده از سوی بازارهای نوظهور بیش از یک پنجم بازار جهانی ۱۲۱ میلیارد دلاری اوراق سبز جهان است. با وجود عمر کوتاه، بازار اوراق سبز کشورهای نوظهور به سرعت تکامل پیدا می‌کند و هم‌اکنون با استقبال سرمایه‌گذاران مواجه است.

بورس مسکو یکی از بازارهای مهم در منطقه اروپا به شمار می‌رود. بر اساس آمارهای سالانه، حجم معاملات بازارهای سهام، اوراق بدهی، اوراق مشتقه، کالا، ارز و... مسکو در دسامبر ۲۰۱۹ به ۶۶،۳ هزار میلیارد روبل (بیش از یک هزار و ۶۵ میلیارد دلار) رسید. امروزه بورس مسکو در مسیر توسعه ابزارهای معاملاتی گام برمی‌دارد که یکی از آنها، اوراق سبز است. یوری دنیسوف، مدیرعامل بورس مسکو در گفت‌وگویی به این موضوع پرداخته است.

■ وضع بازار جهانی تأمین مالی از طریق اوراق بدهی پایدار را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

در سال‌های اخیر بازار جهانی تأمین مالی از طریق اوراق بدهی پایدار از رشد چشمگیری برخوردار بوده است به طوری که در ۱۰ ماه نخست سال ۲۰۱۹، انتشار اوراق جدید به ۳۲۰ میلیارد دلار رسید. این رقم سه برابر میزان انتشار این اوراق در سال ۲۰۱۶ و حدود ۸ برابر بیشتر از آمار سال ۲۰۱۴ است. تأمین مالی پایدار عمدتاً از طریق انتشار اوراق سبز انجام می‌شود، البته اوراق توسعه پایدار و اوراق اجتماعی نیز سهم مهمی در این زمینه دارند. با وجود رشد سریع انتشار اوراق بدهی سبز، عطش سرمایه‌گذاران برای این ابزارها (به ویژه اوراق شرکتی) هنوز کاهش نیافته است. در این زمینه نوعی ناترازی بین عرضه و تقاضا وجود دارد. سرمایه‌گذاران خواهان انتشار اوراق سبز شرکتی بیشتر هستند. در حال حاضر حجم اوراق شرکتی کمتر از نصف کل اوراق سبز منتشر شده است. بیشترین حجم اوراق سبز منتشر شده به دولت‌ها، شهرداری‌ها و نهادهای شبه‌دولتی تعلق دارد.

■ روسیه چه جایگاهی در این بازار دارد؟

همچون بسیاری از بازارهای نوظهور، روسیه نیز در این زمینه حدود یکی دو سالی از بازارهای توسعه‌یافته عقب افتاد. اما اوضاع به سرعت در حال تغییر است. در ماه‌های اخیر، بورس مسکو به موج رونق جهانی اوراق سبز پیوسته است. در جولای ۲۰۱۹، بورس مسکو یک بخش ویژه به نام «بخش توسعه پایدار» برای تأمین مالی پروژه‌های زیست‌محیطی و اجتماعی راه‌اندازی کرد. برای موافقت با انتشار اوراق سبز، ناشر باید اهداف اصلی خود را به صورت کتبی در بروشور خود توضیح دهد. همچنین لازم است هر ساله محل هزینه‌کرد وجه دریافتی را با صداقت گزارش کند و به بازرسی نهادهای دیگر جهت تایید مطابقت این اوراق با استانداردهای اجباری تن دهد. اوراق بدهی سبز بر اساس اصول اعلام شده از سوی انجمن بین‌المللی بازار سرمایه (ICMA) و تایید یک شرکت غیر روس منتشر خواهند شد.



تأمین مالی پایدار در بورس لندن رونق می گیرد

فعالیت سبز

در راستای معیارهای ESG

دیوید هریس
مدیر بخش امور توسعه پایدار بورس لندن

جهان قرار گرفته است، از جایگاه ویژه‌ای در حمایت از روند گذار جهانی به اقتصاد پایدار و بدون آلاینده‌ی برخوردار است. در همین راستا، بورس لندن در سال ۲۰۱۵ یک بخش اختصاصی به نام «بخش اوراق سبز» راه‌اندازی کرد. این نخستین بخش اختصاصی در نوع خود بود که از سوی یک بورس جهانی عرضه شد. امروز بورس لندن محل دادوستد مجموعه‌ای از اوراق سبز، اجتماعی و پایدار است که انتشار آنها در مجموع ۳۳ میلیارد پوند برای شرکت‌ها، نهادها، دولت‌ها و شرکت‌های چندملیتی به ارمغان آورده است. بر مبنای همین پلتفرم‌ها، بورس لندن به تازگی دو طرح ابتکاری جدید برای حمایت از روند گذار به اقتصاد سبز ارائه و راه‌اندازی کرده است: بازار اوراق پایدار و نماد اقتصاد سبز.

نماد اقتصاد سبز برای سهام و بازار اوراق پایدار (SBM) برای حمایت از روند گذار به یک اقتصاد پایدار با آلاینده‌ی اندک طراحی شده‌اند. این دو ابتکار جدید در کنار هم از ناشران، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای کسب سرمایه قابل دوام و نشان داده صلاحیت‌شان حمایت می‌کنند. وظیفه نماد اقتصاد سبز بورس لندن، شناسایی شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار اصلی است که ۵۰ درصد یا بیشتر درآمد سالانه‌شان ناشی از محصولات و خدمات مرتبط با اقتصاد سبز جهانی (اصطلاحاً، درآمدهای سبز) است. آستانه ۵۰ درصد درآمد از اهمیت زیادی برخوردار است چون نه تنها بازیگران بزرگ در حوزه انرژی نوشونده و مدیریت پسماند را به ذهن متبادر می‌کند، بلکه همچنین معرف مجموعه‌ای از ناشران اوراق است که در بخش ارائه راه‌حل‌های زیست‌محیطی فعالیت می‌کنند. ۷۴ سهمی که این نماد را دریافت کرده‌اند شامل شرکت‌هایی از بخش تولید تا حمل‌ونقل، کشاورزی، محصولات شیمیایی و خدمات

روند گذار به اقتصادهای غیرآلاینده یا با آلاینده‌ی اندک، یکی از مسائل مورد تاکید در سده ۲۱ میلادی است که بنیان‌های آن به دست کارشناسان تشریح شده و ریسک‌های آن به تفصیل از سوی نهادهای علمی مورد بررسی قرار گرفته است.

در بریتانیا، نهاد راهبری مالی به تازگی پیشنهادهایی را برای بهبود روند افشاء اطلاعات مربوط به تغییرات اقلیمی از سوی شرکت‌ها ارائه کرده است. مارک کارنی، رئیس کل بانک مرکزی انگلستان در اکتبر ۲۰۱۹ اعلام کرد، شرکت‌هایی که الگوهای تجاری خود را با برنامه گذار به اقتصاد غیرآلاینده هماهنگ و هم‌راستا کنند، پاداش خوبی دریافت خواهند کرد. اما آنهایی که توان پذیرش این موضوع را ندارند، موجودیت‌شان را از دست خواهند داد. در حال حاضر الگوهای تجاری توسعه پایدار و سرمایه‌گذاری، به طور توأمان به ضرورتی زیست‌محیطی و تجاری تبدیل شده‌اند.

در همین حال، تعداد شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی که ریسک‌های ناشی از تغییرات اقلیمی را به رسمیت شناخته و خواهان اقدام شفاف‌تر در این زمینه هستند، رو به افزایش است. ما می‌دانیم که اقتصاد سبز حدود ۶ درصد از سرمایه بازار شرکت‌های بورسی جهان را (تقریباً معادل ۴ هزار میلیارد دلار) شامل می‌شود. با توجه به اینکه حدود ۳۰ هزار میلیارد دلار دارایی‌های تحت مدیریت شرکت‌ها در حال اجرای استراتژی‌های سرمایه‌گذاری هماهنگ با توسعه پایدار هستند، سرمایه‌گذاران در سراسر جهان بیش از پیش بر موضوع توسعه پایدار متمرکز شده‌اند. این رقم در حال افزایش است. آمارها نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری بر مبنای استراتژی‌های ESG (زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) سالانه ۲۰ درصد رشد می‌کند. در این میان، گروه بورس لندن که در قلب بازارهای مالی



آمریکا اشاره کرد. اوراقی که در بازار اوراق پایدار بورس لندن دادوستد می‌شوند، معرف ناشرانی از ۱۸ کشور هستند و تاکنون ۳۳ میلیارد پوند بر مبنای ۱۴ ارز مختلف تأمین مالی کرده‌اند.

از فعالیت بخش اوراق سبز تجربه‌های زیادی به دست آورده‌ایم، از جمله این که دریافته‌ایم هم‌اکنون سرمایه‌گذاران تمایل زیادی به استفاده از این ابزارها نشان می‌دهند. هدف آنها از به‌کارگیری این ابزارها، حمایت از شرکت‌ها جهت تغییر ساختار دارایی و الگوهای کسب‌وکارشان است. این موضوع برای شرکت‌هایی که در صنایع بسیار آلاینده فعالیت می‌کنند نیز صادق است. ما متوجه شدیم که پایه‌ریزی اصول و تعیین معیارهای طبقه‌بندی برای اوراق مختص گذار به اقتصاد سبز بسیار پیچیده است. بر این اساس، به عنوان تلاشی برای راه‌اندازی «بخش اوراق پایدار»، بورس لندن مشغول رایزنی با ناشران، سرمایه‌گذاران، مشاوران مالی و فعالان بازار است.

هر دو طرح ابتکاری «نماد اقتصاد سبز» و «بازار اوراق پایدار» بر مبنای تجربیات تخصصی بخش FTSE Russell بورس لندن پایه‌ریزی شده‌اند. به مدت ۲۰ سال، از زمان راه‌اندازی شاخص‌های FTSE۴Good، این مجموعه به توسعه سرمایه‌گذاری پایدار، ایجاد شاخص‌های جدید، ارائه آمار و اطلاعات و ابزارهای تحلیل داده کمک کرده است.

در حال حاضر تخصص این مجموعه در زمینه اقتصاد پایدار و داده‌های مربوطه، برای کمک به ناشران فعال در بورس لندن جهت توجه به تغییرات اقلیمی، ارتباط کارآمدتر با سرمایه‌گذاران و تأمین سرمایه مورد نیاز برای حرکت در مسیر گذار به اقتصاد پایدار و کم آلاینده، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در مسیر گذار به یک اقتصاد سبزتر و پایدارتر، تأمین‌کنندگان زیرساخت‌های بازارهای مالی نقش بسیار مهم و حیاتی ایفا می‌کنند. طرح‌های ابتکاری که در بورس لندن به اجرا درآمده‌اند، نشان‌دهنده تعهد این بورس به ایفای نقش خود در این زمینه و تلاش ما برای همکاری با تمامی مشارکت‌کنندگان بازار برای ارائه راه‌حل‌های عملی در جهت حمایت از ناشران و سرمایه‌گذاران در سراسر جهان است.

مالی هستند. با معرفی این شرکت‌ها ما قصد داریم آگاهی درباره وسعت اقتصاد سبز را افزایش دهیم و ناشرانی را که ممکن است هنوز در این فضا فعال نشده باشند، شناسایی کنیم. آمار مربوط به «درآمدهای سبز» را مجموعه FTSE Russell ارائه می‌کند. این آمار به عنوان عاملی برای افزایش میزان سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های صنعت سبز از طریق افزایش تعداد سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد. این روند، بخشی از رویکرد ما برای کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری ناشی از تغییرات اقلیمی است.

دومین طرح ابتکاری ما، یعنی بازار اوراق پایدار به موفقیت بخش اوراق سبز ما بستگی دارد. به این بخش‌ها بخش‌های دیگری برای انتشار اوراق اجتماعی و پایدار اضافه کرده‌ایم. این بخش‌های جدید سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا بین انواع مختلف اوراق پایدار تمایز قائل شوند. بخش دیگری مختص ناشران وجود دارد که به معرفی اوراق استاندارد ناشران سبز می‌پردازد. برای شرکت‌هایی که در این بخش حضور دارند، درآمدهای سبز حدود ۹۰ درصد یا بیشتر درآمدهای کسب‌وکار را شامل می‌شود. بنابراین، هر سرمایه‌ای که این شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق به دست آورند، یک فعالیت سبز محسوب می‌شود.

البته کارهای بیشتری می‌توان انجام داد، به ویژه اگر بخواهیم فعالیت‌هایمان را در جهت ایجاد جهانی پایدارتر شکل بدهیم. بر اساس برآورد «کمیسرین جهانی اقتصاد و اقلیم» برای تحقق و موفقیت معاهده پاریس به ۹۰ هزار میلیارد دلار سرمایه‌گذاری تا سال ۲۰۳۰ نیاز است. در بورس لندن، هدایت اقتصادهای توسعه‌یافته و نوظهور در مسیر حمایت از این طرح و موفقیت در این چالش بزرگ، یک فرمان و قاعده ضروری به شمار می‌رود. در حال حاضر، در بازار اوراق پایدار بورس لندن بیش از ۲۰۰ نوع اوراق مختلف وجود دارد که بسیاری از آنها از نظر ارزی، جغرافیایی و ساختاری، در نوع خود اولین مورد در جهان هستند. به عنوان مثال می‌توان به انتشار نخستین اوراق سبز تأییدشده خارج از چین، هند، خاورمیانه، همچنین نخستین اوراق سبز دولتی منطقه آسیا-اقیانوسیه و قاره

آمارهای جهانی نشان می‌دهند؛ رشد ۵/۵ درصدی انتشار صکوک در ۲۰۱۸

روند رو به رشد انتشار اوراق صکوک اسلامی نشان‌دهنده استقبال گسترده از این اوراق در سطح جهان است. در سال‌های اخیر، انتشار گسترده اوراق صکوک دولتی در آسیا، کشورهای حوزه خلیج فارس و آفریقا عامل اصلی این رشد بوده است.

بر اساس گزارش سالانه صکوک که بازار مالی اسلامی بین‌المللی (IIFM) در سال ۲۰۱۹ منتشر کرد، در سال ۲۰۱۸ میزان انتشار اوراق صکوک در سطح جهان به ۱۲۳ میلیارد دلار رسید که نسبت به سال پیش از آن، ۵،۵ درصد رشد داشت. این رشد عمدتاً ناشی از افزایش انتشار اوراق صکوک دولتی در آسیا، کشورهای حوزه خلیج فارس و آفریقا بوده و در این مدت، مالزی همچنان مهم‌ترین بازیگر بازار صکوک جهان بوده است. البته در سال ۲۰۱۸ سهم کشورهای همچون امارات، عربستان و ترکیه از بازار جهانی صکوک با افزایش روبه‌رو شد. با اینکه میزان انتشار اوراق صکوک در سال ۲۰۱۸ نسبت به سال پیش از آن با افزایش مواجه شد، اما این رشد به اندازه سال ۲۰۱۷ نبود. در سال ۲۰۱۷ انتشار این اوراق نسبت به سال ۲۰۱۶ با ۴۵،۳ درصد رشد به ۹۷،۷ میلیارد دلار رسیده بود.

در گزارش IIFM آمده است: به دلیل افزایش قیمت کالاها (به ویژه نفت خام)، ادامه انتشار صکوک دولتی و شرکتی در مناطق مختلف جهان، بازار جهانی صکوک سال ۲۰۱۸ را با رشدی ملایم به پایان برد. در این سال پیشرفت‌های جالب توجهی رخ داد که از آن میان می‌توان به استقبال از صکوک سبز، صکوک ناظر بر مسئولیت اجتماعی و انتشار صکوک بر بستر فناوری بلاک‌چین اشاره کرد. همچنین انتشار صکوک کوتاه‌مدت از سوی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، شرق دور، آفریقا، آسیا، شرکت بین‌المللی مدیریت نقدینگی اسلامی و بانک مشارکت کویت ترکیه با رشدی ۹۰ درصدی در سال ۲۰۱۸ روبه‌رو شد که این موضوع به بهبود مدیریت نقدینگی نهادهای اسلامی کمک کرد. در حال حاضر بیش از ۹۰ درصد از ارزش ۴۴۳ میلیارد دلاری بازار جهانی اوراق صکوک منتشر شده مربوط به کشورهای مالزی، عربستان، امارات، اندونزی و بحرین است. به نظر می‌رسد، دیگر کشورهای اسلامی همچون ترکیه، پاکستان، قطر، عمان

و... به دنبال افزایش سهم خود از این بازار هستند. در حال حاضر، ارزش بازار صکوک جهانی که در حجم ۱۰۰ میلیون دلار یا بیشتر و با عمر بیش از یک سال منتشر شده‌اند و در سال‌های ۲۰۱۹ یا ۲۰۲۰ سررسید می‌شوند، بیش از ۷۳،۳ میلیارد دلار است.

در سال ۲۰۱۸ میزان صکوک بین‌المللی منتشر شده با ۱۴ درصد افت نسبت به سال پیش از آن به حدود ۳۳ میلیارد دلار رسید. در همین حال، انتشار صکوک داخلی با رشدی ۱۴ درصدی به بیش از ۹۰ میلیارد دلار افزایش یافت. مالزی با سهم ۴۸،۶ میلیارد دلاری، به عنوان بزرگترین مشارکت‌کننده در انتشار اوراق صکوک داخلی شناخته شد. پس از آن، عربستان با سهم ۱۴،۲ میلیارد دلار، اندونزی با ۱۳،۵ میلیارد دلار و ترکیه با ۶،۸ میلیارد دلار رتبه‌های بعدی را به دست آوردند. بررسی‌ها نشان می‌دهند که رشد انتشار صکوک دولتی در سال ۲۰۱۸ ادامه داشته، در حالی که صکوک منتشر شده از سوی مؤسسات مالی، شرکت‌ها و نهادهای شبه‌دولتی روند ثابتی داشته است. در مجموع، روندهای موجود نشان‌دهنده چشم‌انداز مثبت بازار صکوک است. در سال ۲۰۱۸ ارزش صکوک دولتی منتشر شده در بازار داخلی مالزی با ۶۵ درصد افزایش مواجه شد. همچنین ارزش صکوک شرکتی نیز ۱۷ درصد رشد کرد. علت این رشد چشمگیر، عمق زیاد بازار صکوک شرکتی در مالزی بوده است.

بر اساس گزارش IIFM، علاقه و ورود ناشران جدید، انتشار صکوک سازگار با الزامات بازل ۳ و دارای عمر طولانی‌تر و صکوک با عمر نامحدود از سوی نهادهای مالی، انتشار صکوک زیرساختی و افزایش حجم اوراق خرد (به ویژه در اندونزی) از جمله عوامل رشد بازار جهانی اوراق صکوک در سال ۲۰۱۸ بوده است. تقاضای بالا از سوی کشورهای شورای همکاری خلیج فارس (عمدتاً بحرین، عربستان، امارات و عمان)، مالزی، اندونزی، ترکیه، پاکستان، برونی، بانک توسعه اسلامی و منطقه آفریقا همچنان از عوامل اصلی رشد و جذابیت بازار جهانی صکوک به شمار می‌رود.

انتظار می‌رود، انتشار صکوک جدید و تمدید سررسید صکوک موجود به روند رو به رشد این بازار کمک کند. ادامه افزایش قیمت کالاها، الزامات بودجه‌ای و توسعه‌ای

تأمین مالی از بازار سرمایه مزیت‌ها

تأمین مالی پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه و انتشار اوراق دارای مزیت‌های زیادی نسبت به تأمین مالی از طریق نظام بانکی است که در اینجا به برخی از مهم‌ترین آنها اشاره می‌شود.

نخست اینکه، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در واقع به معنای وام گرفتن از مردم است و برخلاف دریافت وام از نظام بانکی، دریافت‌کنندگان در طول دوره فقط سود وام را می‌پردازند و بازپرداخت اصل وام به پایان عمر اوراق موکول می‌شود. نکته دیگر اینکه، انتشار اوراق بدهی به معنای دسترسی به یک منبع نامحدود و مطمئن برای تأمین مالی است. در واقع این منبع نامحدود و مطمئن، سرمایه‌های خرد و کلان مردم است. این نوع از تأمین مالی بر اساس مقررات و قوانین مبتنی بر شریعت اسلامی (اوراق صکوک و مشارکت) استوار است و می‌توان از آن به دفعات و برای اجرای پروژه‌های مختلف استفاده کرد. نباید فراموش کرد که نظام بانکی برای پرداخت وام و اعطای تسهیلات همواره با محدودیت منابع و موانع مختلف روبه‌رو است.

از سویی، به دلیل وجود قوانین و مقررات نظارتی و نیز ارکان قانونی همچون بازارگردان و ضامن بانکی، سرمایه‌گذاری در این اوراق بدون ریسک است و بازپرداخت اصل سرمایه تضمین شده است. به طور کلی، انتشار اوراق بدهی به جذب سرمایه‌ها و نقدینگی خرد و راکد مردم جهت اجرای پروژه‌های اقتصادی و زیرساختی منجر می‌شود که در نهایت به رشد و توسعه اقتصادی کشورها کمک می‌کند. بدون شک، با راکد ماندن سرمایه‌های اندک که در دست مردم است، احتمال ورود این نقدینگی به بازارهای دلالی و فعالیت‌ها کاذب تقویت می‌شود، در حالی که همین سرمایه‌های به ظاهر ناچیز، در صورتی که به مجرای درست هدایت شوند، نقش مهمی در اجرای طرح‌های عمرانی و توسعه‌ای دارند.

مزیت مهم دیگری که تأمین مالی از طریق بازار سرمایه دارد، این است که چنین روشی دارای آثار تورمی بر اقتصاد نیست، چرا که باعث افزایش پایه پولی و نقدینگی و در نهایت، تورم نمی‌شود. امروزه در سراسر جهان تأمین مالی از طریق بازارهای سرمایه یکی از روش‌های رایج برای تأمین سرمایه مورد نیاز جهت اجرای طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی و عمرانی بزرگ و کوچک به شمار می‌رود. نگاهی به آمار و حجم معاملات روزانه اوراق مختلف در بورس‌های سراسر جهان نشان‌دهنده اهمیت و جایگاه این روش تأمین مالی است. در حال حاضر اندازه بازار جهانی اوراق بدهی بسیار بزرگتر از بازار سهام است. در ۱۵ سال گذشته، اندازه بازار اوراق بدهی بیش از سه برابر شده و از مرز ۱۰۰ هزار میلیارد دلار گذشته است. این در حالی است که اندازه بازارهای سهام جهان حدود ۶۴ هزار میلیارد دلار برآورد شده است.

برخی کشورها و مؤسسات اسلامی سهم بزرگی در رشد این بازار داشته است و پیش‌بینی می‌شود که این روند ادامه پیدا کند. استفاده از طلا در انتشار صکوک به وسیله خزانهداری ترکیه و سودان، همچنین انتشار صکوک مبتنی بر دارایی از سوی بانک الریان بریتانیا از جمله پیشرفت‌های بزرگ بازار جهانی صکوک در سال ۲۰۱۸ به شمار می‌روند که انتظار می‌رود در سال‌های آینده نیز ادامه یابد. در همین حال، انتشار صکوک با نرخ درآمد ثابت نیز سیر صعودی داشته است. در حال حاضر نسبت به سال‌های اولیه انتشار اوراق صکوک که سرمایه‌گذاران عمدتاً مؤسسات و نهادهای مالی بودند، امروزه گستره بزرگی از سرمایه‌گذاران در دایره مشتریان این اوراق اسلامی جای گرفته‌اند.

از سویی، IIFM در گزارشی دوره‌ای از سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ اعلام کرد: انتشار صکوک با درآمد ثابت، فرصت‌های معاملاتی بیشتری به سرمایه‌گذاران می‌دهد و به توسعه بازار ثانویه صکوک کمک می‌کند. طی این دوره، مالزی با انتشار اوراق صکوک داخلی و بین‌المللی در مجموع به ارزش ۶۷۰ میلیارد دلار در صدر قرار داشته است. پس از آن، عربستان سعودی با ۱۱۸ میلیارد دلار و امارات و اندونزی هر یک با حدود ۷۹٫۴ میلیارد دلار در رتبه‌های بعدی قرار داشتند. مالزی به دلیل عمق زیاد بازار سرمایه این کشور همچنان پیشگام بازار اوراق اسلامی صکوک در بین کشورهای آسیایی و عربی حوزه خلیج فارس باقی خواهد ماند. با این حال، آمارها حکایت از آن دارند که طی سال‌های اخیر، افزایش انتشار صکوک از سوی عربستان سعودی، اندونزی، امارات و بحرین موجب کاهش سهم مالزی از بازار جهانی صکوک شده است. خالد حمد عبدالرحمن حمد، رئیس هیأت مدیره IIFM در این باره گفت: موفقیت تجاری اوراق صکوک نباید ما را از اصول بنیادینی که این اوراق را از اوراق بدهی رایج متمایز می‌کند، غافل کند. انتشار اوراق صکوک، روشی نوآورانه برای جذب سرمایه بر اساس شریعت اسلام است و ارتباط قوی با اقتصاد واقعی دارد.

منبع: The Malaysian Reserve



گروه توسعه اقتصادی رستا (سهامی خاص)
(گروه مالی بانک شهر)

گروه توسعه اقتصادی رستا (سهامی خاص) در تاریخ ۳۰/۸/۱۳۹۱ تحت شماره ۴۳۲۰۷۷ نزد اداره ثبت شرکت‌ها به صورت شرکت سهامی خاص و با مالکیت ۱۰۰ درصدی بانک شهر و به منظور بهره‌برداری از شرایط و زمینه‌های اقتصادی و مدیریت بهینه شرکت‌های زیرمجموعه بانک شهر و شهرداری در چارچوب قوانین و مقررات کشور با سرمایه اولیه هزار میلیارد ریال تأسیس گردیده است و در شرف تثبیت فعالیت خود به عنوان گروه مالی بانک شهر می‌باشد.



چشم‌انداز

در دنیای امروز که توسعه اقتصادی و نوآوری با سرعت فزاینده‌ای در حال رشد می‌باشد، گروه توسعه اقتصادی رستا (سهامی خاص) در صدد دستیابی به جایگاه برتر در میان نهادهای مالی از طریق حضور مستمر در عرصه‌های مالی و اقتصادی مختلف می‌باشد. در همین راستا گروه توسعه اقتصادی رستا (سهامی خاص) هدف خود را توسعه کسب‌وکارهای منتخب و انجام تحقیق و توسعه علمی و اقتصادی مختلف در جهت افزایش ارزش افزوده و حقوق صاحبان سهام قرار داده است.



شرکت‌های تحت پوشش

- لیزینگ شهر (سهامی خاص)
- تامین سرمایه تمدن (سهامی خاص)
- توسعه بازرگانی بین الملل شهر (سهامی خاص)
- کارگزاری شهر (سهامی خاص)
- سرویس بیمه شهر (سهامی خاص)
- توسعه گردشگری شهر آئین (سهامی خاص)
- گروه پتروانرژی شهر (سهامی خاص)



اهداف و مأموریت‌ها

- تکمیل حوزه خدمات مالی و اقتصادی بانک شهر
- تبدیل شدن به یکی از بزرگ‌ترین هلدینگ‌های مالی در کشور
- به عنوان بازوی اقتصادی بانک شهر، انجام مطالعات تحلیلی، اقتصادی و ارزش‌گذاری
- در جهت افزایش شفافیت به عنوان نهاد مالی ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام می‌نماید



فعالیت‌های اصلی

- سرمایه‌گذاری در سهام یا مشارکت در تأسیس، توسعه و تکمیل انواع شرکت‌ها
- مدیریت و مشاوره سرمایه‌گذاری و مالی به اشخاص حقیقی و حقوقی در بازارهای مختلف مالی
- تحقیق و انجام مطالعات اقتصادی و طراحی ابزار در بازارهای مختلف
- مشاوره در خصوص تأمین مالی و ابزارهای مرتبط
- تأمین کالا و خدمات و تأسیسات، اماکن فرهنگی، آموزشی، ورزشی و تجاری‌سازی و تسهیل‌گری برای اشخاص حقیقی و حقوقی ایرانی و خارجی
- واردات و صادرات انواع کالا و خدمات



The Third
Financing
Conference

February 2020

سومین
همایش
تأمین مالی
بهمن ۱۳۹۸



www.FINCO.CAPITAL



۷۰

وجود شفافیت همیشگی
در ساختار تأمین مالی



۴۱

انتشار اوراق بدهی ارزی را
به سرانجام می‌رسانیم



۲۰

چالشی به نام
«رکن ضامن»



مجری: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه



مدیر عامل تأمین سرمایه نوین
تأمین مالی از بازار سرمایه را
منوط به هموار کردن راه دانست

چالشی به نام «رکن ضامن»

حجم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه از ۱۴۷۴۱ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۹ به ۸۹۶۴۲۳ میلیارد ریال در سال ۱۳۹۷ و در ۱۰ ماهه سال ۱۳۹۸ به رقم ۱۳۸۹۴۵۴ میلیارد ریال رسیده است. آماری که سیر صعودی حرکت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را به خوبی نمایان می‌کند. روندی که با ورود شرکت‌های تأمین سرمایه به بازار سرمایه شکلی ساختارمند به خود گرفت. ولی نادی قمی، مدیر عامل شرکت تأمین سرمایه نوین در گفت و گو با بازارو سرمایه با نگاهی به عمر ۱۰ ساله این نهادهای مالی بازار سرمایه به تبیین چالش‌های این صنعت پرداخت.



مرورید اسلامی
خبرنگار

■ نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بهبود تأمین مالی از بازار سرمایه چیست؟

یکی از عمده‌ترین نقش‌های بازار سرمایه در کشورهای مدرن و کشورهای در حال توسعه، نقش جمع‌آوری منابع عموم مردم در جهت تأمین مالی طرح‌های صنعتی، توسعه‌ای، معدنی و کارآفرینانه است یعنی علاوه بر فراهم آوردن محیط شفاف برای معاملات ثانویه اوراق بهادار، نقش تأمین مالی را نیز به عهده دارد. این نقش توسط یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه یعنی نهادهای مالی آن قابل انجام است. در بین نهادهای مالی مختلف بازار سرمایه نقش تأمین سرمایه‌ها بی‌بدیل است. تأمین مالی از سوی بازار سرمایه از زمان تاسیس اولین تأمین سرمایه‌ها قابل قیاس با گذشته نیست. نقش تأمین سرمایه‌ها در واقع نقش واسطه بین دارندگان منابع مازاد و متقاضیان تأمین مالی است که از طریق تعهدپذیره نویسی و بازارگردانی ایفا می‌کنند. نتایج حاصل از افزایش حجم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با ورود شرکت‌های تأمین سرمایه به بازار سرمایه خود گویای اثر بالاهمیت این شرکت‌ها در بهبود فرایند تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. همانطور که می‌دانید اولین صندوق سرمایه گذاری در بازار سرمایه نیز پس از تاسیس اولین شرکت تأمین سرمایه در ایران، راه اندازی شد که ورود این صندوق‌ها به سازماندهی منابع مازاد در بازار سرمایه و هدایت این منابع به شکل صحیح به سوی بخش‌های مختلف اقتصادی متقاضی تأمین مالی کمک شایانی نموده است.

فرآیند انتشار اوراق، مشارکت می‌کنند. نبود محدودیت در حجم تأمین مالی ابتدایی‌ترین و البته با اهمیت‌ترین مزیت موجود است تا جایی که که اگر ترازنامه ناشران/بانیان، ظرفیت استقراض قابل ملاحظه‌ای را نشان دهد، امکان تأمین منابع در یک روز و در حجم بسیار بالا در بازار سرمایه وجود دارد. در حالی که تأمین منابع در حجمی مشابه با حجم منابع تأمین شده از بازار سرمایه مستلزم صرف زمان و انرژی بسیار و اقدام از چند کانال در بازار پول خواهد بود. علاوه بر این تأمین مالی از طریق بازار سرمایه معمولاً با اهداف بلندمدت است و ناشران/بانیان اصل مبلغ انتشار اوراق را در زمان سررسید پرداخت می‌کنند و در طول عمر اوراق تنها فرع را پرداخت خواهند کرد. از طرفی تأمین مالی از بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران نیز مزایای بسیار داشته که از آن جمله می‌توان به شفافیت اطلاعاتی ناشران/بانیان و ارائه اطلاعات کافی در خصوص طرح تأمین مالی در انتشار اوراق اشاره کرد.

■ تا پیش از این نظام بانکی نقش پررنگی در تأمین مالی افراد و حتی دولت داشته، تغییر این نگرش رو منوط چه راهکارهایی می‌دانید؟

درست است که در حال حاضر حجم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول بسیار کم است، ولی عمر تأمین مالی از طریق انواع اوراق بدهی در ایران با تاسیس شرکت‌های تأمین سرمایه آغاز شده که تنها ده سال از قدمت آنها می‌گذرد. تا قبل از تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه تنها ابزار تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی، انتشار اوراق مشارکت بود که تا قبل از سال ۱۳۸۸ برای هیچ یک از شرکت‌های بورسی منتشر نشده بود، اما از زمان تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه و گسترش فعالیت

■ مزایای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه چیست؟

تأمین مالی در بازار سرمایه هم برای شرکت‌های متقاضی تأمین مالی دارای مزایا بوده و هم برای سرمایه‌گذارانی که از سوی بازار سرمایه در



دارای رتبه اعتباری کمتری هستند با ضریبی متناسب با رتبه اعتباری آنها، توثیق اوراق بهادار را الزامی کرده است که این موضوع منجر به استقبال کمتر از خدمات شرکت‌های رتبه‌بندی شد. به نظر می‌رسد اگر به جای توثیق اوراق بهادار در کنار رتبه‌بندی اعتباری، اجازه تأمین مالی با نرخ متناسب با رتبه اعتباری شرکت‌ها داده می‌شد، این راهکار عملی‌تر بوده و قابلیت اجرای بیشتر داشت.

■ به برنامه‌های تأمین سرمایه نوین در طراحی ابزارهای تأمین مالی هم بپردازید؟

یکی از مأموریت‌های اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه طراحی ابزارهایی متناسب با نیاز مشتریان و پیشنهاد این ابزارها به سازمان بورس و اوراق بهادار است؛ این وظیفه خطیر باید به موازات فرایند اجرایی تأمین مالی شرکت‌ها و جزء لاینفک آن باشد؛ از طرفی گاه اقدامات انجام شده می‌تواند به صورت پیشنهادی در راستای اصلاح و بهبود راهکارهای تأمین مالی موجود باشد. گروه تأمین سرمایه نوین از زمان تاسیس تاکنون کارنامه درخشانی در راستای اجرایی ابزارهای تأمین مالی نوین در بازار سرمایه داشته است به طوری که اولین اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع، اوراق اجاره دولت و اوراق منفعت بخش خصوصی با مشاوره این شرکت در بازار سرمایه اجرایی شدند. در حال حاضر با توجه به متنوع شدن ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه تلاش این تأمین سرمایه در راستای ارائه پیشنهادهایی برای تسهیل در استفاده از ابزارهای جاری است. نتایج بررسی‌های انجام شده در این بخش منجر به انجام اصلاحاتی در دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه شد که یک مورد انتشار اوراق مرابحه با استفاده از دستورالعمل جدید در دست انتشار با مشاوره این تأمین سرمایه است که در حال حاضر موافقت اصولی انتشار اوراق مذکور اخذ شده است. علاوه بر طراحی و پیشنهاد ابزارهای تأمین مالی جدید، اقداماتی نیز از سوی گروه تأمین سرمایه نوین در راستای استفاده خلاقانه از ابزار مشتقه در راستای تأمین مالی شرکت‌ها در سال جاری به انجام رسیده است.

■ حجم تأمین مالی انجام شده نوین چقدر است؟

کل حجم تأمین مالی انجام شده با تعهدپذیره نویسی و بازارگردانی از ابتدای تاسیس تاکنون، ۸۷٫۳۹۰ میلیارد ریال بوده که اگر در آمار حجم اوراقی را که تأمین سرمایه در آن نقش مشاور را نیز بر عهده داشته، اضافه کنیم، حجم کل تأمین مالی به رقم ۱۰۶٫۸۷۹ میلیارد ریال خواهد رسید. نوع اوراق و میزان حجم منتشر شده در جدول زیر قابل بررسی است. البته این آمار تنها مربوط به تأمین انجام شده با استفاده از ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر بدهی است و شامل تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نمی‌شود.

نوع اوراق و میزان حجم منتشر شده		
نوع اوراق	مبلغ - میلیون ریال	درصد
اجاره	۲۲,۵۹۱,۶۸۲	۲۶
استصناع	۱,۶۲۹,۳۱۴	۲
رهنی	۱,۵۸۷,۲۰۵	۲
سلف	۴,۰۰۰,۰۰۰	۵
گواهی سپرده (خاص)	۱,۸۰۰,۰۰۰	۲
مرابحه	۸,۰۶۵,۳۰۶	۹
مشارکت	۲۹,۲۱۶,۷۶۳	۳۳
منفعت	۱۸,۵۰۰,۰۰۰	۲۱
افزایش سرمایه شرکت سهامی عام	۱۱۳,۹۵۰	۱۱۳,۹۵۰
جمع	۸۷,۳۹۰,۲۷۰	۱۰۰

آنان روزبه‌روز به تعداد ابزارهای تأمین مالی افزوده شد و به تدریج زمینه استفاده از این ابزارها برای شرکت‌ها و به ویژه شرکت‌های بورسی فراهم شد. بر همین اساس به نظر می‌رسد از جمله دلایل اصلی سهم نسبتاً کم بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد کشور، شناخت ناکافی از ابزارهای نوین تأمین مالی و نپا بودن تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. البته گاه وجود الزامات برای ناشران (بانیان) و فرآیند بوروکراتیک اخذ مجوزات انتشار منجر به این می‌شود که استفاده از ابزارهای بدهی در بازار سرمایه کمی زمانبر شود که در نهایت استقبال کمتر از این ابزارها را به دنبال دارد؛ اما با وجود همه این مشکلات، نتایج حاصل از بررسی‌ها نشان می‌دهد؛ نگرش به نظام بانکی و مالی کشور در حال تغییر و بازار بدهی در کشور با رشد فزاینده‌ای برای رسیدن به جایگاه واقعی خود در حرکت است.

■ به رغم مزیت‌های مترتب اما نمی‌توان چالش‌های تأمین مالی در کشور را نادیده گرفت.

همان طور که عنوان شد استفاده از ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه در گرو داشتن شفافیت است و برای تأمین شرط شفافیت و افشای اطلاعات بطور صحیح، وجود حسابرِس معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار ضروری؛ متأسفانه بسیاری از شرکت‌های متقاضی، حسابرِس معتمد سازمان بورس را ندارند ضمن آنکه تغییر حسابرِس خود مستلزم طی فرآیند خاصی است. علاوه بر این، ابزارهای بدهی موجود در بازار سرمایه، هریک دارای شرایط و الزامات خاص خود هستند و شرکتی که متقاضی استفاده از ابزارهاست باید بندهای عنوان شده در دستورالعمل‌های مربوط را داشته باشد. به همین دلیل، استفاده از این ابزارها محدود به شرکت‌های کمتری خواهد شد. همچنین ابزارهای بدهی در بازار سرمایه معمولاً مناسب تأمین مالی در حجم‌های بالاتر از ۱۰۰ میلیارد ریال است که معمولاً شرکت‌های SME توانایی پرداخت هزینه های مالی ناشی از این حجم را نخواهد داشت. به این نکته هم توجه کنید؛ استفاده از ابزارهای بدهی در این بازار مستلزم گذراندن فرآیندی است که حداقل بین ۲ تا ۳ ماه به طول خواهد انجامید. اما آنچه بیش از این موارد فرآیند انتشار اوراق را با چالش مواجه کرده است، تعیین و نهایی کردن رکن ضامن اوراق است. بسیاری از شرکت‌های متقاضی دارای سهام وثیقه با هدف توثیق نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجه به جای معرفی رکن ضامن نیستند، از طرفی براساس دستورالعمل‌های اخیر سازمان بورس و اوراق بهادار، انتشار اوراق متناسب با رتبه اعتباری مشتری بدون وثیقه کردن اوراق بهادار امکان‌پذیر نیست که این موضوع تمایل به استفاده از رتبه اعتباری را در میان متقاضیان کاهش داده است و همچنین پذیرش ضمانت اوراق توسط بانک‌ها مستلزم صرف زمان بسیار جهت اخذ تایید از تصمیم‌گیرندگان بانک‌ها و بانک مرکزی است که تمامی موضوعات یادشده، موضوع تعیین رکن ضامن اوراق را به یکی از اصلی‌ترین چالش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مبدل کرده است.

■ به نظر می‌رسد جای شرکت‌های رتبه‌بندی در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه تا کتون مغول مانده؟

زمانی که موضوع تاسیس شرکت‌های رتبه‌بندی مطرح شد، تصور بر این بود که یکی از مأموریت‌های اصلی این شرکت‌ها تعیین رتبه اعتباری مشتریان به ویژه متقاضیان تأمین مالی در بازار سرمایه جهت حذف رکن ضامن و یا توثیق سهام در فرایند انتشار اوراق بدهی است. متأسفانه براساس ابلاغیه جدید سازمان بورس و اوراق بهادار تنها شرکت‌هایی می‌توانند از این امکان به این شرح استفاده کنند که رتبه اعتباری آنها سه سال متوالی از دو شرکت رتبه‌بندی متفاوت AAA باشند که اخذ این رتبه اعتباری با شرایط یاد شده جهت بهره‌مند شدن، مطمئناً تنها برای شرکت‌های محدودی امکان‌پذیر خواهد بود. در ابلاغیه مذکور برای سایر شرکت‌ها که

بررسی روند تأمین مالی از بازار سرمایه در هشت سال اخیر

سبقت انتشار اوراق بدهی بر سایر ابزارها

معصومه جهانگیری
 واحد تأمین مالی شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی

علی اصغر اکبری
 واحد تأمین مالی شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی

نیست. در سال‌های گذشته دولت از محل انتشار اسناد خزانه اسلامی، اوراق منفعت دولتی و... تأمین مالی کرده است.

جدول زیر حجم انتشار ابزارهای مختلف مبتنی بر بدهی در بازار سرمایه و ترکیب انتشار هریک را در سال‌های ۱۳۹۱ تا پایان دی ماه سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد. (جدول ۳-۴ و نمودار ۲)

همانطور که از جدول مورد اشاره برمی‌آید، انتشار انواع اوراق بدهی جهت تأمین مالی در هشت سال گذشته روندی صعودی را دنبال کرده که این روند در سه سال پایانی از شیب تندی برخوردار بوده است.

در میان ابزارهای منتشر شده، اسناد خزانه اسلامی دارای بیشترین سهم از حجم انتشار است. در توضیح علت این موضوع می‌توان اینگونه بیان کرد که دولت هرساله با توجه به کسری بودجه و به جهت سررسید شدن اوراق منتشره در سال‌های قبل اوراق جدیدی منتشر می‌کند. با توجه به رویه بسیار ساده انتشار این اوراق شاهد افزایش سهم این اوراق در هر سال بوده‌ایم. اوراق سلف موازی استاندارد و اوراق مشارکت نیز بعد از اسناد خزانه اسلامی بیشترین سهم را دارا بوده‌اند.

همانطور که در مشاهده می‌شود، بیشترین سهم از مانده اوراق منتشر شده در هر سال

سرمایه و درصد استفاده از هریک در سال‌های اخیر را نشان می‌دهد. (جدول یک-۲ و نمودار یک)

همانطور که در، به طور کلی در چند سال اخیر تأمین مالی از محل بازار سرمایه افزایش یافته و از رشد صعودی خوبی برخوردار بوده؛ به طوری که در سال‌های ۱۳۹۱ تا دی ماه ۱۳۹۸ در حدود ۹۱۰ درصد رشد را تجربه کرده است. طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۳ تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه سهم بیشتری نسبت به سایر روش‌های مورد بررسی داشته است. به طوری که بین ۷۷ تا ۸۰ درصد تأمین مالی در بازار سرمایه از این محل اتفاق افتاده است. در سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشترین سهم از تأمین مالی در بازار سرمایه را دارا بوده‌اند. از سال ۱۳۹۶ تأمین مالی از محل انتشار ابزارهای بدهی رشد خوبی را تجربه کرده است؛ به طوری که در سال ۱۳۹۸ بیشترین حجم از تأمین مالی در بازار سرمایه را به خود اختصاص داده است.

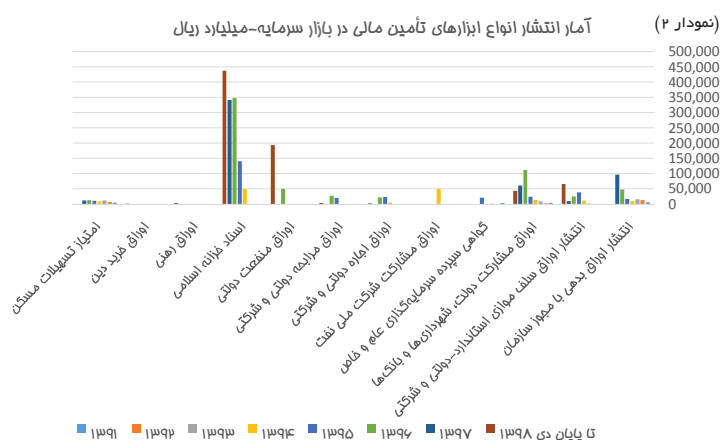
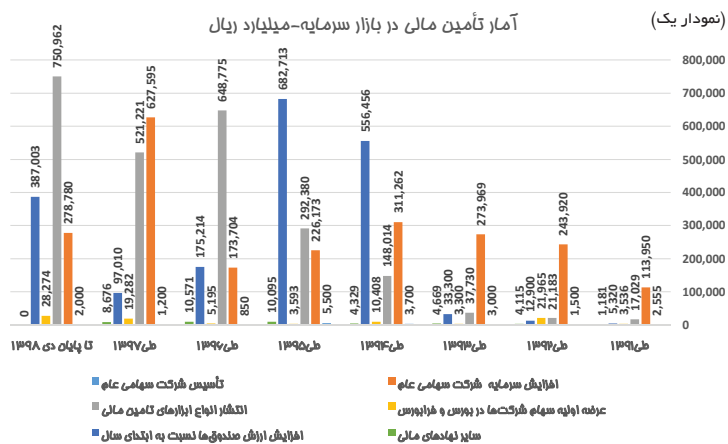
در تأمین مالی مبتنی بر ابزارهای بدهی، شرکت‌ها یا نهادهای متقاضی تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی در طی مدت زمانی مشخص، متعهد به پرداخت سود در سررسیدهای معین و نهایتاً پرداخت اصل مبلغ انتشار در سررسید نهایی آن اوراق می‌شوند. دولت نیز از این رویه مستثنی

تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازار بدهی یکی از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی در کشورهای توسعه یافته است. برای این منظور ابزارهای متنوعی با سررسیدهای زمانی کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت موجود است. اقتصاد ایران در سال‌های گذشته به طور عمده متکی بر منابع و تسهیلات بانکی بوده که این مسئله ضمن وارد آوردن فشار بر منابع بانک‌ها و محدود کردن توان آنها در انجام بهینه فعالیت‌های مختص بانک، موجب غفلت از ظرفیت‌های عظیم بازار سرمایه می‌شد. در سال‌های اخیر بازار سرمایه جایگاه مناسبی در جهت تأمین مالی کشور پیدا کرده است؛ هرچند تا رسیدن به جایگاه مطلوب فاصله زیادی وجود دارد.

به طور کلی روش‌ها و ابزارهای مختلفی به منظور تأمین تجهیزات، سرمایه در گردش و سایر الزامات پروژه‌های مختلف در بازار سرمایه موجود است که از آن جمله می‌توان به ابزارهای مبتنی بر بدهی (اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک، اوراق مشارکت، اوراق رهنی و...) و ابزارهای مبتنی بر سرمایه که همان افزایش سرمایه، تبدیل شرکت‌ها به سهامی عام، صندوق‌های پروژه (به طور خاص صندوق‌های زمین و ساختمان) هستند، اشاره کرد. جدول زیر آمار تأمین مالی کشور از محل بازار

نوع بازار	عنوان	طی ۱۳۹۱	درصد نسبت به کل	طی ۱۳۹۲	درصد نسبت به کل	طی ۱۳۹۳	درصد نسبت به کل	طی ۱۳۹۴	درصد نسبت به کل	طی ۱۳۹۵	درصد نسبت به کل
اولیه و ثانویه	تأسیس شرکت سهامی عام	۲۵۵۵	۲۵۵۵	۱۷۸	۱۵۰۰	۰۴۹	۳۰۰۰	۰۸۴	۳۰۰۰	۰۳۶	۵۵۰۰
	افزایش سرمایه شرکت سهامی عام	۱۱۳۹۵۰	۱۱۳۹۵۰	۷۹۳۷	۲۴۳۹۲۰	۷۹۸۲	۲۷۳۹۶۹	۷۶۹۶	۲۷۳۹۶۹	۳۰۱۰	۲۲۶۱۷۳
	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۱۷۰۰۲۹	۱۷۰۰۲۹	۱۱۸۶	۲۱۱۸۳	۶۹۳	۳۷۷۳۰	۱۰۶۰	۳۷۷۳۰	۱۴۳۱	۲۹۲۳۸۰
	عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرابورس	۳۵۳۶	۳۵۳۶	۲۴۶	۲۱۹۶۵	۷۱۹	۳۳۰۰	۰۹۳	۳۳۰۰	۱۰۱	۳۵۹۳
	جمع تأمین مالی بازار اولیه و ثانویه	۱۳۷۰۷۰	۱۳۷۰۷۰	۹۵۴۷	۲۸۸۵۶۸	۹۴۴۳	۳۱۷۹۹۹	۸۹۳۳	۳۱۷۹۹۹	۴۵۷۷	۵۲۷۶۴۶
نهادهای مالی	افزایش ارزش صندوق‌ها نسبت به ابتدای سال	۵۳۲۰	۵۳۲۰	۳۷۱	۱۲۹۰۰	۴۲۲	۳۳۳۰۰	۹۳۵	۳۳۳۰۰	۵۵۶۴۵۶	۶۸۲۷۱۳
	سایر نهادهای مالی	۱۱۸۱	۱۱۸۱	۰۸۲	۴۱۱۵	۱۳۵	۴۶۶۹	۱۳۱	۴۶۶۹	۴۳۲۹	۱۰۰۹۵
	جمع تأمین مالی نهادهای مالی	۶۵۰۱	۶۵۰۱	۴۵۳	۱۷۰۱۵	۵۵۷	۳۷۹۶۹	۱۰۶۷	۳۷۹۶۹	۵۴۲۳	۶۹۲۸۰۸
	جمع کل	۱۴۳۵۷۱	۱۴۳۵۷۱	۱۰۰	۳۰۵۵۸۳	۱۰۰	۳۵۵۹۶۸	۱۰۰	۳۵۵۹۶۸	۱۰۰	۱۰۲۲۰۴۵۴

نوع بازار	عنوان	طی ۱۳۹۶	درصد نسبت به کل	طی ۱۳۹۷	درصد نسبت به کل	تا پایان دی ۱۳۹۸	درصد نسبت به کل	درصد نسبت به کل سال ۱۳۹۱	درصد رشد سالانه	میانگین رشد سالانه
اولیه و ثانویه	تأسیس شرکت سهامی عام	۸۵۰	۰۰۸	۱۲۰۰	۰۰۹	۲۰۰۰	۰۰۹	۰۱۹	(۲۱،۷۲)	(۳،۴۴)
	افزایش سرمایه شرکت سهامی عام	۱۷۳۷۰۴	۱۷۳	۶۲۷۵۹۵	۴۹۲۲	۲۷۸۷۸۰	۴۹۲۲	۲۶۳۰	۱۴۴۶۵	۱۳،۶۳
	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۶۴۸۷۷۵	۶۳۹۶	۵۲۱۲۲۱	۴۰۸۸	۷۵۰۹۶۲	۴۰۸۸	۷۰۸۴	۳۰۹۹۰	۷۱،۷۶
	عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرابورس	۵۱۹۵	۰۵۱	۱۹۲۸۲	۱۵۱	۲۸۲۷۴	۱۵۱	۲۶۷	۶۹۹۶۰	۳۴۵۸
	جمع تأمین مالی بازار اولیه و ثانویه	۸۲۸۵۲۴	۸۱۶۸	۱۱۶۹۲۹۸	۹۱۷۱	۱۰۶۰۰۱۶	۹۱۷۱	۱۰۰۰۰	۶۷۳۳۴	۳۲۹۶
نهادهای مالی	افزایش ارزش صندوق‌ها نسبت به ابتدای سال	۱۷۵۲۱۴	۱۷،۲۷	۹۷۰۱۰	۷،۶۱	۳۸۷۰۰۳	۷،۶۱	۳۶۵۱	۷۱۷۴۴۹	۸۴۴۹
	سایر نهادهای مالی	۱۰۵۷۱	۱۰۴	۸۶۷۶	۰،۶۸	۰	۰،۶۸	۰،۰۰	(۱۰۰،۰۰)	۳۹،۴۳
	جمع تأمین مالی نهادهای مالی	۱۸۵۷۸۵	۱۸،۳۲	۱۰۵۶۸۶	۸،۲۹	۳۸۷۰۰۳	۸،۲۹	۳۶۵۱	۵۸۵۲،۹۸	۷۹،۲۸
	جمع کل	۱۰۱۴۳۰۹	۱۰۰،۰۰	۱۲۷۴۹۸۴	۱۰۰،۰۰	۱۰۴۴۷۰۱۹	۱۰۰،۰۰	۱۳۶۵۱	۹۰۷۸۸	۳۹،۱۱



مربوط به اسناد خزانه اسلامی است که توسط دولت منتشر شده است. در بالا نیز بیان شد که با توجه به کسری هر ساله بودجه مصوب دولت، در هر سال انتشار اوراق جدید به منظور تسویه اوراق سررسید شده صورت می پذیرد که این موضوع مانده اسناد خزانه هر سال را نسبت به سال قبل افزایش داده است. به طور کلی با توجه به افزایش تورم و همچنین رشد نرخ تسعیر ارز، نهادها و شرکت های موجود در کشور هر ساله به منابع بیشتری نسبت به سال های قبل نیازمند هستند که انتشار اوراق جدید در هر سال، منجر به افزایش مانده مبلغ اوراق منتشر شده می شود.

در انتها قابل ذکر است که بازار سرمایه محلی برای تأمین مالی بنگاه های بزرگ و بانک ها محلی برای تأمین مالی افراد و شرکت های کوچک است. در گذشته چنین نسبتی در اقتصاد ایران حاکم نبوده، با این وجود، اطلاعات و آمارهای موجود نشان می دهد به دلیل شناخت بیش از پیش بازار سرمایه و ظرفیت های موجود در آن و همچنین استقبال سرمایه گذاران از بازار سرمایه، امکان تأمین مالی کلان از طریق بازار سرمایه فراهم شده است. اما این رویه به شرطی تداوم خواهد یافت که دولت و مقامات بازار سرمایه از طریق اعمال قوانین، اعتماد سرمایه گذاران را از بازار سرمایه سلب نکنند.

آمار انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه-میلیارد ریال (جدول ۳)

نوع بازار	۱۳۹۱	درصد نسبت به کل	۱۳۹۲	درصد نسبت به کل	۱۳۹۳	درصد نسبت به کل	۱۳۹۴	درصد نسبت به کل
انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۵۳,۳۸۹	۳۲	۱۲۳,۱۲	۵۸	۱۶,۰۵۷	۴۳	۹,۶۷۵	۷
انتشار اوراق سلف موازی استاندارد-دولتی و شرکتی	۰	۰	۰	۰	۸۲۳	۲	۱۰,۸۲۷	۷
اوراق مشارکت دولت، شهرداری ها و بانک ها	۳,۶۰۰	۲۱	۲,۶۰۰	۱۲	۹,۰۰۰	۲۴	۱۳,۴۹۲	۹
گواهی سپرده سرمایه گذاری عام و خاص	۳,۶۰۰	۲۱	۰	۰	۵۰۰	۱,۳۳	۰	۰
اوراق مشارکت شرکت ملی نفت	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰,۰۰۰	۳۴
اوراق اجاره دولتی و شرکتی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰,۰۰۰	۳
اوراق مرابحه دولتی و شرکتی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق منفعت دولتی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اسناد خزانه اسلامی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰,۰۰۰	۳۴
اوراق رهنی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق خرید دین	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
امتیاز تسهیلات مسکن	۴,۴۴۰	۲۶	۶,۲۷۰	۳۰	۱۱,۳۴۰	۳۰	۹,۰۲۰	۶
جمع	۱۷,۰۲۹	۱۰۰	۲۱,۱۸۲	۱۰۰	۳۷,۷۳۰	۱۰۰	۱۴۸,۰۱۴	۱۰۰

آمار انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه-میلیارد ریال (جدول ۴)

نوع بازار	۱۳۹۵	درصد نسبت به کل	۱۳۹۶	درصد نسبت به کل	۱۳۹۷	درصد نسبت به کل	تا پایان دی ۱۳۹۸	درصد نسبت به کل
انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۱۶,۵۸۹	۶	۴۷,۵۹۰	۷	۹۶,۴۷۰	۱۹	۰	۰
انتشار اوراق سلف موازی استاندارد-دولتی و شرکتی	۳۷,۹۸۹	۱۳	۲۴,۷۰۰	۴	۹,۸۵۰	۲	۶۶,۰۰۰	۹
اوراق مشارکت دولت، شهرداری ها و بانک ها	۲۴,۰۰۰	۸	۱۱۱,۶۱۹	۱۷	۶۱,۰۰۰	۱۲	۴۲,۰۰۰	۶
گواهی سپرده سرمایه گذاری عام و خاص	۲۱,۰۰۰	۷	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق مشارکت شرکت ملی نفت	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
اوراق اجاره دولتی و شرکتی	۲۲,۵۰۰	۸	۲۱,۵۰۰	۳	۰	۰	۳,۰۰۰	۰
اوراق مرابحه دولتی و شرکتی	۲۰,۰۰۰	۷	۲۷,۳۸۰	۴	۰	۰	۴,۰۰۰	۱
اوراق منفعت دولتی	۰	۰	۵۰,۰۰۰	۸	۰	۰	۱۹۴,۰۰۰	۲۶
اسناد خزانه اسلامی	۱۴۰,۰۰۰	۴۸	۳۴۲,۳۴	۵۴	۳۴۲,۰۶۹	۶۶	۴۳۷,۷۴۲	۵۸
اوراق رهنی	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۳,۰۸۷	۰
اوراق خرید دین	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۳۳	۰
امتیاز تسهیلات مسکن	۱۰,۲۹۳	۴	۱۲,۷۵۲	۲	۱۱,۸۳۲	۲	۰	۰
جمع	۲۹۲,۳۷۱	۱۰۰	۶۴۳,۷۷۵	۱۰۰	۵۲۱,۲۲۱	۱۰۰	۷۵۰,۹۶۲	۱۰۰



مقررات سختگیرانه عامل کاهش جذابیت تأمین مالی



سید نیما فاضلی

عضو هیأت مدیره شرکت سرمایه گذاری سعدی

در حال حاضر بازار سرمایه از سه بخش بازار سهام، بازار بدهی و بازار مشتقه تشکیل شده است که از دو بازار اول می توان به خوبی در تأمین منابع مالی استفاده کرد. به طور کلی بازار سرمایه به دلیل پتانسیل های فراوان می تواند فرصت طلایی جهت تأمین مالی در اختیار متقاضیان قرار دهد، اما چالش های زیادی در این زمینه وجود داشته که در ادامه به مهم ترین آنها اشاره می شود.

• پایین بودن تعداد شرکت های تأمین سرمایه: فرآیند تأمین مالی در بازار سرمایه به گونه ای تعریف شده است که جهت اجرایی شدن به ارکان گوناگونی نیاز است. یکی از این ارکان ها شرکت های تأمین سرمایه بوده که به علت پایین بودن تعدادشان و بالا بودن تقاضای تأمین مالی، شرکت های متوسط و کوچک کم تر می توانند منابع مالی خود را از بازار سرمایه تأمین کنند.

• ضمانت های سختگیرانه: یکی از مهم ترین مشکلات تأمین نقدینگی در نظام بانکی و بازار سرمایه، لزوم ارائه ضمانت هاست. در حالی که در بسیاری از کشورها نوع و میزان وثایق بر اساس درجه اعتباری شرکت ها تعیین می شود. با توجه به تاسیس شرکت های معتبر تبه بندی اعتباری، هنوز نوع و میزان وثایق به طور سنتی تعیین می شود. به این ترتیب بازار سرمایه از این نظر مزیتی بر بانک ها ندارد.

• بالا بودن هزینه تأمین مالی: مشاوره عرضه، کارمزد انتشار اوراق، کارمزد عاملیت فروش، کارمزد عاملیت بازپرداخت اصل و واریز سود اوراق، کارمزد ضمانت، هزینه حسابرسی، تبلیغات، تعهد پذیره نویسی بازارگردانی، همگی جزو هزینه هایی هستند که علاوه بر نرخ اسمی تأمین مالی بر بانی (اعتبار گیرنده) تحمیل می شود. به طور میانگین در مورد انتشار یک اوراق خاص از ابزارهای بازار بدهی همچون صکوک اجاره، نرخ این هزینه ها به طور متوسط سالانه بین ۱/۵ تا ۲ درصد است. بدیهی است بالاتر بودن هزینه نسبت به بازار پول، بخش خصوصی را از اقدام برای تأمین مالی از طریق بازار بدهی منصرف می کند.

• مقررات سخت گیرانه و ضوابط محدود کننده: تهیه گزارش توجیهی، تحلیل ریسک، بیانیه ثبت، گزارش کارشناس رسمی دادگستری از دارایی پایه و امیدنامه در کنار ضوابط سخت گیرانه ای، همچون وجود خالص جریان وجه نقد عملیاتی مثبت یا مقبول بودن گزارش حسابرسی برای سال های مشخص، افشای بسیاری از اطلاعات بنگاه (که در مقایسه با تأمین مالی از طریق بانک، هیچ وقت از طرف مقابل اخذ نمی شود)، جذابیت تأمین مالی از طریق بازار بدهی را برای بخش خصوصی کاهش می دهد.

ابوترابی با تأکید بر اینکه

راهی جز تأمین مالی از طریق

بازار سرمایه نیست مطرح کرد؛

تأمین مالی پروژه های عظیم به کمک اوراق



زهره فدوی

خبرنگار

از ابتدای سال ۹۸ تا ۱۵ بهمن ماه
در مجموع ۲۵ هزار میلیارد تومان

انواع اوراق منتشر شده است که دولت و بخش خصوصی برای تأمین مالی پروژه های خود از آنها استفاده کرده اند. با این حال بسیاری از مجموعه ها به دلیل پروسه طولانی، ناآشنایی با این ابزارها و شاید هزینه هایی که به مجموعه تحمیل می شود از این ابزارها و اوراق موجود در بازار سرمایه برای تأمین مالی خود استفاده نمی کنند.

غلامرضا ابوترابی، مدیرعامل شرکت مدیریت دارایی مرکزی معتقد است که مجموعه های کوچک که به تأمین مالی های با مبالغ پایین تر احتیاج دارند برای پیشبرد اهداف خود به سراغ بانک و بازار پول بروند؛ در مقابل هلدینگ ها و شرکت های بزرگ که به تأمین مالی های عظیم و قابل توجه نیاز دارند از بازار سرمایه، ابزارها و امکانات موجود در این بازار استفاده کنند. متن گفت و گو با وی را در ادامه می خوانید.

تولید اتومبیل سایپا اقدام به انتشار مبلغ ۴۰۰ میلیارد تومان اوراق مربحه کرد همچنین شرکت واسط مالی مهر یکم در تاریخ ۹۸/۴/۳۱ به منظور تأمین مالی شرکت ایران خودرو اقدام به انتشار مبلغ ۳۰۸ میلیارد تومان اوراق رهنی کرد. شرکت واسط مالی آذر در تاریخ ۹۸/۳/۲۸ برای اولین بار به منظور تأمین مالی شرکت سرمایه‌گذاری مسکن جنوب اقدام به انتشار مبلغ ۱۳ میلیارد تومان اوراق خرید دین کرد. شرکت واسط مالی اسفند سوم در تاریخ ۹۸/۵/۱۵ به منظور تأمین مالی شرکت لابراتورهای سینا دارو اقدام به انتشار مبلغ ۱۰۰ میلیارد تومان اوراق منفعت نمود. شرکت واسط مالی دی سوم در تاریخ ۹۸/۸/۲۰ به منظور تأمین مالی شرکت سرمایه‌گذاری و توسعه کیش اقدام به انتشار مبلغ ۳۰۰ میلیارد تومان اوراق اجاره کرد.

■ برنامه شما برای سال جدید چیست؟

برنامه‌های سال جدید به دو بخش تقسیم می‌شوند؛ یک بخش مربوط به دولت است در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ پیش بینی شده که دولت بالغ بر ۸۰ هزار میلیارد تومان از طریق اوراق بهادار مالی اسلامی تأمین مالی بشود. البته این مبلغ به استثنای اوراق اسناد خزانه است؛ پیش‌بینی شده ۲۰۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه نیز منتشر شود. همچنین بحث تسویه اسناد خزانه نیز وجود دارد که آن هم بخشی را به خود اختصاص می‌دهد. بخشی هم مربوط به بخش خصوصی است و امیدواریم که به تمامی درخواستهای این بخش هم پاسخ مثبت بدهیم اما میزان تأمین مالی این بخش مشخص نیست.

■ آیا تا پایان سال اوراقی منتشر می‌شود؟

تا پایان سال برای شرکت پتروشیمی تابان به مبلغ دو هزار میلیارد تومان برنامه انتشار اوراق داریم و امیدواریم با توجه به توافقاتی که صورت گرفته در ۲۶ بهمن ماه ۹۸ نسبت به انتشار اوراق اجاره به همین مبلغ اقدام کنیم. شرکت بعدی که از طریق صکوک تأمین مالی می‌شود، شرکت گروه توسعه اقتصادی پاپندگان است که ارزش اوراق آن به میزان ۱۰۰۰ میلیارد تومان است و امیدواریم بتوانیم این اوراق را برای تأمین مالی شرکت مربوطه تا کمتر از یک ماه آینده منتشر کنیم. اوراق بعدی که احتمال می‌دهیم تا پایان سال منتشر شود، اوراق اجاره مربوط به تأمین مالی برای



اوراق منفعت بعدی در تاریخ ۹۸/۹/۱۷ به میزان ۴۰ هزار میلیارد ریال منتشر شد. ۱۰ هزار میلیارد تومان آخرین حجم اوراق منفعت منتشر شده توسط دولت است که در دو مرحله پنج هزار و ۳۰۰ میلیارد تومانی در تاریخ ۹۸/۱۰/۱۱ و چهار هزار و ۷۰۰ میلیارد تومانی در تاریخ ۹۸/۱۱/۵ توسط شرکت واسط مالی اردیبهشت یکم منتشر کرد.

■ مشخص است که این تأمین مالی برای چه پروژه‌هایی استفاده شده است؟

بله؛ بیشتر این تأمین مالی‌ها برای اجرای پروژه‌های عمرانی بوده و به احتمال زیاد تا پایان سال حداقل یک مورد انتشار دیگر برای تأمین مالی دولت خواهیم داشت.

■ برای بخش خصوصی چطور؟

در بخش خصوصی در سال جاری، شرکت ایران خودرو، شرکت ایرانی تولید اتومبیل سایپا، شرکت لابراتورهای سینا دارو، شرکت سرمایه‌گذاری و توسعه کیش و شرکت سرمایه‌گذاری مسکن جنوب نسبت به انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) اقدام کرده‌اند. شرکت واسط مالی دی چهارم در تاریخ ۹۸/۳/۲۷ به منظور تأمین مالی شرکت ایرانی

■ آماری از میزان انتشار اوراق از ابتدای سال می‌فرمایید؟

از ابتدای سال ۹۸ تا نیمه بهمن ماه، ۲۵ هزار میلیارد تومان انواع اوراق منتشر شده است. اوراق منفعت بیشترین حجم را به خود اختصاص داده که دولت اقدام به انتشار آن کرده است. اوراق اجاره، مربحه، منفعت، خرید دین و رهنی، دیگر اوراق منتشر شده هستند و فقط اوراق استصناع منتشر نشده است.

■ میزان منفعتی که اشاره کردید برای دولت استفاده شده، چه مقدار بوده است؟

در سال جاری اولین اوراق منفعت منتشر شده مربوط به طرح تأمین مالی شرکت لابراتورهای سینا داور و به مبلغ ۳۰۰ میلیارد تومان بوده که در تاریخ ۱۵ مرداد ۹۸ توسط شرکت واسط مالی اسفند سوم منتشر شده است. در سال جاری دولت در مقاطع مختلف اقدام به تأمین مالی از طریق صکوک کرده است. اولین اوراق منفعت طرح تأمین مالی دولت در تاریخ ۲۹ مهرماه به میزان ۱۰ هزار میلیارد تومان و در دو مرحله بوده؛ مرحله اول ۹۸/۷/۲۹ و مرحله دوم ۹۸/۸/۱۸ هر کدام به میزان پنج هزار میلیارد تومان منتشر شد که نهاد واسط آن شرکت واسط مالی خرداد بود.

شرکت لابیات و بستنی دومینو به میزان ۲۰۰ میلیارد تومان است. این سه اوراق را حتما تا پایان سال منتشر خواهیم کرد. البته به احتمال بسیار زیاد تا پایان سال اوراق دیگری هم منتشر خواهیم کرد.

احتمالا تا پایان سال به منظور تأمین مالی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) اوراق منتشر خواهیم کرد. همچنین با توجه به مذاکرات انجام شده با مدیریت نظارت بر بازار اولیه سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور تأمین مالی شرکت کرمان موتور موافقت اصولی آن از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر خواهد شد که ممکن است تا پایان سال منتشر شود. دو شرکت دیگر هم هستند که موافقت اصولی گرفته‌اند اما تا این لحظه هیچگونه مدارک و مستنداتی به ما ارائه نداده‌اند؛ شرکت ذوب آهن اصفهان به مبلغ ۵۰۰ میلیارد تومان قصد انتشار اوراق مرابحه را دارد و شرکت صنایع سلولزی ماریناسان هم قصد تأمین مالی به میزان ۱۰۰ میلیارد تومان از طریق اوراق مرابحه دارد.

■ اشاره کردید که بیشتر از اوراق منفعت استفاده شده است. دلیل آن چیست؟

اوراق منفعتی که تاکنون منتشر شده، بخش عمده آن مربوط به تأمین مالی دولت است. دارایی مبنای انتشار اوراق منفعت دولت، منافع حاصل از درآمدهای آتی مالیاتی است و شاید برای دولت ساده‌ترین راه همین باشد چون اگر مثلا بخواهد اوراق اجاره منتشر کند، باید یکسری دارایی‌ها از جمله دارایی‌های منقول و غیرمنقول را به نام شرکت واسطه مالی کند که بوروکراسی زیادی دارد و ممکن است دولت با مشکلاتی مواجه شود. ساده‌ترین راه این است که اوراق منفعت منتشر کند. اما سایر شرکت‌ها به منظور تأمین مالی بیشتر از اوراق اجاره استفاده کرده‌اند. اگر بخواهیم جمع‌بندی کنیم، دولت به منظور تأمین مالی بیشتر از اوراق منفعت استفاده کرده و بخش خصوصی از اوراق اجاره.

بعد از اوراق اجاره، بیشترین تعداد اوراقی که منتشر کردیم، مربوط به اوراق مرابحه است که به منظور تأمین سرمایه در گردش و خرید مواد اولیه تولیدی شرکت‌ها صورت گرفته است. از اوراق رهنی به منظور تأمین مالی شرکت‌ها تا به حال سه بار استفاده شده است؛ یک بار برای بانک مسکن که اوراق مربوطه سررسید شده است. بار دیگر به منظور تأمین مالی شرکت کرمان موتور و یک بار هم به منظور تأمین

تا پایان سال برای شرکت پتروشیمی تابان به مبلغ دو هزار میلیارد تومان برنامه انتشار اوراق داریم. شرکت بعدی که از طریق صکوک تأمین مالی می‌شود، شرکت گروه توسعه اقتصادی پایندگان است که ارزش اوراق آن به میزان ۱۰۰۰ میلیارد تومان است. اوراق آخر که احتمال می‌دهیم تا پایان سال منتشر شود، اوراق اجاره مربوط به تأمین مالی برای شرکت لابیات و بستنی دومینو به میزان ۲۰۰ میلیارد تومان است. این سه اوراق را حتما تا پایان سال منتشر خواهیم کرد

مالی شرکت ایران خودرو؛ در کنار اینها تاکنون فقط یک بار از اوراق خرید دین و استصناع به منظور تأمین مالی شرکت‌ها استفاده شده است.

■ دلیل استفاده نشدن برخی از اوراق چیست؟

برخی از اوراق مانند اوراق جعاله، اوراق قرض الحسنه یا اوراق وکالت هستند که شاید به دلیل شناخت ناکافی بنگاه‌های اقتصادی نسبت به تأمین مالی از طریق این اوراق تا این لحظه مورد استفاده قرار نگرفته‌اند.

■ چه چیزی می‌تواند مزیت تأمین مالی از بازار سرمایه نسبت به بازار پولی و بانک باشد؟

تا به امروز غالب تأمین مالی‌هایی که صورت گرفته، بانک‌محور بوده است؛ یعنی بانک‌ها نسبت به تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و شرکت‌ها اقدام کرده‌اند ولی حقیقت قضیه این است که دیگر بانک‌ها به تنهایی نمی‌توانند برای همه شرکت‌ها تأمین مالی لازم را انجام دهند و برای هر یک از شرکت‌ها قطعا خط اعتباری و سقفی را تعیین کرده‌اند. اگر بخواهیم از مالی به دو بخش تقسیم شود؛ یک بخش را به سمت بازار پول سوق دهیم و بخشی را به سمت بازار سرمایه هدایت کنیم. بسیاری از شرکت‌ها دیگر امکان اخذ تسهیلات از سیستم بانکی را ندارند و سقف اعتباری آنها به منظور اخذ تسهیلات تکمیل شده است. بنابراین، این شرکت‌ها چاره‌ای به جز تأمین مالی از طریق بازار سرمایه ندارند. یکی از محاسنی که تأمین مالی در بازار سرمایه نسبت به بازار پول دارد، بحث شفافیت اطلاعاتی است. تمام اطلاعاتی

که شرکت برای تأمین مالی درخواست می‌کند، از طریق سامانه کدال در اختیار مردم قرار دارد و همه می‌توانند ملاحظاتی داشته باشند و بدانند که این بنگاه اقتصادی برای چه هدفی در حال تأمین مالی است و این منابع مالی در کجا مصرف می‌شود. نکته بعدی که وجود دارد این است که امروزه اگر شما از بانک تأمین مالی کنید، (به جز برخی موارد استثنا) از زمانی که تسهیلات را اخذ می‌کنید، از ماه بعد مکلف به بازپرداخت اقساط هستید.

اما در تأمین مالی از طریق صکوک، تأمین مالی شونده یا بانی یا همان بنگاه اقتصادی نیازی ندارد که اصل را تسویه کند. به عبارتی تنها اجاره بهاء یا سودها را در سررسیدهای مورد نظر پرداخت می‌کند و فواصل زمانی پرداخت را هم خود بانی تعیین می‌کند. تاکنون بیشتر سررسید اجاره بهاء یا اقساط سه ماه به سه ماه است و حتی این امکان وجود دارد که دوره بازپرداخت اجاره‌بها و یا سود این اوراق در بازه‌های یک ماهه، دو ماهه، شش ماهه و یا سالانه باشد.

این مزیت در بازار پول وجود ندارد و اگر تسهیلاتی از بانک اخذ شود، تسهیلات‌گیرنده مکلف است در سررسیدهای مشخص ماهانه، اقساط را که بخشی از آن اصل و بخشی از آن سود است را پرداخت کند. البته ارکان انتشار اوراق (صکوک) در بازار سرمایه بابت تعهداتی که می‌پذیرند مانند متعهد پذیر ه‌نویس، بازارگردان، ضامن و... مبالغی دریافت می‌کنند و این موضوع باعث افزایش نرخ موثر تأمین مالی خواهد شد. اگر بخواهیم جمع بندی کنیم باید شرکت‌ها را تقسیم‌بندی کنیم؛ یک‌سری از شرکت‌های بزرگ که نیاز به تأمین مالی‌های بزرگ دارند، با توجه به اعتبار و شناختی که وجود دارد، از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کنند. در مقابل، شرکت‌های کوچک و متوسط که به تأمین مالی‌های کوچک احتیاج دارند، به بانک مراجعه کنند و از طریق سیستم بانکی تسهیلات دریافت کنند.

■ مجموعه مدیریت دارایی مرکزی برای حل این مشکلات یا شناساندن بیشتر تأمین مالی‌ها از این طریق، کار خاصی انجام داده است؟

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه به طور غیرمستقیم از زیرمجموعه‌های سازمان بورس و اوراق بهادار است. این شرکت در سال‌های گذشته در نمایشگاه بورس، بانک و بیمه و همچنین همایش‌های تأمین مالی

تلاش برای هدایت تأمین مالی



محسن مهدی نسب

معاون خدمات مالی مشاور سرمایه گذاری فاین تک

شبکه بانکی به دلایل مختلف از عهده بخش زیادی از نیازهای تأمین مالی مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی بر نمی‌آید، اما مزیت‌هایی نیز در تأمین مالی از بازار سرمایه وجود دارد که می‌تواند سبب گرایش به این بازار شود. از جمله مزیت‌های بازار سرمایه را می‌توان تنوع روش‌ها و ابزارها دانست. به این معنی که علاوه بر تأمین مالی در قالب بدهی، امکان تأمین مالی از طریق سهام (اعم از پذیرش‌نویسی و افزایش سرمایه) نیز در این بازار وجود دارد. همچنین ابزارهای تأمین مالی بدهی نیز در این بازار بسته به نیاز و شرایط متقاضی قابلیت انطباق را دارند و متقاضی می‌تواند از بین انواع اوراق صکوک موجود دست به انتخاب بزند.

در کنار این دو دسته از ابزارها نوعی جدید از تأمین مالی از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز به وجود آمده که شامل صندوق‌های پروژه و صندوق‌های زمین و ساختمان می‌شود که از حیث ماهیت حقوقی تأمین مالی تا حدودی شبیه سهام هستند.

مزیت دیگر تأمین مالی از بازار سرمایه را می‌توان مبلغ تأمین مالی ذکر کرد که در بازار سرمایه تأمین مالی‌های بسیار بزرگ و در سررسید طولانی مدت ۴ ساله قابل انجام است. همچنین شرایط بازپرداخت در بازار سرمایه نیز با تسهیلات بانکی متفاوت است و به دلیل آن که اصل مبلغ تأمین مالی در سررسید پرداخت می‌شود، باتوجه به نرخ تورم بالای کشور ارزش واقعی مبلغ بازپرداخت شده تا حدود زیادی کاهش می‌یابد.

مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، بانی و همچنین شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه وجود داشته باشد که به نظرم در این سال‌ها هماهنگی خوبی صورت گرفته البته باید این هماهنگی بیشتر و بیشتر شود.

■ در صحبت‌های خود به شرکت‌های رتبه‌بندی اشاره کردید. اینها چه کمکی می‌توانند بکنند؟

شرکت‌های رتبه‌بندی شرکت‌ها را rate می‌کنند که ریسک این شرکت‌ها در چه وضعیتی است. هرچقدر رتبه آنها بالاتر باشد یعنی شفافیت و گردش اطلاعات در آن شرکت بهتر است و شرکت از توانایی خوبی برخوردار است و اصولی را که باید رعایت کند، رعایت کرده است و از توانمندی خوبی برخوردار است. بنابراین ریسک آن کم است و تولیدات آن در مقاطع مختلف دچار نوسان نشده است. اگر اینها rate شوند و رتبه آنها به‌عنوان مثال AA++ باشد، براساس نظر سازمان بورس و اوراق بهادار دیگر نیاز به داشتن ضامن ندارند. بنابراین رکن ضامن آنها حذف می‌شود. رکن ضامن که حذف شود، یعنی بخشی از هزینه‌های تأمین مالی کاهش یافته است. یکی از نکاتی که وجود دارد، این است که در حال حاضر تفاوتی چندانی بین شرکتی که جزو ۵۰ شرکت برتر بازار سرمایه است با شرکتی که در رتبه‌های پایین تری قرار دارد وجود ندارد. تمام رسیدگی‌های تقریباً به یک شکل است. می‌توانیم تسهیلاتی را برای شرکت‌هایی که رتبه خوبی گرفته‌اند و جزو ۵۰ شرکت برتر هستند، فراهم کنیم.

■ ما در موضوع بانکداری اسلامی در منطقه جایگاه خوبی داریم ولی در بازار اوراق اسلامی اینطور نیست. برای بهبود مسئله چه باید کرد؟

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از سال ۹۰ به بازار سرمایه معرفی شده است. اولین اوراقی که ما منتشر کردیم، مربوط به اوراق اجاره طرح تأمین مالی شرکت هواپیمایی ماهان به مبلغ ۲۹۱ هزار و ۵۰۰ میلیون ریال بود. از آن به بعد اوراق دیگری را طراحی کردیم و پس از تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به بازار سرمایه معرفی شده و انتشار یافته است. ما باید از دانش کشورهای که در حوزه انتشار صکوک پیش‌تاز هستند همانند مالزی، سنگاپور و... استفاده کنیم.

حضور داشته و سعی کرده اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را معرفی کند. همچنین در سایت شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه و کانال تلگرامی با برگزاری دوره‌های آموزشی سعی در معرفی و آموزش ابزارها داشته‌ایم. ضمن اینکه با سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور تسهیل فرآیندها جلساتی برگزار کردیم. همچنین با هماهنگی با سازمان بورس و اوراق بهادار و شعبات بانک‌ها، توانستیم در بیشتر موارد، وجوه ناشی از پذیرش نویسی اوراق را در همان روز یا نهایتاً در روز بعد به حساب بانی واریز کنیم.

یکی از نکاتی که جزو دغدغه‌های اصلی بنگاه‌های اقتصادی (بانیان اوراق) و سازمان بورس و اوراق بهادار است، بحث ضمانت پرداخت اوراق است که در حال حاضر چند شرکت مجوز رتبه‌بندی اعتباری گرفته‌اند. و امیدواریم در آینده بیشتر با تمامی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه توسط شرکت‌های رتبه‌بندی بررسی و درجه رتبه بندی آن مشخص شود و با موافقتی که از سوی سازمان بورس و اوراق صادر می‌شود، اوراقی منتشر شود که بدون ضامن باشد. این اقدام، خود می‌تواند کمک‌کننده و تأثیرگذار باشد. البته عموم مردم هم باید شناخت کافی و کاملی در خصوص این موضوع داشته باشند که اوراقی که ضامن ندارد قطعاً ممکن است ریسک‌های بالاتری داشته باشد؛ بنابراین باید مخاطرات آن را بپذیرند. از طرفی هم نرخ از سود را که باید به ضامن بدهد، بانی می‌تواند به همان سرمایه‌گذار پرداخت کند و در نهایت سرمایه‌گذار عایدی بیشتری به دست آورد.

■ برخی مجموعه‌ها به موازی کاری سازمان بورس، مدیریت دارایی مرکزی و بورس و فرابورس در حوزه دریافت مدارک انتقاد دارند.

به نظرم این موضوع چندان موضوعیت ندارد. مدارک و مستنداتی را که سازمان بورس و اوراق بهادار از مشاور عرضه دریافت کرده دیگر شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه و یا شرکت بورس اوراق بهادار تهران و یا فرابورس ایران از بانی نمی‌خواهد.

■ برای تسهیل این فرآیند و برطرف کردن چالش‌ها چه باید کرد؟

باید ارتباط تنگاتنگی میان سازمان بورس و اوراق بهادار، مشاور عرضه، شرکت سپرده‌گذاری



سمیرا شیرمحمدی



وجیهه خلیلی



المیرا تومرایی

مدیران تأمین مالی شرکت‌های تأمین سرمایه بررسی کردند؛

تأمین مالی بازار سرمایه چالش‌ها و فرصت‌ها


 فرحناز سپهری
خبرنگار

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه یکی از ابزارهایی است که می‌تواند برای انجام طرح‌ها و پروژه‌های شرکت‌های تولیدی و استارت‌آپ‌ها به کار رود. به طوری که اگر قوانین سخت گیرانه در انجام روند انتشار اوراق از انواع مختلف کاهش یابد و از سویی فرهنگ سازی برای مدیران انجام شود؛ می‌توان امیدوار بود تا شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود به سمت ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه جذب شوند.

این در حالی است که به باور برخی کارشناسان، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر در بازار سرمایه بایستی در روند تسهیل بخشی این امر به شرکت‌های تأمین سرمایه اعتماد بیشتری کند و زمان فرآیند پذیره نویسی تا انتشار اوراق را کاهش دهد و در این راه همچنین به نظر می‌رسد باید سازمان بورس با تأمین سرمایه‌ها به عنوان بازوی اجرایی سازمان همکاری و تعامل بیشتری داشته باشد تا این مسیر هموارتر شود.

در همین راستا ماهنامه بازار و سرمایه برای بررسی چالش‌ها و فرصت‌ها در زمینه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه میزگردی با حضور سمیرا شیرمحمدی، مدیر خدمات مشاوره مالی تأمین سرمایه سپهر، وجیهه خلیلی مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه امید و المیرا تومرایی، معاون عملیات تأمین سرمایه کاردان برگزار کرد تا از دیدگاه‌های این کارشناسان آگاهی یابد.

بوده است. در خصوص اوراق شرکتی، تعداد و میزان انتشار اوراق بدهی در سال ۹۸ (تا به امروز) نسبت به سال ۹۷ کاهش داشته، بطوری که در سال ۹۷ در کل بازار در حدود ۳۲ اوراق شرکتی به ارزشی در حدود ۱۱،۷ هزار میلیارد تومان شامل انواع اوراق صکوک، سلف و مشارکت منتشر شده است و این رقم برای سال ۹۸ به ۱۳ اوراق به ارزش کلی ۳ هزار میلیارد تومان رسیده است. شرکت تأمین سرمایه امید به عنوان نهاد مالی فعال در بازار سرمایه در این انتشارها به عنوان متعهد پذیره نویسی و بازارگردانی ایفای نقش داشته است. همچنین، در حال حاضر پروژه‌های تأمین مالی در صنایع مختلف توسط تأمین سرمایه امید با جدیت در حال مذاکره و پیگیری است.

تومرایی: ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه در چند سال اخیر تنوع

■ **تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در سال ۹۸ نسبت به سال گذشته در چه جایگاهی قرار دارد؟ آیا افزایش داشته است؟**

شیرمحمدی: در تأمین سرمایه سپهر در سال ۹۸ نسبت به سال گذشته، با توجه به افزایش سرمایه که داشته ایم در مجموع امسال نسبت به سال قبل اوضاع بهتر شده است و مشکلی از لحاظ کفایت سرمایه نداریم. در این سال چند نمونه تأمین مالی و انتشار اوراق در صنایع مختلف داشته ایم.

خلیلی: بطور کلی در حوزه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی، حجم کل اوراق منتشره در سال ۹۸ با افزایش مواجه بوده که البته بیشتر آن، ناشی از افزایش در انتشار اوراق غیر شرکتی (دولت و شهرداری‌ها)

دهند اما در این موارد هم نمونه‌های هستند که به دلیل بحث ضمانت و زمان‌بر بودن فرآیند و دیگر مشکلات اجرایی که وجود دارد سبب می‌شود تا مدل تأمین مالی از مقرون به صرفه بودن خارج شود، و شرکت‌ها از تأمین مالی با این روش‌ها صرف‌نظر کنند. برای مثال، تأمین سرمایه امید در یکی از پروژه‌های انتشار اوراق با مشکلی که مواجه شد این بود که شرکت متقاضی انتشار بعد از اخذ موافقت اصولی، به دلیل عدم توانایی در ارائه ضامن بانکی، در حال انجام امور مربوط به توثیق اوراق بهادار بجای ضمانت بود که در پی طولانی شدن فرآیند، ضوابط سازمان در این خصوص تغییر کرد و کلاً مسأله انتشار و تأمین مالی برای آنها متوقف شد.

تومرای: همانطور که دوستان عنوان کردند عمده چالش تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی فرآیند طولانی اخذ مجوز انتشار از سازمان بورس و اوراق بهادار است. هر چند نظارت‌های پی در پی و چندلایه ای انتشار اوراق توسط سازمان بورس باعث به حداقل رسیدن ریسک نکول و عدم ایفای تعهدات می‌گردد اما در سمت مقابل گاهی شرکت‌ها به دلیل طولانی بودن این فرآیند تمایلی به انتشار اوراق ندارند. از جمله دلایل اصلی طولانی شدن این فرآیند قبولی سمت ضمانت اوراق توسط بانک‌ها و نهادهای مالی مجاز می‌باشد. علاوه بر زمان بر بودن اخذ موافقت این نهادها فرآیند اخذ مجوز بانک موردنظر از بانک مرکزی جهت ضمانت اوراق نیز با چالش‌های فراوانی روبه‌رو است، به گونه‌ای که بارها پس از موافقت بانک با قبولی رکن ضامن یک اوراق، بانک مرکزی به دلایل متعدد و غیر شفاف مانع از انتشار اوراق شده است. تغییر رکن ضامن علاوه بر طولانی کردن زمان انتشار می‌تواند موجب هزینه‌های مستقیم جانبی به متقاضی تأمین مالی از قبیل اتمام مهلت گزارش کارشناس رسمی دادگستری و هزینه‌های غیرمستقیم تأخیر در اجرا و راه‌اندازی پروژه متقاضی گردد. یکی دیگر از علل طولانی شدن فرآیند انتشار اوراق عدم شفافیت دستورالعمل‌ها، عدم انعطاف کافی و تغییرات پیاپی آن‌ها می‌باشد. تنوع اوراق از یک جنبه موجب دربرگرفتن طیف گسترده‌تری از متقاضیان تأمین مالی با شرایط مختلف می‌شود و از طرفی به دلیل شرایط خاص هر یک از اوراق و تفسیر متفاوت از دستورالعمل‌های منتشر شده موجب سردرگمی و تطویل زمان بررسی شرایط شرکت، متقاعد کردن سایر ارکان به خصوص رکن ضامن می‌گردد. طراحی اوراقی با مشخصات عمومی‌تر و محدودیت‌های اجرایی کمتر به گونه‌ای که طیف وسیعی از متقاضیان را در برگیرد از نیازهای اصلی بازار در حال حاضر می‌باشد. در این راستا قدم‌های اولیه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برداشته شده است و اوراق و کالت در دستور کار آن سازمان محترم قرار گرفته است که امید است در این زمینه راه گشا باشد. یکی دیگر از چالش‌های بازار بدهی، عدم آشنایی شرکت‌های واجد شرایط تأمین مالی از طریق انتشار اوراق و همچنین عدم آشنایی سرمایه‌گذاران خرد با این بازار می‌باشد. در این راستا فرهنگ‌سازی لازم از طریق نمایشگاه‌های تخصصی صنایع مختلف، اتاق اصناف و سایر تشکلهای نظیر آن موجب توسعه روزافزون بازار خواهد شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت به عنوان نماینده عموم مردم در سال‌های اخیر نقش بسزایی در توسعه بازار بدهی داشته‌اند باین حال ورود سرمایه‌های خرد و فروش مستقیم اوراق به مردم علاوه بر کاهش نرخ تأمین مالی موجب توسعه روزافزون بازار بدهی خواهد شد.

■ **خانم شیر محمدی،** به نکته جالبی اشاره کردید لطفاً در این باره مثالی بزنید.
به عنوان مثال، وزارت نفت از شرکت پتروشیمی

چشمگیری یافته و توسط طیف متنوعی از اشخاص حقوقی قابل استفاده می‌باشد. مدل تأمین مالی مبتنی بر ابزارهای بازار سرمایه از تنوع بالایی برخوردار است که هر کدام از این مدل‌ها امکانات منحصر به فردی را به متقاضیان تأمین مالی ارائه می‌دهند. این شیوه تأمین مالی در تمام دنیا معمولاً به دلیل حذف واسطه‌ها و مواجهه مستقیم با سرمایه‌گذاران، به نسبت عمر اوراق در مقابل تسهیلات بانکی از نرخ بهای تمام شده کمتری برخوردار است باین حال ما در تأمین سرمایه‌ها با چالش‌هایی روبه‌رو هستیم که از جذابیت این اوراق می‌کاهد. تأمین سرمایه کاردان در حوزه تأمین مالی در سال ۹۸ روند بسیار روبه رشدی داشته است. حجم تأمین مالی صورت گرفته در این شرکت بالغ بر ۴۳ هزار میلیارد ریال می‌باشد و در حال حاضر برنامه تأسیس صندوق سرمایه گذاری خصوصی برای صنعت پتروشیمی در دستور کار قرار دارد.

■ عمده‌ترین مشکلات در روند انتشار اوراق چه مواردی هستند؟

شیر محمدی: از عمده ترین مشکلات در زمینه انتشار اوراق، طولانی شدن فرآیند انتشار اوراق از نظر زمانی است، تجربیات نشان می‌دهد کار انتشار از زمانی که آغاز می‌شود تا وقتی که بر روی تابلو به مرحله عرضه می‌رسد، بالغ بر ۶ ماه زمان می‌طلبد و این زمان در مقایسه با اخذ تسهیلات بانکی بسیار طولانی است، به همین دلیل ناشرینی که کار کردن با بانک‌ها را تجربه کرده اند، پذیرش چنین زمانی برای آنها چندان معقول نیست و ترجیح می‌دهند به جای بازار سرمایه از بانک‌ها تأمین مالی داشته باشند. در نتیجه، ضرورت تسهیل شرایط انتشار برای ناشران به ویژه ناشران برتر بورسی الزامی است. از دیگر چالش‌ها در زمینه انتشار اوراق، بحث ضمانت آنهاست. سازمان بورس و اوراق بهادار بر وجود یک ضامن بانکی در انتشار اوراق تأکید دارد و نکته جالب این است که سازمان بورس ضمانت ۴ یا ۵ بانک را تأیید می‌کند. که این موضوع خود به یکی از اصلی ترین مشکلات تبدیل شده است. نکته بعدی در انتشار اوراق، وجود ساز و کارهایی با انعطاف پذیری کم در انتشار اوراق تأمین مالی برای صنایع مختلف است، تنظیم و هماهنگ کردن سازوکارها به دلیل وجود یک چارچوب انعطاف ناپذیر موجب شده است تا با مشکلات و موانع زیادی در راه انتشار مواجه شویم زیرا سیستم یک سازوکار منعطف به ناشر ارائه نمی‌دهد.

خلیلی: در فرآیند انتشار اوراق، علاوه بر مسأله طولانی بودن فرآیند انتشار و بحث ضمانت، وجود یک سری محدودیت‌ها به عنوان چالش مطرح است. بطور مثال، تعداد بسیار زیادی از شرکت‌ها شرایط اولیه برای انتشار اوراق بدهی را ندارند لذا می‌توان برای تأمین مالی پروژه‌های آنها از ابزارهایی مانند صندوق زمین و ساختمان و نیز صندوق پروژه بهره برد.

در حال حاضر شرکت‌های تأمین سرمایه (که بانک‌ها به طور مستقیم یا غیر مستقیم در آنها ایفای نقش می‌کنند) امکان تأسیس صندوق سرمایه گذاری جدید را ندارند. بر اساس بند ب ماده ۱۴ قانون برنامه ششم توسعه و بحث خروج از بنگاهداری بانک‌ها، بانک‌ها و یا شرکت‌های تابعه آنها نمی‌بایست در تأسیس هیچ گونه صندوق سرمایه گذاری مشارکت داشته باشند و صدور مجوز تأسیس صندوق جدید از سوی سازمان بورس، منوط به مجوز بانک مرکزی شده است. از طرفی تنها شرکت‌هایی که از لحاظ مالی در شرایط خوبی قرار داشته باشند می‌توانند تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بدهی انجام

تومرای: همانطور که دوستان عنوان کردند عمده چالش تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی فرآیند طولانی اخذ مجوز انتشار از سازمان بورس و اوراق بهادار است. هر چند نظارت‌های پی در پی و چندلایه ای انتشار اوراق توسط سازمان بورس باعث به حداقل رسیدن ریسک نکول و عدم ایفای تعهدات می‌گردد اما در سمت مقابل گاهی شرکت‌ها به دلیل طولانی بودن این فرآیند تمایلی به انتشار اوراق ندارند

و و نفتی درخواست کرده تا این شرکت‌ها بخش اعظمی از نیاز مالی خود را از طریق بازار سرمایه تأمین کنند، اما از آنجا که بسیاری از پروژه‌های این صنعت پروژه محور و از نوع پیمانکاری است در نتیجه در همان گام نخست به دلیل سیستم پیمانکاری انتشار اوراق به مانع برمی خورد؛ زیرا پیمانکار بودن و مالک نبودن از همان مشکلاتی است که روند و فرآیند انتشار اوراق را با چالش مواجه می‌کند و به طور حتم موجب طولانی شدن زمان انتشار می‌شود. در طی ماه‌های اخیر که اقبال صنعت نفت به بازار سرمایه به منظور تأمین مالی افزایش یافته است عدم وجود سازوکارهای منعطف در جهت برداشتن مشکلات و موانع شرکت‌های تأمین سرمایه را در پیشبرد اهداف تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی با کندی روبه‌رو کرده است.

برای تأمین مالی پروژه‌ها تأسیس صندوق‌ها (صندوق پروژه، زمین و ساختمان و جسورانه) به عنوان تأمین مالی خارج از ترازنامه بسیار مفید و منطقی به نظر می‌رسد که در حال حاضر امکان حضور و مشارکت تأمین سرمایه‌ها در تأسیس این صندوق‌ها به دلیل محدودیت اعمال شده از سوی بانک مرکزی و سازمان بورس وجود ندارد. در حالی که این نوع صندوق‌ها ماهیت تأمین مالی دارند و محدودیت مذکور را نهاد‌های ناظر می‌توانند با تعامل و مذاکره، برای این نوع صندوق‌ها اعمال نکنند

بانک‌ها و مؤسسات مالی هستند، البته به لحاظ قانونی شرکت‌های سرمایه گذاری و هلدینگ‌ها نیز امکان قبول ضمانت را دارند، اما باید توجه داشته باشیم که خریداران اوراق به ضامن بانکی اطمینان بیشتری دارند. گاهی با همین یک عامل، پروژه تأمین مالی در همان آغاز کار متوقف می‌شود؛ در نتیجه پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار در بخش ضمانت مالی اوراق نیز یک بازنگری داشته باشد.

تومرای: تأمین مالی با استفاده از ابزار بدهی در گرو تنگنای اعتباری سیستم بانکی بوده و همچنان بازار تأمین مالی کشور بانک محور می‌باشد و نمی‌توان نقشی مستقل برای آن در آینده نزدیک متصور بود. به نظر می‌رسد توسعه نهادهای رتبه‌بندی و حذف رکن ضامن به توسعه هر چه بیشتر بازار کمک شایانی خواهد کرد.

■ بحث تأمین مالی جمعی (Crowdfunding) در بازار سرمایه با چه چالش‌هایی روبه‌رو است؟

خلیلی: تأمین مالی جمعی روش بسیار مناسبی برای تأمین مالی پروژه‌ها و شرکت‌های SME هست که در تمام کشورهای پیشرفته دنیا در حال استفاده است. بازار سرمایه ما هم به عنوان ابزاری نوین و با اهداف مثبتی پایه گذاری شده ولی به دلیل جدید بودن و همچنین محدودیت‌های زیادی که برای آن در نظر گرفته شده، به نظر فاصله زیادی تا عملی شدن آن وجود دارد. یکی از مهم‌ترین چالش‌ها هم به همین دلیل نو بودن مدل و تازگی فرآیندهاست که تا یکبار اجرایی نشود گلوگاه‌های آن مشخص نمی‌شود. از طرفی به دلیل محدودیت‌های تعدادی و مقداری که گذاشته شده، ظاهراً درآمد شرکت‌های تأمین سرمایه از این محل در شرایط فعلی و در ابتدای کار بسیار محدود است، ولی به دلیل این که منجر به تنوع خدمات ارائه شده توسط شرکت تأمین سرمایه و برای طیف وسیعی از متقاضیان می‌شود، در حال حاضر توسط شرکت تأمین سرمایه امید در حال پیگیری است.

■ از دیدگاه شما چه راهکاری در بخش ضمانت مالی می‌تواند به کار رود؟

خلیلی: راهکار مهم در ضمانت بحث رتبه بندی اعتباری است اما در شرایط فعلی با وجودی که ابلاغیه میزان وثایق مورد نیاز و شرایط لازم برای انتشار اوراق بدهی بدون استفاده از رکن ضامن به نهادهای مالی انجام شده است، به نظر می‌رسد قوانین در این رابطه کمی سخت گیرانه است. متقاضی تأمین مالی با اخذ رتبه اعتباری مناسب می‌تواند نسبت به انتشار اوراق بدون ضامن اقدام کند. رتبه اعتباری اخذ شده باید AAA باشد و این رتبه باید در سه سال متوالی از حداقل دو شرکت رتبه بندی مجاز اخذ شده باشد. همچنین حداقل اوراق بدون ضمانت نمی‌تواند از حداکثر ۳۵ درصد میانگین سود خالص سه سال اخیر شرکت بیشتر باشد که به نظر می‌رسد شرایط اعلامی کمی سخت باشد. با توجه به این شرایط، می‌بایست حداقل دو سه سال از شروع فعالیت مؤسسات رتبه بندی در کشور بگذرد تا زمینه برای استفاده از رتبه بندی به عنوان جایگزین ضمانت فراهم شود.

شیر محمدی: من معتقد هستم که جامعه و سیستم مالی کشور باید به اوراق بدون ضمانت هم فکر کند، زیرا وقتی تاکید و الزام بوجود رکن ضامن وجود دارد، در نهایت به این نتیجه می‌رسیم که بهترین ضامن

■ در انتشار اوراق دولتی چه چالش‌هایی وجود دارد و چه راهکارهایی می‌توان ارائه داد؟

تومرای: با بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ به نظر می‌رسد دولت در نظر دارد قسمتی از کسری بودجه را با انتشار اوراق بدهی دولتی تأمین نماید که این اوراق شامل اوراق اسناد خزانه اسلامی و اوراق‌هایی دارای کوپن و سررسید بلند مدت می‌باشد با توجه به اینکه در حال حاضر اوراق دولتی فاقد بازارگردان می‌باشند در صورت بلند مدت بودن اوراق، تقاضا برای خرید این اوراق از جانب صندوق‌های سرمایه گذاری و فعالان بازار سرمایه کمتر خواهد بود بنابراین در صورت داشتن بازارگردان و امکان فروش به کسر جذابیت برای خرید اوراق را افزایش می‌دهد.

شیر محمدی: درباره چالش انتشار اوراق دولتی تقریباً چالش خاصی وجود ندارد، اجازه بدهید این گونه به ماجرا ورود کنم؛ زمانی که بحث بازاردهی و استفاده از ظرفیت‌های این بازار به میان آمد، مقرر شد ظرفیت بازاردهی به شرکت‌های شفاف بورسی اختصاص یابد و ظرفیت تسهیلات دهی بانک‌ها برای شرکت‌های با شفافیت پایین تر و نیز سرمایه در گردش کوتاه مدت) بکار گرفته شود، اما وضع مجموعه ای از آیین نامه‌ها و قوانین برای شرکت‌ها در کنار سهولت انتشار اوراق ناظر بر تأمین مالی دولت موجب شد که بخش اعظمی از ظرفیت بازار بدهی نصیب دولت شود و شرکت‌های بورسی و غیر بورسی سهم قابل توجهی از این منابع نداشته باشند. در نتیجه می‌توان گفت در انتشار اوراق دولتی با چالش قابل توجهی روبه‌رو نیستیم و تنها مسئله ای که باعث نگرانی شده نابرابری سهم بخش دولتی و عمومی و خصوصی است.

■ برای کوتاه تر شدن فرآیند انتشار اوراق، چه راهکاری می‌تواند راهگشا باشد؟

خلیلی: به نظر می‌رسد می‌توان جلوی یک سری موازی کاری‌ها و فرآیندهای تکراری را در روند انتشار اوراق گرفت. بطور مثال بررسی گزارشات و کنترل مدارک در چند مرحله و توسط چند مرجع مختلف انجام می‌شود. در صورتی که اگر یک اطمینان و رویه مشخص وجود داشته باشد نیاز به انجام چند باره یک مرحله از فرآیند نیست. باید نوعی اعتماد در بین نهادهای بازار سرمایه ایجاد شود. از آنجا که تأمین سرمایه‌ها بازوی اجرایی سازمان بورس هستند حتی پیشنهاد دادیم که برای شرکت‌های کوچک، جهت کوتاه تر شدن فرآیند، مسأله اعطای مجوز به شرکت تأمین سرمایه به عنوان نماینده و معتمد سازمان بورس با اعمال تمامی ملاحظات مد

خلیلی: در خصوص تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، راهکارهای سرمایه‌ای در حال حاضر در حال پیگیری و انجام است. برای تسهیل در این مقوله، اصلاح قوانین جهت کاهش یا تسهیل فرآیندهای ثبت و تبدیل شرکت‌ها و اقدامات لازم برای کاهش هزینه مبادله از مواردی است که باید پیگیری شود. در زمینه تأمین مالی از بازار بدهی هم پیشنهاد می‌شود نسبت به کاهش محدودیت‌ها، استفاده سهل‌تر از رتبه بندی اعتباری در بحث ضمانت، استفاده از نهادهایی مانند صندوق ضمانت صنایع کوچک و سایر نهادهای متناسب با صنعت مربوطه برای ضمانت، متناسب‌سازی ارکان با نوع اوراق و بدنبال آن کاهش هزینه انتشار برای تسهیل تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط اقدامات ممکن انجام شود.

■ جمع بندی خود را در زمینه تأمین مالی از راه بازار سرمایه بیان کنید.

شیر محمدی: در شرایط فعلی بازار پول یا همان بانک‌ها آنگونه که باید نمی‌توانند به تأمین مالی شرکت‌ها بپردازند و از این رو می‌توان بخشی از این تکلیف را بر دوش بازار سرمایه گذاشت. اما تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نیز نیازمند هموار شدن بسیاری از موانع و چالش‌هاست که بتواند راه تأمین مالی را از طریق بازار سرمایه تسهیل کند. شاید در این میان بگویم مشکل در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه وجود دستورالعمل‌هاست، اما اگر با دست اندرکاران نگرش این دستورالعمل‌ها گفت و گو داشته باشید می‌بینید که آنان نیز برای این سخت‌گیری‌ها دلایلی دارند که ناشی از تجارب قبلی باشد. در نتیجه شاید بهتر باشد یک سیاست پویا و دینامیک پیگیری شود. از سویی دیگر در تسهیل این روند چه از لحاظ ارکان، زمان و انعطاف‌پذیری و نوع اوراق و ایجاد ابزارهای جدید سازمان بورس باید نهادهای مرتبط به ویژه شرکت‌های تأمین سرمایه که نسبت به عرضه و انتشار این اوراق می‌پردازند، مذاکرات مستمری داشته باشند.

خلیلی: در شرایط فعلی حاکم بر اقتصاد کشور، تأمین منابع مالی تبدیل به نیاز حیاتی برای بسیاری از شرکت‌ها شده است. در این شرایط باید یک اقدام همه جانبه برای رفع چالش‌ها در مسیر انجام تأمین مالی صورت گیرد. همچنین در حال حاضر، بسیاری از شرکت‌ها با روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه آشنایی ندارند. از سوی دیگر، ورود منابع قابل توجه به بازار سرمایه در کنار وجود رکود در بازارهای موازی، هدایت صحیح و استفاده بهینه از این منابع را امری اجتناب‌ناپذیر نموده است. اقدام در جهت اطلاع رسانی صحیح به شرکت‌ها در استفاده از منابع موجود در بازار سرمایه از یک سو و آشنا نمودن و فرهنگ سازی در بخش سرمایه گذاران از سوی دیگر، می‌تواند زمینه ساز هدایت سرمایه‌ها به سوی تولید مولد و ایجاد توسعه اقتصادی شود.

تومرایسی: بازار بدهی یکی از مهم‌ترین اجزای بازارهای پولی و مالی نوین در هر کشوری به شمار می‌رود و به همین دلیل ضرورت توسعه آن انکارناپذیر است لذا دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان‌پذیر نیست. برای دستیابی به این مهم و همچنین معرفی ابزارهای موجود در بازار سرمایه به فعالان اقتصادی و همچنین ایجاد راهکارهای متنوع برای کسب و کارهای نوین و طراحی ابزارهای جدید منطبق بر این کسب و کارها نیازمند همکاری نهادهای مالی و نهادهای قانونگذار هستیم.

نظر سازمان، تفویض شود. چراکه پروسه کنونی طولانی است و خیلی از اوقات همین زمان بر بودن، پروژه تأمین مالی را از حیز انتفاع خارج می‌کند.

شیر محمدی: فرآیند انتشار اوراق در ابزارهای مختلف به یک شکل استاندارد درآمده است و بعضی از سخت‌گیری‌هایی که در این مسیر وجود دارد ناشی از تجربیات و اتفاقاتی است که در گذشته پیش آمده است.

■ تأمین مالی پروژه ای با چه چالش‌هایی روبه‌رو است چه راهکاری پیشنهاد می‌دهید؟

خلیلی: همانطور که پیشتر صحبت شد، برای تأمین مالی پروژه‌ها تأسیس صندوق‌ها (صندوق پروژه، زمین و ساختمان و جسورانه) به عنوان تأمین مالی خارج از ترازنامه بسیار مفید و منطقی

به نظر می‌رسد که در حال حاضر امکان حضور و مشارکت تأمین سرمایه‌ها در تأسیس این صندوق‌ها به دلیل محدودیت اعمال شده از سوی بانک مرکزی و سازمان بورس وجود ندارد. در حالی که این نوع صندوق‌ها ماهیت تأمین مالی دارند و محدودیت مذکور را نهادهای ناظر می‌توانند با تعامل و مذاکره، برای این نوع صندوق‌ها اعمال نکنند. در خصوص پروژه‌های کوچک هم بحث تأمین مالی جمعی قابل پیگیری است.

تومرایسی: طراحی اوراقی که محدودیت‌های جاری اوراق فعلی از قبیل عدم امکان انتشار تدریجی اوراق را نداشته باشند یکی از راهکارهایی است که در برخی موارد موجب جذابیت بیشتر اوراق برای بانی و ضامن اوراق خواهد شد. این مورد خصوصاً در تأمین مالی پروژه‌ها که منابع به تدریج به شرکت تزریق می‌گردد مفید واقع خواهد گردید. یکی دیگر از راهکارهای موجود در بازار سرمایه که توسط شرکت کاردان نیز مورد توجه قرار گرفته تأسیس صندوق‌های سرمایه گذاری پروژه برای کلان پروژه‌های نظام اقتصادی با مشارکت هلدینگ‌های بزرگ کشور به عنوان مؤسسين این صندوق‌های سرمایه گذاری پروژه می‌باشد. وجود این صندوق‌های سرمایه گذاری به دلیل مدیریت حرفه ای و نظارت حداکثری توسط نهادهای مالی و فنی معتبر کمک بسزایی به توسعه بازار می‌نماید البته به دلیل ممنوعیتی که ناشی از دستورالعمل بانک مرکزی برای شرکت‌های دارای سهامدار بانکی ایجاد شده تأسیس صندوق‌ها را برای ما با چالش‌های جدی مواجه کرده است.

شیر محمدی: درباره تأمین مالی پروژه‌ها تجربه ثابت کرده است که هنوز یک راه حل تأمین مالی ساده، سریع و بدون چالش وجود ندارد، هر چند در سال‌های گذشته به منظور تسهیل تأمین مالی پروژه‌ها، راهکار تشکیل صندوق‌های پروژه داده شد و به تصویب رسید، اما تجربه نشان داده است که این صندوق‌ها آنچنان که باید و شاید مورد اقبال دارندگان پروژه‌ها قرار نگرفتند و ملاحظات اجرایی آن سخت و طولانی شدند.

■ چه راهکاری برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط (SME) وجود دارد؟

تومرایسی: یکی دیگر از کاستی‌های بازار عدم امکان تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط به دلایلی از قبیل هزینه‌های جانبی بالای انتشار اوراق، فرآیند انتشار طولانی و ... می‌باشد. ایجاد سازوکاری جهت تجمیع متقاضیان کوچک و متوسط و انتشار اوراق جهت تأمین مالی گروهی این متقاضیان یکی از راهکارهایی است که می‌تواند مورد بررسی هر چه بیشتر قرار گیرد.



محسن فاضلیان مدیرعامل سابق تأمین سرمایه بانک مسکن تصریح کرد:

کنترل نقدینگی افسار گسیخته با تأمین مالی از بازار سرمایه

فاطمه مشایخی
خبرنگار

این شکل سنتی بانکداری است که در کشور ما و برخی دیگر از کشورها در تأمین مالی از طریق بازار پول اجرا می‌شود.

تأمین مالی از نظر زمان می‌تواند به صورت کوتاه مدت، میان مدت و یا بلند مدت باشد. در اقتصادی که بانک محور است فارغ از سرسیدی که مدنظر متقاضیان تسهیلات است اشخاص حقیقی و حقوقی با مراجعه به بانک تسهیلات دریافت می‌کنند. این موضوع با تعریف اقتصادی که از بانک داریم، تناقض دارد. به طور کلی بازار پولی که صحنه گردان آن بانکها هستند، متولی تأمین مالی کوتاه مدت یا سپرده گذاری کوتاه مدت تعریف می‌شود که این موضوع یعنی سپرده گذار یا خانوارهای دارای وجوه مازاد که قصد سپرده گذاری دارند یا کسانی که متقاضی دریافت تسهیلاتی هستند به ویژه تسهیلات کوتاه مدت یک ساله مانند تسهیلات سرمایه در گردش، اولین درگاهی که به سراغ آن می‌روند، بازار پول و بانکهاست. اما در حال حاضر به این صورت عمل نمی‌شود و کسانی که متقاضی دریافت تسهیلاتی دو ساله، سه ساله یا پنج ساله هستند، به مدت شش ماه یا یک سال با بانک قرارداد مشارکت مدنی منعقد می‌کنند. این تسهیلات به صورت مداوم استمهال می‌شوند و حتی در مواردی مورد تمدید نیز قرار می‌گیرند. در برخی موارد شاهد هستیم که دوره استهلاك اصل و فرع تسهیلات در سیستم بانکی بیش از پنج یا ده سال طول می‌کشد. در نهایت اقتصادها در دوره تکامل و بلوغ خود به تقسیم بندی آگاهانه‌ای که تابع منطق است رسیده‌اند که بازار پولی باید معطوف به تأمین مالی‌های کوتاه مدت، تسهیل خدمات و پرداخت‌های بانکی در دوره‌های کوتاه مدت باشد.

در اقتصاد ایران بانکها همچنان موتور محرک تأمین مالی به حساب می‌آیند و حدود ۸۰ درصد تأمین مالی از طریق بانکها انجام می‌شود. امروزه عمده فعالان در بخش‌های اقتصادی چه در صنایعی که در آنها مزیت نسبی وجود دارد (مانند نفت، گاز، پتروشیمی، توریسم، معادن و

به طور کلی تأمین مالی پروژه‌ها در اقتصاد از دو طریق بازار پول و بازار سرمایه انجام می‌شود. تأمین مالی از طریق بازار پول که متولی آن بانکها هستند اغلب برای پروژه‌هایی در مقیاس کوچک و تأمین مالی کوتاه مدت مورد استفاده قرار می‌گیرد، در مقابل برای پروژه‌های بزرگ که به تأمین مالی با ارقام قابل توجه نیاز است، بازار سرمایه به عنوان بهترین گزینه خودنمایی می‌کند. محسن فاضلیان مدیرعامل سابق تأمین سرمایه بانک مسکن معتقد است رونق بی سابقه‌ای که بازار سرمایه در سال جاری شاهد آن بود، سپیده دم روز روشنی است که در انتظار بازار سرمایه قرار دارد، اما هنوز تا برافروخته شدن خورشید و روشنایی چشمگیر این روز روشن فاصله است. در خصوص تأمین مالی، موضوعی که بیش از پیش باید مورد توجه قرار گیرد، کنار همدیگر قرار گرفتن بازار پول و سرمایه است، در تأمین مالی نباید بحث سهم خواهی مطرح باشد و بازار پول خود را رقیب بازار سرمایه بداند، بلکه این دو اهرم کلیدی تأمین مالی که می‌توانند نقش به سزایی در تحقق پروژه‌ها و رشد اقتصادی کشور داشته باشند، باید در کنار یکدیگر قرار بگیرند و شانه به شانه هم پیش بروند.

■ نقش بانکها در تأمین مالی چیست؟

تأمین مالی به طور کلی دو مسیر اصلی دارد. مسیر بازار پول، جایی که صحنه گردان این بازار، بانکها هستند و خانوارها و افراد به عنوان کسانی که مازاد نقدینگی دارند، در نقطه‌ای مطمئن و بدون ریسک سرمایه گذاری می‌کنند. بانکها منابع مازاد را از افراد دریافت می‌کنند و این افراد می‌توانند سرمایه را به صورت قرض به بانک بسپارند. در سیستم سنتی بانکی که در دنیا هم اجرا می‌شود، بانکها سیاست گذار سرمایه در یافت شده هستند. در سیستم بانکداری بدون ربا با عنوان غیر از قرض، بانک سپرده و کالت در اختیار افراد قرار می‌دهد. بانک به عنوان وکیل سپرده گذاران عمل کرده و کسانی که متقاضی تسهیلات هستند با مراجعه به بانک تسهیلات دریافت می‌کنند.



انجام می‌شود. شفافیت در بورس و فرابورس در قالب عرضه عمومی و حراج اوراق به صورت یکسان و برای همه اتفاق می‌افتد، بنابراین رقابت باعث می‌شود نرخ‌ها برای متقاضیان تأمین مالی کاهش پیدا کند. مهم‌ترین ویژگی در بازار سرمایه، خاصیت تقسیم‌پذیری تأمین مالی است.

در حال حاضر در همه جا بحث بر این است که در بازار سرمایه نقدینگی به صورت مضاعف در حال افزایش است. اقتصاد باید بستر مناسبی برای جذب نقدینگی موثر در زمان درست برای تولید مناسب ایجاد کند بنابراین تاکید بر تولید، راهبردی واقعی و حقیقی است که برای تحقق آن باید نقدینگی در مسیر درست و مناسب به جریان درآید که بهترین مسیر جز بازار سرمایه نیست. این اتصال از طریق ابزارهای بازار سرمایه و نهادهای مالی که صحنه‌گردان این بازی هستند انجام می‌شود. این صحنه‌گردان‌ها هم مجموعه‌هایی جز کارگزاری‌ها نیستند. امیدواریم تأمین سرمایه‌ها نیز بعد از ۱۳ سال در کنار سایر

نهادهای مالی مانند صندوق‌ها، سبدگردان‌ها، مشاور سرمایه‌گذاری‌ها و هلدینگ‌های مالی در بازار سرمایه هم از نظر تعداد و هم از نظر کیفیت از طریق تعریف ابزارهای متفاوت تأمین مالی قرار گیرند. نکته قابل توجه این است که در بانک‌ها تسهیلات استاندارد است، ولی در بازار سرمایه این امکان فراهم است که با توجه به شرایط مخاطب که متقاضی تأمین مالی است ابزار تعریف شود و در منافی که در آینده ایجاد خواهد شد تأمین مالی اتفاق افتد.

■ چالش‌های موجود در این راه چیست؟

یکی از چالش‌های موجود متقاعد کردن افراد در توجه به بازار سرمایه است. چالش دیگر وجود IFRS است. همچنین شفافیتی که در صورت‌های مالی وجود دارد باعث مقاومت مجموعه‌ها در روی آوردن به بازار سرمایه و بالطبع تأمین مالی از این طریق می‌شود. در کنار موارد ذکر شده موضوع مالیات نیز از جمله چالش‌ها و مشکلات به شمار می‌رود. اگر از فعالان اقتصادی بپرسید که مهم‌ترین چالش در مجموعه‌ها چیست بیشتر آنها از تأمین مالی و نرخ بالای آن یاد می‌کنند. بنابراین سیاست‌گذاران پولی اقتصاد باید در یک دوران گذار نرخ تورم را کنترل کنند. هر چه کاهش نرخ تورم رخ دهد در مقابل کاهش نرخ تأمین مالی نیز به دنبال آن ایجاد می‌شود. تحقق این موارد موجب افزایش تمایل به سرمایه‌گذاری، تولید و زایش می‌شود، در نتیجه اقتصادی پویاتر تبدیل می‌شود. به هر ترتیب در موضوع تأمین مالی نباید بحث سهم خواهی مطرح باشد و بازار پول خود را رقیب بازار سرمایه بداند بلکه این دو همچون دو بال هواپیمایی هستند که باید به پرواز درآید.

■ برای آشنایی بیشتر در این زمینه چه اقداماتی باید انجام داد؟

فرهنگ‌سازی موضوع مهمی در این زمینه است. برای تحقق این موضوع به سرعت باید تدابیری اندیشیده شود. میزان نقدینگی روزبه‌روز افزایش پیدا می‌کند و این هنر بازار سرمایه است که بتواند این منابع را به سمت خود جذب کند. ابزارهای بازار سرمایه با کاهش قیمت، افزایش سرعت و کیفیت تأمین به صورت ناخودآگاه متقاضیان را به خود جذب می‌کند. نقدینگی باید در مسیر زایش و پرورش قرار بگیرد و این هدف بر عهده بازار سرمایه

ویژگی‌های بازار سرمایه را می‌توان در ساختار شفاف و منظم آن همراه با استانداردهای تبیین شده دانست همچنین به واسطه مشخص بودن کارکرد تأمین مالی هزینه معاملات کاهش پیدا می‌کند و عرضه اوراق در قالب روش‌های مختلف تأمین مالی انجام می‌شود شفافیت در بورس و فرابورس در قالب عرضه عمومی و حراج اوراق به صورت یکسان و برای همه اتفاق می‌افتد، بنابراین رقابت باعث می‌شود نرخ‌ها برای متقاضیان تأمین مالی کاهش پیدا کند مهم‌ترین ویژگی در بازار سرمایه، خاصیت تقسیم‌پذیری تأمین مالی است

غیره) و چه صنایعی که خیلی مورد اقبال نیستند (مانند صنایع کاغذ یا تولید لوازم یکبار مصرف)، به دنبال درگاهی می‌روند که آنها را به سرعت به شبکه بانکی متصل کند. تاثیرات تجربی این موضوع در بلندمدت دیده شده و امروزه زمانی که به بدنه ساختار سرمایه‌ای بانک‌ها نگاه می‌کنیم در سمت چپ ترازنامه بانک‌ها که در برگرفته سپرده جاری، سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت قرار دارد که به صورت پیوسته سود به آنها تعلق می‌گیرد. در مقابل سمت راست ترازنامه بخش بزرگی از این سپرده‌ها وارد بخش‌هایی شده که نتوانسته پول بانک را بازگرداند و بانک‌ها را با مطالبات معوق مواجه کرده است که این موضوع موجب شده هزینه‌های بسیاری به سیستم بانکی تحمیل شود.

علاوه بر مسائل نظری که در ابتدا به آنها اشاره شد، با دقت در شواهد تجربی نیز به این نتیجه می‌رسیم که بازار پول نمی‌تواند ابزار مناسبی برای پاسخگویی به تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت

باشد، به ویژه پروژه‌های بزرگ که به تأمین مالی در قیاس بسیار بالا نیاز دارد. برای پروژه‌های جی تی ال، ال ان جی و پروژه‌های پالایشگاهی به سرمایه‌گذاری‌های بسیار بزرگ ارزی و ریالی نیاز است که با شرایط فعلی دلار تأمین مالی از سیستم بانکی مناسب نیست. اگر سندیکای بانکی هم بخواهد تأمین مالی چنین پروژه‌هایی را بر عهده بگیرد با ریسک بزرگی روبه‌رو خواهد شد. در نتیجه بازار پول از لحاظ تئوری و نظری، به دلیل تحلیل محتوا، پیمایش موضوع و کارکردی که در اقتصادهای توسعه‌یافته یا در حال توسعه دارد نمی‌تواند سیستم مناسب، جامع و کاملی برای پاسخگویی به نیازهای تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت با تاکید بر پروژه‌های متوسط و کلان باشد.

■ بازار سرمایه در تأمین مالی چه جایگاهی دارد؟

در مقابل بازار پول جبهه دیگری به نام بازار سرمایه قرار دارد که با توجه به ویژگی‌هایی که در آن تعریف شده از لحاظ نظری روزبه‌روز رشد یافته و الزامات آن نیز شناخته شده است. نقاط ضعف این بازار به صورت پیوسته مورد ارزیابی قرار گرفته است. در این بازار نظامات شفاف تأمین مالی در بازارهای مختلف با ابزارهای گوناگون و محدودیت‌های متفاوت در کنار نظارت‌های فوق‌العاده ابداع شده که فضای جدیدی را پیش روی فعالان صنعت تأمین مالی گذاشته است. این فرصت جدید با حذف واسطه بانکی از صاحبان سپرده به متقاضیان منابع مالی کمک می‌کند با استفاده از نهادها و ابزارهای مختلف دست سپرده‌گذاران در دست متقاضیان تسهیلات قرار داده شود. بنابراین بازار سپرده‌گذاری یا سرمایه‌گذاری بلندمدت و میان‌مدت را بازار سرمایه می‌دانیم. نکته مهم اینکه بازار سرمایه بازاری است با ریسک و بدون نرخ سود نیست بلکه ابزارهای موجود در آن می‌تواند دارای سودهای قطعی باشد. نمونه آن اوراق مشارکت، منفعت و سلف است همچنین در دنیا اوراق قرضه هم وجود دارد که گاهی سررسید آن به ۳۰ سال نیز می‌رسد.

بنگاه‌ها متقاضیان تسهیلات هستند و باید ابزارهای مختلف و مناسب با نیاز آنها در بازار سرمایه ایجاد شود. ویژگی‌های بازار سرمایه را می‌توان در ساختار شفاف و منظم آن همراه با استانداردهای تبیین شده دانست. همچنین به واسطه مشخص بودن کارکرد تأمین مالی هزینه معاملات کاهش پیدا می‌کند و عرضه اوراق در قالب روش‌های مختلف تأمین مالی

است. اگر از شرکت‌های دانش‌بنیان صحبت می‌شود به این معناست که افرادی دوست دارند قبول ریسک کنند و در پروژه‌های سرمایه‌گذاری کنند که ممکن است با موفقیت روبه‌رو شود.

■ و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه را در این میان چگونه ارزیابی می‌کنید؟

شرکت‌های تأمین سرمایه با به کارگیری عناصر هزینه، سرعت و کیفیت در این ۱۳ سال نشان داده‌اند که شرکای قابل اعتمادی برای تأمین مالی دولت و همچنین بخش خصوصی هستند. در شرایط کنونی از دولت انتظار می‌رود با حمایت همه‌جانبه از شرکت‌های تأمین سرمایه و با افزایش وسعت فعالیت آنها در چارچوب ضوابط و شناخت محدودیت‌ها و حذف آنها در تحقق این امر هم قدم شوند. در مقابل رسالت شرکت‌های تأمین سرمایه این است که با عملکرد مناسبشان به معرفی خود بپردازند. همچنین برگزاری همایش‌هایی با جنس تأمین مالی با رویکرد در شناخت تأمین سرمایه‌ها و تأمین مالی از این طریق بسیار موثر است.

■ تأمین سرمایه مسکن در این راستا فعالیت خاصی انجام داده است؟

شش سال فعالیت پیوسته و انتشار اوراق رهنی، انتشار اولین اوراق خرید دین استهلاکی، تأمین مالی بسیاری از شرکت‌های حوزه حمل و نقل، زیرساخت و ملکی، توسعه صندوق‌های زمین و ساختمان و بسیاری ابزار دیگر در مجموعه تأمین سرمایه بانک مسکن نشان دهنده فعالیت در این راستاست. تأمین سرمایه بانک مسکن به نوبه خود به‌ویژه در حوزه ابزارسازی اقدامات جدی داشته و معتقدم در آینده از کل صنعت تأمین سرمایه به ویژه تأمین سرمایه مسکن اخبار خوش بیشتری شنیده شود.

■ دلیل عدم استقبال از برخی ابزارها مانند صندوق زمین و ساختمان را در چه می‌دانید؟

اولین صندوق زمین و ساختمان به نام "نسیم" مشکلاتی در تحویل و خدمات داشت. این موضوع به واسطه بزرگ بودن پروژه امری طبیعی بود. ضمن آنکه برای اولین بار در قالبی جدید شروع به فعالیت کرد. دلیل اینکه سرمایه‌گذاران اقدام به خرید یونیت‌های زمین ساختمان نمی‌کنند، این است که مبتنی بر مشارکت واقعی بوده و باید قبول ریسک کنند. در اصل انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری که با ریسک همراه هستند به‌راحتی انجام پذیر نیست.

■ شرکت‌های رتبه‌بندی در تأمین مالی چه نقشی دارند؟

یکی از محدودیت‌هایی که صنعت تأمین مالی با آن مواجه است بحث رکن ضامن است. ضامن اصل و فرع تأمین مالی را تضمین می‌کند. مشکلی که بانی‌ها دارند مراجعه به ضامن‌هاست که معمولاً بانک‌ها هستند و موجب ایجاد برخی محدودیت‌ها از جمله قرار دادن دارایی، پرداخت هزینه و یا سپرده کردن بخشی از منابع مالی برای آنها می‌شود. اگر پروژه اقتصادی باشد و بتواند اصل و فرع پروژه را استیفا کند و تابع فرضیاتی که برای پروژه در نظر گرفته شده باشد، پس دیگر رکن ضامن اهمیتی نخواهد داشت. بنابراین موضوع تأکید بر پروژه و تأمین مالی مبتنی بر پروژه، زمانی که خود پروژه مبنای اصلی تحلیل و ارزیابی اقتصادی باشد، خیلی مهم‌تر از وجود رکن ضامن است. به عقیده بنده شرکت‌های رتبه‌بندی چراغ راه تأمین مالی هستند. مردم با اعتماد به شرکت‌های رتبه‌بندی در ارزیابی پروژه‌ها برای تأمین مالی به‌راحتی با وجود هر شرایطی قبول ریسک کرده و اقدام به خرید اوراق مربوط می‌کنند. در مسیر پیش‌رو، رتبه‌بندی‌ها مکمل کلیدی تکمیل زنجیره عرضه خدمات تأمین مالی در بازار سرمایه به حساب می‌آیند.

بازنگری در نظام تأمین مالی بازار سرمایه



سیدمحمدهاشمی نژاد
مدیرعامل گروه مالی ساتا

توسعه تأمین مالی یکی از اساسی‌ترین پارامترهای رشد پایدار و توسعه اقتصادی به شمار رفته و نقش اثرگذاری در هدایت بخشی نقدینگی و سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی بر عهده دارد. در سطحی بالاتر باید اشاره کرد که در کنار تأمین منابع مالی، یکی از پیش شرط‌های کلیدی موفقیت در کسب‌وکار، مدیریت صحیح منابع مالی و استفاده بهینه از آنها برای فعالیت‌های مولد اقتصادی است. در شرایط فعلی اقتصاد ایران، مدیران بنگاه‌های اقتصادی تحت فشار فزاینده‌ای قرار دارند تا هزینه‌های عملیاتی و بهای تمام‌شده را کاهش داده و کم‌هزینه‌ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت‌های شرکت در راستای افزایش ارزش، پرداخت به‌موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی، فراهم کنند. یکی از گزینه‌های بسیار جدی تأمین مالی، بهره‌مندی از ظرفیت ابزارهای مالی بازار سرمایه است که در سال‌های اخیر توانسته سهم مؤثری در تأمین مالی بخش دولتی و غیردولتی، ایفا کند؛ امری که پیش‌تر به‌طور انحصاری در اختیار بازار پول بوده است. درعین حال بازار سرمایه با وجود پتانسیل بالای ابزارسازی و تنوع بخشی به پرتوی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، چندان نتوانسته در گسترش کلان این ابزارها به بخش‌های مختلف اقتصاد، موفق عمل کند که بخش عمده دلایل آن به تخصصی بودن این ابزار، فرایند طولانی و بعضاً پیچیده قانونی برای بهره‌برداری، بهای تمام‌شده بالای نرخ ابزارها و وجود رقبای جدی در بازار رقیب، مرتبط است.

با انجام برخی اصلاحات در رویه‌های قانونی و تسهیل فرآیندهای اخذ مجوز تأمین مالی از بازار سرمایه می‌توان شاهد رشد متناسب سهم بازار سرمایه در تأمین مالی کل اقتصاد بود، این امر زمانی که در تقویت نهادهای واسطه تأمین مالی (مانند شرکت‌های تأمین سرمایه) قرار بگیرد، می‌تواند نویدبخش توسعه بازار مالی سرمایه محور باشد. در گام دیگر، تسهیل در شرایط پذیرش و افزایش سرمایه شرکت‌ها در بازار سرمایه و استفاده از سایر ظرفیت‌های پیش‌بینی‌شده در قانون تجارت برای افزایش سرمایه، نیز به‌عنوان توصیه‌های سیاستی باید مدنظر باشد تا بتوان شاهد توسعه متوازن بود.

نگاهی به

اسناد قابل معامله در بورس

Exchange- Traded Note

آرمین صادقی عدل

کارشناس مدیریت تحقیق و توسعه
شرکت بورس اوراق بهادار

حمید اسکندری

کارشناس مدیریت تحقیق و توسعه
شرکت بورس اوراق بهادار

معامله در ازای دریافت منابع از سرمایه‌گذاران، پرداخت بازدهی به میزانی برابر، اهرمی یا معکوس شاخصی معین را متعهد می‌شوند. شاخص‌های مورد استفاده در اسناد قابل معامله بسیار گوناگون هستند و می‌توانند یک یا ترکیبی از شاخص‌های اوراق بهادار، ارزها، کالاها و قراردادهای آتی باشند. به عنوان مثال در بورس نزدک، دارایی پایه اسناد قابل معامله در بورس به صورت زیر تعریف شده است:

- شاخص‌های سهام (دارایی مبنا سهام)؛
- شاخص یک یا چند کالای فیزیکی یا قراردادهای آتی، قراردادهای اختیار معامله یا سایر ابزارهای مشتقه مبتنی بر کالا، شاخص یا سبدی از موارد یادشده در این بند (دارایی مبنا کالا)؛
- شاخص یک یا چند واحد پولی، قرارداد آتی، قرارداد اختیار معامله یا سایر ابزارهای مشتقه مبتنی بر واحد پولی (ارزی)، شاخص یا سبدی از موارد یادشده در این بند (دارایی مبنا ارز)؛
- شاخص یا سبدی از اسناد، اوراق قرضه، اوراق قرضه بدون پشتوانه یا سایر اسناد بدهی از جمله اسناد خزانه، اوراق بهادار نهادی یا پشتوانه دولت، اوراق بهادار شهرداری، اوراق بهادار ترجیحی تراسست، اوراق بدهی برون‌مرزی، اوراق بدهی یک کشور خارجی و امثال آن، شاخص یا سبدی از هر کدام از موارد یادشده در این بند (دارایی مبنا درآمد ثابت)؛
- شاخصی از قراردادهای آتی اوراق خزانه، اوراق بهادار نهادی یا پشتوانه دولت، اوراق بدهی برون‌مرزی و بدهی یک کشور خارجی؛ اختیار معامله یا سایر ابزارهای مشتقه نرخ بهره؛ قراردادهای آتی شاخص‌های نوسان (دارایی مبنا قرارداد آتی)؛
- شاخص ترکیبی از دو یا چند دارایی با مبنای سهام، کالا، ارز، درآمد ثابت یا قرارداد آتی (دارایی چند مبنایی).

در بورس‌های اوراق بهادار مورد بررسی، اطلاعات شاخص مورد استفاده در اسناد قابل معامله و همچنین به‌روزرسانی شاخص توسط یک شرکت ارائه‌دهنده شاخص انجام می‌شود.

اسناد قابل معامله، همانند سهام ابتدا باید در بورس پذیرش شده سپس عرضه شود؛ یعنی ناشر باید ابتدا الزامات سخت‌گیرانه پذیرش را برآورده کند سپس اقدامات بعدی را انجام دهد. پس از عرضه اولیه، سرمایه‌گذارانی که تعداد محدودی از این اسناد را خریداری کرده‌اند در بازار ثانویه اقدام به معامله این اسناد می‌کنند اما زمانی که تعداد قابل توجهی از این اسناد توسط سرمایه‌گذار خریداری شده باشد، می‌تواند درخواست بازخرید به ناشر داده شود و به دور از اثر بازار اقدام به دریافت سرمایه به ارزش روز شود. ناشران برای حداقل تعداد اسناد قابل معامله قابل بازخرید و همچنین

بورس‌های اوراق بهادار در راستای رشد و ارتقای بازارها همواره به دنبال نوآوری در ابزارهای مالی هستند. یکی از ابزارهای نوینی که به بازارهای سرمایه معرفی شده اسناد قابل معامله در بورس است. این ابزار مالی در سال ۲۰۰۶ میلادی وارد بازارهای مالی شد و مورد استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران قرار گرفت. این اوراق بهادار ترکیبی از خواص اوراق قرضه و صندوق‌های قابل معامله در بورس را داراست. این اسناد یک شاخص پایه را ردگیری می‌کنند ولی برخلاف صندوق‌های قابل معامله در بورس، ناشر اقدام به خرید دارایی پایه نمی‌کند. به عبارت بهتر ناشر با انتشار این اسناد اقدام به تأمین مالی کرده و متعهد می‌شود بازدهی شاخص پایه را به سرمایه‌گذاران پرداخت کند. بورس‌های اوراق بهادار شاخص‌های بسیار زیادی از جمله شاخص‌های سهام، ارز، کالا، قرارداد آتی و امثال آن را به عنوان شاخص پایه مجاز برای این اسناد تعریف کرده‌اند. این اسناد در بیشتر بورس‌های اوراق بهادار بدون وثیقه منتشر می‌شوند و رتبه اعتباری ناشر پشتوانه اصلی این اوراق قرار می‌گیرد؛ البته برخی بورس‌ها برای تضمین ایفای تعهدات ناشران اقدام به دریافت وثیقه از ناشران نیز می‌کنند.

با توجه به نیاز روزافزون رشد و توسعه بازار و ارائه روش‌های نوین تأمین مالی برای اقتصاد ایران توجه به این ابزار مالی می‌تواند برای دست‌اندرکاران بازار سرمایه درخور اهمیت باشد. این گزارش به شرح اسناد قابل معامله در بورس و ریسک‌های مربوط به آن پرداخته، سپس به علت تشابه زیاد این اسناد با صندوق‌های قابل معامله در بورس، تفاوت‌های اصلی صندوق‌ها و اسناد قابل معامله بیان شده است.

اسناد قابل معامله در بورس یکی از انواع محصولات قابل معامله در بورس است که اولین بار در سال ۲۰۰۶ به بازارهای مالی وارد شد. این اسناد به منظور ترکیب مزایای اوراق قرضه با مزایای صندوق‌های قابل معامله در بورس طراحی شدند و سرمایه‌گذاران با علاقه‌مندی‌های متنوع را در معرض بازدهی انواع شاخص‌ها قرار می‌دهند. مطابق تعریف کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) این اسناد، اوراق بدهی بدون تضمین، ممتاز و با سررسید مشخص هستند که در بورس‌های اوراق بهادار معامله می‌شوند. بیشتر اسناد قابل معامله منتشر شده در بورس‌های ایالات‌متحده آمریکا بدون اخذ وثیقه منتشر می‌شوند ولی در بورس‌های اروپایی غالباً برای انتشار این اسناد وثیقه دریافت می‌شود. بازدهی این اسناد به بازدهی شاخص پایه وابسته است. این اسناد عموماً به دارندگان آنها بهره پرداخت نمی‌کنند به عبارت دیگر این اسناد مانند اوراق قرضه سنتی دارای نرخ بهره معین نیستند بلکه بازدهی آنها مطابق با عملکرد یک شاخص پایه (مبنا) تعیین می‌شود. ناشران اسناد قابل



زمان بازخرید محدودیت‌هایی تعیین می‌کنند که در امیدنامه ارائه می‌شود. به عنوان مثال در بورس نیویورک برخی ناشران حداقل تعداد اسناد قابل معامله برای بازخرید را ۲۵۰۰۰ سند اعلام کرده‌اند این در حالی است که قیمت برخی از اسناد حدود ۱۰۰ دلار است یعنی برای درخواست بازخرید باید حدود ۲/۵ میلیون دلار سند قابل معامله در اختیار سرمایه‌گذار باشد در غیر این صورت وی باید در بازار ثانویه این اسناد را به فروش برساند. شایان ذکر است که سرمایه‌گذاران می‌توانند اسناد قابل معامله را تا سررسید نگهداری کرده و در سررسید اقدام به دریافت مبلغ مربوطه (ارزش اسناد در سررسید) از ناشر کنند ولی این امر به ندرت اتفاق می‌افتد زیرا این اسناد معمولاً به صورت کوتاه مدت نگهداری می‌شوند.

در برخی بورس‌ها مانند بورس‌های ایالات متحده آمریکا تعداد زیادی از اسناد قابل معامله با سررسیدهای ۲۰ یا ۳۰ سال‌های منتشر می‌شوند که هدف سرمایه‌گذاران از خرید این اسناد نگهداری تا سررسید نیست. بنابراین هدف سرمایه‌گذاران در بیشتر اوقات نگهداری اسناد تا سررسید نیست بلکه در خرید و فروش کوتاه‌مدت آنهاست.

برخی ناشران در امیدنامه حق فراخوانی را برای خود در نظر می‌گیرند بدین معنا که ناشر هر زمانی پیش از سررسید لازم بداند، می‌تواند اقدام به فراخوانی سرمایه‌گذاران کرده و ارزش روز اسناد قابل معامله را به آنها پرداخت کند. در اسناد قابل معامله با حرکت شاخص پایه برخلاف پیش‌بینی سرمایه‌گذار از سرمایه اولیه یا اصل سرمایه کاسته خواهد شد یعنی سرمایه اولیه در این نوع سرمایه‌گذاری محفوظ نیست. پس اگر ناشر دارای این اختیار باشد سرمایه‌گذاران با ریسک بزرگی مواجه می‌شوند و ممکن است تمام سرمایه خود را از دست بدهند.

اسناد قابل معامله در بورس معمولاً به سه گروه ساده (بدون اهرم)، اهرمی و معکوس طبقه‌بندی می‌شوند. اساس این طبقه‌بندی برای اسناد قابل معامله، چگونگی محاسبه بازدهی آنها است. اسناد قابل معامله بدون اهرم، به اسنادی گفته می‌شود که درصد بازدهی آنها دقیقاً برابر با درصد بازدهی شاخص پایه است. اسناد قابل معامله‌ای که دارای خاصیت اهرمی هستند بازدهی چندین برابر بازده شاخص پایه را لحاظ می‌کنند یعنی اگر سند قابل معامله دارای اهرم ۵ باشد و شاخص پایه ۲ درصد رشد کند، بازدهی سند قابل معامله برابر ۱۰ درصد (حاصل ضرب اهرم در بازدهی شاخص پایه) خواهد شد. بورس‌های اوراق بهادار اعداد مختلفی را به عنوان اهرم مجاز می‌دانند. در بورس‌های مورد بررسی در این پژوهش اهرم مجاز در دامنه ۵- تا ۵+ مشاهده شده است. گروه سوم اسناد قابل معامله در بورس معکوس هستند و برای محاسبه بازدهی، بازدهی شاخص پایه را در یک منفی ضرب کرده و به عنوان بازدهی اسناد قابل معامله در نظر می‌گیرند. برخی از بورس‌های اوراق بهادار اسناد قابل معامله با اهرم منفی

را نیز جز گروه اسناد معکوس در نظر گرفته و برخی دیگر تنها اسناد قابل معامله با اهرم ۱- را به عنوان اسناد قابل معامله معکوس می‌شناسند. ناشران اسناد قابل معامله در بورس، دارای پایه شاخص ردگیری شونده را خریداری نمی‌کنند؛ یعنی ناشران آنها برخلاف صندوق‌های قابل معامله اقدام به خرید دارایی پایه نمی‌کنند. ناشران این اسناد برای پوشش ریسک خود و برخی اوقات به منظور ساخت الگویی با بازدهی شاخص مورد نظر از قراردادهای اختیار معامله، قراردادهای آتی، سوپ و دیگر ابزارها استفاده می‌کنند.

اسناد قابل معامله در بورس به این دلیل که اصولاً پرداخت بازدهی یک شاخص مرجع را بر اساس یک تعهد و نه تشکیل پرتفوی برای ردگیری آن شاخص انجام می‌دهند، به طور کلی خطایی در ردگیری شاخص نخواهند داشت و بازدهی آنها دقیقاً برابر بازدهی شاخص پایه است. البته از بازدهی یادشده کارمزد معامله یا کارمزد بازخرید کسر می‌شود. کارمزد معامله زمانی که اسناد در بازار ثانویه معامله شود دریافت شده و کارمزد بازخرید زمانی که سرمایه‌گذاران عمده درخواست بازخرید می‌دهند از ایشان دریافت می‌شود. بسته به نوع شاخص پایه ممکن است هزینه‌های دیگری نیز از سرمایه‌گذاران دریافت شوند از جمله این هزینه‌ها می‌توان به هزینه پوشش ریسک ارز اشاره کرد. سرمایه‌گذاران برای دانستن سایر کارمزدهای خاص و روش محاسبه آنها باید به امیدنامه اسناد قابل معامله مراجعه کنند. علاوه بر موارد بیان شده برخی از اسناد قابل معامله کارمزد وابسته به بازدهی نیز دریافت می‌کنند. این نوع کارمزد با توجه به میزان سود سرمایه‌گذار تعیین می‌شود و ممکن است در انتها مبلغ قابل توجهی برای سرمایه‌گذار شود.

در حالت کلی ناشران بنا به درخواست سرمایه‌گذاران بزرگ یا وجود تقاضا در بازار، اقدام به انتشار اسناد قابل معامله می‌کنند. این اسناد در عرضه اولیه به سرمایه‌گذاران بزرگ که عموماً نقش بازارگردانی را نیز ایفا می‌کنند، فروخته می‌شود. در کشورهای بررسی‌شده، ناشران اسناد قابل معامله عموماً بانک بوده و به صورت هم‌زمان نقش بازارگردانی را نیز بر عهده دارند. داشتن بازارگردان برای اسناد قابل معامله در بورس‌های بررسی‌شده الزامی است. بازارگردانها و سرمایه‌گذاران بزرگ دارای اختیار بازخرید هستند و می‌توانند در هر زمانی اقدام به بازخرید اسناد کنند. پس از عرضه اولیه، بازارگردان‌ها یا سرمایه‌گذاران بزرگ اقدام به فروش اسناد در بازار ثانویه می‌کنند. در بازار ثانویه، بازارگردان‌ها نقدشوندگی اسناد قابل معامله را حفظ می‌کنند. در صورتی که ناشر قصد عرضه اسناد قابل معامله جدید در بازار را داشته باشد، مجدداً این کار را با کمک بازارگردان‌ها انجام می‌دهد. شکل زیر نمایی کلی از سازوکار رایج انتشار و معاملات اسناد قابل معامله در بورس‌های اوراق بهادار را نشان می‌دهد. (شکل یک)

شکل ۱: چگونگی کارکرد اسناد قابل معامله در بورس





سرمایه‌گذاران کم شود و بخش بزرگی از خریداران به صورت هم‌زمان اقدام به فروش اسناد کنند که در این صورت ممکن است با مشکل نقدشوندگی اسناد مواجه شوند.

البته این ریسک تنها محدود به نوسان شاخص پایه نمی‌شود و شرایط دیگری نیز در بازار ممکن است رخ دهد که در اثر آن سرمایه‌گذاران با مشکل نقدشوندگی مواجه شوند. از جمله این شرایط می‌توان به بازخريد تعداد زیادی از اسناد توسط ناشر و عدم عرضه مجدد آن در بازار و در نتیجه افزایش ریسک نقدشوندگی اشاره کرد. البته در امیدنامه، ناشران جزییات مربوط به بازخريد اسناد و چگونگی عرضه مجدد آن در بازار را به صورت شفاف بیان می‌کنند.

(پ) ریسک فراخوانی: برخی اسناد قابل معامله در امیدنامه خود به ناشر این اختیار را می‌دهند تا قبل از سررسید بتواند اقدام به فراخوانی سرمایه‌گذاران و بازخريد اسناد آنها کند. از آنجایی که ناشر مختار است هر زمانی از این حق خود استفاده کند این مسئله ممکن است منجر به از دست رفتن بخشی یا تمام سرمایه سرمایه‌گذار شود. به عبارت دیگر اگر پیش‌بینی خریدار از حرکت قیمت شاخص اشتباه باشد، خریدار در وضعیت زیان قرار می‌گیرد. در این حالت اگر ناشر اقدام به فراخوانی کند خریدار بخشی یا تمام سرمایه خود را از دست می‌دهد.

(ت) ریسک بازار: اسناد قابل معامله روزانه در بورس معامله می‌شوند و در صورتی که بازار دچار تغییر روند شود این اسناد نیز از این حرکت اثر می‌پذیرند زیرا بیشتر شاخص‌هایی که این اسناد ردگیری می‌کنند دارای ارتباط معنادار با روند بازار هستند.

(ث) ریسک دوره نگهداری: برخی اسناد قابل معامله، به‌ویژه اسناد قابل معامله اهرمی و معکوس به عنوان یک ابزار معاملاتی برای سرمایه‌گذاری کوتاه مدت طراحی شده‌اند. به عبارت دیگر بازه مد نظر برای نگهداری این اسناد یک روز است زیرا اگر برای بازه‌های زمانی طولانی‌تر از یک روز نگهداری شود بازدهی اسناد قابل معامله با ضرب اهرم در بازدهی شاخص ردگیری شونده در بازه زمانی مورد نظر یکسان نخواهد شد و معمولاً تفاوت قابل توجهی در بازدهی‌ها وجود خواهد داشت.

(د) ریسک ردگیری قیمت: اسناد قابل معامله همانند سایر محصولات قابل معامله در بورس با قیمتی نزدیک به ارزش نشانگر معامله می‌شوند اما این مسئله همیشگی نیست. برخی اوقات و در شرایط مختلف بازار، قیمت بازاری با ارزش نشانگر دارای اختلاف است که با عنوان ریسک ردگیری قیمت شناخته می‌شود.

(ذ) تضاد منافع: گاهی اوقات بین ناشر اسناد قابل معامله و سرمایه‌گذار این اسناد تضاد منافع بوجود می‌آید. به عبارت دیگر ناشر اسناد قابل معامله ممکن است اقدام به انجام معاملاتی کند که به نفع وی و به ضرر سرمایه‌گذاران است. به عنوان مثال ناشر با خرید یا فروش سهام موجود در شاخص بورسی که بر روی آن اسناد منتشر شده، اقدام به جهت‌دهی شاخص به نفع خود و به ضرر سرمایه‌گذاران می‌کند. برای برداشت صحیح از این ریسک سرمایه‌گذاران باید امیدنامه را به دقت مطالعه کرده و این ریسک را مورد ارزیابی قرار دهند.

(ر) ریسک بازخريد: همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد دارندگان اسناد قابل معامله در بورس می‌توانند درخواست بازخريد اسناد را به ناشر اسناد ارائه دهند. از آن‌جاکه تعیین قیمت بازخريد توسط ناشر معمولاً پس از دریافت درخواست بازخريد، در پایان روز کاری انجام می‌شود، دارندگانی که درخواست بازخريد داده‌اند در معرض ریسک بازار قرار می‌گیرند. بدین معنی که زمانی که سرمایه‌گذار در موقعیتی قرار دارد که با بازخريد سودی حاصل می‌کند اقدام به درخواست بازخريد می‌کند اما تا پایان ساعت معاملات شاخص مورد استفاده در اسناد وی حرکتی برخلاف سود

در بیشتر بورس‌های اوراق بهادار، اسناد قابل معامله در بورس دارای مزیت مالیاتی هستند و تا زمانی که سرمایه‌گذار این اسناد را به فروش برساند یا اسناد به سررسید خود برسد مالیاتی از سوی سرمایه‌گذار پرداخت نمی‌شود و پس از فروش اسناد یا سررسید است که مالیات بر عایدی دریافت می‌شود.

برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های قابل معامله در بورس برای اسناد قابل معامله خالص ارزش دارایی محاسبه نمی‌شود زیرا این اسناد مانند دو صندوق یادشده دارای دارایی‌ای نیستند تا بتوان آن را ارزش‌گذاری کرد. برای راهنمایی فعالان بازار در انجام معاملات روزانه به جای خالص ارزش دارایی، نمانگری با عنوان ارزش نشانگر برای اسناد قابل معامله محاسبه و ارائه می‌شود که چگونگی محاسبه آن در امیدنامه توضیح داده می‌شود.

در واقع ارزش نشانگر با خطای اندک نشان می‌دهد که اگر در آن لحظه اسناد قابل معامله سررسید شوند چه مبلغی عاید سرمایه‌گذار می‌شود. این امکان وجود دارد که قیمت بازاری اسناد قابل معامله با ارزش نشانگر محاسبه‌شده تفاوت داشته باشد.

ارزش نشانگر در بازه‌های زمانی معینی در طول روز به‌روزرسانی می‌شود. ارزش این اسناد در طول روز به علت نوسانات شاخص پایه تغییر می‌کند علاوه بر این، ارزش اسناد به رتبه اعتباری ناشر نیز بستگی دارد و با تغییر رتبه اعتباری ناشر نیز ارزش این اوراق دستخوش نوسان می‌شود. بازارگردان‌ها سعی می‌کنند قیمت معامله اسناد را نزدیک به ارزش نشانگر حفظ کنند اما از آنجایی که این اسناد به صورت کامل در کنترل ناشر هستند، ممکن است به علت تصمیم ناشر مبنی بر توقف صدور واحدهای جدید یا لغو این تصمیم ارزش این اسناد دچار تغییراتی شود.

بیشتر اسناد قابل معامله دارای خاصیت عرضه مستمر هستند یعنی ناشر می‌تواند تا هر زمان که صلاح بداند با رعایت سقف مجاز تعداد اسناد قابل عرضه، اقدام به عرضه اسناد کند. این در شرایطی رخ می‌دهد که تمام اسناد قابل معامله در روز عرضه به فروش نرسند در این صورت بازارگردان یا ناشر اقدام به عرضه مجدد و مستمر می‌کند. در ضمن ممکن است پس از عرضه اولیه حجم قابل توجهی از اسناد بازخريد شوند که مجدداً ناشر مختار است این اسناد را عرضه نماید.

ریسک‌های سرمایه‌گذاری در اسناد قابل معامله در بورس

کارشناسان به علت وجود ریسک‌های متعدد و پیچیدگی این ابزار در شرایط مختلف بازار، سرمایه‌گذاری در این اسناد را به افراد حرفه‌ای بازار پیشنهاد می‌کنند. در ادامه ریسک‌هایی که کارشناسان در ارتباط با سرمایه‌گذاری در این اسناد معرفی کرده‌اند شرح داده شده است. شایان ذکر است که ریسک‌های زیر در همه اسناد قابل معامله وجود ندارند و سرمایه‌گذاران برای آگاهی از ریسک‌های مربوطه باید امیدنامه اسناد قابل معامله را به دقت مطالعه کنند.

(الف) ریسک اعتباری: یکی از عناصر اصلی اثرگذار بر قیمت بازاری اسناد قابل معامله، رتبه اعتباری ناشر است و در صورتی که رتبه اعتباری تغییر کند به علت تغییر احتمال نکول ناشر، قیمت این اسناد در بازار تغییر می‌کند پس سرمایه‌گذاران در صورت خرید اسناد قابل معامله در بورس در معرض ریسک اعتباری ناشر اسناد قرار می‌گیرند. بورس‌ها به‌منظور کاهش این ریسک الزامات سخت‌گیرانه‌ای برای ناشران اسناد در نظر می‌گیرند و به ناشران با هر رتبه اعتباری مجوز انتشار این اسناد را نمی‌دهند.

(ب) ریسک نقدشوندگی: در شرایطی که شاخص پایه اسناد دچار صعود یا نزول شدید شود ممکن است مطلوبیت اسناد قابل معامله برای

وی انجام می‌دهد و شخص سود خود را از دست می‌دهد یا وارد زیان می‌شود. این ریسک با عنوان ریسک بازخريد شناخته می‌شود. شایان ذکر است که برخی از ناشران اسناد بازخريد شده را منقضي می‌کنند، برخی دیگر آنها را به موجودی خود بازگردانده و به سرمایه‌گذاران جدید می‌فروشند.

مقایسه اسناد قابل معامله و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس

تفاوت بین صندوق‌های قابل معامله در بورس با اسناد قابل معامله برای بسیاری از افکار بازارهای مالی شفاف نیست. صندوق‌های قابل معامله، سرمایه‌های خرد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری حرفه‌ای برای وجوه جمع‌آوری شده می‌کند. به عبارت دیگر صندوق‌های قابل معامله برای سرمایه‌گذاران این فرصت را فراهم می‌کنند تا با هزینه‌ای اندک سرمایه‌گذاری متنوعی داشته باشند. صندوق‌های قابل معامله در ساعات معاملاتی مورد دادوستد قرار گرفته و به صورت واحدهای سرمایه‌گذاری معامله می‌شوند. صندوق‌های شاخصی اصلی‌ترین نوع صندوق قابل معامله هستند که با مدیریتی منفعلانه به دنبال ردگیری یک شاخص مرجع هستند.

صندوق‌های قابل معامله دارای انواع دیگری نیز هستند که مهم‌ترین آنها عبارت از صندوق‌های قابل معامله مبتنی بر رویه، صندوق‌های قابل معامله معکوس، صندوق‌های قابل معامله اهرمی، مدیریت فعال، بخشی، کالایی و امثال آن است.

مدیران صندوق‌های قابل معامله در بورس پس از فروش واحدهای صندوق و جمع‌آوری سرمایه، دارایی صندوق را به گونه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند تا بتوانند بازدهی تعریف‌شده در امیدنامه را بدست آورند. به عنوان مثال اگر صندوق قابل معامله‌ای ردگیری شاخص مرجعی را هدف قرار داده باشد، تلاش می‌کند چنان پرتفویی از اوراق بهادار را تشکیل دهد که بازدهی همسان شاخص مرجع داشته باشد. صندوق‌های شاخصی معمولاً با خطای ردگیری شاخص رو در رو هستند و همواره میان مدیران این صندوق‌ها رقابتی برای ردگیری بهتر شاخص در جریان است.

برخلاف شباهت‌های بین صندوق‌ها و اسناد قابل معامله، این دو ابزار دارای تفاوت‌های مهمی با یکدیگر هستند که در بخش زیر به آنها اشاره شده است:

۱. صندوق‌های قابل معامله معمولاً به عنوان یک شرکت سرمایه‌گذاری ثبت می‌شوند اما اسناد قابل معامله به عنوان نوعی از اوراق بدهی ثبت می‌شوند.
۲. اسناد قابل معامله برخلاف صندوق‌های قابل معامله دارای سببی از دارایی‌های پایه نیستند یعنی الزامی برای سرمایه‌گذاری ناشر اسناد در دارایی‌های پایه‌ای که بازدهی شاخص آن را ردگیری می‌کند وجود ندارد. این امر باعث افزایش ریسک اعتباری ناشران این اسناد می‌شود. البته برخی از ناشران به منظور پوشش ریسک خود از قراردادهای مشتقه استفاده می‌کنند.
۳. صندوق‌های قابل معامله در بورس خالص ارزش دارایی خود را معمولاً طی روز محاسبه کرده و منتشر می‌کنند اما اسناد قابل معامله به جای خالص ارزش دارایی، ارزش نشانگر را محاسبه کرده و منتشر می‌کنند؛
۴. صندوق‌های قابل معامله فاقد سررسید هستند ولی اسناد قابل معامله دارای سررسید مشخص هستند. در بورس‌های ایالات متحده آمریکا معمولاً سررسید اسناد قابل معامله بین ۱۵ تا ۳۰ سال است.
۵. ریسک اصلی که صندوق‌های قابل معامله با آن مواجه هستند ریسک بازار است اما برای اسناد قابل معامله علاوه بر ریسک بازار، ریسک

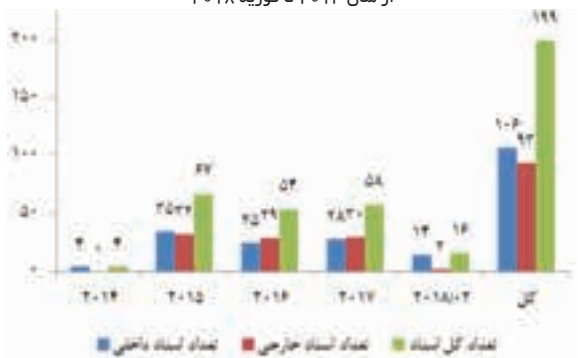
۶. صندوق‌های قابل معامله دارای حق رای هستند اما اسناد قابل معامله اینگونه نیستند.
۷. صندوق‌های قابل معامله پس از عرضه اولیه در بازار ثانویه معامله می‌شوند اما اسناد قابل معامله علاوه بر امکان معامله در بازار ثانویه برای سرمایه‌گذاران عمده امکان بازخريد را نیز فراهم کرده است.
۸. در صندوق‌های قابل معامله، سرمایه‌گذاران مالک بخشی از دارایی پایه صندوق هستند اما اسناد قابل معامله بدهی ممتاز و بدون تضمین ناشر به سرمایه‌گذاران است.

تجربه جهانی

* بورس کره

اسناد قابل معامله در بورس در سال ۲۰۱۴ در بورس کره راه‌اندازی شد و مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار گرفت به طوری که گذشت زمان چهار سال یعنی در پایان فوریه سال ۲۰۱۸ تعداد ۱۹۹ سند فعال در این بورس حضور داشت. اسناد یاد شده در این بورس به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم می‌شوند. منظور از اسناد داخلی، اسنادی است که ناشر آنها یک شرکت یا نهاد کره‌ای است و اسناد خارجی به اسنادی که توسط ناشران غیر کره‌ای منتشر شده گفته می‌شود. مطابق آخرین آمار از ۱۹۹ سند فعال در این بورس، ۱۰۶ سند داخلی و ۹۳ سند خارجی است. در نمودار زیر خلاصه‌ای از وضعیت رشد اسناد یادشده در بورس کره نشان داده شده است.

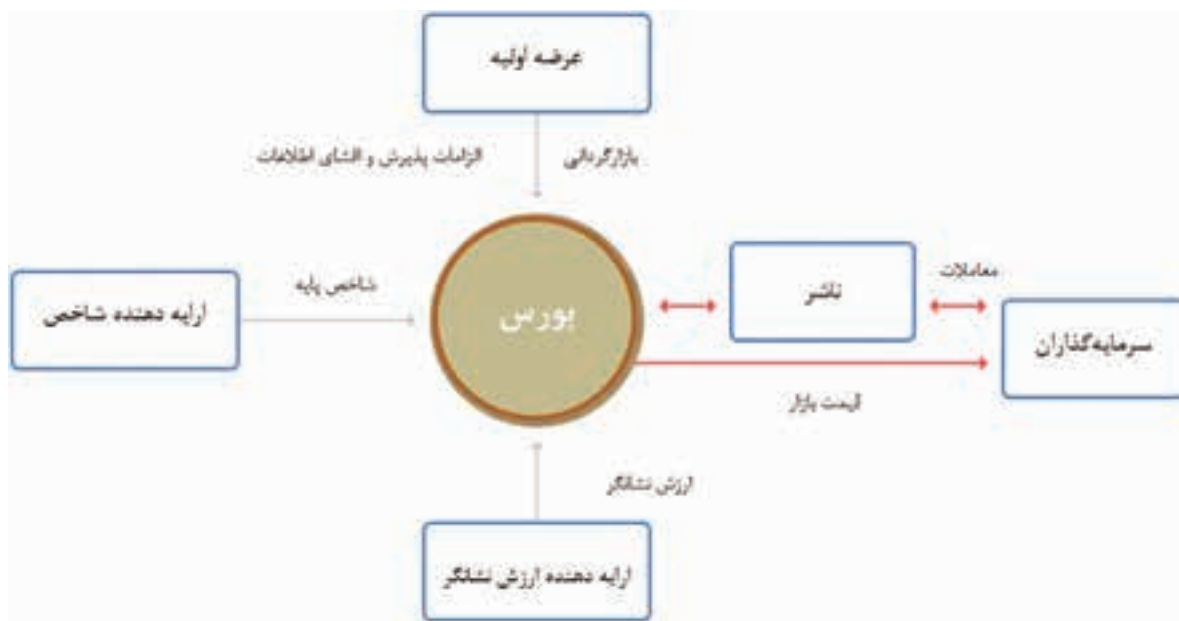
نمودار ۱: تعداد اسناد قابل معامله منتشر شده در بورس کره از سال ۲۰۱۴ تا فوریه ۲۰۱۸



اسناد قابل معامله، در بورس کره منتشر می‌شوند و بازدهی آنها به عملکرد شاخص پایه‌ای که آن را ردگیری می‌کنند، بستگی دارد. ناشران، اسناد قابل معامله با شاخص‌های پایه متنوعی را در بورس کره عرضه می‌کنند و اقدام به درج مظنه‌های خرید و فروش در بازار می‌کنند تا سرمایه‌گذاران به راحتی بتوانند این اسناد را معامله کنند. به عبارت دیگر در این بورس معمولاً ناشران، نقش بازارگردان را نیز بر عهده دارند. علاوه بر امکان معامله این اسناد در بازار ثانویه، امکان بازخريد اسناد قابل معامله نیز وجود دارد.

البته برای انجام بازخريد، حداقل تعدادی برای بازخريد و همچنین زمان‌های مشخصی در نظر گرفته می‌شود که این عدد در امیدنامه اسناد قابل معامله اعلام می‌شود. ناشران اسناد قابل معامله باید اطلاعات با اهمیت مربوط به اسناد را افشا و مقادیر ارزش نشانگر اسناد قابل معامله را به سرمایه‌گذاران اعلام کنند. این اسناد ممکن است به عنوان وجه تضمین مورد استفاده قرار گیرند. بدین منظور معمولاً ۷۰ درصد ارزش این اسناد به عنوان وجه تضمین مورد تأیید قرار می‌گیرد. در شکل زیر نمایی کلی از این ابزار ترسیم شده است. (شکل ۲)

شکل ۲: نمای کلی از چگونگی کارکرد اسناد قابل معامله در بورس کره



از آنجایی که صندوق‌های قابل معامله و اسناد قابل معامله مبنای اقتصادی مشابهی دارند و هر دوی آنها شاخص‌هایی را ردگیری می‌کنند، ابهاماتی برای برخی سرمایه‌گذاران به وجود می‌آید.

بنابراین بورس کره تفکیک شفاف‌تری برای شاخص‌های مورد استفاده در این دو ابزار و همچنین سایر تفاوت‌های آنها ارائه کرده است. مطابق تعاریف این بورس، اسناد قابل معامله از نظر شاخص‌هایی که ردگیری می‌کنند، ناشر، ریسک اعتباری، مدیریت دارایی، تاریخ سررسید و امثال آن با صندوق‌های قابل معامله متفاوت هستند. همچنین هنگامی که انتشار صندوق‌های قابل معامله با مشکل روبه‌رو است و یا انتظار می‌رود که انتشار آن باعث تأثیر بر روی قیمت دارایی پایه شود، از اسناد قابل معامله استفاده می‌شود. در شکل‌های زیر خلاصه تفاوت‌های این دو ابزار نشان داده شده است. (جدول ۲)

جدول ۲: مهم‌ترین تفاوت‌ها صندوق‌ها و اسناد قابل معامله در بورس کره		
صندوق‌های قابل معامله در بورس	اسناد قابل معامله در بورس	تفاوت‌ها
شرکت‌های سیدگردان	شرکت‌های کارگزاری	ناشر
ندارد	دارد	ریسک اعتباری ناشر
ندارد	۲۰-۱ سال	سررسید
ردگیری شاخص پایه	در اختیار ناشر	مدیریت دارایی پایه

شکل ۳: تفکیک شاخص‌های مورد استفاده در اسناد و صندوق‌های قابل معامله در بورس کره

صندوق قابل معامله در بورس	مشترک در هر دو ابزار	اسناد قابل معامله در بورس
شاخص‌های بورس کره؛ شاخص‌های بخشی کره؛	شاخص اوراق قرضه (داخلی و خارجی)؛ شاخص سهام خارجی؛ شاخص کالا، ارز، انرژی و زیرساخت؛ شاخص‌های اهرمی و معکوس.	شاخص سبد (داخلی و خارجی)؛ شاخص نوسان (داخلی و خارجی)؛

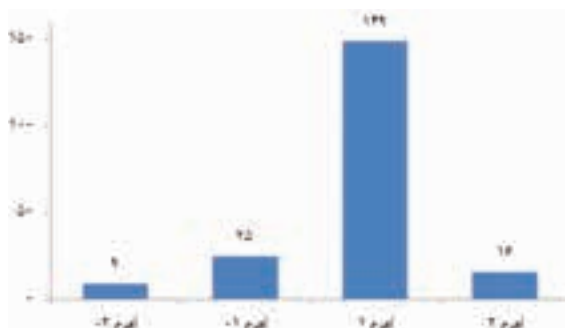
برای پذیرش این اسناد در بورس کره الزامات خاصی در مورد ناشران، شاخص‌های پایه و جزئیات صدور واحدهای سرمایه‌گذاری وجود دارد.

ریزساختار این اسناد تقریباً مشابه با سهام یا صندوق‌های قابل معامله در بورس است که در جدول زیر برخی از مهم‌ترین آنها ارائه شده است: (جدول یک)

جدول ۱: ریزساختار مربوط به اسناد قابل معامله در بورس کره	
ساعات معاملاتی	ساعات‌های معمول (۰۹:۰۰ الی ۱۵:۳۰)
تسویه	T+۲
واحدهای قابل معامله	۱ واحد
محدودیت قیمت	$\pm 3\%$ درصد نسبت به قیمت مینا (در صورت اهرمی بودن اسناد، مبلغ حاصل در اهرم ضرب می‌شود)
انواع سفارش‌های مجاز	سفارش محدود، سفارش بازار، سفارش محدود اجرای فوری و بهترین سفارش محدود

همانند سایر بورس‌های بررسی‌شده، این اسناد در بورس کره نیز دارای انواع ساده، اهرمی و معکوس است. میزان بازدهی سرمایه‌گذار در اسناد ساده برابر با بازدهی شاخص پایه است. در اسناد معکوس نیز بازدهی روزانه سرمایه‌گذار دقیقاً با بازدهی شاخص پایه اما با علامتی عکس آن است. البته از بازدهی‌های یاد شده کارمزد معامله یا کارمزد بازخرید اسناد کسر می‌شود. اسناد قابل معامله اهرمی در این بورس دارای اهرم‌های مثبت و منفی هستند. مقدار اهرم تعریف شده برای این نوع از اسناد به مقادیر ۲ و ۲- محدود شده است. نکته قابل توجه این است که در این اسناد با توجه به ماهیت وجودی ابزار، خطای ردگیری شاخص پایه وجود ندارد. بررسی اسناد قابل معامله در بورس کره نشان می‌دهد که بیشتر اسناد فعال از نوع ساده هستند. نمودار زیر اسناد قابل معامله فعال در بورس کره را در فوریه سال ۲۰۱۸ به تفکیک نشان داده است.

نمودار ۲: تعداد اسناد قابل معامله فعال در بورس کره در فوریه سال ۲۰۱۸



صلاحیت ناشران: همان طور که در سطریهای پیشین اشاره شد، ریسک اعتباری ناشر در ارزش اسناد قابل معامله تأثیرگذار است به همین دلیل بورس کره الزامات مالی سختی به شرح زیر را برای ناشران در نظر گرفته است:

- دارای مجوز شرکت سرمایه گذاری برای انجام معاملات اوراق بهادار و ابزار مشتق برای حداقل ۳ سال؛
 - دارای ارزش بازاری سهام بیش از یک تریلیون وون؛
 - رتبه اعتباری AA- یا بالاتر؛
 - نسبت سرمایه عملیاتی خالص حداقل ۲۰۰ درصد؛
 - نظرات قابل قبول توسط حسابرسان برای حداقل ۳ سال اخیر؛
- شاخص های ردگیری شونده:** در ارتباط با شاخص های مورد استفاده برای این اسناد موارد زیر باید رعایت شود:

- شاخص باید نشان دهنده نوسانات قیمتی دارایی های موجود در بورس کره باشد (شاخص های بورس مانند KOSPI۲۰۰ و KRX۱۰۰)؛
 - شاخص باید نشان دهنده نوسانات قیمتی دارایی های موجود در بازار ارز خارجی باشد که توسط KRX به رسمیت شناخته شده است؛
 - در صورتی که شاخص مورد نظر شامل سهام یا اوراق قرضه داخلی و خارجی باشد، شاخص پایه باید دارای حداقل ۵ سهام و ۵ اوراق قرضه باشد.
- صدور مجوز:** ارزش عرضه جدید از یک سند حداقل ۲۰ میلیارد وون و حداقل تعداد واحدهای صادر شده آن باید ۱۰۰,۰۰۰ واحد باشد. این ضوابط توسط بورس کره برای جلوگیری از انتشار اسناد با مقادیر کوچک و حفظ نقدشوندگی بالا در نظر گرفته شده است. همچنین به منظور کاهش ریسک اعتباری ناشر حداکثر ارزش اسناد نباید از ۵۰ درصد سرمایه سهامی ناشر بیشتر شود.

سررسید، توافق در مورد استفاده از شاخص و قوانین نقدشوندگی: سررسید اسناد قابل معامله در این بورس بین ۱ تا ۲۰ سال است و اسناد با عرضه عمومی منتشر می شوند. ناشر برای افشای اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران در رابطه با شاخص پایه، باید با مؤسسه ارائه کننده شاخص که دارای مجوز قانونی است، قرارداد تنفیذ کند. ناشر به منظور تأمین نقدشوندگی باید با شرکت های بازارگردان قرارداد داشته باشد و یا خود ناشر نقش بازارگردانی را بر عهده بگیرد. علاوه بر موارد شرح داده شده، در صورتی که قبل از سررسید برای هر یک از اسناد یکی از موارد زیر اتفاق افتد، آن سند از فهرست اسناد قابل معامله در بورس حذف می شود:

رد صلاحیت ناشر: زمانی که ناشر نتواند کسب و کار عادی خود از جمله معاملات اوراق بهادار و ابزارهای مشتق را به دلیل لغو یا تعلیق مجوز فعالیت به درستی انجام دهد، رد صلاحیت می شود.

حذف شاخص ردگیری شونده: در صورتی که قیمت شاخص پایه یا شاخصی که اسناد آن را ردگیری می کند در دسترس یا قابل محاسبه نباشد و یا روش محاسبه شاخص پایه تغییر کند، از فهرست اسناد پذیرش شده در این بورس خارج می شوند.

ناتوانی ناشر در تأمین نقدشوندگی: هنگامی که شرکت ناشر در تأمین نقدشوندگی دچار مشکل باشد و نتواند طی یک ماه قرارداد جدیدی با یک شرکت بازارگردان منعقد کند یا برنامه خود را برای ایجاد نقدینگی ارائه نکند، اسناد قابل معامله از فهرست اسناد پذیرش شده بورس کره خارج می شوند.

ارزش اسناد و ارزش معاملات: هنگامی که ارزش بازاری یا ارزش رسمی اسناد قابل معامله فعال در بازار به کمتر از ۵ میلیارد وون برسد یا میانگین ارزش معاملات روزانه برای نیمسال اول کمتر از ۵ میلیون وون باشد، مدیریت اسناد از نظر بورس کره دارای مشکل است. اگر این مشکلات در پایان نیمه دوم سال حل نشوند، اسناد یادشده از بورس کره حذف می شوند.

عدم ایفای تعهدات گزارش دهی: ناشر اسناد موظف است گزارش های مربوط به اطلاعات اساسی را برای ارزیابی سرمایه گذاران مطابق با مقررات مربوطه ارائه دهد. به این ترتیب اگر یک ناشر این گزارش ها را از روی سهل انگاری یا عمداً ارائه ندهد، اسناد ناشر از فهرست بورس کره حذف می شوند.

کلید موفقیت تسهیل ابزارهای مالی



مهدی رباطی

مدیرعامل شرکت کارگزاری بورس بیمه ایران

از مهم ترین کارکردهای بازار سرمایه در کنار قیمت گذاری، افزایش نقدشوندگی، شفافیت، رقابت پذیری و...، تسهیل و توسعه تأمین مالی و فراهم آوردن شرایط مناسب جهت جذب منابع مالی موجود در جامعه در راستای توسعه سرمایه گذاری و اقتصاد کشور است.

از نظر بسیاری از صاحب نظران و فعالان عرصه اقتصاد و بانکداری، با توجه به تفاوت ذاتی منابع مالی موجود در بانک ها و بازار سرمایه، منابع مالی بانک ها باید در قالب سررسیدهای کوتاه مدت (زیر یک سال) و به منظور تأمین نیازهای کوتاه مدت مانند سرمایه در گردش بنگاه های اقتصادی مورد استفاده قرار گرفته و تأمین نیازهای بلندمدت از جمله تأمین مالی جهت سرمایه گذاری، خرید دارایی های ثابت، ماشین آلات و تجهیزات به منابع قابل جذب از طریق بازار سرمایه سپرده شود.

از سوی دیگر با توجه به وضعیت خاص اقتصاد کشور، حل مشکلات اقتصادی کشور صرفاً از طریق تأمین منابع از محل منابع موجود سیستم بانکی امکان پذیر نیست. سیستم بانکی کشور قادر به تأمین هم زمان کسری بودجه دولت و نیازهای مالی بخش خصوصی نیست. وضعیت سیستم بانکی در کشور وخیم و حجم مطالبات معوق بسیار بالاست. پرداخت اعتبارات دچار تغییر مفهوم شده و در عمل به جای تأمین سرمایه در گردش تبدیل به تأمین منابع دائمی و سرمایه شده است که اتفاق بسیار خطرناکی است. در این شرایط انتشار اوراق استقراضی برای برداشتن بخشی از بار از روی دوش سیستم بانکی و کمک گرفتن از بازار سرمایه ضروری به نظر می رسد.

توسعه و تسهیل تأمین منابع مالی مورد نیاز بخش خصوصی نیز در شرایط فعلی کشور قطعاً راه گشا خواهد بود. توسعه و بهره گیری از ابزارهای تأمین مالی مجدد از جمله اوراق قرضه با پشتوانه رهنی و اوراق بهادار بیمه های در آزادسازی منابع بانکی و بیمه های تأثیر چشمگیری دارد. تسهیل انتشار اوراق قرضه (مشارکت) خصوصی، اوراق قرضه قابل تعویض یا قابل تبدیل به سهام، توسعه و جدی تر شدن مباحث رتبه بندی نیز از جمله مواردی است که باید بیش از گذشته مد نظر قرار گیرد.

در شرایط فعلی و با توجه به حجم نقدینگی موجود در کشور، بازار سرمایه باید تمام تلاش خود را معطوف به جذب درصد قابل قبولی از این منابع کند. این امر نه تنها منجر به عدم حرکت نقدینگی به بازارهای غیرمولد از جمله ارز و طلا خواهد شد؛ بلکه در بلندمدت و با تأمین امنیت سرمایه گذاران عواید بیشتری متوجه ایشان، بنگاه ها و اقتصاد کشور خواهد شد. تسهیل در اجرایی شدن، توسعه و تنوع بخشی به ابزارهای مالی در بازار سرمایه متناسب با نیاز سرمایه گذاران و سرمایه پذیران، ایجاد امنیت روانی و حس حمایت شدن با حضور در بازار سرمایه کلید اصلی موفقیت این سیاست گذاری خواهد بود.

مدیر عامل تأمین سرمایه سپهر:

انتشار اوراق بدهی ارزی را به سرانجام می‌رسانیم

در شرایط فعلی خریداران خرد اوراق بدهی
بازدهی مناسب‌تری نسبت به سپرده بانکی متناظر
دریافت می‌کنند



مژده ابراهیمی
خبرنگار

جهت عملیات بازارگردانی سهام شرکت‌هاست. در نظر داریم که با
اصلاح ساختار صندوق و تبدیل کردن آن به صندوق Multi NAV به
تدریج بازارگردانی سهام سایر شرکت‌ها را نیز برعهده بگیریم و خدمات
بازارگردانی سهام را به صورت حرفه‌ای در اختیار ناشران قرار دهیم.

■ چرا بیشتر مشتریانی که اوراق را در بازار سرمایه خریداری می‌کنند، حقوقی‌ها هستند؟

مکانیسم فروش اوراق با درآمد ثابت در بازار و سیاست پایبندی به نرخ
اسمی پایین که در شرایط فعلی متفاوت از نرخ واقعی است، روی هم
رفته وضعی را فراهم آورده است که خریداران خرد اوراق بدهی امکان
بهره‌مندی از بازده اقتصادی مناسب را ندارند و این خریداران عمده اوراق
بدهی هستند که امکان عقد قراردادهای تکمیلی را دارند. به عبارت دیگر
باید چنین گفت که بازار اوراق بدهی، بازار اعداد بزرگ است و اشخاص
با مبالغ کم نمی‌توانند طرف ناشران برای انتشار اوراق بدهی باشند. به
همین جهت قراردادهای تکمیلی که نرخ بهره را به میزان لازم نسبت به
نرخ اسمی افزایش می‌دهد، با خریداران عمده منعقد می‌شود.
این را نیز در نظر داشته باشید که در شرایط فعلی خریداران خرد
اوراق بدهی نیز بازدهی مناسب‌تری نسبت به سپرده بانکی متناظر
دریافت می‌کنند.

■ چالش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه چیست و چه راهکاری را برای رفع این گونه مشکلات پیشنهاد می‌دهید؟

بازار تأمین مالی، به دو قسم ابزارهای سرمایه‌ای و ابزارهای بدهی تقسیم
می‌شود. اما عمدتاً وقتی از تأمین مالی صحبت به میان می‌آید، مباحث
ناظر بر حوزه ابزارهای بدهی مورد توجه است. در زمینه ابزارهای بدهی،
مهم‌ترین نیاز از نظر بنده، ضرورت تسهیل شرایط انتشار حداقل برای

از نگرانی‌های یکی دو ماه گذشته مدیران و تصمیم‌گیران در
شرکت‌های تأمین سرمایه، یکی همین موضوع الزام به خرید
اوراق دولتی است. هم اصل قصه محل اشکال است و هم مجازاتی که
در صورت عدم خرید تدارک دیده شده، قابل تأمل است. بحث مجازات
مدیران و درگیر کردن صندوق‌ها با مقامات مالیاتی به تنهایی انگیزه
مدیران صندوق‌ها برای حفظ یا توسعه را از میان خواهد برد و این یعنی
کوچک شدن دایره دارایی‌هایی که تحت مجوزهای مقام بازار سرمایه به
پیش برده می‌شوند. موارد مذکور بخشی از دیدگاه‌های محمد وطن‌پور،
مدیر عامل تأمین سرمایه سپهر به شمار می‌آید. فرصتی فراهم شد تا
پیرامون بررسی روند فعالیت‌های تأمین سرمایه سپهر و برخی مسائل بازار
سهام، نظرات قابل تأمل مدیر این شرکت تأمین سرمایه را جویا شویم.

■ در حال حاضر چه صندوق‌هایی دارید و شرایط آنها چگونه است؟

تأمین سرمایه سپهر پنج صندوق فعال دارد. در میان آن‌ها صندوق‌های
«اندوخته پایدار سپهر» و «پارند پایدار سپهر» از جمله صندوق‌های
با درآمد ثابت هستند که منابع سرمایه‌گذاری شده در آن‌ها بالغ بر ۱۰
هزار میلیارد تومان است. «اندوخته پایدار سپهر» که طی چند سال
گذشته از طریق شعب بانک صادرات ایران و در حال حاضر از طریق
بسترهای الکترونیکی عرضه می‌شود، در میان عموم مردم به جایگاه
خوبی دست یافته است. «پارند پایدار سپهر» هم به عنوان یک ETF
بورسی بطور ویژه مورد استقبال اهالی بازار سرمایه است و به عنوان یکی
از امان‌های پرتفوی سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.
صندوق‌های سرمایه‌گذاری «همیان سپهر» و «سپهر آتی» نیز از جمله
صندوق‌های سهامی و مختلط هستند و عملکرد خوبی در حوزه سهام از
خود بر جای گذاشته‌اند.

صندوق بازارگردانی سپهر نیز که در حال حاضر بازارگردانی سهام
بانک صادرات ایران و سرمایه‌گذاری خوارزمی را بر عهده دارد، محملی

■ در لایحه بودجه ۱۹۹ اختصاص ۵۰ درصد منابع صندوق‌ها به اوراق دولتی مطرح شده، در صورت تصویب چه آثاری به همراه خواهد داشت؟

به نکته مهمی اشاره کردید. از نگرانی‌های یکی دو ماه گذشته مدیران و تصمیم‌گیران در شرکت‌های تأمین سرمایه، یکی همین موضوع الزام به خرید اوراق دولتی است. هم اصل قصه محل اشکال است و هم مجازاتی که در صورت عدم خرید تدارک دیده شده، قابل تأمل است. بحث مجازات مدیران و درگیر کردن صندوق‌ها با مقامات مالیاتی به تنهایی انگیزه مدیران صندوق‌ها برای حفظ یا توسعه را از میان خواهد برد و این یعنی کوچک شدن دایره دارایی‌هایی که تحت مجوزهای مقام بازار سرمایه به پیش برده می‌شوند. این موضوع آثاری دارد. هم برای شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان مدیران این صندوق‌ها که با خون دل این صندوق‌ها را توسعه داده‌اند و هم برای بازار سهام (ناشی از فروش سهام موجود در این صندوق‌ها و...). روشن است که عاقبت این روند چقدر برای همه‌مان تلخ است. اصل قصه هم درست نیست. اعمال فشار بر مدیر صندوق برای خرید یک دارایی خاص، با همه اصول نظارتی و چارچوب تئوریک صندوق که از قضا سازمان بورس هم فوق‌العاده به آن اصرار دارد، در تناقض است.

■ روند و برنامه‌های تأمین سرمایه سپهر را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

سپهر در آذرماه امسال به نهمین سال خود پا گذاشت. در پس این سال‌ها و با زحمات جمعی اکنون به جایی رسیده‌ایم که ضمن حفظ خوشنامی و اعتبار حرفه‌ای، دارایی‌های تحت مدیریت‌مان از ۱۱ هزار میلیارد تومان عبور کرده است.

در خرید و فروش همه طبقات دارایی حضور داریم و دانش مرتبط با آن را در مجموعه‌مان توسعه داده‌ایم. شرکای کاری خود را در دولت، بخش خصوصی و شهرداری‌ها یافته‌ایم. مسئله اصلی ما و شاید سایر شرکت‌های تأمین سرمایه، ممنوعیتی است که ناشی از دستورالعمل بانک مرکزی برای شرکت‌هایی که سهامدار بانکی دارند، ایجاد شده است. از جمله اهداف مان نیز این است که در حوزه بین‌الملل فعال شویم و در گام نخست انتشار اوراق بدهی ارزی را به سرانجام برسانیم. ولی روزگار فعلا یار نیست.

البته به نظر می‌آید روزی نه چندان دور، بستر این فعالیت نیز برای شرکت‌های تأمین سرمایه مهیا شود. عملکرد سپهر در چند سال گذشته به لحاظ اعداد و ارقام مندرج در صورت‌های مالی، بسیار مطلوب و دایما رو به رشد بوده است. همه مدیران عامل در امتداد همدیگر، تلاش کرده‌اند که سپهر بیش از پیش به سمت درآمدهای پایدار با رعایت ملاحظات مدیریت ریسک حرکت کند. بزرگان گفته‌اند که برای تعالی و سرآمدی، انتهایی متصور نیست، بر این اساس سال آینده ضمن تلاش سیستماتیک برای حفظ دستاوردهای گذشته، تلاش خواهیم کرد تا با حفظ آرامش و به دور از هیاهو، نیم‌نگاهی نیز به توسعه کمی و کیفی خود داشته باشیم.

■ صندوق‌های تأمین سرمایه سپهر در جذب نقدینگی چه میزان موفق بودند؟

بهترین شاخص برای پاسخ به این پرسش، نگاه به وضعیت «صندوق اندوخته پایدار سپهر»

ناشران برتر بورسی است. البته زمانی مقرر بود که ظرفیت بازار بدهی به شرکت‌های شفاف بورسی اختصاص یابد و ظرفیت تسهیلات‌دهی بانک‌ها برای شرکت‌های با شفافیت پایین‌تر و نیز سرمایه در گردش (کوتاه مدت) به کار گرفته شود اما وضع مجموعه‌ای از آیین‌نامه‌ها و قوانین برای شرکت‌ها در کنار سهولت انتشار اوراق ناظر بر تأمین مالی دولت، در نهایت نتیجه کار را به صورتی درآورده است که ظرفیت بازار بدهی ناشی از تجمیع منابع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نصیب دولت شده است و شرکت‌های بورسی و غیربورسی سهم قابل‌ذکری از این منابع را بدست نیاورده‌اند. باید این پرسش را مطرح کرد که وضعیت مذکور از کجا ناشی شده است؟ اولاً سهولت دولت در اخذ مجوزها و ثانیاً علاقه شرکت‌ها به تعامل با بانک‌ها از عوامل مسئله مذکور به شمار می‌آیند.

اگرچه دولت برای اخذ مجوزهای خود با توجه به تضامین بودجه‌ای و پیگیری مقامات ارشد دولتی در نهایت با سرعت به خواسته خود دست می‌یابد، اما در سمت مقابل شرکت‌ها نیز کمتر با تن دادن به نظم و انضباطی که انتشار اوراق و عرضه به عموم ایجاد می‌کند، موافقت دارند. البته ترتیبات اداری دریافت مجوز انتشار اوراق نیز مزید بر علت است. در این مقطع زمانی، پیشنهاد می‌شود تا مشوق‌هایی برای استفاده از بازار بدهی به شرکت‌های برتر بورسی/فراپورسی و سهامداران عمده آن‌ها داده شود. ساده‌ترین نوع این مشوق‌ها، تسهیل در اعطای مجوزهای انتشار اوراق بدهی است.

■ یعنی دستورالعمل‌ها مشکل اصلی دشوار شدن روند تأمین مالی هستند؟

اگر شما با دست‌اندرکاران نگارش دستورالعمل‌ها گفت‌وگو داشته باشید، متوجه می‌شوید که آنان نیز برای این سخت‌گیری‌ها به طیفی از دلایل اشاره می‌کنند که ریشه در مسائل تئوریک انتشار و یا تجارب قبلی (نظیر نکول‌ها و یا بی‌توجهی‌ها) دارد.

از این روست که نمی‌توان خواستار تسهیل کلی فرآیندها شد. شاید روش بهینه این باشد که یک سیاست پویا و دینامیک پیگیری شود و در مواقعی - شبیه وضعیت فعلی - اعطای مجوزها به دسته‌ای خاص از ناشران که اعتبار روشنی دارند با سهولت بیشتری انجام شود.

■ به نظر می‌آید بیشتر تأمین سرمایه‌ها نقش اپراتوری در تأمین مالی دارند، نظر شما چیست؟

همانطور که می‌دانید انتشار دو بخش دارد، یک بخش نگارش گزارشات مورد نیاز تا اخذ مجوز است که اصطلاحاً با عنوان «مشاوره عرضه» شناخته می‌شود.

بخش دوم از زمان اخذ مجوز انتشار تا سررسید اوراق را شامل می‌شود. اگر منظور از «نقش اپراتوری» این باشد که بخش اول را فی‌المثل در اوراق دولتی انجام نمی‌دهد، باید عرض کنم که در این دسته از اوراق ناشر زمانی به شرکت‌های تأمین سرمایه مراجعه می‌کند که مجوزهایش را اخذ کرده است و نیازی به خدمات بخش اول ندارد.

در این وضعیت نمی‌توان ناشر را به دریافت خدماتی که به آن نیازی ندارد، مجبور کرد. اما این توان کاری و کارشناسی، برای سایر مراجعان فعال است، که سپهر و عموم شرکت‌های تأمین سرمایه پرونده‌هایی به این شکل را در دست اقدام دارند.

در حال حاضر حجم دارایی‌های تحت

مدیریت سپهر به ویژه در دو صندوق

«اندوخته» و «پارند» رشد معناداری

را تجربه کرده و ضرورت ارتقای

روش‌های مشتری‌مدارانه برای ما بیش

از پیش مهم شده است در همین مسیر

به لحاظ سازمانی، مدیریت مستقلی

برای «بازاربابی و خدمات مشتریان»

راه‌اندازی کرده‌ایم



سرمایه‌گذاران فعلی، افزایش تعداد و میزان سرمایه‌گذاری آنان خواهد بود.

■ چه برنامه ای برای ورود به بورس دارید؟

این بحث سال گذشته در مجمع عمومی سالانه مطرح که در نهایت با نظر مثبت روبه‌رو نشد. بدیهی است که هیأت مدیره و همکاران شرکت، تابع نظرات سهامداران هستند و مطابق نظر آنان عمل خواهیم کرد.

اعمال فشار بر مدیر صندوق برای

خرید یک دارایی خاص، با همه

اصول نظارتی و چارچوب تئوریک

صندوق که از قضا سازمان بورس

هم فوق‌العاده به آن اصرار دارد

در تناقض است

■ وضعیت کاری تأمین سرمایه‌ها در سال آینده را چگونه

پیش‌بینی می‌کنید؟

شرکت‌های تأمین سرمایه ساختارهای چابک و هوشمند دارند و متناسب با ظرفیت‌هایی که در اقتصاد کشور ایجاد می‌شود، اقداماتی را در دستور کار قرار می‌دهند. به واسطه میزان مراجعه دولت به بازار بدهی، سال پر کاری خواهیم داشت. اگر توسعه صندوق‌ها در دستور کار باشد، بحث سرمایه‌گذاری در بازار سهام نیز متأثر از توسعه یا حفظ صندوق‌ها برای ما مهم است و بازار کارمان را گرم می‌کند. اینها از آن جنس پرکاری‌هاست که برای ما خوشایند خواهد بود. اگر بحث کوچک کردن صندوق‌ها نیز مطرح شود، همه درگیر پیاده‌سازی این هدف خواهیم بود که در شکل فروش سهام، اوراق و ابطال سپرده‌های صندوق‌ها جلوه‌گر خواهد شد. این موضوع نیز نوعی پرکاری ایجاد خواهد کرد اما در واقع مطلوب هیچ‌کسی نخواهد بود.

■ در خصوص معاملات الگوریتمی چه نظری دارید؟

بطور کلی مکانیزاسیون اتفاق مثبت و مبارکی است. در حوزه معاملات و بازار سهام مکانیزه کردن از طریق مفهوم معاملات الگوریتمی مطرح می‌شود. بنابراین به‌صورت تئوریک بعید است که کسی مخالف باشد اما در عمل، رواج یک پدیده متأثر از میزان تسهیل در امور و حل مسئله است. باید دید که معاملات الگوریتمی و ارائه‌کنندگان این خدمت، در عمل چه میزان می‌توانند به کاربران خود سهولت اجرایی هدیه کنند و از دغدغه‌های آنان بکاهند.

البته در نظر داریم تا سال ۱۳۹۹ بخشی از امور کاری‌مان در صندوق بازارگردانی سپهر را از طریق معاملات الگوریتمی پیش ببریم. به نظر می‌آید تجربه خوبی حاصل شود.

■ برای فرهنگ سازی و ارتقای دانش افراد غیر حرفه ای و

نوسهامداران چه اقداماتی باید انجام دهیم؟

هر کسی در این بازار به فراخور جایگاه خودش می‌تواند به فرهنگ‌سازی کمک کند. در سپهر تلاش می‌کنیم که جامعه مشتریان خود را با ابزارهای مالی آشنا و برای آنان افق‌ی برای ورود به ابزارهای دیگر فراهم آوریم. در این مسیر، راه‌اندازی «سامانه جامع سرمایه‌گذاری سپهر» به آدرس www.sifund.ir را در دست اقدام داریم که امکان انتخاب گزینه‌های دیگر سرمایه‌گذاری را به مشتریانمان خواهد داد. این مسیر هر چند که آهسته آهسته خواهد بود، اما با دانش، اطلاع و انتخاب ایشان خواهد بود و ما نیز دائماً نسبت به ارتقای دانش سرمایه‌گذاری، مشتریان خود اهتمام خواهیم داشت. اعتقاد داریم که تشکیل کنسرسیومی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری خوشنام و فعال برای مدیریت تولید محتوای آموزشی در سطحی فراگیر می‌تواند جهش قابل توجهی در این فرهنگ سازی ایجاد کند.

و «صندوق پارانند پایدار سپهر» است. در یک سال گذشته، «اندوخته» با رعایت تمامی ملاحظات قانونی و از جمله خرید سهام، از محدوده ۴ هزار میلیارد تومان به جایی رسیده که اکنون از مرز ۷ هزار میلیارد تومان عبور کرده است و توانسته مقبول طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی قرار گیرد. «پارانند» که اصطلاحاً ETF و در بازار و روی تابلو معامله می‌شود نیز میان اهالی بازار سرمایه مشهور و زیانزد است و اکنون در حدود ۳ هزار میلیارد تومانی دارایی در آن مدیریت می‌شود.

■ در چه حوزه‌هایی فعالیت بیشتری دارید؟

تقریباً در تمامی حوزه‌هایی که امکان فعالیت وجود دارد، کار می‌کنیم. برخی از حوزه‌ها را محل کسب سود و درآمد می‌دانیم و برخی دیگر را نیز با نگاه دانش‌افزایی و یادگیری پیگیری می‌کنیم. اعتقاد داریم که تمرکز بر این حوزه‌های کاری نیز در نهایت سبب کسب بازده برای سهامداران‌مان خواهد شد.

همچنین در زمینه انتشار انواع اوراق بدهی، به دولت، شهرداری‌ها و بخش خصوصی خدمت کرده‌ایم و از ابتدای سال جاری بیش از ۳۵۰۰ میلیارد تومان انواع اوراق بدهی منتشر کرده‌ایم و تا پایان سال نیز بیش از ۱۲۰۰ میلیارد تومان اوراق در دست انتشار داریم. پیرامون صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز فعالیت‌ها تشریح شد. که دستاورد مهمی برای تأمین سرمایه سپهر محسوب می‌شوند در بازارهای طلا، زعفران، زبره و ابزارهای مشتقه نیز فعال هستیم و در حد مقدور و مجوزهایی که می‌توانیم اخذ کنیم فعالیت‌های مثبتی داشته‌ایم. در برخی از حوزه‌های دیگر از جمله سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) نیز به صورت غیر مستقیم و از طریق صندوق جسورانه دانشگاه تهران فعال بوده و در اتمسفر هستیم که در صورت رفع منع قانونی به شکل نهادی نیز وارد خواهیم شد. می‌توان گفت که با آرامش و بررسی همه‌جانبه در تمامی حوزه‌ها حضور داریم.

■ استراتژی تأمین سرمایه سپهر بیشتر بر انتشار اوراق

بدهی بوده، باز هم همین استراتژی را در پیش دارید؟

حتماً همین طور خواهد بود. «انتشار اوراق بدهی» در کنار «حفظ و توسعه میزان دارایی تحت مدیریت»، دو گام مهم و اساسی هستند که مجموعه‌هایی شبیه ما باید به‌صورت توانمند به آن بپردازند. در طی این سال‌ها طرف همکاری ناشران مختلفی بوده‌ایم و در آینده نیز به کار با آن‌ها ادامه خواهیم داد و متناسب با میزان دارایی‌های تحت مدیریت و سایر ظرفیت‌های‌مان به انتشار اوراق خواهیم پرداخت.

■ چه برنامه‌هایی برای مدیریت صندوق‌های تأمین سرمایه

سپهر دارید؟

در حال حاضر حجم دارایی‌های تحت مدیریت سپهر به ویژه در دو صندوق «اندوخته» و «پارانند» رشد معناداری را تجربه کرده و ضرورت ارتقای روش‌های مشتری‌مدارانه برای ما بیش از پیش مهم شده است. در همین مسیر به لحاظ سازمانی، مدیریت مستقلی برای «بازاریابی و خدمات مشتریان» راه‌اندازی کرده‌ایم و در زمینه ابزارهای تحت وب و حتی گسترش جغرافیایی نیز برنامه‌هایی داریم که به مرور به مورد اجرا خواهیم گذاشت. البته ماحصل این اقدامات، حفظ مشتری‌مدارانه



پول نداریم!



سعیده امیر احمدی

مدیر عامل مشاور سرمایه گذاری سهام آشنا

در مجامع اقتصادی دو جمله متناقض و با تکرار بالا شنیده می شود. اول اینکه "نقدینگی به صورت سرسام آوری رشد کرده و به فلان فلان میلیارد تومان رسیده" و دیگری اینکه "پول نداریم".

این موضوع نشان دهنده این است که در تمامی سطوح از افراد خانواده گرفته تا شرکتها و بعد دولت، توانایی و ساختار درستی برای تأمین منابع مالی خود نداریم. به زبان ساده تر نه اینکار را به صورت نهادینه شده بلد هستیم و نه ساختار مناسب آن ایجاد شده است. برای رفع این معضل، گسترش آگاهی و دانش تأمین مالی یک اولویت است و ایجاد زیر ساخت مناسب اولویت دیگر.

بی تردید تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس یا فرابورس به مراتب سهل تر و در دسترس تر از سایر بنگاه‌های اقتصادی است که هنوز نمادشان روی تابلو معامله نمی شود، اما همین شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه نیز به وقت تأمین مالی با موانع زیادی مواجه می شوند. نگاه من در این بحث به انتشار اوراق بدهی معطوف است اما این بدان معنا نیست که در انتشار اوراق سرمایه ای موانعی وجود ندارد.

باید در نظر داشت دلیل تأمین مالی شرکت‌ها، عمدتاً یا تأمین مالی طرح‌های توسعه ای است یا تأمین سرمایه در گردش و اصلاح ساختار مالی. اگر موضوع تأمین مالی اجرای طرح توسعه باشد که فرآیند تأمین مالی از پیچیدگی‌های کمتری برخوردار خواهد بود، چرا که هزینه‌های تأمین مالی برای ناشر قابل پذیرش تر بوده و ناشر به

سودای اتمام، بهره برداری و سودآوری؛ این هزینه‌ها را به جان می خرد ولو با سودی کمتر که البته منطقی هم هست. اما اگر ناشری به دنبال تأمین سرمایه در گردش، جبران کسری نقدینگی و اصلاح ساختار مالی اقدام به تأمین مالی از بازار سرمایه کند، هزینه‌های انتشار اوراق، فرآیند اجرایی، بورکراسی انتشار و تعدد ارکان انتشار، هر کدام تبدیل به سدی برای تأمین مالی خواهند شد. فزونی نرخ موثر تأمین مالی در بازار سرمایه نسبت به بازار پول، فرآیند طولانی اخذ مجوز انتشار، تعدد ارکان و هماهنگی با آنها، تهیه گزارشات و اخذ نظر حسابرسان و سازمان بورس و اوراق بهادار؛ همگی می تواند از چالش‌های پیش روی تأمین مالی در بازار سرمایه باشد.

از سوی دیگر قریب به ۲ سال است که شرکت‌های رتبه بندی مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کرده اند اما با وجود این شرکت‌ها و حتی در صورت رتبه بندی اوراق توسط این مؤسسات باز هم رکن ضامن از ارکان انتشار اوراق بدهی حذف نشده است.

به نظر می رسد علاوه بر بازبینی فرآیندهای انتشار اوراق؛ سازمان بورس و اوراق بهادار نیز باید به جای سوق دادن ریسک خود به عنوان نهاد نظارتی در انتشار اوراق به سمت صفر، شرایطی میانه و متعادل را برگزیند که فرآیند تأمین مالی با سهولت بیشتری انجام گیرد. اینکه بسیاری از کارها اصلاً انجام نشود که مبدا یک مورد با مشکل مواجه شود، بهترین راه پیش رو نیست و البته رعایت الزامات منطقی و قانونی، از تکرار مسیری که نظام بانکی طی سالیان به خطا رفت می تواند بهتر باشد.



مدیرعامل رتبه‌بندی اعتباری پایا تاکید کرد:

رتبه‌بندی اعتباری لازمه تأمین مالی در بورس

سازمان می‌تواند با ایجاد مکانیزم‌هایی اجازه دهد سرمایه‌گذاران از ریسک اوراق آگاه شوند و با آگاهی نسبت به سرمایه‌گذاری اقدام کنند

شبیم عزیزی
خبرنگار

کند. اولین رتبه‌بندی شرکت پایا در فروردین ماه سال جاری انجام و در سایت قرار داده شد. این رتبه به عنوان اولین رتبه اعتباری در صنعت نیز محسوب می‌شود. همچنین برنامه شرکت این است که بحث رتبه‌بندی اعتباری را گسترش دهد.

■ استفاده از تجارب مشاوران خارجی در راه اندازی مجموعه چگونه بود؟

صنعت رتبه‌بندی یک پدیده جدید برای کشورمان به شمار می‌آید. زمانی که می‌خواستیم این شرکت را تأسیس کنیم، می‌دانستیم چه می‌خواهیم، ولی جزئیات آن را نمی‌دانستیم. در زمان تأسیس هم سازمان گفته بود که یک شریک خارجی باید کنارمان باشد تا اصول انجام کار را از او یاد بگیریم و این واقعا کمک کرد. بر این اساس ما به سراغ یک شرکت رتبه‌بندی اعتباری رفتیم و اصول کار را از او یاد گرفتیم. می‌توانم بگویم که برای شروع، یک کمک خیلی خوبی بود، ولی پیشرفت این اقدام به خود ما بر می‌گردد که چقدر بومی‌سازی کنیم. برای شروع حتی قراردادهای ما با مشورت آن‌ها می‌بستیم. در کل الزام وجود مشاوران خارجی در شرکت‌های رتبه‌بندی اقدام خوبی بود و این مشاوران توانستند دانش خود را به مدیران شرکت‌های رتبه‌بندی انتقال دهند. در مجموع مشاوره خارجی شرکت ما، شرکت رتبه‌بندی اعتباری

در بازار تأمین مالی از طریق اوراق، ترمزی به نام ضامن وجود دارد که یکی از مشکلات اصلی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. در حال حاضر نظام تأمین مالی مبتنی بر ضامن است؛ یعنی این که برای هر اوراق، یک ضامن وجود دارد که اصل و فرع اوراق را تضمین می‌کند. این باعث می‌شود که فرق شرکت خوب با شرکت بد در بازار مشخص نشود. اوراقی که یک شرکت ضعیف با نرخ اوراقی که یک شرکت خوب منتشر می‌کند، برای ناشر یکی است. به طور کلی این نرخ باید متفاوت باشد. در رافع ریسک اعتباری این دو شرکت متفاوت است و بازار باید این موضوع را ببیند. موارد مذکور بخشی از دیدگاه‌های قابل تأمل یکی از مدیران و فعالان بازار سهام است. فرصتی فراهم شد تا نظرات رضا عیوض‌لو، مدیرعامل رتبه‌بندی اعتباری پایا را در خصوص آسیب شناسی برخی از مسائل برجسته بازار سرمایه جویا شویم.

■ روند تأسیس رتبه‌بندی اعتباری پایا چگونه بود؟

سال ۹۵ سازمان بورس مقرراتی در حوزه رتبه‌بندی تصویب کرد. شرکت رتبه‌بندی اعتباری پایا در فروردین‌ماه سال ۹۷ موافقت اصولی را از سازمان بورس اخذ کرد و در مهرماه سال گذشته این شرکت تأسیس شد. از اسفند ماه سال گذشته نیز فعالیت این شرکت با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار آغاز شد.

■ چه میزان از اهداف مد نظر مجموعه محقق شده است؟

باتوجه به این که تنها ۹ ماه از فعالیت شرکت رتبه‌بندی پایا می‌گذرد و هنوز فعالیت این شرکت یک‌ساله نشده، قضاوت کردن در این خصوص کمی دشوار است. به نظر چهار تا پنج سال طول می‌کشد تا این شرکت جا بیفتد و کارکرد خودش را برای بازارهای مالی آشکار

■ شرکت‌های رتبه‌بندی با چه اهدافی تأسیس می‌شوند؟

هدف شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری ارزیابی ریسک اعتباری برای شرکت‌هایی است که تمایل دارند از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کنند. همچنین ارزیابی ریسک نکول شرکت‌ها نیز مد نظر است، یعنی این که چه میزان احتمال می‌دهیم شرکت‌ها در پرداخت تعهداتشان ناموفق شوند.

■ این اقدامات به چه صورت انجام می‌شود؟

با توجه به فاکتورهای موجود که در متدلوژی شرکت‌های رتبه‌بندی ذکر شده، شرکت‌ها در گروه‌های مختلف به لحاظ ریسک اعتباری طبقه‌بندی می‌شوند؛ این موضوع به نحوی است که درک ریسک نکول اوراق شرکت‌ها و مقایسه آنها برای عموم میسر شود.

ترکیه‌ای است و در ترکیه فعالیت می‌کند که انتقال دانش از آن‌ها به خوبی صورت گرفت.

■ چشم انداز صنعت رتبه بندی در اقتصاد ایران و بازار سرمایه را چطور ارزیابی می‌کنید؟

به نظرم چشم‌انداز صنعت رتبه‌بندی در بازارسرمایه و اقتصاد کشور مثبت است. باید گفت صنعت رتبه‌بندی با صنعت تأمین‌مالی گره خورده و رشد آنها منوط به یکدیگر است.

■ رتبه‌بندی در بازارهای مالی چه جایگاهی دارد؟

مشکلاتی که در سال‌های اخیر گریبان‌گیر نظام بانکی شده، حجم قابل توجه دارایی‌های نامناسب در ترازنامه بانک‌هاست. بعضاً مؤسسات اعتباری ریسک اعتباری وام‌گیرندگان را در پرداخت وام در نظر نمی‌گیرند که باعث شده تا حجم مطالبات غیرجاری بانک‌ها به شدت افزایش پیدا کند. این موضوع در صورت‌های مالی بانک‌ها قابل مشاهده است.

می‌توان گفت زیان انباشته وحشتناک در ترازنامه بانک‌ها و همین‌طور خالص وام‌دهی یا وام‌گیری منفی بانک‌ها، مؤید این نکته است. این موضوع نشان می‌دهد که تسهیلات نامناسبی وجود دارد و آن هم ناشی از آن بوده که ریسک اعتباری ناشران در نظر گرفته نشده است.

در کنار این موضوع، صنعت اوراق بهادار رشد خیلی خوبی داشت و تأمین مالی از این طریق افزایش قابل ملاحظه‌ای یافت. در حال حاضر کل اوراق بدهی منتشر شده، حدود ۱۲۵ هزار میلیارد تومان است. این عدد را اگر با تسهیلاتی که نظام بانکی پرداخت کرده است مقایسه کنیم، سال ۹۵، سه درصد تسهیلات بود و در ۹۸ حجم اوراق به حجم تسهیلات به ۸ درصد رسید که نشان می‌دهد که میزان تأمین مالی از طریق اوراق بهادار افزایش یافته است. ناگفته نماند در اوراق بدهی سهم دولت بیشتر است، اما باز ایرادی ندارد؛ چون نشان می‌دهد این یک صنعت رو به رشد است.

همچنین در سال ۸۸ حجم دارایی‌هایی که صندوق‌ها مدیریت می‌کردند نسبت به حجم دارایی بانک‌ها، یک در هزار بود، ولی در حال حاضر این نسبت به ۹ درصد رسیده که پتانسیل بالای بازار سرمایه را نشان می‌دهد.

■ وضعیت بازار سرمایه در خصوص تأمین مالی را چگونه می‌بینید؟

صندوق‌های سرمایه‌گذاری کم‌کم در مقایسه با بانک‌ها بزرگتر می‌شوند و تصور بر این است که این عدد خیلی بیشتر می‌تواند

باشد و الان می‌توانست بیشتر رشد کند. اما سازمان بورس ملاحظات زیادی دارد و آن هم بخاطر ریسک سیستماتیک بازار است. در واقع از سوی سازمان بورس برای مجموع دارایی تحت مدیریت مدیران دارایی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری سقفی تعیین شده است و گرنه شاید عددهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خیلی بیشتر می‌شد.

بخشی از آن مربوط به ساختار کارآمد این صندوق‌های سرمایه‌گذاری است و ساختار کارآمد این صندوق‌ها هم به ماهیت خود صندوق‌ها برمی‌گردد. بخشی دیگر هم به نظارت‌های کارآمدی که بر روی صندوق‌ها وجود دارد بر می‌گردد. می‌توانم به جرات ادعا کنم نظارت سازمان بورس به مراتب کاراتر از نظارت سایر نهادهای نظارتی است و این موضوع به تداوم سلامت و ثبات بازار سرمایه کمک می‌کند. در بازار تأمین مالی از طریق اوراق ترمزی به نام ضامن وجود دارد که یکی از مشکلات اصلی تأمین مالی از طریق بازارسرمایه است. در حال حاضر نظام تأمین مالی مبتنی بر ضامن است؛ یعنی این‌که برای هر اوراق، یک ضامن وجود دارد که اصل و فرع اوراق را تضمین می‌کند. این باعث می‌شود که فرق شرکت خوب با شرکت بد در بازار مشخص نشود. اوراقی که یک شرکت ضعیف با نرخ اوراقی که یک شرکت خوب منتشر می‌کند، برای ناشر یکی است. به طور کلی این نرخ باید متفاوت باشد. در رافع ریسک اعتباری این دو شرکت متفاوت است و بازار باید این موضوع را بپذیرد.

■ اگر این اتفاق شکل بگیرد، چه تاثیری بر رشد بیزنس صنعت رتبه بندی خواهد داشت؟

تحقق موضوع مذکور آثار مستقیم بر رونق صنعت رتبه‌بندی دارد. البته نهاد نظارتی می‌گوید هر اوراقی که می‌خواهد منتشر شود، باید ضامن بانکی داشته باشد. این امر از یک سو هزینه‌های تأمین مالی را افزایش می‌دهد. در واقع ضامن، کارمزدی مطالبه می‌کند که هزینه‌های انتشار را بیشتر می‌کند. از سوی دیگر بحث تأیید ضامن یک فرآیند خیلی پیچیده‌ای

به شرکت‌هایی که توان اعتباری خوبی دارند، اجازه داده شود که تأمین مالی بدون اینکه ضامن داشته باشند، انجام دهند. چون ضامن وجود دارد، شرکت خوب و بد هر دو ریسک اعتباری مشابهی برای بازار داشته و نرخ مشابهی دارند

دارد که آن هم باعث می‌شود مدت زمان تأمین مالی به مراتب افزایش پیدا کند. در حال حاضر برای تأمین مالی بیشترین زمانی که از یک تأمین سرمایه گرفته می‌شود، گرفتن نامه موافقت اصولی و قبولی سمت ضامن از بانک است. چون بانک باید گزارش بنویسد، بررسی کند و بانک مرکزی باید اجازه دهد که یک بانکی ضامن اوراق شود، بازار سرمایه در این خصوص استقلال لازم را ندارد. اگر این ضمانت برداشته شود، به شرکت‌هایی که توان اعتباری خوبی دارند، اجازه داده می‌شود که تأمین مالی بدون اینکه ضامن داشته باشند، انجام دهند.

■ آیا بازار این کار را می‌پذیرد؟

یکی از چالش‌ها این است که بازار را به اوراق با ضامن عادت داده ایم. نکته اینجاست که آیا این کار واقعاً درست است؟ یعنی این که ما یک بانک را پشت یک اوراقی بگذاریم. اگر بخواهیم نظام مالی را به صورت یک نظام کل ببینیم، باز هم این کار به نظرم درست نیست. چون ما ریسک اعتباری شرکت‌ها را به گردن بانک‌ها می‌اندازیم، بانک‌هایی که شرایط آنها خیلی خوب نیست و ریسک‌هایی که به آن‌ها تحمیل می‌کنیم، می‌تواند حال بدشان را بدتر کند. باید بازار را عادت دهیم که به ریسک نکول توجه کند که اگر اوراق یک شرکتی خریداری می‌شود، نگاهی هم به ریسک نکول داشته باشد. همچنین سازمان بورس باید برای شرکت‌هایی که خوش نام هستند و همواره اوراق منتشر کرده اند مزایایی در نظر بگیرد. تاکید می‌کنم که به این صنعت خوش بین هستیم، بازار تأمین مالی از طریق اوراق خوب رشد می‌کند و رشد بیشتر آن منوط به این است که گره ضمانت اوراق باز شود.

■ سازمان بورس باید چه نظارتی داشته و چه وظایفی دارد که تأمین مالی بیشتر از طریق بازار سرمایه انجام شود؟

سازمان بورس کاری که می‌تواند انجام دهد این است که امکان تأمین مالی از طریق اوراق رتبه‌بندی شده را فراهم کند. در حال حاضر از یک نظام تأمین مالی مبتنی بر ضامن، به یک نظام تأمین مالی مبتنی بر بازار حرکت می‌کنیم که خوب است و می‌تواند کارایی بازار تأمین مالی از طریق اوراق را افزایش دهد.

البته در این روند سازمان بورس هم نگران ریسک نکول اوراق بهادار است. نگران این است مبدا یک اوراقی بدون ضامن منتشر شود و به اتفاق ناخوشایندی در بازار منجر شود. به نظر هدایت سرمایه‌های خرد حتی در بحث اوراق



یک نمونه از شرکت مشاوره رتبه بندی ایران است که براساس سوابق قبلی اشخاص به آنها یک امتیازی می‌دهد و بیشتر گذشته نگر است.

■ ریتینگ‌ها یا همان شرکت‌های رتبه بندی چه کارهایی انجام می‌دهند؟

کار ریتینگ‌ها آینده نگری است. یعنی ما با بررسی صورت‌های مالی و با ارزیابی یکسری معیارهایی کیفی و همچنین بررسی سابقه گذشته که خروجی شرکت‌های اعتبارسنجی است، سعی می‌کنیم که شرکت‌ها را در طبقات مختلف بگذاریم. پس کار ما بیشتر آینده نگر است و کار اسکورینگ، گذشته نگر است.

ما بیشتر در حوزه اشخاص حقوقی فعالیت می‌کنیم، اسکورینگ‌ها هم سابقه اشخاص حقیقی و حقوقی را دارند و به راحتی می‌توانند در هر دو حوزه کار کنند. آیین نامه سنجش اعتبار هم اشاره می‌کند که حتماً بانک‌ها از گزارشات شرکت‌های اعتبار سنجی استفاده کنند. منظور از شرکت‌های اعتبار سنجی همان شرکت‌های اسکورینگ است. اگر شرکت رتبه بندی اعتباری بخواهد در این حوزه ورود پیدا کند، می‌تواند مجوز بگیرد و در آن حوزه هم کار کند.

■ در خصوص وضعیت شرکت‌های رتبه‌بندی ایرانی و خارجی چه نظری دارید؟

درست است که ما از حضور شرکت‌های رتبه بندی اعتباری خارجی بهره مند هستیم، ولی ما رتبه بین المللی نمی‌دهیم. شرکت‌ها می‌توانند به واسطه رتبه اعتباری که به آنها می‌دهیم در داخل کشور اوراق منتشر کنند. یکی از محدودیت‌های اساسی در زمان کنونی که تحریم‌ها حاکم هستند، در حوزه بازار بدهی و همکاری با رتبه بندی‌های بین المللی است.

■ چه پیشنهادی برای سرمایه‌گذاران دارید؟

سئوال شما را اینگونه جواب می‌دهم که درحوزه اوراق بهادار با درآمد ثابت چه کار کنند؛ یعنی این‌که اگر روزی اوراق با رتبه اعتباری بدون ضامن آمدند، چه کار کنند؟ توصیه به سرمایه‌گذاران این است که در بازار سعی کنند از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سرمایه‌گذاری کنند. چون آنها خودشان از اوراق مختلف و سپرده بانکی و سهام پرتفوی متنوعی دارند که می‌توانند ریسک اعتباری و نرخ بهره را به درستی ارزیابی و مدیریت کنند، ولی شاید این قضیه برای سرمایه‌گذار خرد میسر نباشد.

بازار را باید عادت دهیم که ریسک اعتباری را هم بپذیرد. سرمایه‌گذار وقتی بر روی اوراقی سرمایه‌گذاری می‌کند، حتماً باید ریسک نکول را خودش بپذیرد، نباید ریسک نکول را به گردن یک نهاد مالی، بانک، هلدینگ یا تأمین سرمایه دیگر بیندازیم

این اتفاق باعث شد تا خریداران اوراق به ریسک نوسان نرخ بهره توجه کنند. سرمایه‌گذار سال گذشته اوراق را با ۱۸ درصد خریداری کرده و اکنون بر اساس سیاست‌های بانک مرکزی نرخ بهره به ۲۰ درصد رسیده است. او باید قبول کند که دیگر نمی‌تواند اوراق را با قیمت خریدش در بازار بفروشد. به عقیده بنده بازار را باید عادت دهیم که ریسک اعتباری را هم بپذیرد. سرمایه‌گذار وقتی بر روی اوراقی سرمایه‌گذاری می‌کند، حتماً باید ریسک نکول را خودش بپذیرد، نباید ریسک نکول را به گردن یک نهاد مالی، بانک، هلدینگ یا تأمین سرمایه دیگر بیندازیم.

■ وضعیت نظام رتبه بندی در بازار پول را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

یکی از مشکلات نظام بانکی این است که تسهیلات نامناسبی دارند و ریسک افرادی که وام گرفته اند را در نظر نگرفته‌اند. بانک مرکزی هم اخیراً به این فکر افتاده که بانک‌ها را ملزم کند که این ریسک را ارزیابی کنند. بانک‌ها هر کدام یک بخش اعتباری داشتند که شرکت‌ها را ارزیابی می‌کردند.

بانک اگر خودش ارزیابی کند، ممکن است که سوگیری داشته باشد، ولی وقتی یک شخص مستقل ارزیابی کند و به اتکالی آن ارزیابی بخواهد تسهیلات دهد، این یک مسئله دیگری است که تصویر بهتری از ریسک اعتباری را به بانک می‌دهد. این مسئله در حوزه پولی خیلی نمود پیدا می‌کند.

در پایان سال گذشته یک آیین نامه‌ای به تصویب رسید تحت عنوان آیین نامه پیشگیری از انباشت مطالبات غیر جاری بانک‌ها. این آیین نامه بانک‌ها را مکلف می‌کند که وقتی به شخصی یا شرکتی وام می‌دهند، حتماً گزارش اعتبارسنجی از شرکت‌های اعتبار سنجی یا گزارش رتبه بندی از شرکت‌های رتبه بندی اعتباری دریافت کنند. در این حوزه دو دسته شرکت وجود دارد؛ یکی شرکت‌های اسکورینگ هستند و دیگری شرکت‌های رتبه بندی اعتباری. حالا فرق چیست؟ اسکورینگ،

بهادار با درآمد ثابت به سوی صندوق‌های با درآمد ثابت نیز یکی از راهکارهاست. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تنوع بخشی بهتر می‌توانند ریسک نکول را مدیریت کنند. حتی در صورت وقوع یک رویداد ناخوشایند، صندوق سرمایه‌گذاری قدرت پیگیری بهتری نسبت به سرمایه‌گذاران خرد دارد. بنابراین نهاد ناظر می‌تواند این دغدغه و نگرانی‌ها را مدیریت کند. ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار اشاره می‌کند شورای بورس و سازمان بورس با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار تشکیل شده اند. یعنی کارایی یکی از فلسفه‌های وجودی نهاد نظارتی است. مکانیزم حاضر از کارایی کمتری برخوردار است. همان طور که اشاره شد، چون ضامن وجود دارد، شرکت خوب و بد هر دو ریسک اعتباری مشابهی برای بازار داشته و نرخ مشابهی دارند. این موضوع با کارایی تخصیص همخوانی ندارد. در حالی که مکانیزم تأمین مالی مبتنی بر بازار می‌تواند کارایی بازار تأمین مالی از طریق اوراق را افزایش دهد.

■ مؤسسات رتبه‌بندی باید چه اقدامات قابل توجهی را در این خصوص مدنظر قرار دهند؟

در شرکت‌های رتبه بندی استقلال بسیار مهم است، یعنی اینکه ما خوب را خوب بگوییم و بد را بد. باید این استقلال را در کار خود حفظ کنیم. به هیچ وجه اجازه ندهیم، هیچ مسئله ای استقلال حرفه ای را تحت تاثیر قرار دهد. همچنین باید یک اعتماد عمومی به بازار اوراق جلب شود.

■ چالش‌های عمده تأمین مالی را در چه مواردی می‌دانید؟

خریداران اوراق عادت کرده اند به اوراق با ضامن، این عادت چالش اصلی بازار است. ما چند سال پیش فکر می‌کردیم اوراق زیر ارزش اسمی معامله نمی‌شود. حتماً از رسانه‌ها هم می‌شنیدید اوراق شرکت‌ها یا اوراق دولت با ارزش اسمی صد هزار تومان قابل بازخريد به قیمت اسمی در شعب بانک‌ها بود. به این ترتیب ریسک نوسان نرخ سود را به نهاد‌های مالی منتقل می‌کردیم.

سرمایه‌گذار به اوراق با این دید نگاه می‌کرد که این اوراق را ۱۶ درصد خریداری کرده‌ام و هرزمان اراده کنم می‌توانم با قیمت خرید یا ارزش اسمی اوراق را تبدیل به وجه نقد کنم. این باور ادامه داشت تا این‌که در سال‌های اخیر سازمان بورس اجازه داد اوراق با بازگردانی و با قیمتی متفاوت از ارزش اسمی‌اش معامله شود.



حمید میرمعینی
کارشناس بازار سرمایه

حفظ جذابیت با تسهیل در پذیرش شرکت‌ها

پذیرفته شده در بورس و فرابورس نه تنها مشکلات بسیار حاد و پیچیده‌ای در ساختار سرمایه خود دارند و با حجم انبوهی از بدهی در ترازنامه مواجه هستند و هزینه‌های مالی هنگفت باعث ایجاد زیان یا کاهش چشمگیر در سود آن‌ها شده است، بلکه به دلیل انحراف معنادار از فعالیت اصلی شرکت و عدم تمرکز بر کسب و کار محوری خود و همچنین اجرای طرح‌های بدون توجیه و دستوری، عملاً چشم‌انداز مثبت مبنی بر خروج از این ساختار مشکل‌دار را از بین برده‌اند. لذا لازم است هر چه سریع‌تر نسبت به فروش دارایی‌های غیرضرور و غیر مرتبط با فعالیت اصلی شرکت، اصلاح ساختار سرمایه و جلوگیری از هرگونه انحراف از کسب و کار محوری شرکت اقدام شود. بحران اقتصادی، اقتصاد با تورم بالا، محدودیت‌های زیرساختی، استفاده ابزاری و گهگاه از بازار سرمایه از جمله دیگر تحدیدهای پیش روی بازار سرمایه در ایفای مناسب نقش خود در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که رسیدن به مرزهای توسعه یافتگی و قابل انتظار از یک بازار کارا در ایران را با چالش مواجه ساخته‌اند.

جریان بیشتر صرف سفته بازی و بازی با اعداد روی تابلوهای بورس شده است و حتی در بسیاری از موارد باعث شکل‌گیری قیمت‌های مازاد بر ارزش ذاتی شده است که این موضوع ریسک ترکیدن حباب و آسیب دیدن برخی از تازه واردان به بازار را به شدت بالا برده است.

بنابراین جریان نقدینگی اخیر هنوز صرف تأمین مالی شرکت‌ها از طریق افزایش سرمایه و یا انتشار اوراق بدهی نشده است و حفظ و نگهداری این نقدینگی که اتفاقاً بابت کسب بازده‌های فوق‌العاده، بدعادت هم شده و دیگر به بازده‌های کم قانع نیست، بسیار دشوار خواهد بود.

سوم این‌که، پذیرش و عرضه اولیه شرکت‌ها در بورس و فرابورس، باید هدف مند و در راستای یک نقشه راه، در صناعی که بیشترین نقش را در توسعه اقتصادی خواهند داشت صورت بگیرد، همچنین تسریع و تسهیل در پذیرش شرکت‌ها از این به بعد می‌تواند به حفظ جذابیت و همچنین افزایش عمق و ظرفیت بازار در جذب نقدینگی‌های خرد و کلان جامعه کمک کند. چهارم اینکه، بسیاری از شرکت‌های

یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازارهای مالی در اقتصاد، فراهم کردن امکان ایجاد ساختار مالی مناسب و کمک به فرآیند تشکیل سرمایه برای بنگاه‌های اقتصادی است به نحوی که، بنگاه اقتصادی متناسب با هر طرح و پروژه‌ای، از یکی از راه کارهای تأمین مالی یعنی استقراض یا مشارکت بتواند به راحتی استفاده نماید و طرح‌های دارای توجیه اقتصادی به دلیل فقدان تأمین مالی مناسب، مسکوت نمی‌مانند و یا با تاخیر اجرا نمی‌شوند.

به جرات می‌توان گفت مهم‌ترین رسالت بازار سرمایه در ساختار فعلی اقتصاد کشور، تأمین مالی مناسب ناشرین اوراق بهادار است که نقش غیرقابل انکاری در احیای رشد اقتصادی و گذار از دوران تحریمی ایفا می‌کنند. انجام این مأموریت چندان هم راحت نیست چراکه:

اولاً، اقتصاد کشور بانک‌محور بوده و گرفتن سهم بازار تأمین مالی از بازار پول مستلزم رقابت سرسختانه و بدون خطا خواهد بود که این مهم مستلزم ارائه برنامه و همچنین توجیه مسئولان اقتصادی در جهت تأمین امنیت سرمایه‌گذاری است. دوم این‌که، باوجود ورود نقدینگی‌های جدید به بازار سهام در ماه‌های اخیر، این



همایش رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر ایران (IMI-۱۰۰) برگزار شد

شرکت پتروشیمی پارس موفق شد رتبه اول با عنوان «شرکت برتر از نظر بهره‌وری کل عوامل و شاخص بازده فروش» را کسب کند.

به گزارش روابط عمومی شرکت پتروشیمی پارس، همایش صد شرکت برتر ایران با برنامه‌ریزی سازمان مدیریت صنعتی و به‌منظور معرفی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی برتر کشور برگزار شد و شرکت پتروشیمی پارس از بین شرکت‌های گروه فرآورده‌های نفتی، رتبه اول رده‌بندی شرکت‌های برتر کشور (IMI-۱۰۰)، را از نظر بهره‌وری کل عوامل همچنین رتبه اول از نظر شاخص بازده فروش را به دست آورده است.

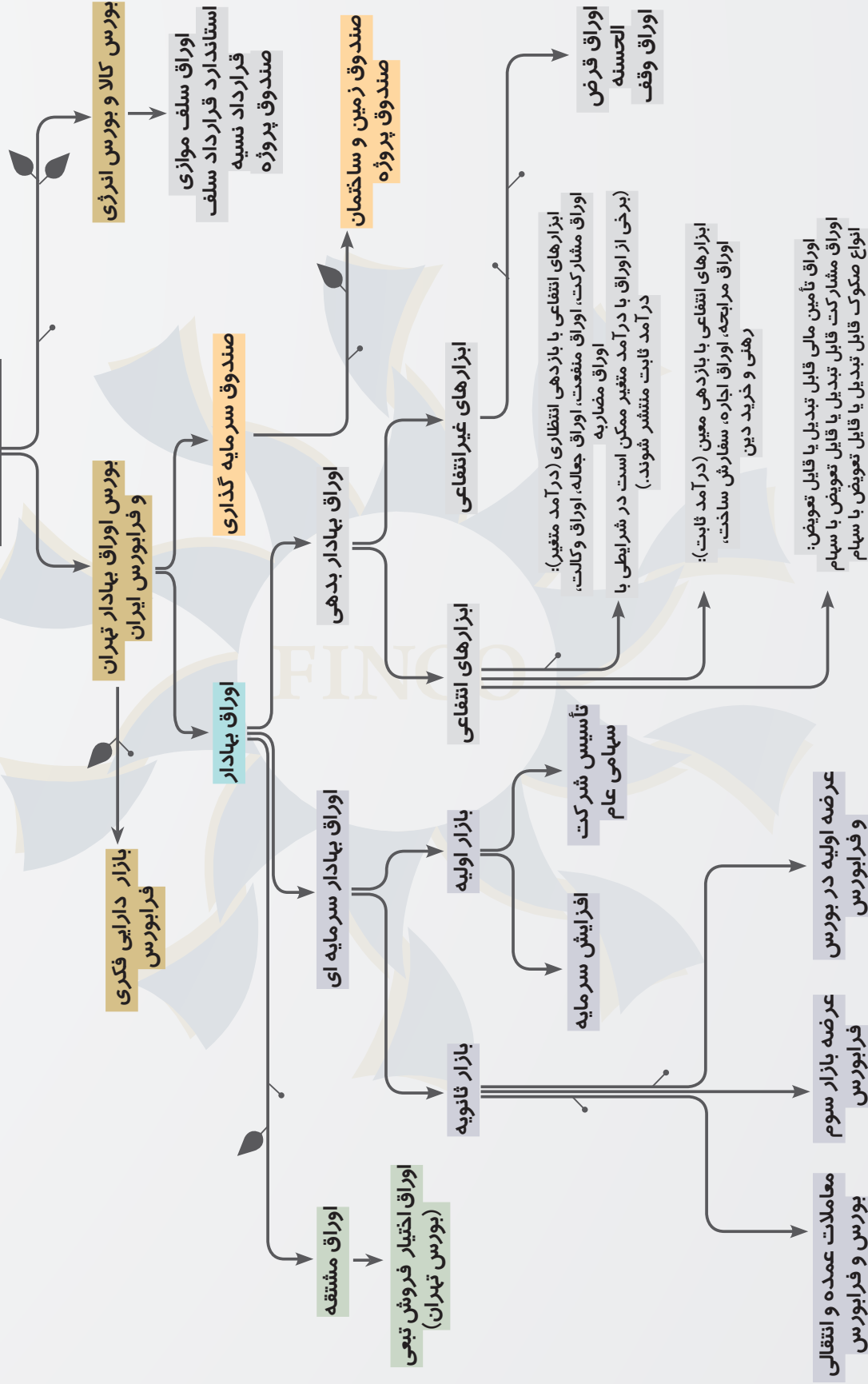
در مراسمی که به همین منظور امروز ۲۹ دی ماه ۹۸ در مرکز همایش‌های بین‌المللی صداوسیما با حضور جمعی از مدیران و مسئولان شرکت‌های برتر برگزار شد، لوح تقدیر به مسعود حسینی مدیرعامل شرکت پتروشیمی پارس اهدا شد.

شرکت پتروشیمی پارس با برنامه‌ریزی دقیق و منسجم به منظور توسعه فعالیت‌های خود در صنعت پتروشیمی از ابتدای فعالیت خود هر سال سیر صعودی را طی کرده است.

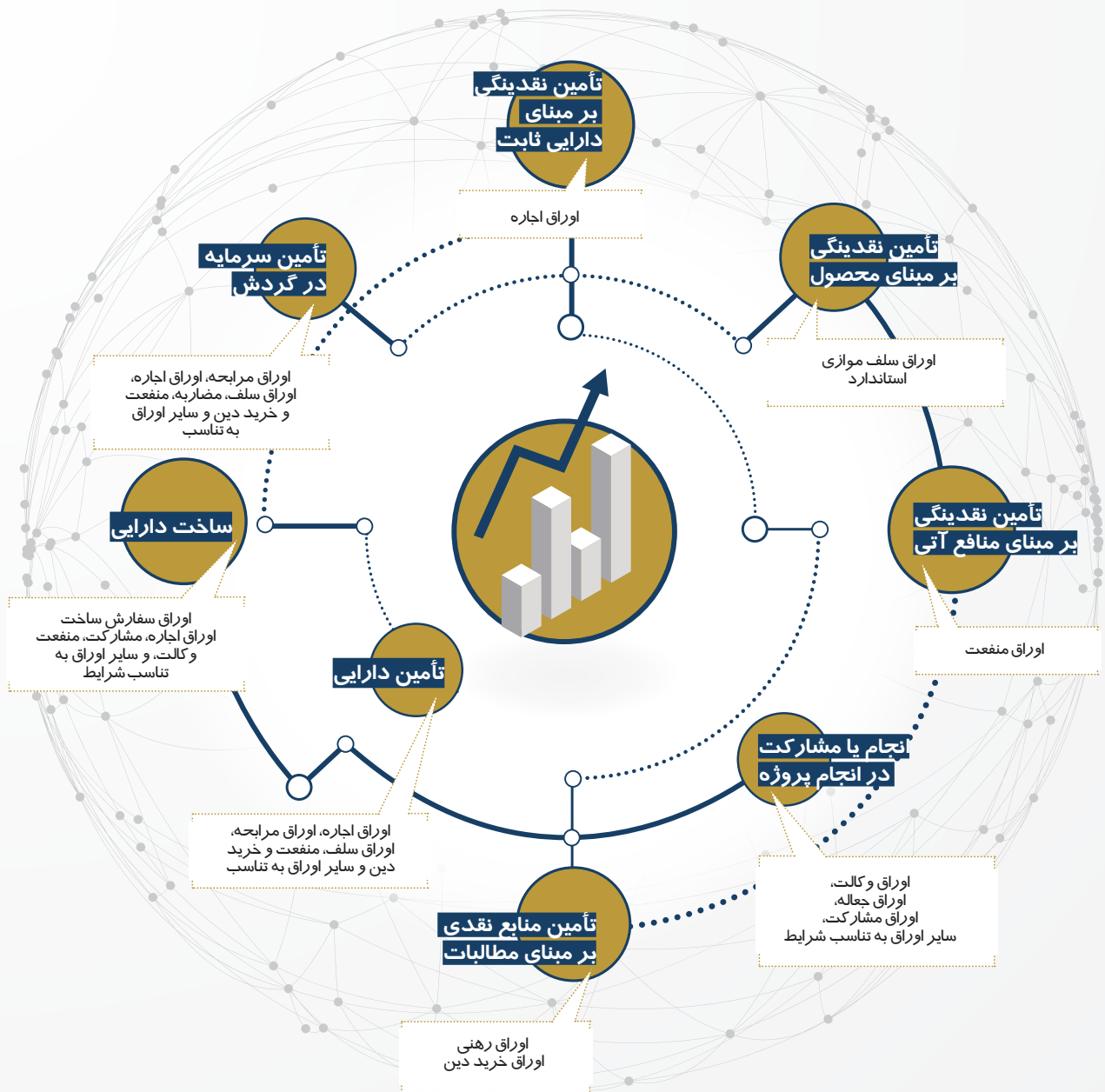


تأمین مالی از طریق

بازار سرمایه



تقاضای منابع و کاربرد اوراق





اوراق بهادار با نامی که با مجوز بورس به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین جهت تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های نوسازی و توسعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس منتشر می‌شود.

■ اجرای طرح‌های سودآور

- تولیدی
- خدماتی
- ساختمانی
- تأمین منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی

ناشر اوراق مشارکت

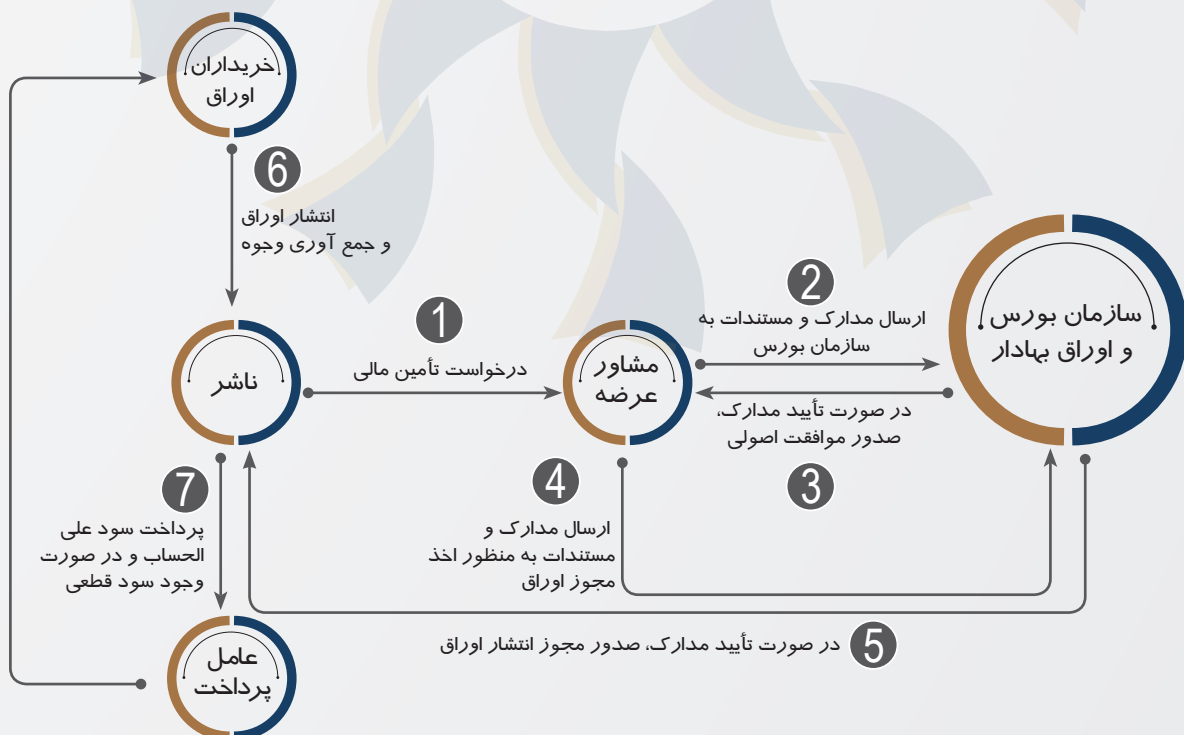
- دولت
- شرکت‌های دولتی
- شهرداری‌ها
- مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی
- مؤسسه‌های عام‌المنفعه
- شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های فوق
- شرکت‌های سهامی عام و خاص و تعاونی تولید

نهاد ناظر

از تاریخ لازم‌الاجرا شدن قانون بازار اوراق بهادار، وظایف و اختیارات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موضوع ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شده است. تبصره- اوراق مشارکتی که به موجب این قانون معاف از ثبت نزد "سازمان" باشد، از شمول این ماده مستثنی است.

اوراق معاف از ثبت نزد سازمان

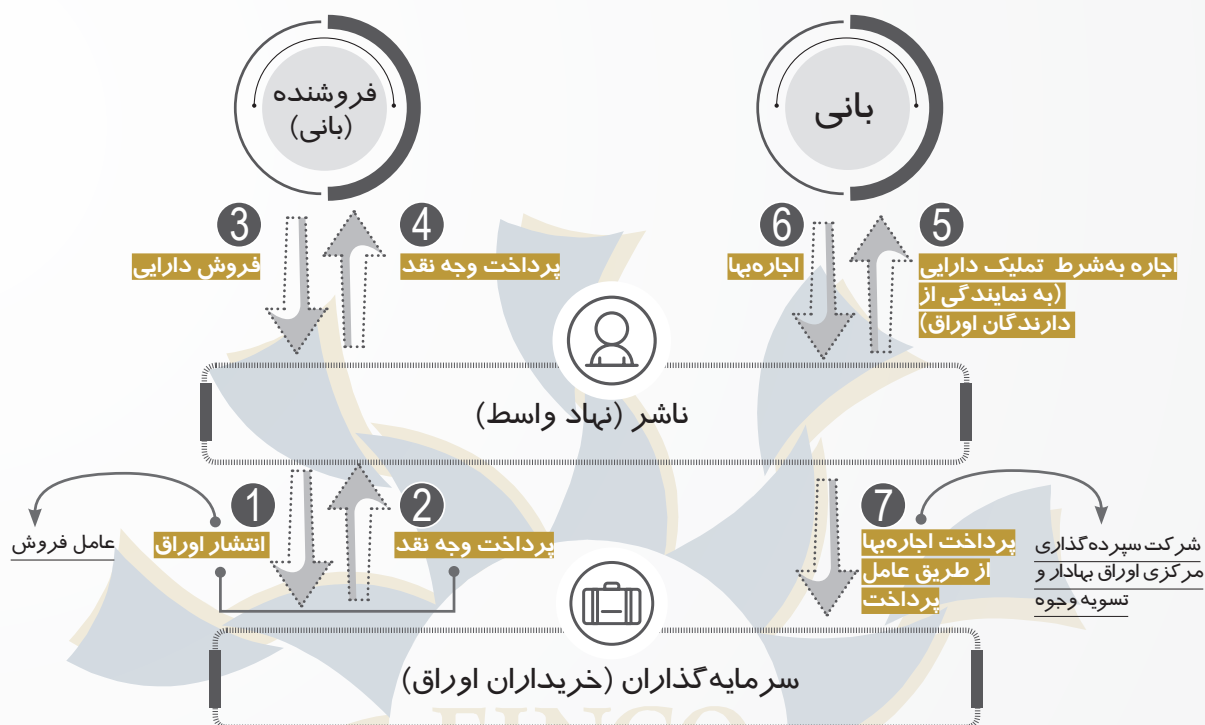
- اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی و شهرداری‌ها
- اوراق مشارکت منتشره توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی
- اوراق مشارکت منتشره توسط شرکت‌های دولتی به استناد قوانین بودجه سالانه کل کشور



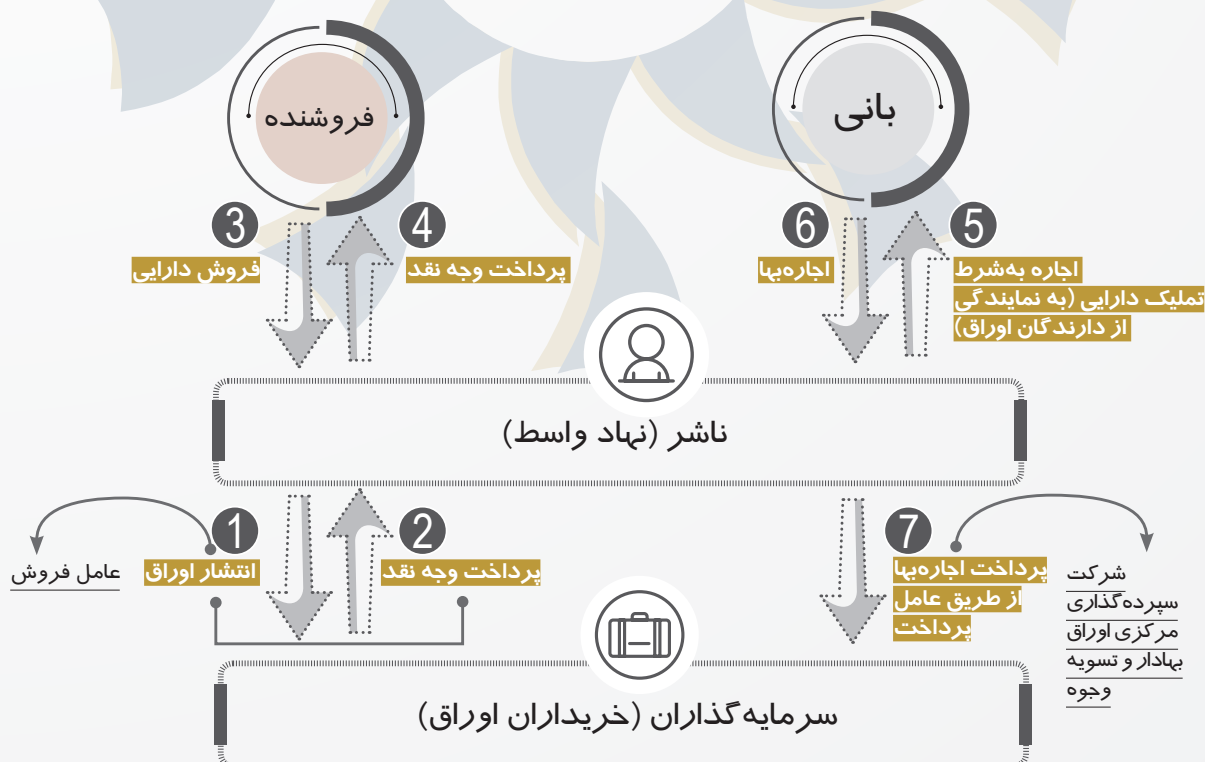


انتشار اوراق اجاره با هدف تامین نقدینگی (اتحاد بانی و فروشنده)

اوراق اجاره: اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است.



انتشار اوراق اجاره با هدف تامین دارایی (جدایی بانی و فروشنده)





اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. فروش دارایی به بیشتر از قیمت خرید آن با ذکر میزان سود و مبلغ پرداختی بابت خرید است. در این قرارداد نهاد واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، دارایی مورد نیاز بانی را به صورت نقد خرید، سپس با افزودن نرخ معینی به عنوان سود، آن را به صورت نسبه با تعیین مدت پرداخت به بانی می‌فروشد.

دارایی‌های موضوع انتشار اوراق مرابحه:

- زمین
- ساختمان و تأسیسات
- ماشین آلات و تجهیزات
- وسایل حمل و نقل
- مواد و کالا
- نرم افزارهای الکترونیکی و بانک‌های اطلاعاتی

تفاوت اوراق مرابحه و اوراق اجاره:

در اوراق اجاره نهاد واسط دارایی را از فروشنده خریداری کرده و مالکیت دارایی به نهاد واسط منتقل می‌شود سپس دارایی به صورت اجاره در اختیار بانی قرار می‌گیرد. در اوراق مرابحه نهاد واسط پس از خرید دارایی از فروشنده، مالکیت آن را در قالب قرارداد مرابحه (فروش اقساطی) به بانی منتقل می‌کند.





عمومی غیردولتی مشمول ماده ۳ قانون مدیریت خدمات کشوری، به استثنای شهرداری‌ها که دارای شرایط زیر باشند:

۱. در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.
۲. مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد، اگر جریان نقد حاصل از عملیات بانی مطابق صورت‌های مالی میان دوره‌ای حسابرسی شده در سال جاری مثبت باشد می‌تواند در محاسبه مجموع جریان نقدی مذکور لحاظ شود.
۳. حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد.

۴. اظهارنظر بازرس و حسابرس در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.

ب) مؤسسات دولتی، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها تبصره: در صورتی که بانی قراردادهای مربوط به واگذاری دارایی، منافع و یا محصولات آن را بر اساس قراردادهای معتبر در زمان انتشار منعقد کرده باشد، رعایت بندهای ۲ و ۳ برای آن الزامی نیست.

تکاتی در انتشار اوراق سفارش ساخت

- اوراق سفارش ساخت می‌تواند با تأیید سازمان به صورت ترکیبی با سایر اوراق مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار براساس مقررات مربوطه منتشر شود.
- بانی باید توانایی پرداخت مبالغ مربوط به اوراق سفارش ساخت را داشته باشد.
- دارندگان اوراق سفارش ساخت نمی‌توانند تقاضای تقسیم دارایی مبنای انتشار اوراق را نمایند.
- ارزش اسمی اوراق نباید کمتر از ۱۰۰ میلیارد ریال باشد.
- خرید اوراق توسط بانی منجر به مالکیت مافی‌الذمه و سقوط تعهد شده و اوراق مزبور باطل و از تعداد کل اوراق کسر می‌شود.

اوراق بهاداری است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند.

قرارداد سفارش ساخت

قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل دارایی مشخصی را در زمان معین متعهد می‌شود.

فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق سفارش ساخت

۱. طرح احداث دارایی توسط بانی به نهاد واسط ارائه می‌شود و همزمان بانی اعلام می‌کند که:

- توانایی و تمایل به احداث دارایی را دارد.
- پس از احداث دارایی آن را از نهاد واسط می‌خرد یا اجاره می‌کند.

۲. قرارداد سفارش ساخت بین نهاد واسط و بانی جهت احداث منعقد می‌شود. در این قرارداد نهاد واسط نقش کارفرما را بر عهده دارد و مسئولیت ساخت را بر عهده بانی قرار می‌دهد. در این مدل، بانی ضمن عقد سفارش ساخت، متعهد به اجاره (اجاره به شرط تملیک) بعد از دوره ساخت می‌شود.

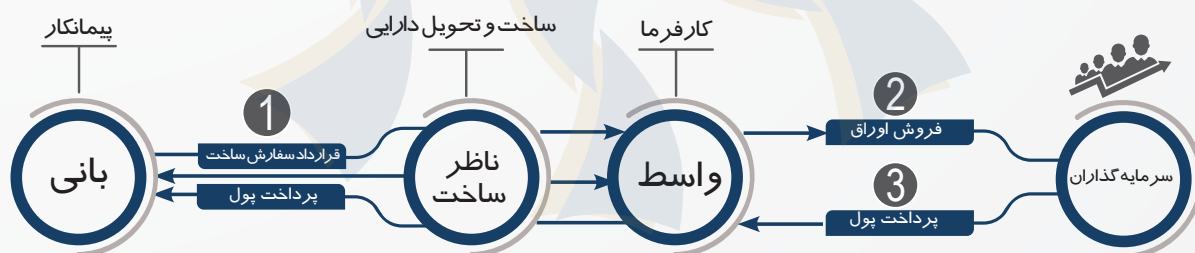
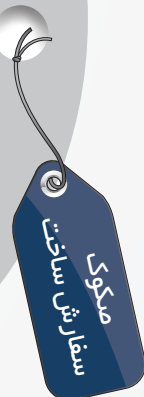
۳. نهاد واسط با انتشار اوراق سفارش ساخت، وجوه را جمع‌آوری می‌کند.

۴. در طول دوره احداث، نهاد واسط مالک دارایی و بانی سازنده است.

۵. پس از ساخت دارایی و تحویل آن توسط بانی به نهاد واسط، نهاد واسط دارایی را طی قرارداد جداگانه در قالب عقد اجاره به بانی اجاره می‌دهد.

شرایط بانی انتشار اوراق سفارش ساخت

الف) شرکت‌های سهامی، شرکت‌های تعاونی و مؤسسه یا نهاد



نهاد واسط: ناشر، مالک و کارفرما

بانی: شخص حقوقی است که اوراق سفارش ساخت، با هدف ساخت دارایی برای وی منتشر می‌شود و براساس قرارداد سفارش ساخت، مسئولیت ساخت و تحویل دارایی را نیز بر عهده دارد.

در این مدل، بانی یا خود پیمانکار است یا برای انجام عملیات ساخت با پیمانکاران وارد قرارداد می‌گردد. به عبارتی بانی می‌تواند در طول دوره ساخت، خود سازنده دارایی باشد و پس از تکمیل و تحویل آن به نهاد واسط، آن را اجاره نماید. جهت اطمینان از ساخت صحیح دارایی، ناظری برای ساخت در نظر گرفته شده که به صورت مستمر بر ساخت دارایی نظارت می‌کند.

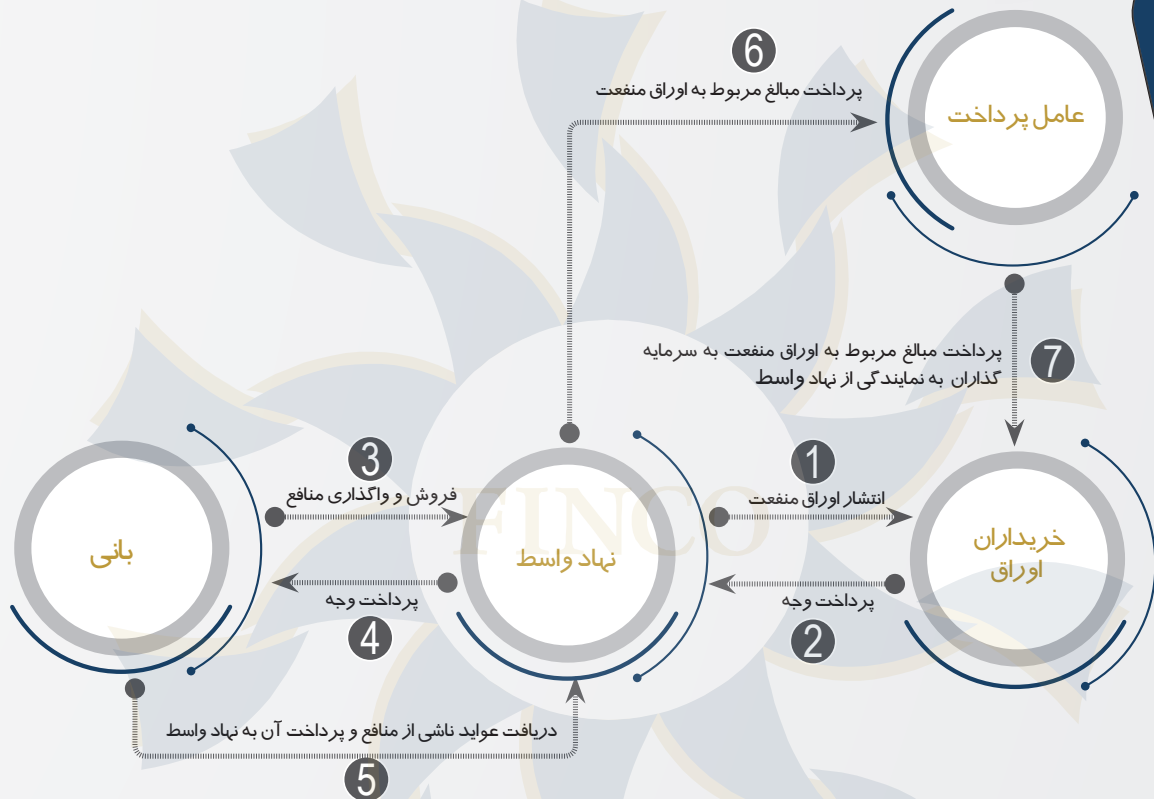


اوراق منفعت (صکوک منفعت) اسناد مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی از خدمات یا منافع آتی حاصل از یک دارایی فیزیکی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است (منافع حاصل از پروژه). این نوع صکوک از اوراق انتفاعی با درآمد متغیر است. یعنی خریداران اوراق با هدف کسب سود و انتفاع، این اوراق را خریداری می‌کنند.

کاربرد

کاربرد عمده این اوراق در تأمین مالی پیمانکارانی است که وارد مرحله بهره‌برداری در قراردادهای مشارکت بخش خصوصی-دولتی شده‌اند و برای ورود به پروژه‌های جدید نیاز به تأمین مالی جدید دارند از جمله:

- نوسازی خطوط هوایی
- هتلداری
- گردشگری
- بزرگراه



قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد در مقابل جعل، احداث، تکمیل، تعمیر طرح مشخص و تحویل آن را در زمان معینی در آینده متعهد می‌شود. جعل: جعل مبلغی معین یا حق بهره‌برداری از طرح برای مدت معین یا ترکیبی از این دو براساس قرارداد جعاله است. بانی می‌تواند با تأیید سازمان و با رعایت دستورالعمل توثیق اوراق بهادار نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، نسبت به توثیق اوراق بهادار به نفع نهاد واسط برای تضمین تعهدات خود بجای معرفی ضامن اقدام کند.

طرح: هر نوع عملیات احداث، تکمیل یا تعمیر و تحویل دارایی منقول یا غیرمنقولی است که بتواند موضوع قرارداد جعاله قرار گیرد و مشخصات مندرج دستورالعمل اوراق جعاله را داشته باشد. طرح باید دارای شرایط زیر باشد:

بند یک: هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای اجرای طرح وجود نداشته باشد.

بند دو: از زمان شروع اجرای طرح تا پایان سررسید اوراق، داراییهای موجود در طرح باید از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی از جمله بیمه مسئولیت مدنی و بیمه تمام خطر پروژه برخوردار باشد.

بند سه: تمامی مجوزهای قانونی لازم برای اجرای طرح از مراجع ذیربط اخذ شده باشد.

تبصره یک: طرح در هر مرحله از احداث، تکمیل، تعمیر یا بهره‌برداری در تملک بانی خواهد بود.

تبصره دو: بانی باید اسنادی است که اوراق جعاله، با هدف احداث، تکمیل یا تعمیر طرح برای وی منتشر می‌شود.

هدف

احداث، تکمیل یا تعمیر طرح تحت نظارت ناظر

بانی

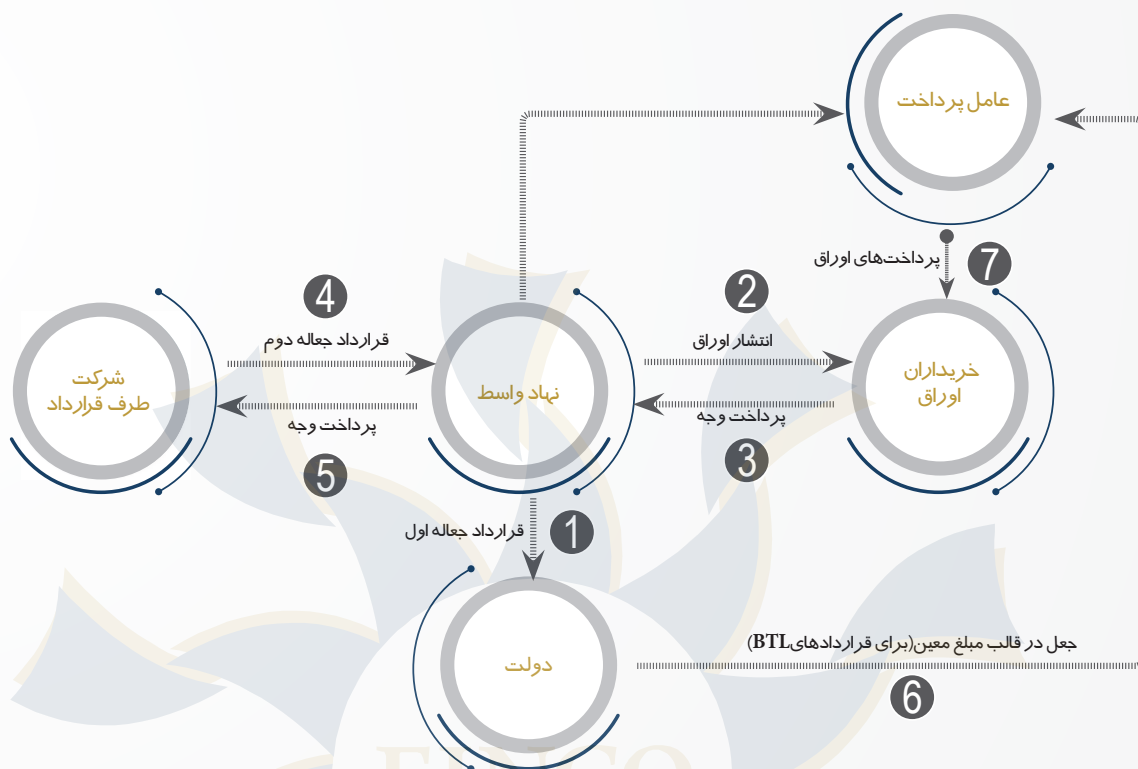
وزارتخانه، مؤسسه دولتی یا شرکت دولتی یا مؤسسه یا نهاد عمومی غیردولتی

اوراق منفعت

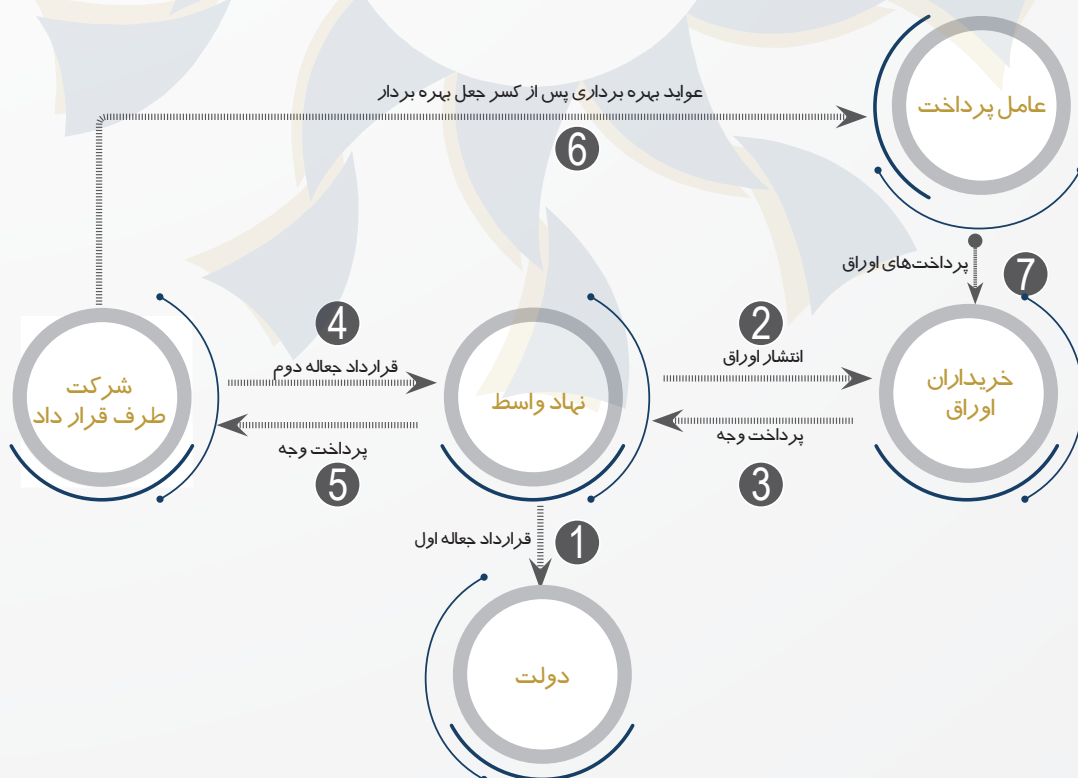
اوراق جعاله



مدل عملیاتی اوراق جعاله تأمین مالی پروژه در قبال مبلغ معین (جعل)



مدل عملیاتی اوراق جعاله جهت تأمین مالی پروژه در قبال حق بهره‌برداری برای زمان معین و انتقال (BOT)

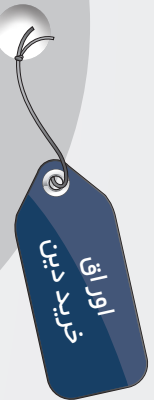




اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات مدت دار اشخاص حقوقی منتشر می‌شود. این اوراق در بورس قابل معامله است. مطالبات: مطالبات ریالی مدت دار اشخاص حقوقی از اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) است.

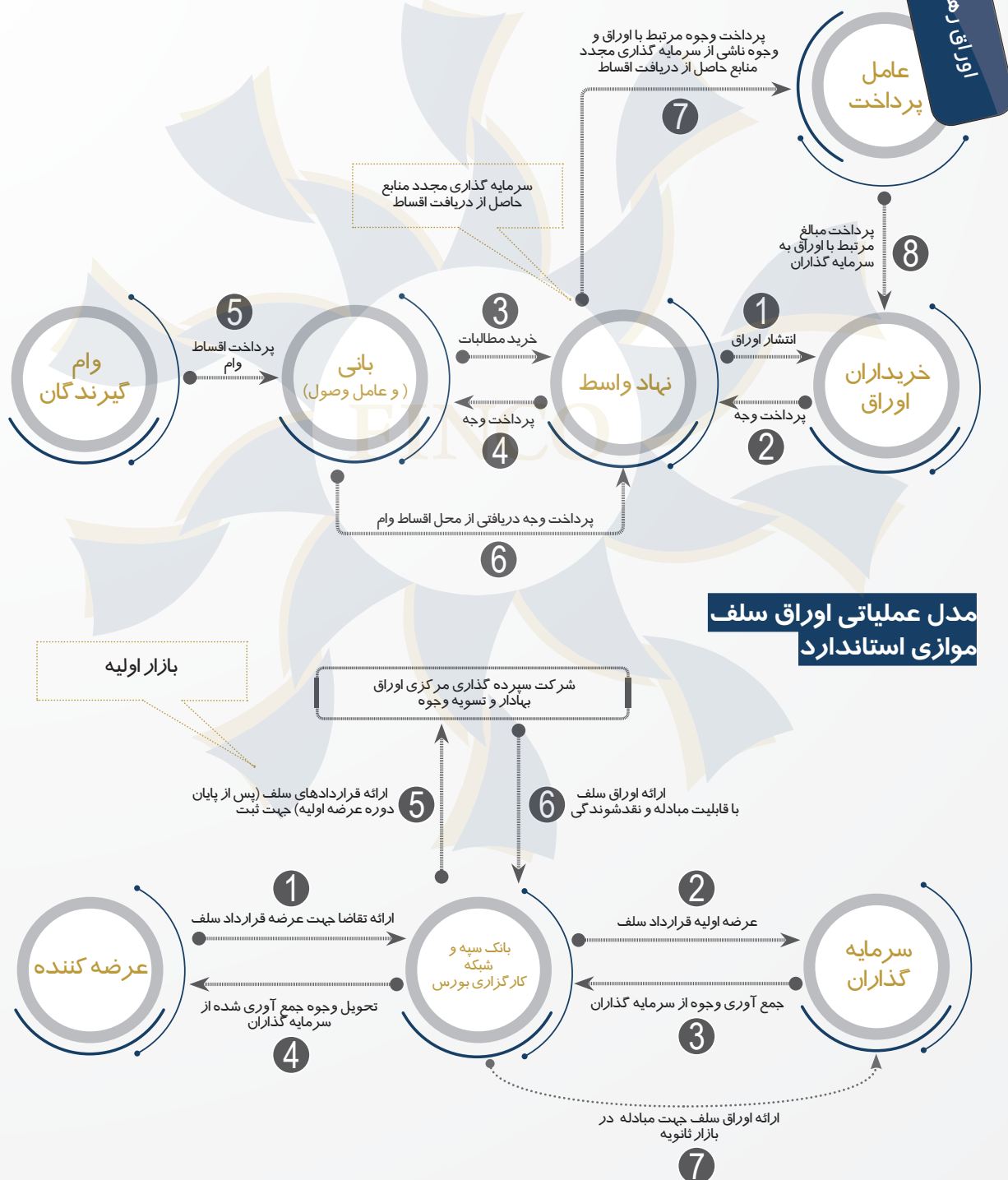
شرایط مطالبات

- از تاریخ ایجاد مطالبات حداقل ۱۰ درصد مدت قرارداد سپری شده و اقساط سررسید شده وصول شده یا از سررسید آن بیش از ۲ ماه نگذشته باشد.
- بانی نباید هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال مطالبات به نهاد واسط داشته باشد. نهاد واسط از کلیه حقوق بانی در خصوص مطالبات برخوردار است.
- بانی نمی‌تواند بیش از ۵۰ درصد از خالص مطالبات خود را بر اساس آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده مبنای انتشار اوراق قرار دهد.
- بانی نمی‌تواند مطالبات خود از سهامداران شرکت‌های زیرمجموعه و هم‌گروه را مبنای انتشار اوراق قرار دهد.



مهم ترین شرایط مطالبات رهنی

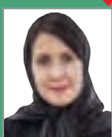
- از تاریخ ایجاد مطالبات، حداقل ۱۰ درصد مدت قرارداد سسپری شده باشد و اقساط سررسید شده وصول شده و در طبقه جاری قرار داشته باشد. بانی نباید هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال مطالبات رهنی به نهاد واسط داشته باشد.
- قیمت واگذاری مطالبات به نهاد واسط براساس سازو کار عرضه و تقاضا در بازار تعیین می شود.



■ اصل و سود بدهی در انتهای دوره به صورت یک جا بازپرداخت می‌شود؛ اوراق دارای حداقل سود تضمین شده هستند که این سود براساس رشد قیمت دارایی (کالا) پایه تا سقف مشخصی می‌تواند رشد کند.



شرایطی که باید آسان شود



مونا حاجی علی اصغر

مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری پرتوآفتاب کیان

در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ جبران بخش قابل ملاحظه‌ای از کسری بودجه با انتشار اوراق دولتی برنامه‌ریزی شده است. یکی از مشکلات عرضه اولیه اوراق دولتی فروش به قیمت اسمی و پرداخت مبلغی برای تأمین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است که مسائلی از جمله روش‌های ثبت برای نهادهای مالی، نداشتن بازارگردان، موضوعات مالیاتی، عدم شناسایی زیان بعد از شروع معاملات ثانویه و قیمت‌گذاری در بازار برای آن مطرح است. خوشبختانه در لایحه بودجه سال جدید موضوع امکان فروش به کسر این اوراق مطرح شده است.

اوراقی که اخیراً از طریق دولت منتشر شده است، سررسید سه ساله و بیش از سه ساله دارند که نبود بازارگردان برای این اوراق از نگرانی‌های خریداران آن است. همچنین انتقال بدهی از یک دولت به دولت بعدی از مواردی است که توجه بازار مالی را جلب می‌کند و لازم است در این خصوص تنوع بیشتری در سررسید اوراق در نظر گرفته شود.

از نکات دیگر لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ که خوشبختانه مورد تجدید نظر قرار گرفته است الزام صندوق‌های سرمایه‌گذاری بادرآمد ثابت به خرید اوراق دولتی لیست شده در بازار سرمایه به میزان ۵۰ درصد منابع صندوق بود که در صورتی که این مسئله انجام نشود، جرائمی در نظر گرفته شده بود. به نظر می‌رسد برای عمق بخشیدن به بازار سرمایه و کمک به کارآتر شدن آن لازم است شرایط برای انتشار این اوراق تسهیل شود (با رعایت ملاحظات مدیریت ریسکی) و بجای ایجاد تقاضای دستوری سعی در فراهم کردن بازار رقابتی داشته باشیم.

در سال‌های گذشته روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه کشور تنوع بیشتری پیدا کرده‌اند. اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استضعاف، اوراق منفعت، اوراق رهنی، صندوق پروژه، صندوق‌های جسورانه و اختصاصی، اوراق تبعی، اوراق سلف موازی استاندارد، صندوق زمین و ساختمان بعضی از روش‌های تأمین مالی مورد استفاده در بازار سرمایه کشور هستند. متأسفانه با وجود این که تنوع این روش‌ها در سال‌های اخیر بیشتر شده است هنوز بیش از ۹۵ درصد تأمین مالی از طریق بازار پول انجام می‌شود. در بازار سرمایه هم بیش از ۹۵ درصد اوراق قابل معامله، اوراق منتشر شده دولت است. بخش خصوصی برای انتشار اوراق با مخاطرات قابل ملاحظه‌ای از جمله زمان‌بر بودن تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، تغییر نرخ‌ها با توجه به تغییر شرایط اقتصادی و توجیه ناپذیری بعد از گذشت زمان دریافت مجوز انتشار اوراق برای شرکت درخواست کننده، بالا بودن بهای تمام شده تأمین مالی، مخاطرات انتخاب ضامن برای اوراق و عدم تسهیل شرایط شرکت‌های رتبه‌بندی در این خصوص و لزوم تأمین مالی برای ارقام بیش از ۱۰۰ میلیارد ریال مواجه است. همه این مسائل سبب شده است سهم اوراق شرکتی در بازار بدهی از ۶۰ درصد در سال ۱۳۹۴ به ۱۴ درصد در سال ۱۳۹۸ برسد.

رخداد تازه‌ای که در بازار بدهی رخ داده است، حضور بانک مرکزی در قالب عملیات بازار باز است. در صورتی که اجرای این عملیات تداوم داشته و بانک مرکزی بتواند حضور پرننگی داشته باشد، می‌تواند دغدغه تغییرات ناگهانی نرخ‌های بازار را کاهش دهد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری واکشی مطمئنی



فائزه رهنی
کارشناس سرمایه‌گذاری شرکت
پردازش اطلاعات مالی پارت

امروزه سرمایه‌گذاری به‌منظور حفظ دارایی و افزایش ثروت، به یکی از بزرگ‌ترین چالش‌های پیش روی هر فرد حقیقی و حقوقی تبدیل شده است. در دنیایی که هر روز ریسک‌های بزرگ‌تر و جدیدتر دارایی‌های اشخاص را تهدید کرده و عامل مهمی به نام نرخ تورم وجود دارد، نگهداری وجه نقد و پس‌انداز پول، کار عاقلانه‌ای به نظر نمی‌رسد. به همین دلیل اکثر افراد تصمیم به سرمایه‌گذاری وجوه مازاد خود می‌گیرند تا علاوه بر حفظ ارزش دارایی، از عایدات آتی آن نیز بهره‌مند شوند.

به دلیل توسعه بازارهای پولی و مالی، امروزه علاوه بر بازار دارایی‌های فیزیکی، حوزه‌ها و ابزارهای مختلفی در بازار پولی و مالی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دارد. بازار سرمایه به دلیل تنوع ابزارها و مطابقت با سلیقه و ریسک‌پذیری طیف وسیعی از افراد، جزو بهترین بازارها برای سرمایه‌گذاری است. البته باید توجه داشت که ورود بدون دانش کافی و مستقیم به هر بازاری، ممکن است سرمایه‌گذار را با ریسک‌های زیادی مواجه کرده و احتمال از دست رفتن دارایی وی را افزایش دهد. به همین علت اغلب کارشناسان برای ورود به بازار سرمایه، روش‌های غیرمستقیم را توصیه می‌کنند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از این روش‌ها هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری که امروزه انواع مختلف و بسیار متنوعی از آنها وجود دارد به نهادهای مالی اطلاق می‌شوند که به جمع‌آوری سرمایه از میان سرمایه‌گذاران پرداخته و آن را بسته به نوع صندوق در دارایی‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان از نظر نحوه سرمایه‌گذاری به صندوق‌های قابل معامله و صندوق‌های مبتنی بر صدور و ابطال تقسیم‌بندی کرد. از نظر ماهیت سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها به دسته‌های مختلفی که در نمودار زیر نشان داده شده، تقسیم‌بندی می‌شوند:





عناوین اول تا سوم پربازده‌ترین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت را به خود اختصاص دهند و در مقابل صندوق‌های اندوخته ملت، نگین سامان و توسعه تعاون صبا نامناسب‌ترین عملکرد را در میان این گروه از صندوق‌ها داشته‌اند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط نسبت به دو نوع دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، از اقبال کمتری برخوردار بوده‌اند. این صندوق‌ها به لحاظ ماهیت سرمایه‌گذاری، بین دو صندوق گفته شده قرار می‌گیرند و همیشه بین ۴۰ تا ۶۰ درصد دارایی‌های آنها در سهام و حق تقدم سهام و مابقی در اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌شود.

در حال حاضر ۱۸ صندوق سرمایه‌گذاری مختلط در بازار سرمایه مشغول فعالیت هستند که ارزش روز دارایی‌های آنها حدود ۱۲ هزار میلیارد ریال است. حدود ۶۷ درصد از ارزش روز صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط مربوط به سه صندوق بزرگ این گروه است که عبارت‌اند از: تجربه ایرانیان، ثروت آفرینان پارسیان و صندوق سرمایه‌گذاری توسعه ممتاز. ارزش روز دارایی‌های این صندوق‌ها به ترتیب برابر با ۵۸۸۶۷,۰۵۹، ۱,۳۶۲,۶۳۹ و ۱,۲۰۸,۸۵۶ میلیون ریال است. در مقابل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه فناوری بازنشتی، نیکی گستران و یکم نیکوکاری آگاه به ترتیب کمترین خالص ارزش روز دارایی‌ها را با ارقام ۹۹,۵۳۳,۸۲۲، ۸۱,۸۲۲ و ۴۰,۹۶۴ میلیون ریال داشتند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق مبتنی بر کالا

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق مبتنی بر کالا صندوق‌هایی هستند که امکان مشارکت سرمایه‌گذاران در بازارهای کالایی را فراهم می‌سازد. این صندوق‌ها منابع جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران را در اوراق بهادار مبتنی بر کالا نظیر اوراق مشتقه کالایی و گواهی سپرده کالایی سرمایه‌گذاری می‌کنند. در حال حاضر فقط صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر طلا در بازار سرمایه ایران مشغول فعالیتند که ۴ صندوق در این حوزه فعالیت می‌کنند که ارزش روز دارایی‌های آنها حدود ۸۰,۰۰۰ میلیارد ریال است. بزرگترین صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر طلا، صندوق سرمایه‌گذاری طلای لوتوس پارسیان با ارزش روز حدود ۳۶۰۰ میلیارد ریال است که در یک سال اخیر بازدهی ۱۴ درصدی را محقق کرده است. کوچکترین صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر طلا، صندوق سرمایه‌گذاری زرافشان امید ایرانیان با ارزش روز حدود ۴۵۰ میلیارد ریال است. بازدهی این صندوق نیز به دلیل وابستگی به طلا، مشابه صندوق لوتوس پارسیان است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه را به نوعی می‌توان جزو صندوق‌های تأمین مالی نیز به شمار آورد. این صندوق‌ها وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران را در کسب و کارهای نوپا، استارت‌آپ‌ها و مواردی از این دست سرمایه‌گذاری کرده و مالک بخشی از کسب و کارهای مذکور می‌شوند.

صندوق در صندوق و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی

صندوق در صندوق و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی صندوق‌هایی هستند که به تازگی به بازار سرمایه ایران راه یافته‌اند و تنها زمینه‌های فعالیت آنها فراهم شده و هنوز صندوقی در این حوزه مجوز فعالیت دریافت نکرده است.

بازدهی صندوق

بازدهی به معنای حاصل جمع مزایایی است که در یک دوره سرمایه‌گذاری بسته به سیاست سرمایه‌گذار به او تعلق می‌گیرد. فردی که در هر کدام از انواع صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کند، می‌تواند بازدهی‌های متفاوتی را در بازه‌های زمانی متفاوت کسب کند. این بازه زمانی شامل هفتگی، ماهانه، سه ماهه، شش ماهه و سالانه است. در این قسمت به مقایسه بازدهی یک ساله صندوق‌ها پرداخته می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌هایی هستند که بخش اعظم دارایی‌های آنها در سهام و حق تقدم سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود. این صندوق‌ها با ریسک‌های بازار سهام مواجه‌اند و عموماً نوساناتی مشابه نوسانات بازار سهام دارند.

این صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاری مناسبند که مقدار معقولی از ریسک را پذیرفته و قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام را دارند. مدیریت این صندوق‌ها از ارکان مهم و تأثیرگذار در بازده این صندوق‌هاست. در حال حاضر ۶۴ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام فعال در بازار سرمایه ایران وجود دارد که از این میان ۱۱ صندوق به‌صورت قابل معامله (ETF) بوده و مابقی مبتنی بر صدور و ابطال هستند. ارزش روز صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، حدود ۶۰ هزار میلیارد ریال است که بیش از نیمی از این ارزش متعلق به ۱۰ صندوق بزرگ این گروه است. این رقم در مقابل ارزش ۱۷۴۵ هزار میلیارد ریالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، تداعی‌کننده فیل و فنجان است!

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پیشرو با ارزش خالص دارایی‌های ۷,۴۰۰ میلیارد ریالی، بزرگ‌ترین صندوق سرمایه‌گذاری در سهام بوده و پس از آن صندوق‌های بورسیران، پیش‌تاز، سهم آشنا و آوای سهام کیان به ترتیب با خالص ارزش دارایی‌های ۵,۴۰۰ میلیارد ریال، ۳,۹۷۰ میلیارد ریال، ۳,۵۰۰ میلیارد ریال و ۲,۹۰۰ میلیارد ریالی در رتبه‌های دوم تا پنجم جای گرفته‌اند. کوچک‌ترین صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های میعاد ایرانیان، گنجینه ارمان الماس، توسعه صادرات، سینا و سبحان هستند که مجموع ارزش خالص آنها حدود ۷۰۰ میلیارد ریال است.

در یک سال اخیر، ۲۱ صندوق بازدهی بالاتر از بازده شاخص ثبت کرده‌اند که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بورسیران با ۲۶۷ درصد، در صدر این گروه جای گرفته است و پس از آن صندوق‌های ارزش کلوان آینده، گنجینه رفاه، بانک خاورمیانه و بانک توسعه تعاون در جایگاه‌های دوم تا پنجم قرار دارند. در مقابل صندوق‌های سبحان، بانک دی، امین تدبیرگردان فردا، پاداش سرمایه پارس و تدبیرگران فردا با بازدهی کمتر از ۱۰۰ درصد، ضعیف‌ترین عملکرد را در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام به ثبت رسانده‌اند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت:

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که بیش از ۷۰ درصد دارایی‌های آن در اوراق بهادار با درآمد ثابت، سپرده‌های بانکی و ابزارهایی نظیر آن سرمایه‌گذاری می‌شود. به همین علت بازدهی این صندوق‌ها در طول زمان نوسانات اندکی داشته و از ریسک پایین‌تری برخوردار است. در بازار سرمایه ایران، حدود ۱,۷۴۵ هزار میلیارد ریال دارایی در ۷۲ صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شده است. حدود ۵۸۰ هزار میلیارد ریال از مبلغ فوق در اختیار سه صندوق گنجینه زرین شهر، ره‌آورد آباد مسکن و لوتوس پارسیان است که بزرگ‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت بازار سرمایه هستند.

کوچک‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق‌های نیکوکاری دانشگاه تهران، نیکوکاری دانشگاه الزهراء، توسعه سرمایه نیکی، نیکوکاری کشتی ورزش ملی ایران و گنجینه یکم آوید هستند که مجموعاً ۳۷۸ میلیارد ریال ارزش دارند. از میان ۷۲ صندوق با درآمد ثابت، ۱۰ صندوق در بازارهای بورس و فرابورس معامله می‌شوند و به‌صورت ETF هستند. در یک سال اخیر به دلیل رونق بازار سرمایه، صندوق‌های با درآمد ثابت نیز به‌نوبه خود از رشد بازار منتفع شده و با سرمایه‌گذاری میزان مجاز دارایی‌های خود در سهام و حق تقدم سهام، توانسته‌اند بازدهی‌هایی بیش از میزان عادی را برای سرمایه‌گذاران به ارمغان آورند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری اندیشه فردا، صنعت و معدن و بانک مسکن به ترتیب با کسب بازدهی سالانه ۶۹/۱، ۴۷/۳ و ۴۷/۱ درصد، توانسته‌اند



نام صندوق	مدیر صندوق	نوع	خالص ارزش روز (میلیون ریال)	بازده سال (درصد)
مشترک اندیشه فردا	شرکت مشاور سرمایه گذاری ارزش پرداز آریان	درآمد ثابت	۲۳۳,۶۲۸	۶۹,۱۲
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک صنعت و معدن	شرکت کارگزاری بانک صنعت و معدن	درآمد ثابت	۱,۳۵۳,۵۱۲	۴۷,۳۳
مشترک بانک مسکن	تامین سرمایه بانک مسکن	درآمد ثابت	۵,۷۹۴,۴۴۳	۴۷,۱۳
مشترک صبا هدف	شرکت سیدگردان هدف	درآمد ثابت	۸۰۹,۸۵۶	۴۴,۱۴
نیکوکاری جایزه علمی فناوری پیامبر اعظم (ص)	سیدگردان سهم آشنا	درآمد ثابت	۲۵۷,۶۳۱	۳۳,۹۶
توسعه سرمایه نیکی	مشاور سرمایه گذاری نیکی گستر	درآمد ثابت	۵۸,۸۰۷	۳۳,۴۴
صندوق سرمایه‌گذاری گنجینه یکم آوید	شرکت تامین سرمایه امین	درآمد ثابت	۱۳۲,۸۵۷	۳۱,۴
نیکوکاری دانشگاه الزهرا	تامین سرمایه لوتوس پارسیان	درآمد ثابت	۵۵,۰۳۶	۳۱,۳۸
صندوق سرمایه‌گذاری گنجینه الماس بیمه دی	شرکت سید گردان الماس	درآمد ثابت	۵۵۳,۷۲۷	۳۰,۴۸
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک گنجینه الماس پایدار	سیدگردان الماس	درآمد ثابت	۹۹۴,۵۷۲	۲۹,۲۸
قابل معامله گنجینه آینده روشن	کارگزاری بانک آینده (سهامی خاص)	درآمد ثابت	۲۸۱,۸۹۲	۲۸,۸۹
صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت مشترک نوین نگر آسیا	سیدگردان نوین نگر آسیا	درآمد ثابت	۲۲۵,۴۸۰	۲۸,۷
ارزش آفرین گلرنگ	شرکت مشاور سرمایه گذاری آرمان آتی	درآمد ثابت	۱,۹۸۶,۸۷۷	۲۷,۳۳
قابل معامله سپهر خیرگان نفت	شرکت مشاور سرمایه گذاری امین نیکان آفاق	درآمد ثابت	۶۴۰,۱۸۵	۲۷,۲۱

نام صندوق	مدیر صندوق	نوع	خالص ارزش روز (میلیون ریال)	بازده سال (درصد)
مشترک بورسیران	کارگزاری بورسیران	در سهام	۵,۴۳۸,۴۱۴	۲۶,۵۱
ارزش کاوان آینده	سیدگردان آسال	در سهام	۲,۵۱۳,۹۷۴	۲۵,۱۹
صندوق سرمایه‌گذاری گنجینه رفاه	کارگزاری بانک رفاه کارگران	در سهام	۹۴۴,۷۹۸	۲۲,۱۳
مشترک بانک خاورمیانه	شرکت کارگزاری بورسیران	در سهام	۶۴۶,۰۸۹	۲۱,۶
صندوق سرمایه‌گذاری بانک توسعه تعاون	شرکت کارگزاری بانک رفاه	در سهام	۸۰۷,۲۸۰	۲۱,۰۹
آوای سهام کیان	مشاور سرمایه گذاری پرتو آفتاب کیان	در سهام	۲,۸۷۰,۵۳۱	۱۹,۴,۸۵
مشترک توسعه ملی	کارگزاری بانک ملی ایران	در سهام	۹۵۷,۳۹۵	۱۸,۱,۰۹
سهم آشنا	سیدگردان سهم آشنا	در سهام	۳,۵۱۲,۴۵۹	۱۷,۹,۳۱
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نقش جهان	سیدگردان سرآمد بازار	در سهام	۴۳۶,۹۵۷	۱۷,۶,۸۷
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آسمان یکم	شرکت سیدگردان آسمان	در سهام	۲۲۸,۳۴۶	۱۷,۶,۲۶
مشترک آگاه	شرکت سیدگردان آگاه	در سهام	۱,۷۷۳,۲۱۸	۱۶,۹,۹
کارگزاری پارسیان	کارگزاری پارسیان	در سهام	۵۰۸,۵۳۰	۱۶,۸,۴
صندوق سرمایه‌گذاری آهنگ سهام کیان	مشاور سرمایه گذاری پرتو آفتاب کیان	در سهام	۸۸۸,۹۷۴	۱۶,۳,۹۸
یکم اکسیر فارابی	کارگزاری فارابی	در سهام	۱,۶۰۸,۳۰۰	۱۵,۹,۷۹
قابل معامله هستی بخش آگاه	سیدگردان آگاه	در سهام و قابل معامله	۶۰۷,۷۶۰	۱۵,۶,۵۲

نام صندوق	مدیر صندوق	نوع	خالص ارزش روز (میلیون ریال)	بازده سال (درصد)
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک کوثر	کارگزاری بانک صنعت و معدن (سهامی خاص)	مختلط	۴۰۷,۳۵۴	۱۴,۹,۴۶
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک آسمان خاورمیانه	شرکت سیدگردان آسمان	مختلط	۴۲۴,۰۷۰	۱۱,۱,۹۶
ارمغان یکم ملل	شرکت سیدگردان پاداش سرمایه	مختلط	۲۹۳,۱۲۸	۱۰,۴,۱۸
کارگزاری بانک تجارت	کارگزاری بانک تجارت	مختلط	۳۵۷,۰۸۷	۹,۷,۴۱
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پارس	سیدگردان آبان	مختلط	۱۸۲,۱۷۶	۹,۴,۰۹
نیکوکاری میراث ماندگار پاسارگاد	مشاور سرمایه گذاری ارزش پرداز آریان	مختلط	۵۱۱,۶۶۵	۹,۳,۲۵
یکم نیکوکاری آگاه	شرکت سیدگردان آگاه	مختلط	۴۰,۹۶۴	۸,۸,۲۷
تجربه ایرانیان	کارگزاری بانک آینده	مختلط	۵۸۶,۷,۰۵۹	۸,۷,۳۵
توسعه پست بانک	شرکت کارگزاری بانک توسعه صادرات	مختلط	۱۵۵,۴۳۹	۸,۴,۶۲
صندوق سرمایه‌گذاری توسعه ممتاز	سید گردان انتخاب مفید	مختلط	۱,۲۰۸,۸۵۶	۸,۳,۰۷
نیکوکاری ایتم برکت	کارگزاری تدبیرگران فردا	مختلط	۳۹۸,۱۲۸	۷,۷
قابل معامله سپهر اندیشه نوین	تامین سرمایه نوین	مختلط	۵۶۲,۴۳۷	۷,۶,۴۱
صندوق سرمایه‌گذاری آرمان سپهر آشنا	شرکت مشاور سرمایه گذاری آرمان آتی	مختلط	۱۶۹,۰۸۵	۷,۱,۶۲
صندوق سرمایه‌گذاری مشترک گنجینه مهر	کارگزاری مهر اقتصاد ایرانیان	مختلط	۲۵۰,۶۴۳	۶,۸,۵۶
مشترک سپهر آبی	شرکت تامین سرمایه سپهر (سهامی خاص)	مختلط	۲۰۱,۲۰۵	۶,۸,۳۲
ثروت آفرین پارسیان	تامین سرمایه لوتوس پارسیان	مختلط	۱,۳۴۴,۹۴۵	۶,۴,۲۴
نیکی گستران	شرکت مشاور سرمایه گذاری نیکی گستر	مختلط	۸۱,۸۲۲	۶,۲,۵۲
صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه فناوری بازنشستگی	شرکت سرمایه‌گذاری و خدمات مدیریت صندوق بازنشستگی ک	مختلط	۹۹,۵۳۳	۰

نتیجه‌گیری: صندوق‌های سرمایه گذاری با توجه به تنوع کافی و ارائه محصولاتی متناسب با انواع درجات ریسک پذیری و انواع نیازهای سرمایه‌گذاری، پاسخگوی طیف وسیعی از سرمایه‌گذاری هستند که تمایل به مشارکت در بازار سرمایه دارند اما از تجربه کافی برخوردار نیستند. این نهادها به دلیل مدیریت تخصصی و ایجاد صرفه به مقیاس در هزینه‌ها، می‌توانند گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذارانی باشند که نگران سرمایه خود هستند ولی زمان و تخصص لازم برای رسیدگی به آن را ندارند.

بازار اوراق تأمین مالی و بازیگران آن



محمد مهدی مومن زاده
معاون اقتصادی بانک انصار



مهدی کرامت فرد
پژوهشگر و کارشناس بازار سرمایه



بازار اوراق تأمین مالی در سال‌های اخیر رشد قابل ملاحظه‌ای را تجربه کرده و در دو سال اخیر (از دی ۹۶ تا دی ۹۸)، تقریباً دو برابر شده است. ارزش بازار اوراق تأمین مالی در دی ماه ۱۳۹۸ با کمی کاهش نسبت به ماه قبل از آن، همچنان در محدوده ۱۲۰۰ هزار میلیارد ریال قرار گرفته است. سررسید شدن سه مرحله اسناد خزانه اسلامی در این ماه، از مهم‌ترین دلایل کاهش مختصر ارزش بازار بوده و با توجه به درج اسناد جدید مربوط به قانون بودجه ۹۸ و همچنین اوراق منفعت جدید دولت روی تابلوی فرابورس، انتظار افزایش بیشتر ارزش بازار اوراق تأمین مالی در ماه پایانی سال وجود دارد. (نمودار یک)

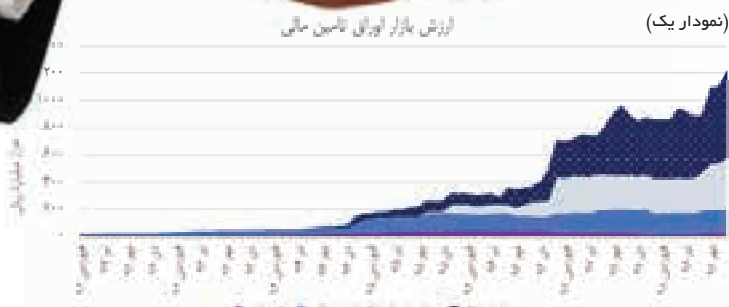
با وجود افزایش ارزش اسمی بازار اوراق تأمین مالی در سال‌های اخیر، ارزش حقیقی بازار اوراق تأمین مالی از ابتدای سال ۱۳۹۷ تاکنون، به دلیل رشد قابل ملاحظه شاخص قیمت‌ها، تغییر چندانی نداشته است به شکلی که ارزش حقیقی بازار همچنان در محدوده ۶۰۰ هزار میلیارد ریال (به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵) قرار دارد.

این موضوع به معنای توسعه نامناسب بازار بدهی در کشور است. محاسبه نسبت ارزش بازار اوراق تأمین مالی به تولید ناخالص داخلی، نقدینگی و سپرده‌های بانکی نیز نتایج کمابیش مشابهی دارد. (نمودار ۲)

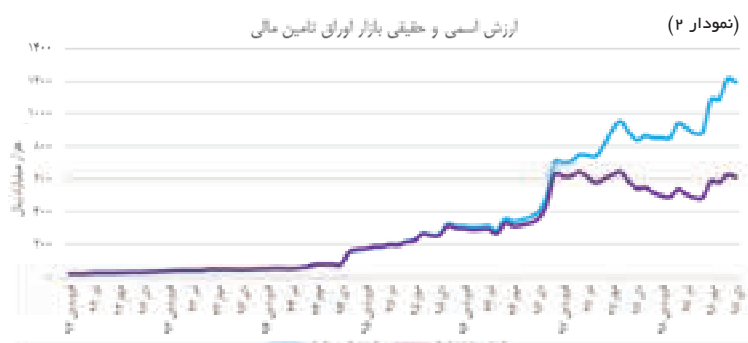
بررسی ترکیب رشد بازار اوراق تأمین مالی نشان می‌دهد که سهم بخش دولتی از این بازار به صورت پیوسته افزایش یافته و در فاصله سال‌های ۹۴ تا ۹۸ تقریباً چهار برابر شده است. نقطه شروع این موضوع نیز مهرماه ۱۳۹۴ و زمان انتشار نخستین مرحله اسناد خزانه اسلامی بوده که در واکنش به شرایط نامناسب بودجه دولت در زمان کاهش درآمدهای نفتی، برای نخستین بار به بازار سرمایه معرفی شد.

در حال حاضر سهم انواع اوراق دولتی (شامل اسناد خزانه و سایر) حدود ۸۵ درصد از کل بازار اوراق تأمین مالی است و این موضوع به معنای آن است که بخش خصوصی و شرکت‌ها نتوانسته‌اند در سال‌های اخیر، همپای بخش دولتی از بازار بدهی بهره‌مند شوند. (نمودار ۳)

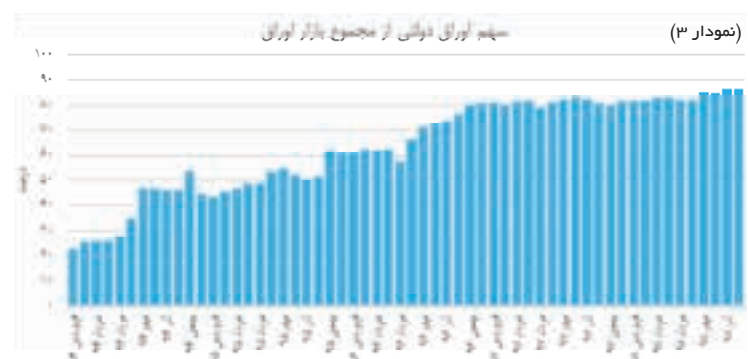
بررسی اوراق تأمین مالی شرکتی موجود در بازار به تفکیک بخش‌های اقتصادی نشان می‌دهد که بیشترین اوراق منتشره مربوط به گروه‌های مالی و خودرو هستند و گروه‌هایی نظیر شیمیایی و فلزات اساسی، سهم بسیار کمی از بازار اوراق تأمین مالی دارند. در پایان دی ماه، مانده اوراق بدهی شرکت‌های صنعت فلزات مجموعاً ۳ هزار میلیارد ریال بوده است که مقایسه این رقم با مانده تسهیلات ۷۹ هزار میلیارد ریالی تنها یک شرکت از این صنعت (فولاد مبارکه) در پایان فصل سوم سال ۱۳۹۸، به خوبی گویای توسعه



(نمودار یک)



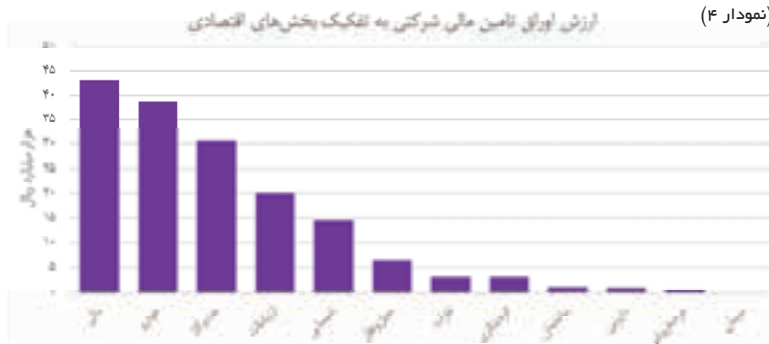
(نمودار ۲)



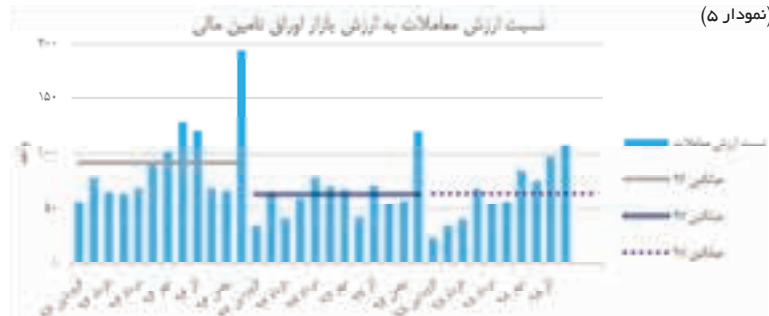
(نمودار ۳)



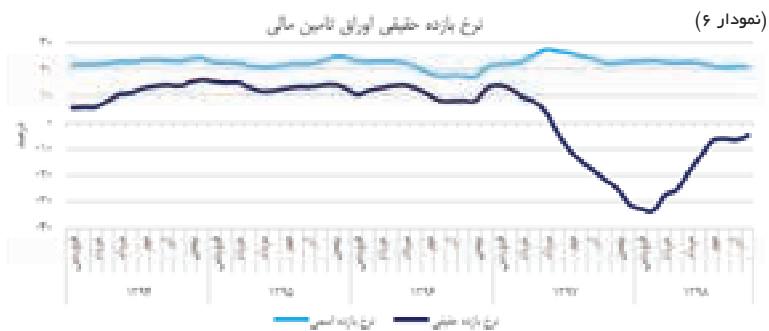
(نمودار ۴)



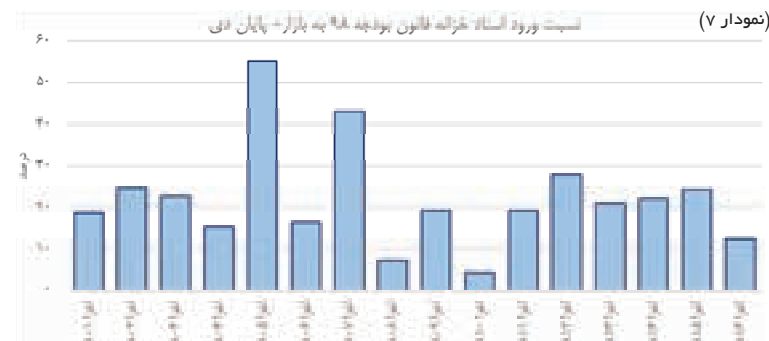
(نمودار ۵)



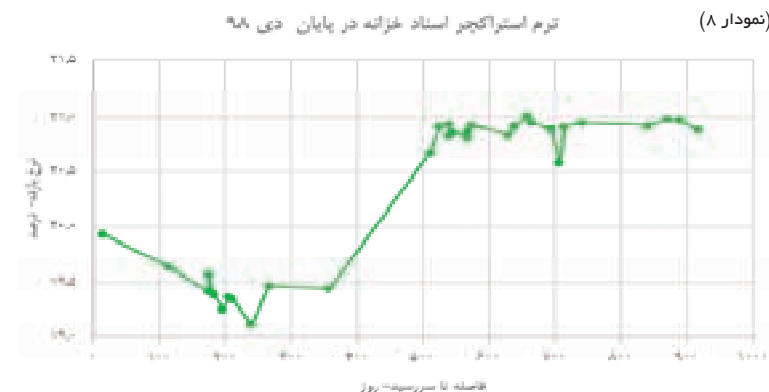
(نمودار ۶)



(نمودار ۷)



(نمودار ۸)



کم بازار بدهی در کشور به ویژه برای شرکت‌های بخش خصوصی است. (نمودار ۴)

بررسی آمار معاملات اوراق تأمین مالی نشان می‌دهد با وجود افزایش قابل ملاحظه ارزش بازار اوراق تأمین مالی در دو سال اخیر، ارزش معاملات رشد چندانی نداشته است. مقایسه نسبت معاملات به ارزش بازار برای سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۸ هم حاکی از کاهش این نسبت در دو سال اخیر است. به نظر می‌رسد که افزایش نوسانات اقتصاد ایران در سال‌های ۹۷ و ۹۸ که منجر به کاهش جذابیت ابزارهای با درآمد ثابت از جمله اوراق تأمین مالی شده، از مهم‌ترین دلایل کاهش اقبال معامله‌گران به این بازار بوده است. (نمودار ۵)

بررسی نرخ بازده حقیقی اوراق تأمین مالی بیانگر آن است که از ابتدای سال ۱۳۹۷ و همزمان با افزایش نرخ تورم، نرخ بازده حقیقی این اوراق شروع به کاهش کرده و به تدریج وارد دامنه منفی شده که این روند تاکنون پابرجا مانده است. در دی‌ماه ۹۸ نرخ بازده حقیقی اوراق تأمین مالی برای بیستمین ماه متوالی در محدوده منفی بوده و با توجه به فاصله قابل ملاحظه آن تا سطوح مثبت، انتظار نمی‌رود که در دو ماه پایانی سال نیز این نرخ وارد دامنه مثبت شود. نرخ بازده حقیقی منفی، به خوبی دلایل عدم اقبال سرمایه‌گذاران به بازار تأمین مالی را در دو سال اخیر نشان می‌دهد. (نمودار ۶)

بررسی نرخ بازده هفتگی اسناد خزانه اسلامی در سال جاری نشان می‌دهد که این نرخ از میانه تابستان روند نزولی داشته و کاهش معادل ۲ واحد درصد را طی ماه‌های اخیر تجربه کرده است. میانگین نرخ بازده اسناد خزانه اسلامی در هفته پایانی دی‌ماه به کمترین سطح خود در سال جاری در محدوده ۲۰٫۴ درصد رسیده است که این موضوع با توجه به افزایش محسوس ریسک‌های سیاسی-اقتصادی کشور پس از ترور سردار سلیمانی، عجیب به نظر می‌رسد.

نمودار نرخ بازده اسناد خزانه

در مورد دلایل کاهش نرخ بازده اسناد خزانه اسلامی در ماه‌های اخیر، با وجود افزایش قابل ملاحظه عرضه و عدم افزایش تقاضا، به نظر می‌رسد که علت اصلی ریشه در ماهیت این اسناد دارد؛ برخلاف سایر اوراق تأمین مالی دولتی، اسناد خزانه نه به صورت یکباره بلکه به صورت تدریجی و همزمان با تخصیص آن در سال توسط سازمان برنامه و بودجه و دستگاه‌های دولتی به پیمانکاران/طلبکاران وارد بازار سرمایه می‌شوند. در واقع فاصله قابل ملاحظه میان انتشار، آغاز معاملات اولیه و آغاز معاملات ثانویه اسناد خزانه سبب شده تا



است. هدف از اجرای عملیات بازار باز، اثرگذاری بانک مرکزی بر نرخ سود در بازار اوراق و تسری آن به نرخ سود بازار بین بانکی، نرخ سود تسهیلات و سپرده بانکی و در نهایت نرخ تورم است. بررسی روند نقدینگی نشان می‌دهد که تنها در یک دهه اخیر (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷) حجم نقدینگی ۹,۹ برابر شده که البته در این دوره پول (اسکناس و مسکوک به علاوه سپرده‌های دیداری) تنها ۵,۵ برابر شده و شبه پول (سپرده‌های دیداری) بیش از ۱۱,۶ برابر شده است. بالا بودن نرخ سود سپرده بانکی یکی از اصلی‌ترین دلایل رشد سریع شبه پول، نقدینگی و تورم است و به همین دلیل، کنترل نرخ سود سپرده بانکی (از طریق عملیات بازار باز یا هر ابزار دیگر) نقش مهمی در کنترل تورم خواهد داشت. به این ترتیب، می‌توان گفت که آغاز عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی در واقع آغاز عملیات هدفگذاری تورمی توسط این نهاد است. (نمودار ۱۲)

با وجود آنکه حرکت بانک مرکزی به سمت انتخاب عملیات بازار باز به عنوان ابزار سیاست‌گذاری پولی، بسیار مطلوب و حتی ضروری تلقی می‌شود اما در مورد چشم‌انداز موفقیت عملیات بازار باز باید توجه داشت که از یکسو هدفگذاری تورمی، کاهش نرخ سود، کاهش نقدینگی و در نهایت کاهش نرخ تورم، فرآیندی زمان‌بر است که تحقق آن در صورت فراهم بودن شرایط تنها در بازه زمانی میان مدت (حدوداً ۵ سال) امکان‌پذیر خواهد بود و در صورت نامساعد بودن شرایط و زمینه‌ها، این زمان قطعاً طولانی‌تر خواهد بود. استقلال بانک مرکزی، یکی از مهم‌ترین شرایط موفقیت عملیات بازار باز است. استقلال بانک مرکزی به معنای آن است که این نهاد، تبدیل به منبع استقراض دولت جهت جبران کسری بودجه نشود. تجربه دهه‌های اخیر نشان می‌دهد که این موضوع در عمل محقق نشده و بخش زیادی از کسری بودجه دولت، به صورت مستقیم یا غیرمستقیم، به ترازنامه بانک مرکزی منتقل شده و در نهایت منجر به پایه پولی، نقدینگی و تورم شده است.

با توجه به شرایط فعلی درآمدهای نفتی، انتظار تداوم این روند در سال‌های آینده نیز وجود دارد و با توجه به مواردی مانند سیل اخیر، اعطای تسهیلات تکلیفی و افزایش فشار بر منابع بانک مرکزی، دور از انتظار نخواهد بود. (نمودار ۱۳)

با توجه به آنکه شبکه بانکی، رکن مهمی از اجرای عملیات بازار باز محسوب می‌شود، کیفیت ترازنامه بانک‌ها و نحوه فعالیت و درآمدزایی آنها نیز از دیگر عواملی است که جهت موفقیت عملیات بازار باز ضرورت دارد.

بررسی صورت‌های مالی شش‌ماهه ۱۳۹۸ نمونه منتخب بانک‌ها (این نمونه شامل بانک‌هایی است که به صورت منظم و ادواری به انتشار

اصلی پرتفوی خود را در ابزارهای دارای ریسک قرار داده‌اند. نمودار رو به رو، پرتفوی شرکت‌های بورسی صندوق بازنشتی کشوری را نشان می‌دهد که در پایان دی ماه ۱۳۹۸ ارزش آن بیش از ۲۲ هزار میلیارد تومان بوده است (نام نماد- ارزش دارایی صندوق بازنشتی به هزار میلیارد ریال).

برای سایر صندوق‌های بازنشتی نیز شرایط مشابهی وجود دارد به شکلی که شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی تنها از طریق سه هلدینگ تاپیکو، تاسیکو و تیپیکو بیش از ۱۸,۵ هزار میلیارد تومان سهام در اختیار دارد. (نمودار ۱۰)

استدلال سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی در ابزارهای با درآمد ثابت از جمله اوراق و سپرده، ریشه در ماهیت این صندوق‌ها دارد؛ با توجه به آنکه کارکرد اصلی صندوق‌های بازنشتی پرداخت مستمری ثابت (و احتمالاً فزاینده) به بازنشتی‌گان است، بنابراین منابع درآمدی آنها نیز باید به صورت ثابت طراحی شود تا امکان مدیریت منابع و مصارف مهیا شود.

اتصال منابع ورودی به منابع سرمایه‌گذاری پرنوسان (صرف نظر از میزان بازدهی) به معنای قرار دادن صندوق‌های بازنشتی در معرض ریسک نقدینگی است. با توجه به این موارد، به نظر می‌رسد که اتخاذ اصلاحات اساسی در اساسنامه صندوق‌های بازنشتی جهت بهبود ساختار پورتفوی سرمایه‌گذاری آنها و افزایش سهم ابزارهای با درآمد ثابت به ویژه اوراق تأمین مالی می‌تواند از یکسو منجر به توسعه و تعمیق بازار بدهی در کشور شده و از سوی دیگر منجر به بهبود نسبی شرایط نسبتاً وخیم صندوق‌های بازنشتی شود. (نمودار ۱۱)

عملیات بازار باز و بازار اوراق بدهی

سیاست‌گذاری پولی، یا مدیریت عرضه و تقاضای پول، مهم‌ترین وظیفه بانک‌های مرکزی در سراسر دنیا است و اصلی‌ترین هدف سیاست‌گذاری پولی، ثبات سطح عمومی قیمت‌ها (در محدوده کمتر از ۵ درصد یا کمتر از ۲ درصد) در نظر گرفته می‌شود. هرچند که اهداف دیگر نظیر رشد اقتصادی و حفظ اشتغال نیز به عنوان اهداف فرعی سیاست‌گذاری پولی عنوان می‌شود اما ثبات سطح عمومی قیمت‌ها در مقادیر پایین به صورت پایدار طی زمان یا اصطلاحاً کنترل نرخ تورم، اولویت اصلی بانک مرکزی به عنوان مقام سیاست‌گذار پولی است.

عملیات بازار باز نیز یکی از ابزارهای رایج سیاست‌گذاری پولی مدرن جهت تحقق هدف کنترل تورم در دنیا است که طی چهار دهه اخیر جایگاه قابل ملاحظه‌ای در میان انواع ابزارها یافته

هنوز بخش زیادی از این اسناد وارد بازار اوراق تأمین مالی نشده و اثرات آنها بر نرخ بازده اشکار نشود. تا پایان دی ماه، کمتر از ۲۵ درصد از مجموع اسناد خزانه اسلامی منتشره در قالب قانون بودجه سال ۱۳۹۸ وارد بازار سرمایه شده و مابقی آن هنوز در اختیار مرکز مدیریت بدهی وزارت اقتصاد (خزانه‌داری) قرار دارد. (نمودار ۷)

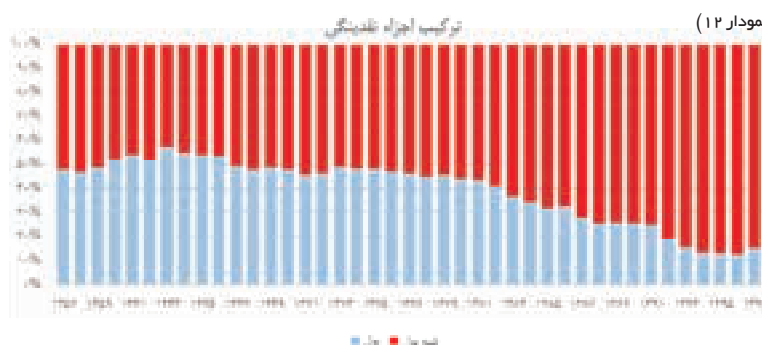
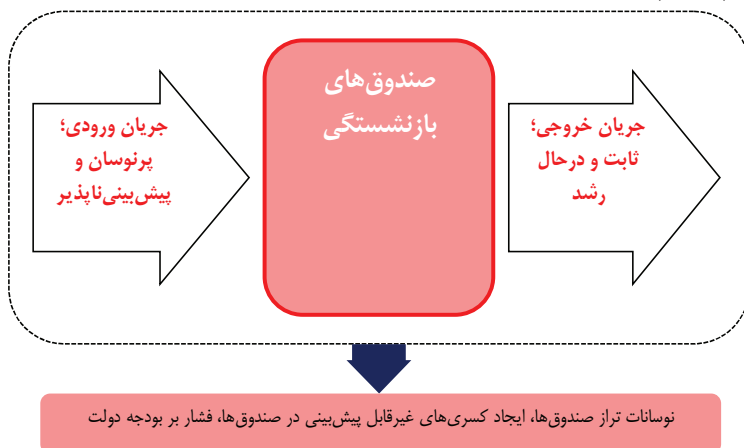
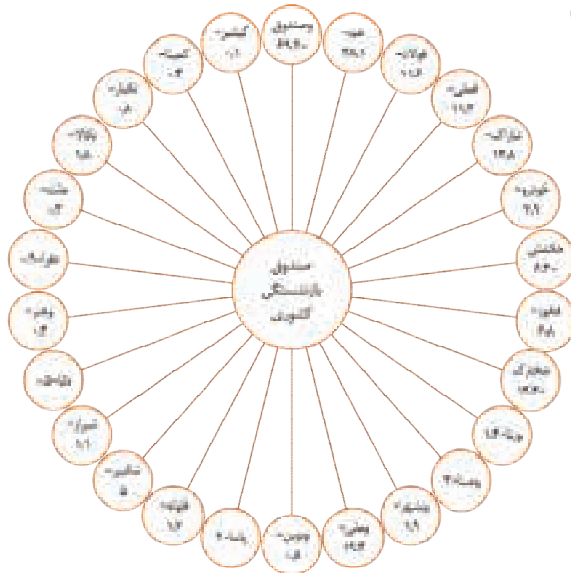
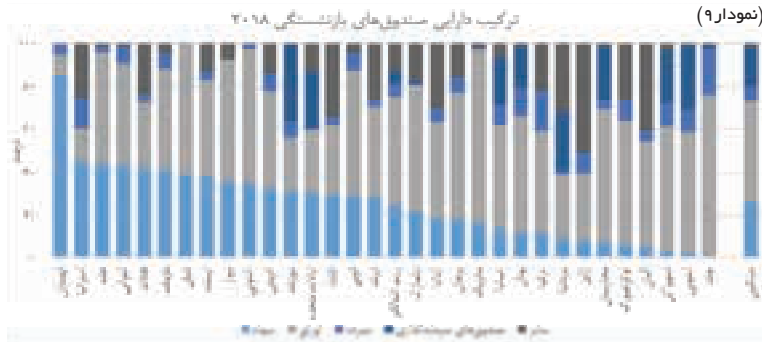
بررسی ساختار منحنی زمانی بازده (ترم استراکچر) اسناد خزانه اسلامی در هفته پایانی دی‌ماه نشان می‌دهد که اختلاف قابل ملاحظه‌ای میان نرخ بازده اوراق با سررسید کمتر از یک سال و نرخ بازده اوراق دارای سررسید بیش از یک سال وجود دارد. با توجه به آنکه تنها اتفاق مهم در این میان، مسئله انتخابات ریاست جمهوری ۲۰۲۰ ایالات متحده است، به نظر می‌رسد که انتظارات جهت افزایش ریسک و بازده پس از آن نزد فعالان اقتصادی وجود دارد. لازم به ذکر است که با توجه به مسئله ورود تنها بخشی از اسناد خزانه جدید به بازار و مداخلات گسترده دولت در بازار اوراق تأمین مالی در ماه‌های اخیر برای زمینه‌سازی اجرای عملیات بازار باز، تحلیل‌های مربوط به منحنی بازده و انتظارات می‌تواند تا حد زیادی دچار ارب و اشتباه شود. (نمودار ۸)

با توجه به برنامه انتشار گسترده اوراق تأمین مالی توسط دولت در بودجه سال آینده، به نظر می‌رسد که توجه به سمت تقاضای اوراق نیز ضرورت دارد. در حال حاضر به غیر از صندوق‌های درآمد ثابت، بازگیر قابل ملاحظه دیگری در سمت تقاضای بازار اوراق تأمین مالی وجود ندارد.

هرچند که اقداماتی نظیر اجرای عملیات بازار باز و همچنین الزامات ایجاد شده برای بانک‌ها جهت خرید اوراق دولت (در بند م تبصره ۵ قانون بودجه ۱۳۹۹) با هدف ایجاد تقاضای جدید برای اوراق دولت مطرح شده است اما به نظر می‌رسد که استفاده از ظرفیت صندوق‌های بازنشتی جهت این امر نیز می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. (نمودار ۹)

براساس گزارش منتشرشده توسط وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی از وضعیت صندوق‌های بازنشتی، میانگین سهم سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌های بورسی و غیربورسی توسط صندوق‌های بزرگ معادل ۸۵,۵ درصد است و این موضوع در حالی است که برای صندوق‌های بازنشتی در کشورهای OECD نسبت مذکور تنها معادل ۲۵ درصد است.

اصلی‌ترین بخش دارایی صندوق‌های بازنشتی در این کشورها، اوراق با درآمد ثابت است که سهمی معادل ۴۷,۵ درصد را در اختیار دارد. در واقع به نظر می‌رسد که صندوق‌های بازنشتی در ایران، برخلاف دنیا، به جای سرمایه‌گذاری در ابزارهای با درآمد ثابت، بخش



صورت‌های مالی خود بر شبکه اطلاع‌رسانی کدال اقدام می‌نمایند. نشان می‌دهد که در حال حاضر بیش از نیمی از بانک‌ها دارای زیان انباشته هستند. (نمودار ۱۴)

هرچند که وجود زیان انباشته به خودی خود نمی‌تواند مانع بزرگی برای اجرای عملیات بازار باز باشد اما باید توجه داشت که از یکسو زیان انباشته بر میزان سرمایه بانک‌ها، کفایت سرمایه و نسبت ذخایر قانونی و احتیاطی بانک‌ها اثرگذار است و از سوی دیگر علت اصلی انباشت زیان در ترازنامه بانک‌ها، عملیات نامناسب بانک‌ها بوده است؛ بررسی سهم بانک‌ها در درآمد مشاع یعنی اصلی‌ترین نوع درآمد عملیاتی (منظور از سهم بانک از درآمد مشاع، درآمد حاصل از سود تسهیلات منتهای سود پرداختی به سپرده‌گذاران است). نشان می‌دهد که در حال حاضر عملیات اصلی اکثر بانک‌ها با سود زیادی همراه نیست. این موضوع (که تا حد زیادی ناشی از بالا بودن نرخ سپرده پیشنهادی به مشتریان و عدم تناسب آن با نرخ دریافتی از تسهیلات است) به معنای آن است که بانک‌ها جهت پوشش کسری‌های خود به صورت پیوسته نیاز به منابع خارجی (استقراض از بازار بین بانکی) دارند. (نمودار ۱۵)

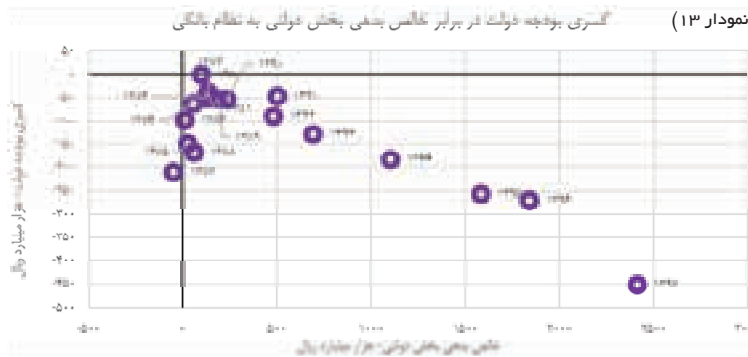
بررسی عملکرد بانک‌ها در بازار بین بانکی هم بیانگر آن است که در سال‌های اخیر، بانک‌های خصوصی به صورت خالص در این بازار قرض‌گیرنده (سپرده‌پذیر) بوده‌اند و در مقابل بانک‌های دولتی اقدام به قرض‌دهی (سپرده‌گذاری) کرده‌اند.

با توجه به آنکه موضوع اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی، به صورت جدی مورد جریمه قرار نمی‌گیرد، انتظار تداوم این روند وجود دارد. در واقع عملکرد نامناسب بانک‌ها سبب شده که به صورت سیستماتیک، احتمال استقراض (سپرده‌پذیری) بانک‌ها (به ویژه بانک‌های ضعیف و دچار کسری) از بازار بین بانکی وجود داشته باشد. به نظر می‌رسد با توجه به شرایط دو سال اخیر اقتصاد ایران که با افزایش قیمت انواع دارایی‌ها (به ویژه دارایی‌های ثابت) همراه بوده، اتخاذ اقداماتی برای افزایش سرمایه بنگاه‌ها از طریق تجدید ارزیابی دارایی‌ها و همچنین واگذاری اموال و سهام مازاد بانک‌ها، یکی از پیش‌نیازهای اجرای عملیات بازار باز است که می‌توان با بهبود ترازنامه بانک‌ها و افزایش منابع در اختیار، امکان اصلاح اساسی در عملیات بانکداری را فراهم آورد. (نمودار ۱۶)

سومین موضوعی که می‌تواند موفقیت اجرای عملیات بازار باز را با ابهام مواجه کند، مسئله عمق کم بازار اوراق تأمین مالی در مقابل ابعاد نظام بانکی است به شکلی که در پایان مهرماه



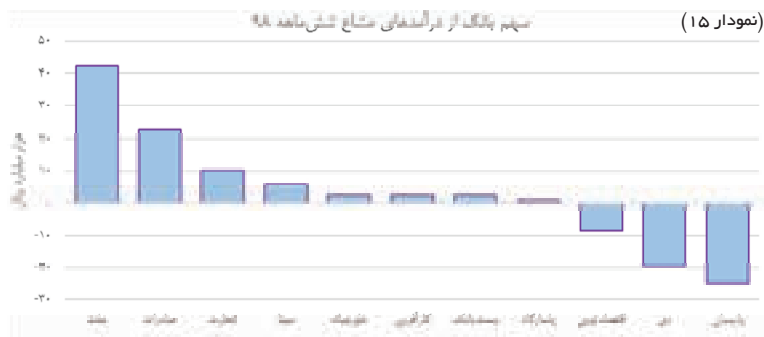
(نمودار ۱۳)



(نمودار ۱۴)



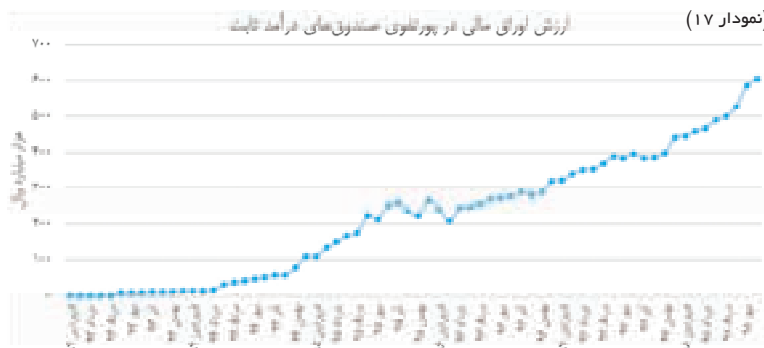
(نمودار ۱۵)



(نمودار ۱۶)



(نمودار ۱۷)



(آخرین آمار موجود برای سپرده‌های بانکی) نسبت ارزش بازار اوراق تأمین مالی به مجموع سپرده‌های بانکی حدود ۵ درصد بوده است.

بررسی عملیات بانکها در بازار باز در سال ۱۳۹۷ نشان می‌دهد که متوسط ارزش معاملات روزانه حدود ۳۷۰ هزار میلیارد ریال بوده که این رقم در مقایسه با میانگین ۲,۵ هزار میلیارد ریالی معاملات بازار اوراق، به خوبی بیانگر عمق کم بازار اوراق تأمین مالی جهت پوشش نیازهای روزانه بانکها به منابع استقراضی است.

در کنار این موضوع، بازار اوراق تأمین مالی نیاز به حضور فعال نهادهایی نظیر صندوقهای سرمایه‌گذاری دارد که به صورت پیوسته اقدام به خرید و فروش اوراق کنند.

در حال حاضر، اصلی‌ترین بازیگر بازار اوراق تأمین مالی ایران، صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک هستند که این صندوقها اساساً به دنبال کسب سود از بازار اوراق تأمین مالی نیستند بلکه هدف اصلی این صندوقها، جبران بخشی از کسری منابع بانکها از طریق جذب منابع سرمایه‌گذاران با پیشنهاد نرخهای سود جذاب بوده و اوراق خریداری شده توسط آنان نیز تنها با الزام سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گرفته است.

به این ترتیب، می‌توان گفت که ماهیت این صندوقها به شکلی است که اساساً امکان مداخله فعال در بازار اوراق تأمین مالی جهت خرید و فروش اوراق (غالباً به صورت یک شبه) را ندارند. (نمودار ۱۷)

به عنوان جمع‌بندی می‌توان گفت که اجرای عملیات بازار باز یکی از ابزارهای جدید در سیاست‌گذاری پولی جهت کنترل نرخ تورم از طریق کاهش نرخ سود اوراق، نرخ سود بازار بین بانکی و نرخ سود سپرده و تسهیلات است.

هرچند این ابزار توسط بانکهای مرکزی در بسیاری از نقاط دنیا و حتی کشورهای همسایه (نظیر ترکیه و پاکستان) مورد استفاده قرار گرفته و اثرگذاری آن مورد تایید همگان است اما باید توجه داشت که وجود زیرساختها و پیش‌نیازهایی نظیر استقلال بانک مرکزی، اصلاح نظام بانکی و برخورد با بانکهای ناسالم و توسعه بازار اوراق تأمین مالی و نهادهای فعال در آن در کنار مواردی مانند استفاده از اوراق ریپو و کاهش اصطکاک در انتقال نرخ بازار بین بانکی به نرخ سود سپردهها، از ضروریات موفقیت این ابزار است. امید است که با توجه به تجارب موفق بانک مرکزی در یک سال گذشته جهت حفظ ثبات در بازار ارز و متغیرهای پولی که با افزایش اعتبار این نهاد همراه بوده است، اجرای عملیات بازار باز به درستی و با برنامه‌ریزی‌های لازم صورت پذیرد.

مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کاردان
به مزیت کلیدی تأمین مالی اشاره کرد:

وجود شفافیت همیشگی در ساختار تأمین مالی



نجمه آجریندیان
خبرنگار



تأمین مالی فرآیندی است که در آن مدیران شرکت برای فراهم کردن منابع مالی با استفاده از ابزارهای متنوع، اقدام به جمع آوری منابع مالی می کنند. چهار فاکتور اصلی انتخاب روش تأمین مالی مناسب شامل ریسک، بازده، حجم سرمایه گذاری و افق زمانی سرمایه گذاری است. برای انتخاب بهترین منبع جذب سرمایه برای یک کسب و کار، ابتدا باید ویژگی و شرایط آن کسب و کار را شناخت، سپس ویژگی های منابع مختلف تأمین مالی را مورد بررسی قرار داد و در نهایت با تطبیق نیازها و منابع، بهترین منابع را برای هر یک از شرایط گوناگون یک کسب و کار مشخص کرد. یوسفعلی شریفی، مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کاردان در گفت و گو با بازارو سرمایه پاسخگوی سئوالات ما بود.

■ مزایای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه چیست؟

ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه در چند سال اخیر تنوع چشمگیری یافته و خوشبختانه قابل استفاده توسط طیف متنوعی از اشخاص حقوقی است. تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به معنی انتشار اوراق بهادار و فروش مستقیم آن به سرمایه گذاران خرد و کلان است. مدل تأمین مالی مبتنی بر ابزارهای بازار سرمایه از تنوع بالایی برخوردار است که هر کدام از این مدل ها امکانات منحصر به فردی را به متقاضیان تأمین مالی ارائه می دهند. از جمله این امکانات می توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. کاهش هزینه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار نسبت به اخذ تسهیلات بانکی و بازپرداخت اصل بدهی در سررسید برخلاف سیستم بانکی؛
۲. بهره گیری از معافیت های مالیاتی مطابق ماده ۷، ۱۱ و ۱۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید؛
۳. تورم زا نبودن تأمین مالی از طریق بازار سرمایه؛
۴. وجود شفافیت اطلاعات در خصوص تمامی مراحل تأمین مالی و نظارت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار؛

۵. امکان سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران با سرمایه های اندک و خرد؛
 ۶. تعیین نرخ تأمین مالی براساس عرضه و تقاضا؛
 ۷. تحت پوشش قراردادن نیازهای طیف وسیعی از افراد به دلیل تنوع روش های تأمین مالی؛
- یکی از مزایای مهم و کلیدی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه که بنگاه های اقتصادی بزرگ را به سمت تأمین مالی از این بازار هدایت کرده است؛ نبود محدودیت های قانون ذی نفع واحد در نظام بانکی برای بازار سرمایه است.

■ بهترین راهکار کمک به شرکت ها برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه چیست؟

معمولاً ارتباط شرکت تأمین سرمایه با مشتریان خود با انجام یک مشورت و مشاوره آغاز می شود. خدمات مشاوره ای از مهم ترین خدماتی است که توسط شرکت های تأمین سرمایه ارائه می شود. تنوع ابزارهای تأمین مالی که امروزه در نظام مالی اغلب کشورهای توسعه یافته وجود دارد باعث شده تا شرکت ها قبل از انتشار هرگونه اوراق بهاداری، ناگزیر به بررسی تمامی جوانب به لحاظ نحوه تأمین مالی با در نظر گرفتن

شرایط اقتصادی و اثرات چنین شیوه تأمین مالی بر روی ساختار و هزینه سرمایه شرکت باشند. شرکت های تأمین سرمایه به لحاظ برخورداری از تخصص بالا در این زمینه، شرکت ها را در انتخاب بهینه تأمین مالی یاری می کنند. شرکت های تأمین سرمایه همچنین خدمات مشاوره ای خود را در خصوص بهترین شرایطی که یک شرکت می تواند تحت آن شرایط اوراق بدهی یا سهام خود را منتشر کند و نقشی که بازار اولیه در این خصوص ایفا خواهد کرد را به ناشران اوراق بهادار ارائه می دهند. در چنین مواردی شرکت های تأمین سرمایه با بررسی شرایط بازار، شرکت ها را از انتخاب های بهینه ای که می توانند داشته باشند مطلع می کنند. پس از مشخص شدن راهبرد مالی، شرکت تأمین سرمایه به عنوان یک مشاور در کلیه امور فرآیند پذیره نویسی تا سرانجام رسیدن آن در کنار شرکت متقاضی تأمین مالی خواهد بود. پرداختن به ساختارهای قانونی و قراردادهای مالی در زمینه اوراق بهادار به عنوان یک کار عادی و روزمره برای شرکت های تأمین سرمایه از یکسو و ابهام موجود در خصوص انتشار اوراق جدید برای فعالان (ناشران) عادی از سوی دیگر، باعث شده تا شرکت های تأمین سرمایه بتوانند خدمات اجرایی ارزشمندی را در این زمینه ارائه کنند. این گونه خدمات شرکت های تأمین سرمایه موجب شده تا مشتریان راحت تر بتوانند مشکلات انتشار اوراق بهادار را که اغلب ناشناخته نیز است، پشت سر گذارند. از جمله مساعدتهایی که یک شرکت تأمین سرمایه در قالب کارکردهای اجرایی خود ارائه می دهد، تکمیل اسناد قانونی مورد نیاز برای تشکیل پرونده نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار است. علاوه بر این، مسئولیت مشترک شرکت های



شایانی به این فرآیند خواهد کرد.

■ بسیاری از شرکت‌ها با روش‌های تأمین مالی در بورس آشنا نیستند چه روشی باید در این خصوص اتخاذ شود؟

گزینش شیوه تأمین مالی متناسب با ساختار مالی شرکت، نقشی بسزا در جذب منابع به طریق بهینه داشته و کاهش هزینه‌های مالی و در نهایت افزایش سود آوری و توسعه پایدار هر بنگاه اقتصادی را منجر خواهد شد. علیرغم توسعه صورت گرفته در بازار سرمایه در سال‌های اخیر، همچنان مشاهده می‌شود که حتی بنگاه‌های بزرگ سهمی عام نیز از رویه‌های موجود جهت برخورداری از ابزارهای متناسب نا آگاه می‌باشند و این مهم درخصوص بهره‌گیری ابزارهای مبتنی بر بدهی واضح‌تر است. به این ترتیب، به دلیل فقدان برخورداری از دانش عملیاتی و کاربردی در استفاده از پتانسیل موجود در بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول و نیز عدم تشخیص هر یک از شیوه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه، به وفور مشاهده می‌گردد که شرکت‌ها در مرحله اول جهت تأمین مالی به نظام بانکی مراجعه می‌کنند و سپس برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با چالش تطابق یا عدم تطابق هریک از شیوه‌های تأمین مالی با وضعیت خود مواجه هستند که منجر به تصمیماتی نامطمئن می‌شود. نقش شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان مشاور بنگاه‌های اقتصادی در این خصوص پر رنگ خواهد بود. علاوه بر شرکت‌های تأمین سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در حال حاضر با حمایت از نهادهای مالی تحت نظارت خود و همچنین فرهنگ‌سازی در جامعه برای آگاهی بیشتر بنگاه‌ها با نظام تأمین مالی در بازار سرمایه، نقش بسزایی در توسعه روز افزون این بازار دارد.

■ جایگاه شرکت‌های رتبه بندی در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه کجاست؟

خدمات رتبه بندی اعتباری و مشاوره تخصصی به عنوان حلقه مفقوده تأمین مالی و مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران به شمار می‌رود. تاکنون سازمان بورس و اوراق بهادار برای اعتمادسازی بازار سرمایه، سعی داشته است با حضور رکن ضامن، ریسک نکول ابزارها را کاهش دهد. این مکانیزم امکان تأمین مالی تعداد کثیری از شرکت‌ها را با توجه به ظرفیت محدود قبولی ضمانت بانک‌ها سلب کرده است. با توجه به اینکه تعیین رتبه اعتباری توسط شرکت‌های رتبه‌بندی با هدف برآورد احتمال نکول انجام می‌شود، رتبه‌بندی اعتباری راه‌حل مناسبی است

خارج وارد شوند.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های موجود در نظام تأمین مالی کشور برای تأمین مالی ارزی و حتی سرمایه‌گذاری خارجی این نکته بر همگان آشکار است که ظرفیت‌های بازار سرمایه برای طرح‌ها و پروژه‌های کلان اقتصادی آماده است. یکی از راهکارهای موجود در بازار سرمایه در این خصوص که توسط شرکت تأمین سرمایه کاردان نیز مورد توجه قرار گرفته است، تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه برای کلان پروژه‌های نظام اقتصادی با مشارکت هلدینگ‌های بزرگ کشور به عنوان مؤسسان این صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه است. وجود این صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دلیل مدیریت حرفه‌ای و نظارت حداکثری توسط نهادهای مالی و فنی معتبر باعث افزایش شفافیت و کارایی می‌شود.

■ نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در بهبود تأمین مالی از بازار سرمایه چیست؟

نقش تاریخی و سنتی شرکت‌های تأمین سرمایه، به عهده گرفتن نقش واسطه در هدایت پس‌اندازها و وجوه اشخاص به سمت خرید اوراق بهادار شرکت‌ها و تأمین مالی از این طریق برای بنگاه‌های اقتصادی است. شرکت تأمین سرمایه در واقع زمانی به بهبود فرآیند تأمین مالی کمک خواهد کرد که تمرکز خود را بر نقش اصلی و همیشگی خود یعنی واسطه‌گری مالی بگذارد. وظایف عمده شرکت‌های تأمین مالی در قبال بنگاه‌های اقتصادی، انتخاب ابزار صحیح و مناسب تأمین مالی و همچنین ارائه خدمات مشورتی در مورد خط‌مشی مالی بر اساس شرایط آن بنگاه و شرایط کلان اقتصاد کشور خواهد بود. این خدمات مشورتی باید چنان باشد که منافع حقوق صاحبان سهام این بنگاه‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران خرد به عنوان اصلی‌ترین رکن در بازار سرمایه (تأمین کنندگان منابع) را به حداکثر برساند.

■ چالش‌های تأمین مالی در کشور چیست؟

یکی از اصلی‌ترین چالش‌های تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی زمانبر بودن فرآیند اجرایی انتشار است و یکی از دلایل اصلی طولانی شدن این فرآیند، قبولی سمت ضمانت اوراق توسط بانک‌ها و نهادهای مالی مجاز است. بنابراین در حال حاضر، تأمین مالی با استفاده از ابزار بازار بدهی در گروهی تنگنای اعتباری سیستم بانکی بوده و بانک محور می‌باشد لذا در این راستا توسعه نهادهای رتبه‌بندی و حذف رکن ضامن به توسعه هر چه بیشتر بازار کمک

تأمین سرمایه با ناشر در رابطه با انتشار اوراق بهادار این اطمینان را می‌دهد که همه چیز به طور کامل منطبق با قوانین مربوط با اوراق بهادار، پیش رفته است.

■ تا پیش از این نظام بانکی نقش پررنگی در تأمین مالی افراد و حتی دولت داشته، به رغم اینکه در دنیا نگاه به تأمین مالی از بورس است؟ تغییر این نگرش را منوط به چه راهکاری می‌دانید؟

نقش پررنگ نظام بانکی در تأمین مالی افراد و نیز دولت طی سال‌های اخیر بر همگان آشکار است. دلیل این امر، عمر و قدمت بیشتر نظام بانکی و بازاریابی، تبلیغات و آموزش‌های انجام شده در این حوزه است. هرچند بازار سرمایه به لحاظ سهم و حجم اوراق در قیاس با بازار بانکی بسیار بزرگتر است اما به موضوع تأمین مالی به این میزان پرداخته نشده است بر این اساس به نظر می‌رسد، موضوعاتی مانند آموزش، تبلیغات و بازاریابی و نیز رشد نهادهای مالی بسیار مهم است تا به این ترتیب فضای مورد نیاز برای استفاده از بازار سرمایه به نحو مطلوب‌تری فراهم باشد.

در بازار سرمایه هم مانند بازار پول امکان تأمین مالی بر پایه بدهی (با انتشار اوراق بدهی) وجود دارد، اما این ابزارها در بازار سرمایه بسیار شفاف هستند، به طوری که می‌توان از پشتوانه هر ابزاری برای تأمین مالی آگاه بود؛ در حالی که در تأمین مالی به شیوه بانکی این موضوع خیلی شفاف و قابل مشاهده نیست. بر این اساس شفافیت بدهی در بازار سرمایه بیشتر از نظام بانکی است. اگر به لحاظ فنی به این مسئله نگاه کنیم، در تأمین مالی توسط بانک دو تعهد به پشتوانه یکدیگر اتفاق می‌افتد، به این ترتیب که بانک نسبت به سپرده‌گذارها یک تعهد را تقبل می‌کند و از طرف دیگر هم تأمین‌کننده مالی به بانک تعهد می‌دهد. در واقع چون ماهیت تأمین مالی بدهی است، این تأمین مالی بر اساس دو تعهد انجام می‌شود. حال اگر شرکتی که توسط سیستم بانکی تأمین مالی شده است نتواند تعهدات خود را انجام دهد با انبوهی از مشکلات و مطالبات معوق رو به رو خواهیم شد؛ کما اینکه در حال حاضر در سیستم بانکی به طور گسترده با چنین مسائلی مواجه هستیم.

با توجه به سرمایه بر بودن برخی پروژه‌ها مثل پروژه‌های نفت، گاز و پتروشیمی که اغلب تأمین مالی‌شان ارزی است (با توجه به محدودیت استفاده از منابع خارجی به دلیل اعمال تحریم‌ها)، منابع مورد نیاز از کجا تأمین شود؟ تأمین مالی از بازار سرمایه قاعدتاً رایلی است و نمی‌توان انتظار تأمین ارزی داشت اما بخشی از تجهیزات باید از

که می‌تواند فرصت‌های رشد تأمین مالی در بازار را افزایش دهد. رتبه‌بندی اعتباری این امکان را برای شرکت‌های با ظرفیت اعتباری قابل قبول فراهم می‌کند که بر پایه شایستگی اعتباری خودشان نسبت به تأمین مالی در بازار اقدام کند. شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری با تعیین رتبه اعتباری برای هر ناشر، کیفیت اعتباری شرکت‌ها را برای بازار آشکار می‌کنند. این شرکت‌ها با نظارت مستمر بر فعالیت‌ها و اطلاعات مالی شرکت‌های رتبه‌بندی شده، سعی دارند عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان را کاهش دهند. از این‌رو، رتبه‌بندی اعتباری را می‌توان قطعه‌ای مهم از پازل تأمین مالی مبتنی بر بازار دانست.

■ تأمین مالی از بازار سرمایه چه میزان به تحقق اقتصاد مقاومتی و رونق تولید کمک کننده است؟

با توجه به شرایط کنونی اقتصاد، ظرفیت‌های رو به رشد بازار سرمایه برای تأمین مالی می‌تواند مورد بهره‌برداری سیاست‌گذاران اقتصادی قرار گیرد. در عرصه جهانی، تأمین مالی به‌طور سنتی به اعتبارات بانکی متکی بوده است. بحران‌های مالی جهانی (۸-۱۹۹۷ و آسیا و ۸-۲۰۰۷ اروپا و آمریکا) سبب تغییر رویکرد تأمین مالی و توجه بیشتر به بازار سرمایه و اوراق تأمین مالی در عرصه جهانی شده است. این در حالی است که اتکالی بیش‌ازاندازه به منابع بانکی، صنعت بانکداری در ایران را با مشکلاتی روبه‌رو کرده است. علاوه بر عدم انکار جایگاه نظام بانکی در تأمین مالی در اقتصاد کشور باید از ظرفیت‌های ایجاد شده برای تأمین مالی از طریق ابزارهای نوین بازار سرمایه نیز استفاده کرد. یکی از اصلی‌ترین ویژگی‌های ابزارهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مناسبات بخش مالی اقتصاد و بخش حقیقی اقتصاد در استفاده از این ابزارهاست. اولین و مهم‌ترین گام برای تحقق اقتصاد مقاومتی یکی شدن بخش مالی و حقیقی اقتصاد خواهد بود. در استفاده از ابزارهای بازار سرمایه، کیفیت و نظم جریان نقدی از اهمیت فراوانی برخوردار است. استفاده از ابزارهای مالی مثل دریافت تسهیلات بانکی نیست که ما استمهال کنیم بلکه در زمان مقرر باید وجوه پرداخت شود تا بتوان قراردادهای متعددی منعقد کنند. بر همین اساس وقتی شرکتی در بازار سرمایه، اوراق منتشر می‌کند، براساس فرضیه ارقام، اولین چیزی که به ذهن می‌رسد این است که شرکت از نظم جریان‌های نقدینگی‌اش آگاهی دارد. پس مدیریت گردش وجوه نقد در شرکت برای استفاده از ابزارها از اهمیت بالایی بهره برده است. این مسئله نیز نشان دهنده مدیریت وجوه نقد برای افزایش

تولید بنگاه‌های اقتصادی خواهد بود. بازار بدهی یکی از مهم‌ترین اجزای بازارهای پولی و مالی نوین در هر کشوری به شمار می‌رود و به همین دلیل ضرورت توسعه آن غیرقابل‌انکار است. درواقع می‌توان مدعی بود که دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا، بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان‌پذیر نیست. این مهم نیز یکی از اصول اقتصاد مقاومتی برای رونق تولید محصولات بنگاه‌های اقتصادی است.

■ به برنامه‌های تأمین سرمایه کاردان در طراحی ابزارهای تأمین مالی جدید هم اشاره بفرمایید.

ارتقای سهم بازار سرمایه در تأمین مالی فعالیت‌های مولد اقتصادی در بنگاه‌ها، عمق بخشیدن به بازار سرمایه و تسهیل دسترسی به آن با بهره‌گیری از فناوری‌های جدید نظیر معاملات الگوریتمی، بکارگیری رویه‌های مؤثر برای حفظ سلامت بازار و رعایت حقوق سهامداران، توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری و سهامداری و خلق ارزش برای سهامداران از جمله اهداف شرکت تأمین سرمایه کاردان است. به همین منظور و برای دستیابی به این مهم نوآوری و راه‌اندازی ابزارهای جدید اوراق بهادار از سیاست‌های استراتژیک کاردان است. راه‌اندازی اولین معاملات الگوریتمی برای بازارگردانی اوراق بدهی و توسعه این سیستم معاملاتی برای بازارگردانی واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس از سوابق کاردان در ابزارهای جدید در بازار سرمایه است. از طرفی دیگر تأمین مالی هیبریدی یکی از دستاوردهای کاردان در دوره فعالیت خود در حیطه تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی بوده است. ارتقا و راه‌اندازی تأمین مالی‌های هیبریدی یکی دیگر از سیاست‌های کاردان برای طراحی ابزارهای تأمین مالی جدید در اقتصاد کشور است. طراحی روش تأمین مالی که همزمان از ظرفیت‌های بازار سرمایه و نظام بانکی استفاده شود در سوابق فعالیت کاردان خوش درخشیده و از اهداف کلان این شرکت تأمین سرمایه به عنوان پیشرو در فرآیند تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است.

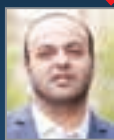
■ آماری از حجم و میزان و نوع تأمین مالی انجام شده از طرف شرکت کاردان بفرمایید.

شرکت تأمین سرمایه کاردان، با سرمایه دو هزار میلیارد ریالی و با سهامداری دو بانک تجارت و سامان (هر یک ۵۰ درصد) در سال ۱۳۹۲ مجوز فعالیت خود را از سازمان بورس و اوراق بهادار

کسب کرده است. شرکت تأمین سرمایه کاردان در حال حاضر یکی از ۹ شرکت تأمین سرمایه فعال در کشور است که با برخورداری از نیروهای متخصص و مجرب در بازار سرمایه، نوآوری و پویایی خود را در اجرای پروژه‌های متعدد به اثبات رسانده است به طوری که علی‌رغم سابقه کمتر در بین سایر شرکت‌های تأمین سرمایه، توانسته است در تمامی رشته‌های تخصصی این صنعت به عنوان یکی از شرکت‌های پیشرو شناخته شود و در این راستا ضمن جلب رضایت مشتریان، در تأمین منافع حداکثری آن‌ها با در نظر گرفتن انصاف و اخلاق حرفه‌ای گام بردارد. فعالیت‌های شرکت تأمین سرمایه کاردان، به طور کلی شامل مشاوره تأمین مالی و عرضه و پذیرش، تأمین مالی از طریق انتشار صکوک، تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پذیرش سمت متعهد پذیرهنویسی و بازارگردان، ارزشیابی سهام شرکت‌ها، مدیریت دارایی و خدمات ادغام و تملیک است. کاردان توانسته است با انجام فعالیت‌های بسیار در زمینه‌های ذکر شده، گام بزرگی در راستای ارائه خدمات مالی به اشخاص حقیقی و حقوقی بردارد. از جمله فعالیت‌های شرکت تأمین سرمایه کاردان در زمینه تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی، می‌توان به انتشار اوراق اجاره گروه صنعتی بوتان، تأمین مالی بانک سامان و شهرداری مشهد، انتشار اوراق اجاره دولتی وزارت علوم، وزارت آموزش و پرورش و مراجه دولتی سازمان بیمه سلامت، پذیرش شرکت‌های وب در بورس تهران و تأمین مالی بسیاری از شرکت‌ها و سازمان‌های بزرگ کشور از جمله بانک خاورمیانه، شرکت تأمین سرمایه لوتوس پارس‌یان، شرکت ذوب آهن اصفهان، سازمان تأمین اجتماعی، شرکت لیزینگ رایان سایپا، شرکت گسترش و نوسازی صنایع بهرپور، شرکت توسعه نفت و گاز صبا ارون، شرکت صنعتی و معدنی توسعه فراگیر سناباد، شهرداری تهران و وزارت امور اقتصادی و دارایی اشاره کرد. حجم تأمین مالی صورت گرفته در این شرکت بالغ بر ۴۳ هزار میلیارد ریال است. این شرکت همچنین خدمات گسترده‌ای در زمینه ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها انجام می‌دهد که از جمله آن‌ها می‌توان به ارزش‌گذاری شرکت پرداخت الکترونیک سامان کیش، شرکت انرژی سپهر و شرکت پترو ایمن سپاهان اشاره کرد. شرکت تأمین سرمایه کاردان در حال حاضر مدیریت چهار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را نیز برعهده دارد. دارایی تحت مدیریت این شرکت بالغ بر ۶۰ هزار میلیارد ریال است. همچنین این شرکت با بازارگردانی سه صندوق قابل معامله در بورس به روش بازارگردانی الگوریتمی از پیش‌تازان این صنعت محسوب می‌شود.



نقش بازار سرمایه در تأمین مالی



حسن قاسمی

مدیر عامل کارگزاری آینده نگر خوارزمی

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به طور عمده به دو روش صورت می گیرد؛ انتشار اوراق مالکانه (سرمایه‌ای) و انتشار اوراق بدهی که تأمین مالی به روش انتشار اوراق مالکانه در بازار سرمایه کشور ما قدمت بیشتری داشته است. مهم ترین نوع تأمین مالی از این روش، افزایش سرمایه شرکت‌هاست؛ ولی این روش تأمین مالی از طرق دیگری از جمله صندوق‌های پروژه و صندوق‌های زمین و ساختمان هم صورت می گیرد. در چند سال اخیر با تعریف ابزارهای جدیدی همچون اوراق مشارکت، سلف موازی، صکوک و... تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی نیز مورد اقبال واقع شده و بسیاری از شرکت‌های بورسی و حتی غیر بورسی از این روش تأمین مالی کرده‌اند.

بهترین راهکار کمک به شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، تسهیل شرایط انتشار اوراق خصوصاً افزایش سرمایه شرکت‌های فعال در بازار سرمایه به‌ویژه برای شرکت‌های برتر است. اصولاً شرکت‌هایی که از لحاظ شاخص‌هایی نظیر گزارشگری به‌موقع، کیفیت بالای سودآوری و میزان سرمایه مناسب برخوردارند باید از امتیازاتی نیز در زمان انتشار ابزارهای مالی بهره‌مند شوند. همچنین طولانی شدن مدت زمان اجرای فرآیند انتشار خصوصاً در هنگام افزایش سرمایه مشکلاتی از جمله احتمال افت قیمت یا کاهش نقدشوندگی سهام را برای سهامداران به همراه دارد. قطعاً باید شرکت‌های بزرگ و معتبر راحت‌تر بتوانند نسبت به این مهم اقدام کنند. رتبه‌بندی شرکت‌ها، قطعه گم شده پازل تأمین مالی از طریق بازار سرمایه بوده و با رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌توان به تسهیل فرآیند کمک بسزایی کرد. با توجه به اهمیت و ضرورت رتبه‌بندی شرکت‌های بورسی و ضعف دانش فنی در این زمینه می‌توان از تجارب کشورهای موفق و مشاوران خارجی در این حوزه استفاده کرد. ضمناً با انجام رتبه‌بندی امکان انتشار اوراق با نرخ‌های سود متفاوت برای شرکت‌ها متناسب با میزان ریسک آنها وجود خواهد داشت. در چنین شرایطی قاعدتاً نرخ تأمین مالی شرکت‌های کم ریسک باید از شرکت‌های دیگر کمتر باشد و انتشار اوراق بدهی با یک نرخ مشخص برای همه ناشران منطبق با اصول مدیریت ریسک نیست.

بازار سرمایه در سال‌های اخیر، نقدینگی قابل توجهی از طریق انتشار اوراق بدهی و صندوق‌های درآمد ثابت جذب کرده و بسیاری از شرکت‌های بزرگ از مزایای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برخوردار شده‌اند. بدون شک در صورت رفع برخی موانع و نقاط ضعف و نیز تسهیل شرایط، برای استفاده از پتانسیل‌های بازار سرمایه، می‌توان اتفاقات مثبتی هم برای صنایع تولیدی کشور و هم برای سرمایه‌گذاران رقم زد.

بنگاه‌هایی نا آشنا با تأمین مالی

مریم رمضانیان

مدیر صندوق سرمایه‌گذاری
خصوصی سپیدار

عضو هیأت مدیره نخستین SME
عرضه شده در فرابورس؛

راه رشد اقتصاد حمایت از SMEهاست



شیرین سعیدی

خبرنگار

تأمین مالی برای بنگاه‌ها جنبه حیاتی دارد به خصوص تأمین سرمایه در گردش اما در مورد بنگاه‌های کوچک و متوسط موضوع کمی متفاوت است. این بنگاه‌ها با توجه به اینکه حجم و مقیاس کوچکتی دارند تأمین سرمایه در گردش برای آنها کار خیلی سختی نیست اما برای توسعه و پایداری مشکلات عدیده‌ای دارند. توسعه بنگاه‌های کوچک و متوسط با توجه به اینکه دارایی‌های زیادی ندارند بنابراین اخذ تسهیلات از بازار پول برایشان ارزان و مقرون به صرفه نیست و در سایز و مقیاسی نیستند که بتوانند وارد بازار سهام شوند یا از طریق ابزاری مانند انتشار اوراق مشارکت و... تأمین مالی کنند. بنابراین در اکثر موارد این بنگاه‌ها پیش از بلوغ و رشد کافی از رقابت و تولید خارج می‌شوند. اما در اقتصادهای رشد یافته رشد و توسعه اقتصاد بر پایه توسعه بنگاه‌های کوچک است. در اقتصادهای مالی محور بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق ابزارهای رایج در بازار سرمایه تأمین مالی می‌شوند. البته شیوه‌های مختلف این ابزارها و کاربردهایش برای هر بنگاهی متفاوت است. چنین بنگاه‌هایی نیاز به پول نقد یا اعتبار بیشتری دارند که بتوانند توسعه بنگاه را شتاب دهند. در این حالت شتاب دهنده‌ها و صندوق‌های مختلف در بورس می‌توانند راه چاره باشند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (Private Equity Funds) یکی از بهترین راه‌های توسعه بنگاه‌های کوچک و متوسط هستند.

گز سکه (غگز) نخستین شرکتی است که برای تأمین مالی در فرابورس عرضه شد. آنچه می‌خوانید گفت‌وگو با محمد گوهریان، عضو هیأت مدیره گز سکه و مدیرعامل سابق آن است.

پیش از اینکه به این سؤال پاسخ دهیم لازم است چند نکته مهم را یاد آور شویم. ابزار صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در دنیا یک ابزار شناخته شده است و به اصطلاح امتحان خود را پس داده است اما در بازار سرمایه ما به دلایل مختلف شناخته شده نیست. مدیران این مجموعه نیز با توجه به مطالعات و بررسی‌هایی که برای ابزارهای جدید و لازم برای بازار سرمایه جوان ما انجام می‌دهند پیگیر تاسیس یا طراحی چنین ابزارهایی بوده‌اند.

البته این نکته نیز توجه داشته باشید که مطالعه و بررسی برای موارد مشاوره ادغام و تملیک شرکت‌های کوچک، ارزشگذاری و بسیاری از چنین مطالعاتی در این مجموعه انجام می‌شد. سال گذشته که سازمان دستورالعمل و اجازه طراحی چنین ابزاری را صادر کرد، با توجه به مطالعات و بررسی‌های ما آشنایی به این بازار جذاب و پرکشش موجب شد بیش از پیش ترغیب به طراحی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی بشویم. اما نکته مهمی که در اینباره وجود دارد آن است که بنگاه‌های کوچک و بزرگ با چنین ابزاری به هیچ‌وجه آشنا نیستند و بیشتر آنها برای تأمین مالی سراغ بازار بدهی و گرفتن تسهیلات و... که ابزار چندان ارزان‌قیمتی نیست اقدام می‌کنند. **تأمین منابع مالی مورد نیاز:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی منابع مالی را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری کرده و این منابع را در شرکت‌های سرمایه‌پذیر از طریق خرید سهام آنان سرمایه‌گذاری می‌کند.

بهره‌گیری از کمک متخصصان: شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی متشکل از افراد حرفه‌ای و خبره در حوزه سرمایه‌گذاری و صنایع مورد نظر هستند. این شرکت‌ها از تیم مجرب و شبکه ارتباطی خود شامل جمعی از متخصصان در حوزه‌های عملیاتی، مالی، بازاریابی، حقوقی و غیره در راستای بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک گرفته و از دانش این افراد برای افزایش سودآوری، بهره‌وری و ایجاد ارزش در شرکت‌های سرمایه‌پذیر بهره می‌برند.

دست‌یابی به بازده بالاتر: صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با تزریق منابع مالی و دانش مدیریتی، شراکت فعال و همکاری با مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر، بهره‌گیری از کمک مشاوران خبره صنعت، بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و تمرکز بر افزایش کارایی و رشد از طریق مهندسی مالی به رشد و توسعه شرکت‌ها کمک کرده و ایجاد ارزش می‌کنند. مدیر صندوق از طریق بهبود عملیات، ساختار مالی، افزایش فروش و سودآوری شرکت، افزایش بازدهی را هم برای سرمایه‌گذاران صندوق و هم برای سهامداران و مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر میسر می‌سازد.

افزایش ارزش شرکت: شرکت‌های سرمایه‌پذیر سرمایه‌گذاری خصوصی ممکن است در ابتدا ضرایب ارزشگذاری (نظیر ضریب قیمت به سود هر سهم، ارزش دفتری، جریان نقدی، فروش و غیره) پایین‌تری نسبت به رقبای داشته باشند؛ ولی صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها و بهبود وضعیت شرکت در بسیاری از جنبه‌های عملکردی، حاکمیت شرکتی و ایجاد چشم‌انداز رشد، این ضرایب را برای شرکت سرمایه‌پذیر بالا برده و در زمان خروج شرکت سرمایه‌پذیر با ضریب بالاتری ارزشگذاری خواهد شد.

هم‌راستا بودن اهداف صندوق با سهامداران شرکت سرمایه‌پذیر: هدف صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و سرمایه‌گذاران آنها از این نوع سرمایه‌گذاری حداکثرسازی ارزش و کسب سود است. این هدف تنها با کمک به رشد و پیشرفت شرکت سرمایه‌پذیر امکان‌پذیر بوده و با همکاری و تعامل سازنده بین تیم مدیریتی شرکت سرمایه‌پذیر و تیم سرمایه‌گذاری خصوصی قابل دسترسی خواهد بود. علاوه بر این سود اصلی مدیر صندوق نیز از محل کارمزد موفقیت و در صورت عملکرد مناسب وی و موفقیت سرمایه‌گذاری‌ها حاصل خواهد شد.

■ مزیت ورود به فرابورس چیست؟

ورود به فرابورس یعنی ورود به فضای شفاف کسب و کار. متأسفانه چون ما عادت کرده‌ایم به عدم شفافیت، تصور دنیایی که همه چیز شفاف است غیر قابل تصور و شاید کمی هراس انگیز باشد. در بورس شرکت‌ها وارد بازی عادلانه‌ای می‌شوند که داور مردم هستند. اگر شرکت در جهت مصالح جامعه فعالیت می‌کند حتماً مورد استقبال سهامداران قرار می‌گیرد و این یعنی تأمین سرمایه و موفقیت پروژه‌های شرکت و سود و رضایت سهامدار. در بورس شرکت‌ها شرایطی را قبول می‌کنند و به گونه‌ای معتمد مردم می‌شوند.

■ ورود یک شرکت به فرابورس از

نظر اعتبار و جذب سرمایه تا چه اندازه مهم است؟

مسلم است در جامعه‌ای که سرمایه اجتماعی اعتماد تا پایین‌ترین حد ممکن کاهش یافته، هیچ عاملی مهم‌تر از ایجاد، حفظ و گسترش اعتماد در توسعه کسب و کار نیست. مکانیسم رسمی بورس ساختار این اتفاق مهم را مهیا می‌کند.

■ ورود شرکت‌های دانش بنیان

به بورس در دنیا گونه است؛ تا چه اندازه نیاز است که شرکت‌های دانش بنیان در ایران به این موضوع توجه کنند؟

اقتصاد مدرن و پویا بدون بورس قابل تصور نیست. اگر اقتصاد واقعی جهانی را به یک انسان تشبیه کنیم بورس نقش قلب آن را ایفا می‌کند. پمپاژ سرمایه به دستگاه‌ها و اجزای اقتصاد با روش انتخاب اصلاح، کارکرد بورس است. هر جا این مکانیسم سالم است سایر اجزاء نیز سالم می‌شود.

■ برای ورود به فرابورس با چه

مشکلاتی رو به رو بودید؟

اولین و اساسی‌ترین مشکل، فویبای شفافیت است. مخفی کاری و کتمان واقعیت تمام رفتار ما را فرا گرفته. شفافیت آسان‌ترین، سریع‌ترین و تنها راه رفع پلشتی‌ها، فسادهای سفید و سیاه است. کافی است زشتی‌ها و زیبایی‌ها را شفاف و در معرض دید مردم قرار دهید؛ همه خوبی‌ها را انتخاب می‌کنند و اینگونه اصلاح شروع می‌شود.

■ این ورود برای واحدهایی که در

مرکز رشد گز، شیرینی، شکلات و صنایع وابسته مستقر می‌شوند چه مزیتی خواهد داشت؟

الگویی ساده و واقعی مثل مادری که راه رفتن به فرزندان خود می‌آموزد. داشتن تسهیل گر که راه را نشان می‌دهد و روابط ارزشمند ایجاد می‌کند، مزیت بزرگی است.



■ این مسیر چگونه طی شد تا به

عنوان یک SME یا بنگاه کوچک و متوسط در فرابورس عرضه شدید؟

این شرکت یک مجموعه خانوادگی است که در سال ۱۳۳۲ با فعالیت در بخش شیرینی تاسیس شد و از سال ۱۳۴۶ به بعد تولید این مجموعه به سمت سوهان و گز متمرکز شد. این شیوه تا سال ۶۸ که پس از فوت پدر من به عنوان مدیرعامل شروع به فعالیت کردم، با توجه به اینکه تحصیلات من اقتصاد بود همیشه به این موضوع فکر می‌کردم که چطور می‌شود این کسب و کار را جاودانه کرده و مانند کسب و کارهای کوچک دیگر ادغام یا منحل نشد.

روش‌های زیادی را مطالعه و بررسی کردیم تا در نهایت روشی را که دنیا انتخاب کرده یعنی روش تأمین مالی از طریق بورس را انتخاب کردیم. نظم و انضباطی که بورس به شرکت‌های کوچک می‌دهد و زمینه رشد آنها را فراهم می‌کند، در هیچ جای دیگری وجود ندارد. یکی از مشکلات بنگاه‌ها برای توسعه و رشد تأمین مالی از بانک‌هاست که فقط از طریق گرفتن تسهیلات سنگین از بانک‌ها امکان پذیر است و نتیجه آن هم دست آخر به اختلاس‌ها و مشکلات و فسادهای بعد از آن منجر می‌شود. اگر هیچ کدام از این مشکلات هم پیش نیاید، بازپرداخت این وام به قدری سنگین و مشکل‌زاست که کارآفرین همه نیرو و تلاشش را به جای اینکه معطوف به رشد و توسعه و نوآوری در کسب و کار کند، معطوف به پرداخت وام‌های سنگین می‌کند یا دست آخر اگر از پس بازپرداخت وام‌ها برنیاید، یا سر از زندان در می‌آورد یا کسب و کارش منحل شده و از بین می‌رود. به همین دلیل تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و بورس بهترین راه برای دوام کسب و کارهای کوچک و تبدیل شدن به کسب و کارهای بزرگتر است.

ما به این موضوع اعتقاد داشتیم و به آن عمل کردیم و به همه کسانی که ما آنها را می‌شناختیم و به کسب و کارشان علاقه داشتند پیشنهاد کردیم که تأمین مالی از طریق بورس را دنبال

کنند. از دید خودمان نیز در این راه موفق بودیم چراکه بیش از ۱۰ یا ۱۱ شرکتی که با ما در تماس بودند و در رده شرکت‌های کوچک و متوسط طبقه‌بندی می‌شدند، در حال طی مراحل نهایی ورود به بورس هستند.

شرکت ما نیز فراز و نشیب‌های زیادی را طی کرده تا به این نقطه رسید. اما با قاطعیت می‌توان گفت که تنها راه ماندن و توسعه راه ورود به بورس و تأمین مالی از طریق بورس بوده است. تنها راه شرکت با توجه به مشکلات مالی و زیان عملیاتی به دلیل صادرات و کمبود منابع مالی ورود به بورس بود. در حال نیز با وجود زیان عملیاتی شرکت هنوز سرپاست و عرضه سهام این شرکت که در سال ۹۵ با ۱۱۰ تومان در فرابورس انجام شد امروز قیمت سهام به ۴۸۰ تومان رسیده است.

بنابراین رشد ۴۵۰ درصدی روی ارزش دارایی و ارزش سرمایه شرکت بوده است. سهامداران جدید که وارد شرکت شده و در هیأت مدیره عضو شده‌اند، هر کدام با توجه به تجربه و علایق خودشان سعی در کمک به حل مشکلات شرکت می‌کنند. حال توجه داشته باشید با توجه به این رکود عمیق که در ۵۰ سال اخیر در اقتصاد ایران بی‌سابقه است اما شرکت همچنان در حال رشد و توسعه است. بنابراین ورود به بورس و فرابورس بهترین شیوه برای کار بود هرچند که بورس و فرابورس شیوه بسیار سختگیرانه اما مشفقانه‌ای در این باره داشتند. با توجه به همه شرایط اقتصادی تنها راه پیش روی بنگاه‌های کوچک و متوسط ورود به بورس است. ما به عنوان یکی از نخستین شرکت‌هایی که وارد فرابورس شدیم و از این طریق تأمین مالی فرابورس است و حاضر هستیم همه تجربیات مان در این زمینه را در اختیار دیگران قرار دهیم. امیدواریم این تنها راه موجود نیز بتواند رونق را به اقتصاد ایران برگرداند. ما باتوجه به شرایط جدید و هیأت مدیره جدید در تلاش هستیم که مشکلات را حل کنیم.



تأمین مالی شفاف برای SMEها



رضا درخشان فر
مدیرعامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری
مدبران هما

ابزارهای رایج بازار سرمایه از لحاظ شرایط و ذات این ابزارها برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME)، به واسطه ریسک‌های اعتباری اینگونه بنگاه‌ها، غیر قابل استفاده هستند. روش مرسوم برای تأمین مالی اینگونه بنگاه‌ها در اقتصادهای پیشرو، مشارکت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است که ساز و کار تاسیس و فعالیت آن در ایران نیز به تازگی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار طراحی و ابلاغ شده است. بنگاه‌های کوچک و متوسط در بیشتر مواقع دارایی قابل توجهی برای وثیقه‌گذاری جهت اخذ وام ندارند و به طور معمول فاقد سودآوری مداوم چند ساله و پشتوانه اعتباری لازم جهت انتشار اوراق قرضه هستند. بنابراین بهترین راه برای تأمین مالی چنین بنگاه‌هایی استفاده از ابزارهای مشارکت در سهام (Equity) از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی است.

ماهیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در وهله اول، ابزار سرمایه‌گذاری جمعی هستند، به این معنی که سرمایه‌گذاران علاقه‌مند و آگاه به قصد منفعت مالی در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. شیوه عملکرد این صندوق‌ها نیز بسیار مناسب حال بنگاه‌های کوچک و متوسط است. شیوه کار این صندوق‌ها به این صورت است که بنگاه‌هایی که دارای ظرفیت بالقوه رشد هستند، به عنوان هدف سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شوند (شرکت هدف) و منابع صندوق خصوصی، با هدف تملک سهام و کسب کنترل قابل توجه در این بنگاه‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود.

سرمایه صندوق با هدف توانمندسازی و رفع گلوگاه‌های رشد «شرکت هدف» به شرکت وارد می‌شود و این فرآیند با دقت تا زمانی ادامه پیدا می‌کند که بنگاه به مرحله توانایی و رشد برسد. استراتژی خروج از سرمایه‌گذاری، از ابتدای اقدام به سرمایه‌گذاری توسط صندوق تدوین می‌شود و پس از رشد شرکت هدف و کسب ارزش از افزایش ارزش سهام شرکت هدف، استراتژی خروج به اجرا گذاشته می‌شود و سود حاصله بین سرمایه‌گذاران صندوق تقسیم می‌شود.

این ابزار از سال‌ها پیش در دنیا مورد توجه بوده و به عنوان ابزاری کارا برای تأمین مالی کسب و کارهای در حال رشد از آن استفاده می‌شده است. در ایران نیز طی چند سال اخیر، به کارکردهای مثبت این ابزار توجه شده و در نهایت سازمان بورس دستورالعمل اجرایی تاسیس و فعالیت آن را سال گذشته تدوین و ابلاغ کرد.

صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی سپیدار (در شرف تاسیس) با مدیریت شرکت مشاور سرمایه‌گذاری مدیران هما به عنوان یکی از اولین صندوق‌های خصوصی در ایران در چند وقت اخیر موافقت اصولی تاسیس را جهت فعالیت در صنعت غذا و دارو از سازمان بورس دریافت کرده و در حال طی مراحل جذب سرمایه و همزمان انتخاب اهداف سرمایه‌گذاری است.

آینده شرکت‌هایی که در ایران وارد فرا بورس می‌شوند را چگونه می‌بینید؟

پیوستن به بورس شرط لازم است و شرط کافی حرکت منطقی و هوشمندان در مسیر رشد پایدار است. به نظر من اگر آینده روشنی در اقتصاد ایران وجود داشته باشد فقط از مسیر بورس می‌گذرد. اقتصاد ایران در مرحله دگردیسی عظیم و هولناکی قرار دارد. اقتصاد ایران فرو ریخته و همه در تلاشند بخشی را از زیر آوار نجات دهند. اقتصاد جدید ایران مثل ققنوس از زیر خاکستر اقتصاد سوخته آرام سر می‌کشد. در این طلوع تازه فقط مکانیسم بورس می‌تواند سرمایه و عزم ملی را منسجم، متمرکز و هدایت کارآمد کند. اقتصاد جدید ایران ساختمان نیست بلکه نهالی است که به سوی درختی متعالی حرکت می‌کند.

تا چه اندازه بحث ورود به فرا بورس نیاز به فرهنگسازی دارد؟

اصل مشکل اقتصاد ایران عدم حمایت فرهنگ است. ایرانیان فرهنگ توسعه را به ثمن شتاب در کسب رشد اقتصادی باختند. شرکت‌گر سکه برای ارائه الگویی کوچک ساده و زیبا یک تنه به میدان آمده است. فرهنگسازی حرفی، ادعا و شعار نیست. هر که مرد این میدان است توبه کند، شفاف شود و کمر همت ببندد. اگر همه اینانی که خروار خروار حرف و توصیه دارند برای اصلاح اوضاع یک قدم بر می‌داشتند امروز ایران در قله افتخار بود.

توصیه شما به شرکت‌ها در مورد فرا بورس چیست؟

اگر به هر علت نمی‌خواهید شفاف شده و به بورس بپیوندید، دست و پای کار را جمع کنید، در اقتصاد جدید ایران بهانه‌ای برای کتمان، پنهانکاری، غش و هر آنچه تاکنون عامل موفقیت‌های عجیب و غریب بوده، دیگر نیست. شفافیت در اقتصاد آینده یک انتخاب نیست بلکه تنها راه موجود است. نویدهای چنین اقتصادی را در گوشه و کنار جهان می‌بینید.

سخن آخر؟

سخن آخر این است که تنها و اولین شرکت دانش بنیان تابلوی دانش بنیان فرا بورس یک شرکت واقعی، قدیمی و معتبر اصفهانی است. شعار ما اینست «سکه نماد ثروت است» ما مزه ثروتمند شدن پاک را به ذائقه سهامداران هدیه می‌کنیم. سهام شرکت به کمترین قیمت پایه عرضه شد تا با سهامداران خود آرام و بی‌هیاهو و بی‌رانت مسیر افزایش مستمر قیمت را طی کند. ما شک نداریم که می‌توان ثروت و خوبی را در هم آمیخت. شرکت‌گر سکه تمام توان و تجربه خود را بی‌مزد و منت در طبق اخلاص می‌گذارد با این آرزو که شرکت‌های واقعی، معتبر و محبوب بیشتری وارد مکانیسم بازار سرمایه شوند و با جلب سرمایه‌های کوچک و بزرگ پراکنده دشت سوخته اقتصاد ایران به جنگلی سبز و انبوه تبدیل شود.

در بورس، آینده با شماست



کارگزاری بانک آینده

افتخارات کارگزاری بانک آینده

- دارای رتبه الف در صنف کارگزاری
- دارای ۱۱ شعبه در سراسر کشور

دارای کلیه مجوزهای فعالیت در:

- بورس اوراق بهادار تهران
- فرابورس ایران
- بورس کالای ایران
- بورس انرژی



@AyandehBroker



Bank_Ayandeh_Brokrage_Co

۰۲۱-۴۲۷۶۴۰۰۰

www.babc.ir



شرکت‌های رتبه‌بندی، حلقه مفقوده تامین مالی

شرکت رتبه‌بندی اعتباری برهان به عنوان اولین نهاد مستقل و دانش محور با تجمیع تخصص، تجربه و حسن شهرت بنیان گذاران خود به منظور راه‌اندازی و توسعه خدمات رتبه‌بندی اعتباری و مشاوره تخصصی به عنوان حلقه مفقوده تامین مالی و مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران در تاریخ ۱۹ آذرماه ۱۳۹۶ به شماره ثبت ۵۱۹۷۶۹ با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تاسیس گردید. برهان حاصل تفکر جمعی از خبرگان و مدیران باسابقه نهادهای مالی کشور با بیش از ۱۵۰ نفر-سال تجربه مفید، موسسه رتبه‌بندی اعتباری وی‌آی‌اس (VIS Credit Rating) و شرکت مشاوره رتبه‌بندی اعتباری ایران به عنوان موسسین شرکت است.

خدمات برهان

رتبه‌بندی اعتباری:

رتبه‌بندی اعتباری به معنی تعیین احتمال ایفای به موقع تعهدات است. رتبه‌بندی اعتباری یک شرکت نشان می‌دهد که آن شرکت تا چه حد می‌تواند به موقع به تعهدات مالی خود عمل نماید. بنابراین رتبه‌بندی اعتباری در مورد یک ورقه بهادار (مثل اوراق مشارک، اوراق اجاره، اوراق مرابحه و غیره)، احتمال اینکه ناشر یا بانی این اوراق در پرداخت سود و اصل اوراق در سررسیدهای تعهد شده، به موقع عمل کند را نشان می‌دهد. رتبه‌بندی وام دریافتی از بانک‌ها نیز نشان می‌دهد که دریافت‌کننده وام تا چه حد توانایی و تمایل بازپرداخت بموقع اقساط وام را دارد.

شرکت رتبه‌بندی اعتباری برهان، انواع اشخاص حقوقی اعم از شرکت‌های تولیدی، خدماتی، بازرگانی و پیمانکاری را از نظر اعتباری، رتبه‌بندی می‌کند. برهان همچنین نهادهای مالی از جمله بانک‌ها، بیمه‌ها، کارگزاری‌ها، شرکت‌های واسپاری (لیزینگ)، موسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های تامین سرمایه، شرکت‌های سبدگردان و شرکت‌های مادر (هلدینگ) را از نظر ریسک

اعتباری، رتبه‌بندی می‌کند. برهان همچنین رتبه اعتباری انواع اوراق بهادار منتشره از طرف دولت، نهادهای عمومی (نظیر شهرداری‌ها) و شرکت‌ها و نهادهای دولتی و خصوصی را (شامل اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق استصناع، اوراق خرید دین، اوراق مرابحه و...)، تعیین می‌نماید.

رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی:

رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی، اظهارنظر یک موسسه مستقل در خصوص میزان رعایت اصول حاکمیت شرکتی است. برهان در انجام این رتبه‌بندی صرفاً به مقررات مربوطه در این زمینه بسنده نخواهد کرد، بلکه بهترین تجربه‌های جهانی را در نظر خواهد گرفت. در این ارزیابی، صرفاً رعایت حاکمیت شرکتی در ظاهر کافی نخواهد بود و مدیریت باید ضمن درک عمیق این اصول، در عمل نیز نشان دهد که به اجرای آن‌ها پای‌بند است.

درجه‌بندی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری:

درجه‌بندی عملکرد یک صندوق به معنای مقایسه

بازدهی صندوق با دیگر صندوق‌های مشابه است. بازدهی صندوق ابتدا بر اساس ریسک کل، تعدیل می‌شود؛ این بدان معناست که اگر دو صندوق با بازدهی مشابه، ریسک متفاوت داشته باشند، درجه‌بندی صندوقی بالاتر خواهد بود که ریسک کمتری داشته است. بازدهی صندوق پس از تعدیل نسبت به ریسک کل، یکبار هم بر اساس ریسک تمرکز تعدیل شده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس آن نیز، درجه‌بندی می‌شوند.

رتبه‌بندی کیفیت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری:

رتبه‌بندی کیفیت

مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری، توانایی و ظرفیت نسبی مدیر صندوق را در اداره مناسب سبدهایی‌های صندوق و کفایت و کیفیت زیرساخت‌های فراهم شده برای انجام عملیات مرتبط با صندوق را نشان می‌دهد. این رتبه‌بندی همچنین نشان می‌دهد که مدیر صندوق در ایجاد بازدهی برای سرمایه‌گذاران تا چه حد، اساسنامه، امیدنامه، سیاست‌های سرمایه‌گذاری مصوب و سایر مقررات را رعایت کرده و خدمات مناسبی به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد. انتظار می‌رود که با بهبود کیفیت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری و استمرار آن در طول زمان، عملکرد صندوق بهبود یابد.

ارزیابی شاخص‌های کیفی فعالان اقتصادی:

مطابق بند (ت) ماده ۶ قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز مصوب ۱۳۹۲/۱۰/۰۳، وزارت صمت موظف است که سامانه یکپارچه اعتبارسنجی و رتبه‌بندی اعتباری را برای تجارت داخلی و خارجی ایجاد نماید.

در حال حاضر از رتبه‌بندی فعالان اقتصادی طبق قانون مذکور، برای تعیین سقف واردات شرکت‌های بازرگانی استفاده می‌شود. همچنین تعداد و نوع رشته فعالیت بازرگانان بر مبنای رتبه‌بندی آن‌ها تعیین می‌شود. در آینده در نظر است تا سقف صادرات، تخصیص ارز یارانه‌ای برای واردات کالاهای اساسی، اعطای تسهیلات گمرکی برای وارد کنندگان و اعطای سایر تسهیلات و امتیازات، بر اساس رتبه‌بندی فعالان اقتصادی صورت پذیرد. برهان در زمینه ارزیابی شاخص‌های کیفی فعالان اقتصادی به عنوان موسسه رتبه‌بندی معتمد وزارت صمت، محسوب می‌شود.





آنچه توانسته ایم، لطف خدا بوده است



سؤال و جواب نویسنده: ۱۳۹۸

۸۸ بازای خطرناک
احساسات



۸۶ شرط اجرای اقتصاد
مقاومتی برجام بود



۸۳ بازار سرمایه ضربه گیر
اثرات تحریم



سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی



نیازهای ضروری و منابع مالی از خارج.

۱۲- افزایش قدرت مقاومت و کاهش آسیب پذیری اقتصاد کشور از طریق:

- توسعه پیوندهای راهبردی و گسترش همکاری و مشارکت با کشورهای منطقه و جهان به‌ویژه همسایگان.
- استفاده از دیپلماسی در جهت حمایت از هدف‌های اقتصادی.
- استفاده از ظرفیت‌های سازمان‌های بین‌المللی و منطقه‌ای.

۱۳- مقابله با ضربه پذیری درآمد حاصل از صادرات نفت و گاز از طریق:

- انتخاب مشتریان راهبردی.
- ایجاد تنوع در روش‌های فروش.
- مشارکت دادن بخش خصوصی در فروش.
- افزایش صادرات گاز.
- افزایش صادرات برق.
- افزایش صادرات پتروشیمی.
- افزایش صادرات فرآورده‌های نفتی.

۱۴- افزایش ذخایر راهبردی نفت و گاز کشور به منظور اثرگذاری در بازار جهانی نفت و گاز و تأکید بر حفظ و توسعه ظرفیت‌های تولید نفت و گاز، بویژه در میادین مشترک.

۱۵- افزایش ارزش افزوده از طریق تکمیل زنجیره ارزش صنعت نفت و گاز، توسعه تولید کالاهای دارای بازدهی بهینه (براساس شاخص شدت مصرف انرژی) و بالا بردن صادرات برق، محصولات پتروشیمی و فرآورده‌های نفتی با تأکید بر برداشت صیانتی از منابع.

۱۶- صرفه جویی در هزینه‌های عمومی کشور با تأکید بر تحول اساسی در ساختارها، منطقی سازی اندازه دولت و حذف دستگاه‌های موازی و غیرضرور و هزینه‌های زاید.

۱۷- اصلاح نظام درآمدی دولت با افزایش سهم درآمدهای مالیاتی.

۱۸- افزایش سالانه سهم صندوق توسعه ملی از منابع حاصل از صادرات نفت و گاز تا قطع وابستگی بودجه به نفت.

۱۹- شفاف‌سازی اقتصاد و سالم‌سازی آن و جلوگیری از اقدامات، فعالیت‌ها و زمینه‌های فساد در حوزه‌های پولی، تجاری، ارزی و ...

۲۰- تقویت فرهنگ جهادی در ایجاد ارزش افزوده، تولید ثروت، بهره‌وری، کارآفرینی، سرمایه‌گذاری و اشتغال مولد و اعطای نشان اقتصاد مقاومتی به اشخاص دارای خدمات برجسته در این زمینه.

۲۱- تبیین ابعاد اقتصاد مقاومتی و گفتمان سازی آن بویژه در محیط‌های علمی، آموزشی و رسانه‌ای و تبدیل آن به گفتمان فراگیر و رایج ملی.

۲۲- دولت مکلف است برای تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی با هماهنگی سازی و بسیج پویای همه امکانات کشور، اقدامات زیر را معمول دارد:

■ شناسایی و بکارگیری ظرفیت‌های علمی، فنی و اقتصادی برای دسترسی به توان آفندی و اقدامات مناسب.

■ رصد برنامه‌های تحریم و افزایش هزینه برای دشمن.

■ مدیریت مخاطرات اقتصادی از طریق تهیه طرح‌های واکنش هوشمند، فعال، سریع و به هنگام در برابر مخاطرات و اختلال‌های داخلی و خارجی.

۲۳- شفاف و روان سازی نظام توزیع و قیمت‌گذاری و روزآمدسازی شیوه‌های نظارت بر بازار.

۲۴- افزایش پوشش استاندارد برای کلیه محصولات داخلی و ترویج آن.

با هدف تأمین رشد پویا و بهبود شاخص‌های مقاومت اقتصادی و دستیابی به اهداف سند چشم‌انداز بیست‌ساله، سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی با رویکردی جهادی، انعطاف پذیر، فرصت ساز، مولد، درون‌زا، پیشرو و برون‌گرا ابلاغ می‌گردد:

۱- تأمین شرایط و فعال‌سازی کلیه امکانات و منابع مالی و سرمایه‌های انسانی و علمی کشور به منظور توسعه کارآفرینی و به حداکثر رساندن مشارکت آحاد جامعه در فعالیتهای اقتصادی با تسهیل و تشویق همکاری‌های جمعی و تأکید بر ارتقاء درآمد و نقش طبقات کم‌درآمد و متوسط.

۲- پیشسازی اقتصاد دانش بنیان، پیاده‌سازی و اجرای نقشه جامع علمی کشور و ساماندهی نظام ملی نوآوری به منظور ارتقاء جایگاه جهانی کشور و افزایش سهم تولید و صادرات محصولات و خدمات دانش‌بنیان و دستیابی به رتبه اول اقتصاد دانش‌بنیان در منطقه.

۳- محور قراردادن رشد بهره‌وری در اقتصاد با تقویت عوامل تولید، توانمندسازی نیروی کار، تقویت رقابت‌پذیری اقتصاد، ایجاد بستر رقابت بین مناطق و استانها و به کارگیری ظرفیت و قابلیت‌های متنوع در جغرافیای مزیت‌های مناطق کشور.

۴- استفاده از ظرفیت اجرای هدفمندسازی پارانه‌ها در جهت افزایش تولید، اشتغال و بهره‌وری، کاهش شدت انرژی و ارتقاء شاخص‌های عدالت اجتماعی.

۵- سهم‌بری عادلانه عوامل در زنجیره تولید تا مصرف متناسب با نقش آنها در ایجاد ارزش، بویژه با افزایش سهم سرمایه انسانی از طریق ارتقاء آموزش، مهارت، خلاقیت، کارآفرینی و تجربه.

۶- افزایش تولید داخلی نهاده‌ها و کالاهای اساسی (بویژه در اقلام وارداتی)، و اولویت دادن به تولید محصولات و خدمات راهبردی و ایجاد تنوع در مبادی تأمین کالاهای وارداتی با هدف کاهش وابستگی به کشورهای محدود و خاص.

۷- تأمین امنیت غذا و درمان و ایجاد ذخایر راهبردی با تأکید بر افزایش کمی و کیفی تولید (مواد اولیه و کالا).

۸- مدیریت مصرف با تأکید بر اجرای سیاست‌های کلی اصلاح الگوی مصرف و ترویج مصرف کالاهای داخلی همراه با برنامه ریزی برای ارتقاء کیفیت و رقابت‌پذیری در تولید.

۹- اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد ملی و پیشگامی در تقویت بخش واقعی.

۱۰- حمایت همه جانبه هدفمند از صادرات کالاها و خدمات به تناسب ارزش افزوده و با خالص ارزآوری مثبت از طریق:

- تسهیل مقررات و گسترش مشوق‌های لازم.
- گسترش خدمات تجارت خارجی و ترانزیت و زیرساخت‌های مورد نیاز.
- تشویق سرمایه‌گذاری خارجی برای صادرات.
- برنامه ریزی تولید ملی متناسب با نیازهای صادراتی، شکل‌دهی بازارهای جدید، و تنوع بخشی پیوندهای اقتصادی با کشورها به ویژه با کشورهای منطقه.
- استفاده از ساز و کار مبادلات تهاتری برای تسهیل مبادلات در صورت نیاز.
- ایجاد ثبات رویه و مقررات در مورد صادرات با هدف گسترش پایدار سهم ایران در بازارهای هدف.

۱۱- توسعه حوزه عمل مناطق آزاد و ویژه اقتصادی کشور به منظور انتقال فناوری‌های پیشرفته، گسترش و تسهیل تولید، صادرات کالا و خدمات و تأمین

بازار سرمایه ضربه گیر اثرات تحریم



حبیب رضا حدادی
مدیر عامل شرکت تأمین سرمایه امید

اقتصاد مقاومتی، گفتمانی است که طی یک دهه اخیر به قصد حرکت به سمت مقاوم سازی و ثبات بیشتر اقتصاد در برابر تحریم ها و مشکلات اقتصادی، مطرح شده است. بسیاری از سیاست های کلی ابلاغی در حوزه اقتصاد مقاومتی، به طور مستقیم به بازار سرمایه مربوط می شود و بر اصلاح و تقویت همه جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد و پیشگامی در بخش واقعی اقتصاد تاکید داشته است.

بازارهای مالی و به طور مشخص بازار سرمایه با کارکردهای مختلف خود و همچنین با سهم بالایی که از تولید ناخالص داخلی دارد، به عنوان یکی از شفاف ترین بخش های اقتصادی، نقش مهمی در تحقق سیاست های این حوزه ایفا می کند. با این وجود، بروز و ظهور کامل قابلیت های بازار سرمایه در بخش اقتصاد مقاومتی، مستلزم فراهم شدن زیرساخت ها و بسترهای مختلفی است و اقتصاد باید به سمت بازار محوری پیش برود. توجه و حمایت از بازار سرمایه از روش های حمایتی و تشویقی نظیر معافیت های مالیاتی، ثبات مقررات، ثبات عملکرد و رویه و تسهیل فرآیندهای افزایش سرمایه و عرضه سهام شرکت های جدید، باید در دستور کار قرار گیرد. سازمان بورس نیز می تواند با حذف برخی از قوانین و مقررات غیر ضروری، به تسهیل ورود نقدینگی به بازار سرمایه کمک کند.

توجه به شرکت های دانش بنیان در تحقق اقتصاد دانش محور، از مبانی اقتصاد مقاومتی است و بازار سرمایه، با ابزارهایی نظیر صندوق های پروژه محور، بورس ایده و صندوق های مخاطره پذیر یا جسورانه، می تواند به تقویت هرچه بیشتر این بخش کمک کند. از سال ۱۳۹۵، شرکت های دانش بنیان کوچک و متوسط که با مشکلاتی برای تأمین منابع مالی خود مواجه بودند، امکان حضور در بازار سرمایه را پیدا کردند که این امر موجب توسعه این شرکت ها شد. با نام گذاری سال ۱۳۹۸ تحت عنوان سال «رونق تولید»، که یکی از ارکان اساسی اقتصاد مقاومتی است، اهمیت تسهیل تأمین مالی به عنوان اصلی ترین بازوی رونق تولید، بیش از پیش مشهود است. با محدودیت های ایجاد شده بر اثر تحریم های یک جانبه و فشارهای بین المللی، نقش بازار سرمایه به عنوان یک ضربه گیر اثرات تحریم، نمود بیشتری پیدا می کند.

از سازوکارهای بازار سرمایه، توسعه ابزارهای نوین مالی برای پاسخ به نیازهای متنوع تأمین مالی است و به عنوان نمونه، اختیار خرید و فروش به عنوان یکی از ابزارهای جدید بورسی، می تواند نقش سازنده ای در این حوزه داشته باشد. یکی دیگر از شیوه های مقاوم سازی اقتصاد کشور، خصوصا در مقابل تحریم و مشکلات موجود در راه تأمین کالاهای استراتژیک خوراکی و غیر خوراکی، ورود آن ها به بورس های تخصصی کالایی است. ابزارهای مشتقه نظیر اوراق سلف، گواهی های سپرده کالایی و بازارهای آتی و اختیار معامله، به پویایی هرچه بیشتر بورس های تخصصی کالا کمک شایانی نموده است. این امر بستر لازم برای حل مشکلات در حوزه های تولید، توزیع، مصرف، صادرات و واردات را در سایه کاهش نقش دولت و شفافیت زنجیره تولید به مصرف، فراهم می نماید. همچنین، در بحث جذب سرمایه گذاری های خارجی، نقش بازار سرمایه بیش از پیش پررنگ خواهد بود، هر چند تحقق این امر نیازمند بین المللی شدن بورس اوراق بهادار و ارتباط بهتر با کشورهای همسایه و سایر کشورهای اسلامی خواهد بود.

البته تمامی این مباحث نیازمند فرهنگ سازی و آشناسازی کلیه آحاد جامعه با مفاهیم بازار سرمایه و بورس است که بحمدلله شرکت تأمین سرمایه امید نیز با قبول مسئولیت پذیری اجتماعی در این راستا گام های اساسی برداشته است که از آن جمله می توان به برگزاری سمینارهای آشنایی با بورس و بازار سرمایه در اکثر مناطق کشور بخصوص در مناطق محروم و همچنین راه اندازی آکادمی مالی به منظور ترویج دانش مالی در کشور اشاره کرد.

بورس گزینه‌ای برای توزیع بهینه سرمایه



جواد عشقی نژاد

مدیر عامل شرکت سرمایه‌گذاری مدبران اقتصاد

لازمه ظهور یک اقتصاد درون‌زا، واگذاری امور به بخش خصوصی و بهره‌گیری از تمام پتانسیل‌های موجود در اقتصاد است. می‌توان از بازار سرمایه به عنوان موثرترین ابزار و مسیر جهت تحقق این آرمان نام برد. دولت‌ها و نهادها می‌توانند (همان‌طور که در بیش از یک دهه گذشته شاهد آن بودیم) از مکانیزم بازار سرمایه جهت خروج از تصدی‌گری و پرداختن به وظیفه اصلی خود؛ یعنی نظارت استفاده‌کننده، آماده‌سازی بسترهای لازم و توانمندسازی بازار سرمایه پیش‌نیاز تحقق چنین آرمانی است. یک بخش خصوصی ضعیف نمی‌تواند چنین بار سنگینی را به دوش بکشد. بازار سرمایه جایگاهی است که بخش خصوصی می‌تواند به پشتوانه سهامداران پرتعداد خود از تربیون ایجاد شده، استفاده کند و ارگان‌ها و نهادهای پرنفوذ را جهت تحقق ادوات مورد نیاز بسیج کند. علاوه بر آن ویژگی منحصر بفرد بازار خارج کردن دارایی‌های منجمد شده بخش خصوصی و تبدیل آن به سرمایه سیال و پر برکت است؛ بطوری‌که تولیدکننده می‌تواند آن را به شکلی کارا تر مورد استفاده قرار دهد.

بن مایه و جوهره تولید عبارتست از سرمایه و کار. اگر تولیدکننده سرمایه نداشته باشد تولیدی هم نخواهد داشت. بازار سرمایه اگر به شکلی درست مدیریت شود، می‌تواند سیل سرمایه‌های خرد و کلان را روانه تولید کند و علاوه بر افزایش ثروت، چرخ تولید و اشتغال را بچرخاند. در حال حاضر تأمین مالی از بازار سرمایه ایران بسیار کمتر از استانداردهای جهانی است و بار اصلی بر دوش بانک‌هایی (و مؤسساتی) است که در یک دهه گذشته به واسطه مدیریت نادرست منابع و ماهیت غیرشفاف خود خساراتی زیادی را وارد کرده‌اند. البته دخالت دولت در امور بانک‌ها نیز مزید علت بوده، اما تجربه جهانی نشان داده است که بازار سرمایه گزینه بسیار لایق‌تری جهت توزیع بهینه سرمایه در اقتصاد است.

ورود سهام به بازار سرمایه نیز در سال‌های اخیر کمک شایانی به کارآفرینان توانمند کرده است. آنهایی که توان راه‌اندازی یا احیا شرکت‌های زیان‌ده را دارند می‌توانند یک چرخه خوش‌یمن را آغاز کنند. بطوری‌که بلافاصله پس از سر پا شدن شرکت بخشی از سهام آن را در بازار عرضه کرده و سرمایه لازم جهت ورود به سرمایه‌گذاری‌های جدید را تأمین کنند.

اقتصاد مقاومتی یعنی یک قدرتمند و اقتصاد قدرتمند بجز با رونق تولید امکان‌پذیر نیست. تولیدکننده‌ها می‌توانند از فرصت بازار سرمایه برای در هم شکستن انحصار بسیاری از شرکت‌های دولتی استفاده کرده و زمینه‌های رونق تولید و حذف رانت را فراهم کنند. امید است با توجه بیشتر به بازار سرمایه این انتخاب بدون جایگزین، جایگاه واقعی خود را در اقتصاد پیدا کرده و بتواند در خدمت اهداف کلان اقتصادی قرار گیرد.

سرمایه‌گذاری داخلی عامل مهم تحقق اقتصاد مقاومتی



ساهیل پورصادقی

مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری کاریزما

علت غایی وجودی بازار سرمایه، اساساً چیزی نیست جز تأمین مالی شرکت‌ها (Corporate Financing). شرکت‌ها هزینه‌های ورود به بازار سرمایه، خصوصاً هزینه شفافیت (Transparency Cost) را نمی‌پذیرند، مگر این‌که احتیاج به منابع مالی داشته باشند و منافع این کار بر مضرات آن برایشان بچربد.

تأمین مالی شرکتی در بازار سرمایه از دو طریق امکان‌پذیر است: یکی تأمین مالی از طریق سهام (Equity Financing) و دیگری تأمین مالی از طریق بدهی (Debt Financing). یعنی یا شرکت شریک (نسبتاً ریسک‌پذیر) جدید می‌گیرد و وی را در سود و زیان شرکت‌داری سهامی می‌کند یا این‌که به دنبال اخذ وام بلندمدت و اعطای سود ثابت به سرمایه‌گذار (نسبتاً ریسک‌گریز) است. شرکت در ازای پولی که از این راه جذب می‌کند، اوراق (سهام یا بدهی) به سرمایه‌گذاران می‌دهد.

معاملات روزانه اوراق در بازار بورس عمده‌تای (Secondary Market) مربوط به بازار ثانویه

دولت شکست نخورده است



سید حمید حسینی

سخنگوی اتحادیه صادرکنندگان فرآورده‌های نفتی
و عضو اتاق بازرگانی ایران

هدف از تحریم‌ها این است که بازارها از ایران گرفته شود و همچنین ورود سرمایه‌ها به کشور مختل و دسترسی کشور به تکنولوژی‌های نو محدود شود. کشورما از سال ۱۳۸۶ درگیر تحریم‌ها بوده که در مقطعی لغو اما در حال حاضر به شدت ادامه دارد و تحریم کنندگان صراحتاً اعلام کرده اند هدف این است که فشار به مردم ایران وارد که باعث اغتشاش و شورش شود.

در این شرایط و با این اهداف قاعدتاً اقتصاد مقاومتی راه حلی است در برابر حربه دشمن که تلاش کند تا کالاهای اساسی در کشور تأمین شود. از طرف دیگر باید با گسترش روابط با همسایگانی که کمتر تحت تأثیر تحریم‌ها هستند، بازار برای واحدهای تولیدی کشور پیدا شود تا کالاهای مازاد صادر و در مقابل کالاهای مورد نیاز وارد کشور شود. در این زمینه قطعاً در برخی از موارد موفق عمل شده است که به عنوان نمونه می‌توان به موضوع بنزین اشاره کرد که آمریکا صادرات بنزین به ایران را ممنوع کرده بود. اما در ۱۰ سال اخیر کشور از نظر فرآورده‌های نفتی خودکفا شده است. نه تنها در فرآورده‌های نفتی خودکفا شد بلکه توان صادر کردن روزانه ۶۰۰ هزار بشکه فرآورده نفتی را هم دارد.

از طرف دیگر در صنعت فولاد نه تنها تأمین کننده فولاد در کشور هستیم بلکه به یکی از صادرکنندگان بزرگ در منطقه هم تبدیل می‌شویم. یکی دیگر از بحث‌هایی که در رابطه با اقتصاد مقاومتی صورت گرفت کنترل نسبی قاچاق بوده که کار ارزشمندی است و برخی از صنایعی که به شدت از قاچاق ضربه می‌خوردند، توانستند بازار خود را پیدا کنند.

در مجموع اجرای اقتصاد مقاومتی سیاست ناموفقی نبوده، اما اصولاً در دولت اینگونه نیست که هرچه سیاست گذاری کنید حتماً این سیاست گذاری‌ها به نتیجه خواهد رسید. چون کشور به مرحله امتناع از سیاست گذاری رسیده و هر سیاستی که گذاشته شود حتی در بالاترین سطوح هم از آن سیاست حمایت شود در اجرا با مشکل روبه رو خواهد شد. تدوین و اجرای سیاست‌های جدید در کشور کار ساده‌ای نیست یعنی تغییرات خیلی کار سختی شده، بدنه بزرگ دولت، مدیران دولتی، دستگاه‌های دولتی، تنوع قوانین، مقررات و ... همه موانعی بر سر راه اجرای اقتصاد مقاومتی هستند که باید در نظر گرفته شوند.

بنابراین نمی‌توان گفت که دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده است. اگر اینگونه بود وضعیت دلار و اقتصاد باید از وضعیت کنونی بدتر می‌شد. همه چیز نسبی است. بنابراین به اعتقاد من در برخی از زمینه‌ها موفق بوده ایم. اما در برخی از زمینه‌ها به برخی از اهداف هم نرسیده ایم.

البته باید در نظر گرفت که چه نگاهی در کشور حاکم است. کشوری نگاهش این است که با دنیا تعامل داشته باشد و در برخی موارد که مزیت دارد کالا تولید کند و در برخی دیگر که مزیت ندارد از طریق واردات نیاز کشورش را تأمین کند که بیشتر دنیا بر این اساس حرکت می‌کنند. اما در کشور ما به دلیل ارزشهای خود، نمی‌توانیم این روابط را با دنیا داشته باشیم و مرتب دچار چالش می‌شویم. در این شرایط مجبوریم به هر اندازه که روابط سیاسی ما با دنیا محدود می‌شود، به همان اندازه با برنامه‌هایی از لطمه خوردن اقتصاد خود جلوگیری کنیم. زیرا اولین جایی که ایران را در تنگنا قرار می‌دهند در اقتصاد است. بنابراین باید در بسیاری از مسائل به جهان خارج وابسته نباشیم. البته در بسیاری از مواقع بسیار هزینه سنگین دارد و کار ساده‌ای نیست. بنابراین در این شرایط نمی‌توان شرایط اقتصادی کشور را پیش بینی کرد. یکی از مشکلات فعلی اقتصاد کشور این است که کسی نمی‌تواند پیش بینی کند که در ۳ ماه آینده وضعیت اقتصادی چگونه خواهد بود. اما در مجموع با تصمیماتی که بانک مرکزی گرفته، به نظر می‌رسد که بحران را پشت سر گذاشته ایم و اقتصاد کشور تا حدودی تثبیت شده است.

به معنای معاملات دست‌چندم اوراق است، حال آن‌که کارکرد اصلی بازار سرمایه، خود را در بازار اولیه (Primary Market) یعنی زمانی که اوراق سهام یا اوراق بدهی شرکت‌ها برای اولین بار عرضه می‌شوند نشان می‌دهد. اما رونق بازار اولیه، در گروی رونق بازار ثانویه است؛ به عبارتی افراد عموماً اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، مگر آن‌که از نقدشوندگی (Liquidity) پس از آن اطمینان داشته باشند؛ یعنی آن‌که اوراقی که خریده‌اند را هر زمان که خواستند (با سود یا ضرر) سریعاً بتوانند بفروشند.

عمق بازار سرمایه در ایران هر روز در حال افزایش است. بورس تهران هر روز رکوردهای جدیدی خلق می‌کند و همراه با افزایش شاخص، ارزش معاملات آن نیز بالا می‌رود. امروز در بازار سرمایه طی یک «روز» کاری بعضاً ۸-۷ هزار میلیارد تومان معامله می‌شود، حال آن‌که بعضاً ارزش معاملات بازار مسکن تهران (به عنوان یک کلاس دارایی، با ارزشی به مراتب بیشتر از بازار سرمایه) طی یک «ماه» نیز به این عدد نمی‌رسد.

اقتصاد مقاومتی به دنبال کم‌ترین وابستگی اقتصاد به خارج است. از مهم‌ترین ابزارهای این قطع وابستگی، سرمایه‌گذاری داخلی است. از این منظر، بازار سرمایه امروز بر رفیع‌ترین جایگاه تاریخی خود ایستاده و بازاری که سال‌ها سرکوب شده بود و بحث تأمین مالی شرکتی را به بانک‌ها باخته بود، امروز یک‌ه‌تاز میدان شده است. نظام اقتصادی که عمده تکیه‌اش بر درآمدهای نفتی بود و همان درآمدهای بادآورده، منجر به سرکوب نرخ ارز (برای سال‌های متمادی)، واردات افسارگسیخته، عدم توجیه‌پذیری سرمایه‌گذاری و تولید داخلی، بروز بیماری هلندی و حباب وحشتناک ملک شده بود، امروز چاره‌ای جز حمایت همه‌جانبه از بازار سرمایه و جذب مشارکت عمومی برای حمایت از تولید داخلی ندارد.

با این حال باید توجه داشت که بازار سرمایه امروز فقط بازار سهام نیست، بازار بدهی هم هست که در این مدت از آن به‌شدت غفلت شده است. متأسفانه کارکرد تأمین مالی شرکت‌ها از طریق ابزارهای بدهی، مدتی است که در بازار سرمایه دچار مشکل شده و بازار بدهی صرفاً محملی برای تأمین مالی دولت شده است. حال آن‌که در حال حاضر، شرکت‌ها بیش از هر زمان دیگر احتیاج به نقدینگی برای تأمین سرمایه در گردش یا اجرای طرح‌های توسعه‌ای دارند. از این منظر بهتر است هر چه سریع‌تر برای رفع موانع موجود بر سر راه انتشار اوراق بدهی شرکتی (همچون لزوم وجود ضامن بانکی، جا نیافتادن شرکت‌های رتبه‌بندی و بی‌انگیزگی شرکت‌های تأمین سرمایه به سبب منفعت بسیار در تأمین مالی دولت) نیز چاره‌ای اندیشیده شود.

یحیی آل اسحاق:

شرط اجرای اقتصاد مقاومتی برجام بود



مینا هرمزی خبرنگار

یحیی آل اسحاق، اقتصاددان کشور نیاز به معرفی ندارد، حضور ۵۰ ساله او در مدیریت اقتصاد ایران نشان دهنده تجربه کافی او در اقتصاد است که می تواند در رابطه با اقتصاد مقاومتی اظهار نظر قابل قبولی داشته باشد. در این زمینه با وی مصاحبه ای انجام شد که با هم می خوانیم:

■ چرا اقتصاد مقاومتی یک ضرورت است؟

زیرا رفاه، معیشت مردم، توسعه اقتصادی کشور و توانایی در مقابل قدرت های بدخواه، همچنین آینده ۸۰ میلیون انسان در دست دولت است که باید با برنامه های درست مشکلات شان حل و عدالت برقرار باشد تا امروزشان بهتر از دیروز باشد. زیرا وقتی فقر در جامعه ای باشد کفر به همراه دارد. حل این مشکلات با اقتصاد مقاومتی امکان پذیر است.

■ اصل سند اقتصاد مقاومتی چیست؟

مسئله اقتصاد مقاومتی حاصل ۴۰ سال تجربه عملیاتی ما در اقتصاد است. یعنی با سیاست ها، رویکردها و مدیریت های مختلف از اقتصاد جنگی گرفته تا اقتصاد دولتی، مدیریت شده، مبتنی بر رفاه و اقتصاد اعتدال، مدل بانک جهانی و تئوری های مختلف که کشور با آن اداره شده است. در واقع همه این تئوری ها با سعی و خطا بوده و نهایتا با نکات مثبت، منفی، فرصت ها و تهدیدهایی به این نتیجه رسیده ایم که نسخه عملیاتی برای اداره کشور در حوزه اقتصاد که اصول کلی آن در ۲۴ ماده است از جانب رهبری به عنوان اصول حاکم بر اقتصاد مطرح و در مجلس تصویب و ابلاغ شد. بنابراین، این سند، یک سند پرهزینه ای است که حاصل شده و ۲۴ بند اصول حاکم بر اقتصاد است که مجلس برنامه ششم و قبلی را بر اساس آن در مصوبات مختلف و بودجه و برنامه های چند ساله و حتی آیین نامه های دولت همه در چارچوب اقتصاد مقاومتی انجام می شود.

■ اهداف اقتصاد مقاومتی مبتنی بر چیست؟

اقتصاد مقاومتی ۲۴ بند دارد که هر یک اهدافی را دنبال می کند. این اهداف مبتنی بر اهداف و چارچوب های جمهوری اسلامی ایران

است. یعنی بر ۳ پایه استوار است. جمهوریت، اسلامیت و ایرانیت بودن آن است که با جاهای دیگر متفاوت است. یعنی در هر حوزه ای باید طبق ضوابط کشور اسلامی خود عمل کنیم.

یکی از اهداف اقتصاد مقاومتی تاب آوری در مقابل تهدیدهای بیرونی است. یعنی وقتی در جنگ اقتصادی هستیم طبق این اهداف در مقابل این تهدیدها مقاومت کنیم. نکته بعدی خودکفایی در کالاهای اساسی مثل گندم، روغن، و ... است که باید خودکفا می شدیم. نکته دیگر باید نفت از اقتصاد جدا می شد و قرار بود هزینه های جاری کشور از بودجه نفت جدا شود همچنین تولید صادرات محور باید داشته باشیم.

■ حرف های شما کاملا صحیح است اما آیا فضا مستعد اجرای اقتصاد مقاومتی بوده است؟

آنچه که مهم است این است که هر تئوری، هر نظریه ای و هر سیاست عملکردش مربوط است به فضایی که در آن انجام می شود. آن فضایی که اقتصاد مقاومتی باید در آن پیاده می شد، مواجه شد با یک فضای تهدیدی از بیرون که جنگ اقتصادی است.

همچنین دولتی که می خواست این سند را اجرا کند ضمن اینکه مقدمات اولیه را فراهم کرد، یعنی هر یک از سازمان ها، وزارت خانه ها و نهادها در چارچوب اقتصاد مقاومتی برنامه های اجرایی را که باید پیاده کنند، تدوین کرده بودند و در جمع بندی دولت تحت عنوان نقشه راه از اقتصاد مقاومتی استفاده کرد و ساختار جمع بندی این کار را هم درست کرده اند. به گونه ای که همه سازمانها حتی اتاق بازرگانی هم برنامه های اجرایی خود را تحت اقتصاد مقاومتی نوشته اند. حتی در بودجه ها، برنامه ششم و ... هر یک از این برنامه ها اصول حاکم اقتصاد مقاومتی را به عنوان هدف آورده اند. یعنی از نظر ساختاری جز اسناد اجرایی است. اما موضوعی که در فضای داخلی و خارجی ایجاد شده، این است که خط و مش دولت این بوده است که اگر بخواهیم اقتصاد مقاومتی و یا هر تئوری اقتصادی را پیاده کنیم قدم اول و مهم ترین فاکتور این است که باید روابط خارجی خود را حل کنیم.

یکی از اهداف اقتصاد مقاومتی تاب

آوری در مقابل تهدیدهای بیرونی است.

یعنی وقتی در جنگ اقتصادی هستیم

طبق این اهداف در مقابل این تهدیدها

مقاومت کنیم

نکته بعدی خودکفایی در کالاهای

اساسی مثل گندم، روغن، و ... است که

باید خودکفا می شدیم. نکته دیگر باید

نفت از اقتصاد جدا می شد و قرار بود

هزینه های جاری کشور از بودجه نفت

جدا شود همچنین تولید صادرات محور

باید داشته باشیم



مراحل چه در مجلس و چه در دولت بوده است. در صورتی که آورده‌های اقتصادی ما خیلی بیشتر از رقبای کشور است اما به دلیل این مسئله ریشه‌ای که ما تصمیم‌گیری‌های حوزه اقتصاد را بر مبنای حوزه سیاست شکل می‌دهیم یعنی تاکنون اقتصاد سیاسی داشته ایم نه اقتصاد اقتصادی، باعث شده که این موارد مثبت پررنگ نشود. یعنی اقتصاد سیاسی ما دنبال رای، رئیس جمهوری،

یعنی مبنای این بود که اگر اقتصاد مقاومتی اجرا شود باید رابطه با مجموعه نهادهای بین المللی حل و فصل شود تا دست از خصومت با ما بردارند. زیرا در فضای خصومتی امکان اجرای اقتصاد مقاومتی و با امکان جلوگیری از تهدیدها نیست

نماینده مجلس و ... است.

■ چشم انداز شما در این زمینه چیست؟

من از کسانی هستم که با عینک خوشبینی می‌بینم. زیرا هر مسئله را با دو زاویه می‌توان نگاه کرد، لیوان خالی و لیوان پر. شعار هم نمی‌دهم. آورده‌های ما در اقتصاد بسیار خوب است.

در شاخص‌های توسعه و اقتصاد نیروی انسانی متخصص، اولین شاخصی است که از کشورهای همسایه کمتر که نیستیم بلکه وضعیت بسیار خوبی داریم. در رابطه با انرژی، نفت، گاز، مخازن و ذخایر گازی دوم در جهان هستیم و در معادن، جدول مندلیف را داریم. در ژئوپلیتیک هاب منطقه هستیم. حداقل هزار میلیارد دلار در سال تعامل منطقه‌ای داریم. زیربنای ایجاد شده مثل بندر، شهرکهای صنعتی و ... بسیار خوب است. یعنی نسبت به کشورهای دیگر چیزی کم نداریم.

■ پس گیر اقتصادی ما سر چیست؟

مسائل اقتصادی را که نمی‌توان پنهان کرد. در واقع این اقتصاد متناسب با شئون ما نیست. جدای از مسائل بیرونی که به نظر من ۳۰ درصد بیشتر در این عدم موفقیت ما نقش ندارد، در حقیقت تدابیر، سیاستها و مدیریت اقتصادی ما مشکل دارد. ما هنوز در تجارت، صنعت، کشاورزی و ... یک استراتژی ثابت نداریم. ما هنوز یک قانون تجارت نداریم. مبنای قانون تجارت ما مربوط به سال ۱۳۳۵ است. ۱۰ سال قانون تجارت در مجلس است، نتیجه آن چه شده؟ بنابراین برخی از رویکردها و تدابیر ما گیر دارد. اگر این نوع مسائل حل نشود و اقتصاد از حاشیه به متن بیاید بسیاری از مشکلات اقتصادی قابل حل است. باوجود همه شعارها و سخنرانی‌ها، اقتصاد کشور هنوز در حاشیه است. باید بدانیم که لازمه اقتصاد، عقل واحد است. فردی که می‌خواهد اقتصاد را اداره کند باید تمام توان، منابع، نیروی انسانی، طرح و برنامه همه و همه در یک جهت باشد. اگر مدیر بودجه یک حرفی بزند، طراح حرف دیگر بزند و هیأت مدیره نوع دیگری فکر کند، مثل ماشینی است که هر چرخ آن به یک جهت می‌رود و راننده هر چه گاز بدهد ماشین زودتر می‌ترکد. آنچه که در اقتصاد لازم داریم وحدت ملی است.

یعنی مردم، دولت، رسانه‌ها، فعالان اقتصادی همه باید روی یک ریل حرکت کنند تا بهترین نتیجه حاصل شود. در فیزیک درس بردارها بود که اگر نیروها با هم در تضاد باشند خودشان همدیگر را از بین می‌برند. باید همه در یک جهت باشند تا انرژی به هم اضافه کنند. حال اگر بنا باشد در یک موضوع اقتصادی مجلس چیزی بگوید و دولت چیز دیگری بگوید و فعالان اقتصادی به دنبال کار خودشان باشند و بانک مرکزی هم موضوع دیگری مطرح کند درست مثل ماشینی است که هر چه گاز بخورد، زودتر می‌ترکد. هر اختلاف نظری که وجود دارد مشکلی نیست اما در مسئله اقتصاد باید همه مسائل سیاسی به کناری گذاشته شود و منافع ملی در اولویت باشد.

یعنی مبنای این بود که اگر اقتصاد مقاومتی اجرا شود باید رابطه با مجموعه نهادهای بین المللی حل و فصل شود تا دست از خصومت با ما بردارند. زیرا در فضای خصومتی امکان اجرای اقتصاد مقاومتی و با امکان جلوگیری از تهدیدها نیست. بنابراین چند سال وقت گذاشتند تا برجام حل شود. اما در نهایت دیدیم که برجام نتیجه‌ای نداد و ترامپ همه چیز را بهم زد و همراهی اروپاییها را هم نداشتیم که در مجموع، ریل

گذاری برجام جواب نداده است. بنابراین وقت زیادی صرف موضوعی شد که زمینه بیرونی آن تهدید بود و در داخل هم فضا به گونه‌ای بود که اگر برجام بشود، اجرای اقتصاد مقاومتی امکان پذیر است.

در نتیجه وقتی شرط برجام محقق نشد، برنامه‌های اجرایی اقتصاد مقاومتی در مراحل ابتدایی کار باقی ماند. اما در عین حال اقتصاد ما در برابر همه تهدیدات تاب آوری خوبی داشت و باوجود همه فشارهای انجام شده، اما نظام اقتصادی کشور بهم نریخته است. درست است وضعیت تولید نامناسب و با سختی پیش می‌رویم اما مقدار صادرات در شاخص‌ها در سال گذشته ۴۳ میلیارد دلار بوده و واردات هم در این حدود بوده است. یعنی در عین تهدیدات تجاری، اقتصادی و سیاسی حدود ۱۰۰ میلیارد دلار تعاملات اقتصادی در حوزه واردات و صادرات داشته ایم. در حوزه تولید داخلی هم با وجود همه مشکلاتی که داشته ایم رشد اقتصادی در برخی از موارد مثبت بوده و در برخی از موارد با افول مواجه بوده است. بنابراین تاب آوری اقتصادی یک مقدار زیادی محقق شده است. اگر بخواهیم منصفانه صحبت کنیم تاب آوری اقتصاد که یکی از اهداف اساسی اقتصاد مقاومتی بود، انجام شده است.

■ در مورد خودکفایی کالاهای اساسی چگونه؟

در برخی از سال‌ها این خودکفایی انجام شد. اما امسال این کار صورت نگرفته است. در بحث دارو تقریباً خودکفا شده ایم. یعنی نیازهای دارویی خود را که جزو اهداف اقتصاد مقاومتی بود بالای ۹۰ درصد تولید می‌کنیم. این که رویکرد به سمت توجه به رونق اقتصادی و خودکفایی داخلی و حمایت از صنایع داخلی باشد، حداقل در بیان و سیاست‌ها اعمال شده ولی چقدر در عمل انجام شده، جای سؤال است.

■ نتیجه‌گیری منصفانه در خصوص اجرای اقتصاد مقاومتی چگونه است؟

از ۲۴ بند اقتصاد مقاومتی بخواهیم سطح کمی و کیفی آن را در نظر بگیریم، منصفانه باید بگوییم که به خیلی از موارد آن هنوز عمل نشده است. خیلی از بندهای اقتصاد مقاومتی به مرحله عملیات نرسیده است. منتهی چرا نشده، موضوعات مختلفی دارد که قبلاً گفته ام. یعنی مسائل داخلی، خارجی، رویکرد تعاملات بین المللی یکسری از عللی است که مانع از رسیدن به اهداف اساسی اقتصاد مقاومتی شده است. اما یک دلیل عمده تر وجود دارد که هم مربوط به قبل و هم بعد از اقتصاد مقاومتی می‌شود و آن این است که به طور کلی اقتصاد هنوز که هنوز است در متن نظام تصمیم‌گیری و تصمیم‌سازی جز اولویت اول نیست. زیرا اولویت اول مسائل سیاسی است.

یعنی مسائل اقتصادی ما تحت پوشش مسائل سیاسی برنامه ریزی و عملیاتی می‌شود. سیطره سیاست بر اقتصاد از اول انقلاب در همه

کرباسیان دلایل شکست اقتصاد مقاومتی را تشریح کرد:

بازی خطرناک احساسات

سیاستمدار و مدیر ارشد ایرانی است. سوابق و مسئولیت‌های متنوعی در حوزه‌های مختلف اقتصادی داشته است. یعنی مدیری که مدیریتش به یک بخش از اقتصاد محدود نمی‌شود. مهدی کرباسیان از تجربه‌های مدیریتی خود استفاده و در خصوص عدم اجرای موفق اقتصاد مقاومتی اینگونه معتقد است:

فرزاد مهدی‌زادگان
خبرنگار



خودکفایی کشاورزی در بحث اول قرار گرفت تا توسعه کشت ایجاد شود اما به جای اینکه بهره‌وری بالا برود و با حداقل مصرف آب، بالاترین بهره‌وری و تولید به وجود آید، این برنامه به سمت چاه‌های عمیق رفته و منابع آبی را دچار خسران کرد. در برخی از موارد برای توسعه صنعت در محل‌هایی که با محیط زیست سازگاری نداشت، صنعت راه اندازی شد و یا برخی از بهره‌وری و توسعه در پوشش تصمیم‌گیری‌های سیاسی و محلی که با منافع ملی تطابق نداشت، صورت گرفت.

اما از طرف دیگر هم باید بگوییم که در سال‌های ۶۷-۱۳۵۸ میزان صادرات کشور حدود یک میلیارد دلار بود که در حال حاضر به بالای ۵۰ میلیارد دلار رسیده است، نشان دهنده این است که مسیر در حوزه پتروشیمی و صنایع معدنی و حتی در بخشی از محصولات کشاورزی موفق به پیش رفته است.

اما در حوزه صنعتی هنوز موفقیت خوبی کسب نکرده ایم. زیرا سیاست صنعتی ما بر مبنای جایگزینی واردات بوده است. یعنی بجای اینکه توجه به صادرات و کیفیت و قیمت تمام شده داشته باشیم، واردات مد نظر بود. در واقع در این حوزه موفقیت زیادی حاصل نشده است. ولی اساسا باید بپذیریم که جزو دستور کار همه دولت‌ها بوده و هست. اما برای تاکید بیشتر، خوشبختانه از چند سال گذشته این اساس در دستور کار قرار گرفت که یک جهت‌گیری خوبی شده و در حوزه صنایع معدنی و پتروشیمی موفقیت خوبی هم حاصل شده است.

امتیازات کشور در جهت توسعه و اشتغال استفاده کنیم. مثلا ایجاد شرکت‌های پتروشیمی و رفتن به سمت صنایع پایین دستی می‌تواند ارزش افزوده را افزایش دهد. همچنین در بخش فولاد می‌توانیم تولید را افزایش دهیم، زیرا سنگ آهن، گاز و ذغال سنگ به اندازه کافی داریم. اما در برخی از حوزه‌ها هم باید از منابع دنیا استفاده کنیم. بنابراین اقتصاد مقاومتی می‌تواند منشای توسعه و بهره‌وری بهتر در اقتصاد ما باشد.

■ از بدو انقلاب اسلامی موضوع خوداتکایی مطرح بوده و به نظر می‌رسید با سند اقتصاد مقاومتی این کار با جدیت پیگیری شود. نتیجه چه بوده است؟

از بدو پیروزی انقلاب، موضوع خوداتکایی و خودکفایی جز موارد اساسی کشور بوده که این موضوع از روز اول در دستور کار تمام انقلابیون، رهبران و دولت‌ها بوده، اما در برخی از موارد به انحراف رفته است. در دهه اول انقلاب

جهت‌گیری ما در اقتصاد باید این باشد که در جاهایی که مزیت نسبی داریم، سرمایه‌گذاری کنیم و از سرمایه‌گذارهای احساسی به بهانه محرومیت زدایی و اینکه بخواهیم همه نیازهای کشور را خود تولید کنیم، پرهیز داشته باشیم

■ به نظر کارشناسان در حال حاضر اجرای اقتصاد مقاومتی منشای توسعه و بهره‌وری بهتر در اقتصاد است. چرا؟

کشور ایران از نظر امکانات در وضعیت مطلوبی قرار دارد و کشوری است که در مقایسه با دنیا جزو چند کشور محدودی است که از نظر انرژی، نفت، گاز و ذغال سنگ وضعیت خوبی دارد. از طرف دیگر ایران در حوزه معادن خوشبختانه جزو کشورهای معدنی دنیا محسوب می‌شود که تعداد کشورهای معدنی در دنیا محدود است و کشور ما حدود ۷۰ نوع مواد معدنی را دارد که در برخی از آنها رقم‌های ارزشمندی را از آن خود کرده است.

ضمن اینکه هنوز اکتشافات در کشور به میزان کافی انجام نمی‌شود و اکتشافات کنونی از معادن روباز است، یعنی اکتشافات معادن ما بیش از ۳۰۰ متر هنوز در عمق معادن انجام نشده و اگر در معادن عمیق کار شود قطعا منابع عظیمی داریم.

از طرف دیگر از نظر نیروی انسانی و راهیابی به دریای آزاد، کشور در وضعیت خوبی قرار دارد. زیرا کشورهای اطراف ما اکثرا نیازمند به راهیابی به دنیا از طرف ایران به دلیل دسترسی نداشتن به آبهای آزاد هستند. لذا رفتن به سمت اقتصاد مقاومتی به معنای اینکه بتوانیم از امکانات و ظرفیت‌های داخلی برای توسعه و سربلندی کشور استفاده کنیم یک ضرورت است. اما این نباید به این معنا باشد که همه نیاز کشور را خود تولید و مصرف کنیم. معنای اقتصاد مقاومتی این است که از



اجرای اقتصاد مقاومتی ضرورت انکار ناشدنی



سیده فاطمه مقیمی

 عضو هیئت رئیسه اتاق تهران و مولف کتاب
اقتصاد مقاومتی

در اول بحث باید بگویم که ساختار اقتصاد مقاومتی، اقتصاد ریاضتی نیست. بلکه اقتصاد مقاومتی حمایت از تولید ایرانی را به دنبال دارد. یعنی محصولات ایرانی بتواند جایگزین رقابت پذیری با محصولات مشابه خارجی شود.

این کار هم اشتغال را در کشور افزایش می‌دهد و هم تولیدات داخلی را جایگزین تولیدات مشابه خارجی می‌کند. در حال حاضر هم در این راستا مجوز واردات به کالاهای مشابه کالای ایرانی داده نمی‌شود. اما موضوع مهمی که حائز اهمیت است این است که بالا بردن سطح کیفی تولید محصولات می‌تواند برای مشتری رقابت پذیری را جا بیندازد.

یعنی فقط پایین بودن قیمت بر اساس بی کیفیت بودن کالا نباشد که مد نظر تولیدکننده قرار گیرد، بلکه پایین آمدن قیمت همزمان با بالا رفتن کیفیت، می‌تواند تعادل انگیزه انتخاب مشتری را مهیا کند. اگر این اتفاق همزمان شکل بگیرد، قطعاً جایگزینی یک کالای ایرانی بجای کالای خارجی برای مصرف کننده امکان پذیر است که حتماً با تولید کالای ایرانی چرخ اقتصاد راحت می‌چرخد و اشتغال افزایش می‌یابد. این تفسیری است که برای بیان اقتصاد مقاومتی آورده می‌شود، حال تا چه اندازه موفق بوده، باید در موضوعات مختلف بررسی شود. اما این موضوع مهم نباید فراموش شود که هم زمان با بالا بردن سطح کیفی تولید داخلی اجازه ورود کالاهای مشابه مثل خودرو هم باید وجود داشته باشد بعد خریدار خود هدفمند به سمت تأمین کالای ایرانی برود، اگر این بازار رقابتی سالم رخ دهد می‌توان گفت که درصد موفقیت پروسه کار اقتصاد مقاومتی به چه میزان موفقیت آمیز بوده است. یعنی رضایت مندی خریدار ایرانی هم باید رصد شود. اما آن چیزی که به نظر می‌رسد این است که سطح کیفی در محصولات آنطور که باید اتفاق نیافتاده است و شاید باید در راستای اقتصاد مقاومتی استراتژی دیگری را به کار می‌گرفتند که این استراتژی باید سطح کیفی تولید محصول را دربر بگیرد. اجرای اقتصاد مقاومتی در شرایط الان یک ضرورت است ولی سخت افزار را باید دولت و نرم افزار را بخش خصوصی ایجاد کند. زیر ساخت از نظر قوانین و مقررات به عنوان تسهیلات اولیه را باید دولت ایجاد کند بعد انتظار داشته باشد که بخش خصوصی در این برنامه ورود پیدا کند و نقش خود را در اجرای اقتصاد مقاومتی ایفا کند.

■ می‌توان گفت که دولت‌ها در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده‌اند؟

البته دولتهای مختلف با توجه به این که تمام تلاش خود را کرده‌اند ولی در برخی از مواقع به دلیل بدسلیقگی و اینکه سیاست همیشه بر اقتصاد غلبه داشته، تصمیماتی که گرفته شده عقلایی و کارشناسی نبوده و برخی از تصمیمات احساسی یا سیاسی موجب شده تا سیاست‌های اقتصاد مقاومتی موفق نباشد. اما جهت اصلی و رفتن به سمت اقتصاد مقاومتی و خود اتکایی همیشه در دستور کار بوده است.

■ در حال حاضر جهت گیری‌ها باید چگونه شکل بگیرد تا به سمت اجرای اقتصاد مقاومتی پیش برویم؟

یک نکته این است که جهت گیری ما در اقتصاد باید این باشد که در جاهایی که مزیت نسبی داریم، سرمایه گذاری کنیم و از سرمایه گذاریهای احساسی به بهانه محرومیت زدایی و اینکه بخواهیم همه نیازهای کشور را خود تولید کنیم، پرهیز داشته باشیم.

مثلاً در صنعت خودرو یکی از سیاست‌های شکست خورده ۴۰ ساله اخیر ما است اما همچنان اصرار به تولید داریم.

یعنی همیشه به این نتیجه رسیده ایم که می‌خواهیم خودرو تولید کنیم و موجب شد که میلیاردها دلار در این رابطه سرمایه گذاری کرده و هنوز ما نمی‌توانیم در داخل کشور بدون سیاست‌های جدی تعرفه ای نزدیک به ۱۰۰ درصد خودروهای داخلی کشور را کیفی کنیم که بتواند موثر باشد و حتی از نظر قیمت موجب رضایت مصرف کننده باشد.

اما در این باب باید از مزیت‌های نسبی کشور استفاده کنیم و کشور را به سمت تولید با قیمت تمام شده کمتر و کیفیت بهتر و قابل رقابت در صنعت بین المللی یا حداقل در سطح منطقه هدایت کنیم تا صادرات هم داشته باشیم. همچنین دولت باید جذب سرمایه گذاری و رفتن به سمت حمایت‌های ویژه، حتی دادن سوبسید را هم جایز بداند تا سرمایه گذاران در مسیر سیاست اقتصاد مقاومتی تقویت شوند یعنی حمایت‌های ویژه مالیاتی، بهره سود و مشارکت دولت در این رابطه‌ها جز موارد اساسی باشد.

از طرف دیگر سازمان‌های توسعه ای که جزو موارد اساسی است باید تقویت شوند تا موجب شود برخی از زیرساخت‌ها با هزینه دولت فراهم و سرمایه گذارانی که در سرمایه گذاری‌هایی که موجب توسعه اقتصاد مقاومتی می‌شود و اقتصاد را می‌تواند پویا کند، حرکت کنند.



کارشناسان روند اقتصاد مقاومتی را بررسی کردند؛

دیدگاه برجامی دولت عامل اصلی بود

اگر این سیاستها در اقتصاد ایران اجرا شده بود تاکنون تحریمها بی خاصیت و بی اثر می شد اما به دلیل اینکه باور تصمیم گیران اقتصادی در دولت این نبود که اولویت اول اقتصاد ما رویکرد اقتصاد مقاومتی باشد، بلکه تلاش این بود که با برقراری ارتباط بین ایران و کشورهای آمریکا و اروپایی کاری کنند که سرمایه گذاری خارجی بتواند مشکلات اقتصاد ایران را حل کند و اقتصاد مقاومتی مورد غفلت قرار گرفت.

در این میان برجام اتفاق افتاد و خروج آمریکا از برجام و عدم همراهی اروپا در جایگزینی نسبت به خروج آمریکا و همراهی نکردن آنها، نتیجه این شد که اقتصاد ما در اثر تهدید به فروش نفت و تحریمهای بانکی که از سوی آمریکا وضع شده بود، دچار شوکها و نوسانات شد که این شوکها قابل لمس و حس بود. اما باید توجه می شد، اقتصاد مقاومتی به این معنا بود که به طور عمده تکیه بر ظرفیتهای درونی کشور شود. یعنی تعبیر به درون زایی و برونگرایی از مولفه های اقتصاد مقاومتی بود. درون زایی یعنی اقتصاد کشور زایش کند یعنی بنگاه های درون کشور از ظرفیتهایی که دارند درست استفاده کنند. همچنین با سایر ظرفیتهایی که در کشور ایران مثل نسل جوان نخبه و تحصیل کرده و شرکت های دانش بنیان که یکی از مولفه های اقتصاد مقاومتی است کاری کنیم که غنی بودن ما در مقابل غربی ها جلوه گر شود و آنها در شرایط عدم احساس نیاز شدید از ناحیه ایران وارد تعامل با ایران شوند. در شرایطی که دولتمردان ما به گونه

اقتصاد مقاومتی یکی از برنامه های مهم کشور محسوب می شود زیرا در شرایط تحریمی ناگزیر هستیم که از داشته های خود به نحو مطلوب استفاده کنیم. اما به نظر کارشناسان با توجه به تاکید زیاد به اقتصاد مقاومتی، بنا به دلایل های مختلف موفقیت چشمگیری در این رابطه حاصل نشده است. در این زمینه نظرات تعدادی از کارشناسان در زیر آورده شده است.

اجرای اقتصاد مقاومتی طبق انتظار، محقق نشده است

غلامرضا مصباحی مقدم، عضو مجمع تشخیص مصلحت نظام در این زمینه گفت: اقتصاد مقاومتی به دنبال مسائلی از جمله تحریمها رخ داد که نشان از ضربه پذیری داشت. البته اقتصاد مقاومتی منحصر به دوران تحریمها نیست اما در دوران تحریمها هم یکی از عواملی که ضرورت پیدا می کند روی آوردن به اقتصاد مقاومتی است. چرا که تحریمها یک شوک خارجی است که در یک اقتصاد وارد می شود و آن اقتصاد را دچار نوسان می کند. اما در شرایط تحریمی هم اقتصاد کشورها به گونه ای ممکن است باشد که دستخوش نوسانات شدید نشود. در ایران در این زمینه در سال ۱۳۹۲ که سیاست های اقتصاد مقاومتی ابلاغ شد، ضربه پذیری اقتصاد را در این زمینه می توانست کاهش دهد.



قابل حل است اما به نظر می‌رسد این رویکرد هنوز به طور کامل و جامع شکل نگرفته است.

الان همین اندازه که عده ای باور کرده اند راهی جز روی پای خود ایستادن نیست بسیار موضوع حائز اهمیتی است. هنوز در این رابطه می‌توان کارهای زیادی انجام داد و فرصتهای دیگری است که باید انجام شود. فارغ از علت یابی که چرا در این شرایط هستیم و می‌توانستیم به این نقطه نرسیم اما تجربه دنیا این است که اگر آمریکا یک کشوری را زخمی کند و آن کشور تسلیم شود و او بگوید این جنگ تمام شده، اشتباه است و تا نابودی آن کشور پیش می‌رود.

در واقع رویکرد دولت آمریکا این است که اگر کشوری تسلیم نشود نابدوشان کنند. بنابراین راهی غیر از اینکه با موضع قدرت مذاکره کنیم وجود ندارد زیرا هر چه امتیاز دهیم برای آنها کم است. پس باید با اجرای اقتصاد مقاومتی روی پای خود بایستیم.

اقتصاد مقاومتی در حد یک ایده باقی مانده است

حیدر مستخدمین حسینی، معاون اسبق حقوقی بانک مرکزی و وزارت اقتصاد عنوان کرد: همه عملیاتی که از قبل در نظام برنامه ریزی و بودجه ای کشور پیش بینی شده بود، مورد ملاک دولت و مجلس بوده و موقع بهره وری آن پروژه‌ها به نام اقتصاد مقاومتی نامگذاری می‌شده، اما اینکه چارچوب اقتصاد مقاومتی در اجرا رعایت شده باشد، اتفاق نیافتاده است. اقتصاد ما هنوز بالاتکلیف نداشتن یک روش اجرایی است، به این دلیل است که نتیجه و خروجی مثبت هم دیده نمی‌شود. اقتصاد مقاومتی که انتظار بود دولت و مجلس به عنوان یک مدل آن را طراحی و مورد اجرا قرار دهند در حد یک ایده باقی مانده است. یکی از دلایلی که دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده این بود که دولت معتقد بود در چارچوب برجام سرمایه گذاریهای خارجی صورت می‌گیرد که در پی آن اشتغال و افزایش رفاه شکل می‌گیرد. در واقع نگاه دولت به برون مرز بجای درون مرز بود. کشورهایی که در چارچوب استقلال اقتصادی قدم برمی دارند اینگونه نیست که ریاضت اقتصادی داشته باشند بلکه این است که از قدرت، توانایی، توانمندی و ظرفیتهای کشور برای تغییر و تحول اقتصاد کشور خود استفاده کنند.

در واقع دولت نگاهش بیشتر غرب گرایانه بوده تا در چارچوب ساختار برجام بتواند قدمهایی بردارد. اما در اقتصاد مقاومتی بهره گیری از ظرفیت داخلی مدنظر است تا با عوامل برون زا جایگاه اقتصاد ملی به یک نقطه مطلوبی برسد. اما دولت از ظرفیتهای داخلی گذشت و چارچوب را بر موفقیت برجام گذاشت که این دیدگاه باعث عدم موفقیت دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی بوده است.

دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده است

حسن تاجیک، عضو اتحادیه صادرکنندگان نفت و گاز خاطر نشان ساخت: در اقتصاد مقاومتی باید زیرساختهای تولیدی که امکانش در کشور وجود دارد، تعریف شود. اقتصاد مقاومتی باید فصل به فصل برای اجرا آماده شود. یعنی باید اقتصادی شکل بگیرد که

جلوی همه مشکلات دوام داشته باشد. ما به شدت به اقتصاد مقاومتی نیاز داریم زیرا ایدئولوژی ما این را تعریف می‌کند. ما پایه‌های نفت را داریم و در راستای اقتصاد مقاومتی باید صنایع پایین دستی نفت را تقویت کنیم. در صنایع دیگر هم می‌توانیم با برنامه ریزی به موفقیت برسیم. دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده است و اگر دولت اقتصاد مقاومتی را زمین بگذارد و فقط نظارت داشته باشد قطعاً ما می‌توانیم در این زمینه



حیدر مستخدمین حسینی



حسن تاجیک

ای که در گفت و گوها و مناسبات بین المللی رفتار کردند که حکایت از عطش برای ایجاد ارتباط تجاری و سرمایه گذاری خارجی بود به گونه ای که آنها بیشتر خود را دست بالا گرفتند و اقتصاد ایران را دچار چالش و مشکل کردند.

اگر تمام تلاش طی ۶ سال گذشته بر این بود که به ظرفیتهای داخلی توجه و ظرفیتهای بالقوه که در اقتصاد است فعال می‌شد، خصوصاً با صرفه جویی و بهینه سازی مصرف انرژی کاری صورت می‌گرفت که امکان صادرات محصولات فرآورده‌های نفت و گاز نه فقط فروش نفت و گاز خام صورت می‌گرفت، فشارهای خارجی کمتر روی اقتصاد ما تاثیر گذار بود. البته نمی‌خواهم بگویم که هیچ گامی برای اجرای اقتصاد مقاومتی برداشته نشده اما آنچه که مورد انتظار بود قطعاً محقق نشده است. حرکاتی که اخیراً از ناحیه بنگاه‌های داخلی اتفاق افتاده، حکایت از نوعی باور تازه می‌کند مبنی بر اینکه باید روی پای خود ایستاد و به ظرفیتهای خود اعتماد کرد که یک چشم انداز مثبتی را نشان می‌دهد. به گونه ای که صنعت پوشاک و لوازم خانگی تحرک جدیدی را نشان داده اند و این موجب شده تا بخش بیشتری از نیاز داخلی ما تأمین شود و بخشی از تولیدات خود را صادر کنند. بنابراین نتیجه این شد که قاچاق واردات پوشاک و لوازم خانگی کاهش پیدا کرده و این موضوع در بخش قطعه سازی خودروها هم شکل گرفته است. به طوری که وزیر صنعت و معدن و تجارت گزارش داد خودروهای کف پارکینگ به دلیل کمبود برخی از قطعات مانده بودند دیگر در پارکینگ وجود ندارند و با توجه به توانمندیهای ایران نتایج مثبتی را به بار آورد. این حرکت می‌بایست گسترش پیدا کند اگر چنین اتفاقی رخ دهد جای امیدواری بسیاری است.

رویکرد اقتصاد مقاومتی هنوز شکل نگرفته است

مویده حسینی صدر، مشاور سابق وزیر نفت اظهار داشت: رویکرد به اقتصاد مقاومتی باعث شده تا اقتصاد تاب آوری خوبی از خود نشان دهد به گونه ای که برای فروش محصولات پتروشیمی و مشتقات نفتی هیچ مانعی وجود ندارد و معمولاً مشتریان هستند که دنبال فروشنده می‌گردند. در خصوص انتقال ارز حاصل از فروش محصولات هم راه‌های متنوعی پیدا شده است.

شوگ اولیه ای که بعد از تحریم‌های همه جانبه آمریکا شروع شد دیگر گذشت و زمان نشان داد که از آن عبور کرده ایم و حدود ۱۰ ماه است که قیمت ارز در بازار تا حدود زیادی ثابت است و تغییرات کمی دارد و کمتر از تورم کشور است. از طرف دیگر بازار سرمایه شرایط خوبی دارد و اکثر سهام‌ها مثبت هستند و سرمایه گذاران در بورس از سرمایه گذاری در این بازار خوشحال هستند.

اگر یک باور همگانی مبنی بر این باشد که با تحریم می‌توان مقابله کرد و در شرایط تحریم هم می‌توان کار کرد و تحریم آنچنان که فکر می‌کنند سرطان کشنده نیست و راه مقابله با آن وجود دارد که البته باید در کنار این رویکرد قوانین ما هم به روز شود، قطعاً اقتصاد شکوفا می‌شود. باید توجه کرد کشورهایی که تحریم نیستند ورود ارز را آزاد گذاشته اند. ما که در تحریم هستیم باید ورود ارز را به کشور آزاد کنیم. شاید دولت نتواند این امر را علنی بگوید اما نباید سخت گیرانه برخورد شود. در واقع این رویکرد که باید اقتصاد مقاومتی باشد و این باور که می‌شود این کار را انجام داد هنوز رخ نداده است. یعنی هنوز باشگاه تحریمی‌ها تشکیل نشده است. قرار بود گشایش‌هایی در رابطه با کشورهای منطقه صورت گیرد تا مراودات آسانتر بین ایران با کشورها صورت بگیرد که باز اتفاق نیفتاده است. اگر یک رویکرد جامع به اقتصاد مقاومتی در همه ارکان حاکمیتی مجلس، دولت و قوه قضاییه شکل بگیرد بسیاری از مشکلات اقتصادی



مویده حسینی

موفق باشیم و قسمت زیادی از مشکل بیکاری کشور را حل کنیم.

هنوز در تعریف اقتصاد مقاومتی اختلاف نظر وجود دارد



محسن بهرامی ارض اقدس، عضو شورای رقابت نیز گفت: با توجه به تاکید زیاد مقام معظم رهبری بر اقتصاد مقاومتی، اما هنوز در تعریف اقتصاد مقاومتی اختلاف نظر وجود دارد و در این رابطه به یک برداشت واحد رسیده نشده است و تا زمانی که این

اختلاف نظرها وجود دارد آنچه که محقق نمی شود اقتصاد مقاومتی است. مقام معظم رهبری به دلیل بن بست‌هایی که در اقتصاد و گرفتاریهایی که تصدی گری دولتها در اقتصاد به وجود آورد و هزینه‌هایی که به اقتصاد ملی تحمیل کرد یک تفسیری از اصل ۴۴ قانون اساسی را ابلاغ کرده اند تحت عنوان سیاست‌های کلی اصل ۴۴ که این سیاست‌های کلی به مجمع تشخیص مصلحت رفت و راهکارها در مجلس در سال ۸۷ تبدیل به قانون اجرای اصل سیاست ۴۴ شد.

در این قانون قرار شد که دولت کوچک و چابک شود و بخش خصوصی نیز تقویت شود اما در حال حاضر که ۱۰ سال از ابلاغ آن گذشته، آنچه که مدنظر بوده که ریل اقتصاد کشور با این قانون عوض، تحول چشمگیری در اقتصاد صورت بگیرد، دولت کوچک، بخش خصوصی توانمند، شفافیت افزایش و انحصارات لغو شود، به هیچ کدام از این اهداف رسیده نشده است. به گونه ای که در ارتباط با قانون بهبود مستمر فضای کسب و کار با توجه به ابلاغ این قانون بعد از چند سال رتبه فضای کسب و کار در کشور براساس شاخص‌های بین المللی نه تنها بهبود پیدا نکرده بلکه پس رفت هم داشته ایم و یا قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و قانون‌های مختلف دیگر که برای بهبود و ارتقای اقتصاد ملی است که اجرای آنها منجر به اقتصاد مقاومتی می‌شده، تلاشی برای آن صورت نگرفته است. اقتصاد مقاومتی باید ما را به سند چشم انداز رهنمون کند اما نه تنها اینگونه نیست بلکه نه قانون بودجه یک ساله و نه قانون برنامه‌های توسعه ۵ ساله اجرا می‌شود.

البته نمی‌خواهم بگویم که دولت در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده، زیرا تحقق اقتصاد مقاومتی در همه ابعاد توسط دولت امکان پذیر نیست، مقداری به تصویب قانون برمی گردد که انجام شده، اما در اجرای قوانین باید نظارت شود که صورت نمی‌گیرد. اگر قوه مجریه کم کاری کرد نقش قوه قضاییه کجاست؟

همه این مسائل دست به دست هم داد تا هدف اصلی اقتصاد مقاومتی که مقاوم سازی جامعه و اقتصاد در مقابل مشکلات اقتصادی است، اتفاق نیفتاده است. بسیاری از مسائل وجود دارد که ضد اقتصاد مقاومتی است که باید در یک اجماع عمومی بین ارکان ۳ قوه نظام و مجمع تشخیص مصلحت دست به دست هم دهند تا برای اجرایی کردن محورهای اصلی اقتصاد مقاومتی حرکت کنند.

تولید کنندگان کیفیت را به محصولات خود اضافه کنند



حمید رضا مهرآور، رئیس هیأت مدیره کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار ایران خاطر نشان ساخت: اقتصاد مقاومتی یعنی قسمت زیادی از فعالیت‌ها که تاکنون متکی به خارج بوده را بتوان در حال حاضر در داخل برآورده کرد.

اقتصاد مقاومتی اگر منجر به این شود که تولید اتومبیل در ایران با استانداردهای روز دنیا باشد و مشتری به جای اینکه خودروی آلمانی خرید کند از خودروی ایرانی استفاده کند، کار بسیار بزرگی صورت گرفته است. لازمه این کار این است که تولیدکننده به اعتماد مصرف کننده خدشه وارد نکند. بنابراین الان فرصت بسیار خوبی است که با توجه به فرمایشات

رهبری تولیدکنندگان از این فرصت استفاده کنند پس باید تلاش کنند تا کیفیت را به محصولات خود اضافه کنند.

البته باید گفت که هر کشوری به دنبال این است تا از پتانسیل‌های داخلی خود استفاده کند. سال‌های سال کشور به جای اینکه از پتانسیل‌های خود استفاده کند، واردات انجام می‌داد. یعنی به عبارت دیگر یک اقتصاد خدمات محور شده بود. این کار نتایج بدی برای اقتصاد از جمله بیکاری و بیرون رفتن سرمایه‌ها از کشور داشت که در این راستا اقتصاد مقاومتی یک امر ضروری محسوب می‌شود.

مشکلات اقتصادی راه حل سیاسی می‌خواهد



مجید رضا حریری، رئیس اتاق ایران و چین تصریح کرد: وقتی مقام معظم رهبری شعار هر سال را شعار اقتصادی قرار می‌دهند یعنی نقطه ضعف کشور داری، اقتصاد است.

اما کاری برای درست شدن آن انجام نمی‌شود. برای رسیدن به اقتصاد مقاومتی باید ۳ اصل شفافیت، رقابت پذیری و آزادسازی اقتصاد را داشته باشیم. اما در حال حاضر نشان داده می‌شود که ما به جای جلو به عقب حرکت می‌کنیم. دولتها در اجرای اقتصاد مقاومتی شکست خورده اند اما فقط اجرای این طرح دست دولتها نیست بلکه همه قوا باید با هم در اجرای اقتصاد مقاومتی حرکت کنند. در این شرایط نمی‌خواهم بگویم که چشم انداز از اجرای این طرح خوب است یا بد، زیرا ظرفیتهای درونی اقتصاد بسیار زیاد است و می‌توان برای پیشرفت از آنها استفاده کرد. اما موضوع اقتصاد کاملاً سیاسی است یعنی تصمیم گیری‌های سیاسی ما نسبت به دنیا و تصمیم گیری‌های سیاسی دنیا نسبت به ما اقتصاد ما را به نقطه الان رسانده است. در واقع مشکلات اقتصادی از طرف تصمیم‌گیری‌های سیاسی حادث شده بنابراین راه حل آن هم سیاسی است.

در اجرای اقتصاد مقاومتی شاخصی ارائه نشده است



ابوالحسن خلیلی، عضو هیأت مدیره کنفدراسیون صنعت ایران نیز تاکید کرد: وقتی یک موضوعی تبدیل به یک نوع فرهنگ می‌شود و در ادبیات جاری نظام برنامه ریزی و اجرایی به خود رنگ می‌گیرد یعنی باید یک اثربخشی در محتوای کاری خود داشته باشد. اما به دلیل تنوع و پویایی در تکنولوژی شاید هیچگاه نتوان سقفی برای اقتصاد مقاومتی تعریف کرد.

اما به نظر من شاید بیشترین تمرکز اقتصاد مقاومتی می‌توانست در حوزه امنیت غذایی باشد که در همه درگیری‌های سیاسی و یا نزاع‌هایی که در منطقه اتفاق می‌افتد، اولین جایی که مورد حمله و یا مورد حمایت قرار می‌گیرد امنیت غذایی است.

در حال حاضر به دلیل حجم مصرف و از سوی دیگر تکنولوژی‌هایی که در تولید مواد غذایی به وجود آمده آن میزان از خوداتکایی در صنعت غذا که لازم داریم فراهم نشده است. بنابراین دولت باید در این ۱۰ سال برنامه‌های اثربخش تری را راجع به اقتصاد مقاومتی در نظر می‌گرفت. زیرا در شرایط تحریمی ناگزیر باید بر داشته‌های خود حساب باز کنیم و برنامه‌هایی را بیندیشیم تا بتوانیم این شرایط سخت را پشت سر بگذاریم.

البته در اجرای اقتصاد مقاومتی شاخصی ارائه نشده که الان بتوان اندازه گیری درستی از آن داشت. زیرا کلیات گفته می‌شود اما از تعریف شاخص‌های عملکردی که باید به آن دسترسی داشته باشیم از آن دور هستیم. بنابراین نه می‌توانیم بگویم که در اجرای اقتصاد مقاومتی موفقیت به دست آورده ایم و نه اینکه ناموفق بوده ایم.

صرفه جویی ۱۵۰ میلیاردی و یک میلیون یوروئی شرکت فجر انرژی خلیج فارس در حمایت از ساخت داخل

داخلی اهداف دیگری همچون مداومت تامین قطعه و عدم وابستگی برخی قطعات به خارج از کشور، کاهش ریسک تامین برخی قطعات در شرایط خاص تجارت بین الملل و صرفه جویی در برخی موارد نسبت به قطعات تولید خارج نیز برای این شرکت محقق می‌شود.

فراز و نشیب‌های حمایت از تولید داخل

وی ادامه داد: با آغاز به کار واحدهای عملیاتی شرکت فجر، تامین داخلی آن دسته از تجهیزات مورد نیاز که تهیه آن‌ها از طریق کشورهای خارجی متضمن مصرف بالای ارز بوده و با مشکل مواجه شد، تفکر خودکفایی در این شرکت کلید خورد. مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس اظهار کرد: در سال ۱۳۸۹ پس از جاری‌سازی مدیریت استراتژیک و به‌ویژه بعد از شکل‌گیری مشکلات و محدودیت‌های تجارت بین‌المللی، در تجزیه و تحلیل محیط بیرونی، تحریم به‌عنوان یکی از موارد تهدید در این شرکت شناخته شد. وی بیان کرد: ایجاد محدودیت برای صنعت پتروشیمی ایران توسط کشورهای صاحب لیسانس و صاحب فناوری؛ تامین قطعات بحرانی و پرارزش را با مشکل مواجه کرد بنابراین استراتژی «بهبود زنجیره تامین قطعات و ساخت داخل» در سطح کلان شرکت فجر با هدف کاهش تأثیر این محدودیت‌ها تعریف شد و همین امر موجب تشکیل رسمی «کمیته خوداتکایی» با عضویت کارشناسان مجرب از واحدهای مرتبط شرکت شد. زال خانی خاطر نشان کرد: در همان سال‌های اولیه شکل‌گیری کمیته، تجهیزات مورد نیاز مجتمع با مشخص نمودن چند ویژگی مهم مانند میزان حساسیت قطعه، وجود مشابه داخلی، میزان مصرف، تعداد موجودی در انبار و ارزش ریالی در یک بانک اطلاعاتی، سازمان‌دهی

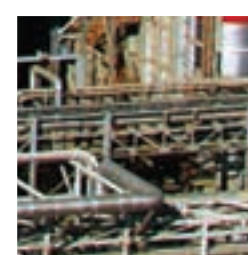
مدیرعامل شرکت فجر انرژی خلیج فارس گفت: این شرکت با اتکا به توان داخلی کشور بیش از ۷۰۰ قطعه را بومی‌سازی کرده و بیش از ۱۳ نوع ماده شیمیایی را با تکیه بر دانش داخلی، تولید کرده که با این رویکرد ۱۵۰ میلیارد ریال و یک میلیون یورو در هزینه های خود صرفه جویی کرده است. شرکت فجر انرژی خلیج فارس از زمان آغاز فعالیت تا کنون تجارب مهمی در زمینه حمایت از ساخت داخل داشته است.

به بهانه کسب حدود دو دهه تجارب مدیریتی و کارشناسی در حوزه کمک به ساخت داخل (در سه زمینه دانش، قطعات و مواد) و نظر به اهمیت نشر این تجارب برای هموطنان گرامی، مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس طی گفتگویی با روابط عمومی شرکت فراز و فرودهای این تجارب را تشریح کرده است. حاصل این گفتگو را تقدیم مخاطبان می‌کنیم. غلامعلی زال خانی در گفتگو با روابط عمومی شرکت در این باره اظهار داشت: از آنجایی که رسالت شرکت فجر انرژی خلیج فارس تولید سرویس های حیاتی مانند انرژی برق و بخار برای صنایع پتروشیمی منطقه بوده و تمرکز این شرکت بر پایداری و استمرار تولید است، بنابراین تامین قطعات برای این شرکت حکم فرآیند حیاتی را دارد. وی افزود: به بیان دیگر از منظر ملی، کمیته خودکفایی و حمایت از تولیدکنندگان و سازندگان داخلی، با هدف کمک به رونق تولید داخل، کمک به اشتغال هم میهنان و همچنین تولید و نشر دانش نظری و فنی در کشور تشکیل شده است و این موضوع باعث شده که شرکت فجر انرژی خلیج فارس با تمرکز بر تولید کنندگان داخلی، این عرصه ملی را تقویت کند. از منظر سازمانی، اهدافی که در داخلی سازی قطعات و تجهیزات دنبال می‌کنیم شامل صرفه جویی مالی از طریق تامین داخلی قطعات، به حداقل رساندن تدریجی آثار محدودیت‌های ساخت قطعات و تجهیزات با استفاده از انعطاف‌پذیری و همچنین پشتیبانی از هدف استراتژیک تولید پایدار بر اساس چابکی زنجیره تامین بوده است.

چرا شرکت فجر انرژی خلیج فارس به سمت خوداتکایی رفت؟

مدیرعامل شرکت فجر انرژی خلیج فارس بیان کرد: مدیران این شرکت بر این باورند که توسعه توان تولید کنندگان و سازندگان، اشتغال زایی را به دنبال داشته و تخصص نیروها و کارشناسان را نیز افزایش می‌دهد. از سوی دیگر این موضوع رقابت‌پذیری در بین سازندگان داخلی برای مسابقه افزایش کیفیت و کاهش قیمت تمام شده را به دنبال خواهد داشت و به تاب آوری اقتصاد ملی در هر شرایطی کمک می‌کند.

وی گفت: هدف اصلی شرکت فجر انرژی خلیج فارس از حمایت تولیدات داخلی، ایفای نقش مسئولیت اجتماعی بوده که نسبت به مردم عزیز کشورمان دارد و در این بین می‌تواند سازندگان داخلی را در جهت تحقق اهداف ملی یاری کند. زال خانی عنوان کرد: با حمایت از تولیدات



برای مقابله با محدودیت‌ها، ابتدا با هدف کاهش هزینه‌ها بر تولید قطعات پرمصرف تمرکز کرده و سازوکار آن در نقاط مختلف کشور بررسی شد.

برای مقابله با محدودیت‌ها، ابتدا با هدف کاهش هزینه‌ها بر تولید قطعات پرمصرف تمرکز کرده و سازوکار آن در نقاط مختلف کشور بررسی شد.

پایداری تولید با وجود اتکا به داخل

وی گفت: ساخت قطعات برای شرکتی که رسالت آن تامین سرویس های حیاتی برای شرکت‌های پتروشیمی است، یک کار جانبی به شمار می‌رود، معمولاً برای این چنین شرکتی، تامین قطعات مورد نیاز کارخانه از یک تامین کنندگان داخلی یا خارجی که به صورت تخصصی این قطعات را تولید می‌کنند، بسیار ساده‌تر است.

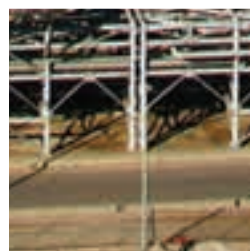
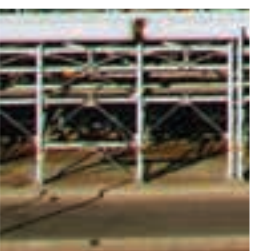
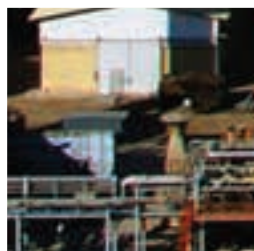
مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس بیان کرد: هر گونه وقفه‌ای که در تولید شرکت فجر رخ دهد تمامی شرکت‌های منطقه را با مشکلات زیادی روبرو خواهد کرد و این با سرجمع هزینه‌های تولید قطعات در داخل کشور قابل قیاس نیست. وی ادامه داد: تاکنون برآیند اقتصادی فعالیت کمیته‌ی خود اکتایی شرکت فجر انرژی خلیج فارس در برخی موارد با صرفه‌جویی در هزینه‌ها همراه بوده است و از سویی تاکنون حتی یک ساعت به علت کمبود قطعات این شرکت وقفه تولید نداشته است. وی اظهار داشت: مهمترین فعالیت‌ها و اقدامات مؤثر بر اساس یک فرایند و روند مشخص، دو بخش مهم شناسایی سازندگان و ارزیابی تامین کنندگان و انتخاب و هدف گذاری قطعات بر اساس جایگاه تجهیز در فرآیند تولید به عنوان برنامه سالیانه بوده است.

اقدامات انجام شده در زمینه خود اکتایی

مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس گفت: شناسایی، بررسی و حصول اطمینان از توانمندی شرکت‌های سازنده داخلی و زمینه‌های فعالیت آن‌ها از طریق بازدید از امکانات کارگاهی آن‌ها و سوابق همکاری‌های قبلی و تهیه فهرستی از شرکت‌های توانمند داخلی و انجام ارزیابی‌های مستمر فهرست تامین کنندگان و سازندگان توسط امور بازرگانی شرکت فجر از جمله اقدامات اولیه در این زمینه بوده است. وی بیان کرد: حضور در نمایشگاه‌های داخلی برای شناسایی توانایی شرکت‌های ایرانی در زمینه ساخت قطعات و حضور در اجلاس سالیانه کمیته‌های خود اکتایی و استفاده از اطلاعات سایر شرکت‌ها در زمینه ساخت قطعات نیز از دیگر فعالیت‌های این شرکت برای شناسایی سازندگان داخلی قطعات بوده است. زال خانی در ادامه خاطر نشان کرد: بررسی و انتخاب قطعات با توجه به میزان مصرف، موجودی قطعه، حساسیت تجهیزات، روش ساخت خاص و انتخاب بخشی از قطعات مصرفی سخت افزاری مربوط به توربین‌های گازی نیروگاه شرکت فجر انرژی و ارجاع به شرکت ایرانی سازنده نیروگاهی از روند انتخاب سازندگان قطعات است. وی گفت: انتخاب و ارجاع قطعات مورد نیاز دو واحد توربین جنرال الکتریک (GE) به شرکت مپنا و مذاکرات

مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس گفت: این کمیته در طول دوران فعالیت خود ساخت و تولید قطعات حساس و پرمصرف مانند انواع فیلترها، شیرهای صنعتی، گیربکس‌ها، روتورها، کارت های صنعتی و پوشش های صنعتی پمپ‌ها را تجربه کرده است.

وی ادامه داد: یکی از چالش‌های اساسی در این زمینه عدم توجیه اقتصادی تولید در شمار پایین بعضی از این قطعات و تجهیزات مانند انواع چرخ‌دنده‌ها، قطعات سنگین توربین، انواع پمپ‌ها، قطعات ابزار دقیق توسط تولیدکنندگان داخلی بود که در برخی موارد با واگذاری ساخت کالاهای پرمصرف به آن‌ها این مشکل برطرف می‌شد.





فرایند پیشنهاد و ساخت تجهیز یا قطعه را سرعت بخشند. وی خاطر نشان کرد: یکی از نیازهای درخواست کنندگان در نگرش مشتری مداری، جلب توجه و عنایت سازندگان در سه مرحله همکاری، تحویل خدمت و دوره حین مصرف (دوره بعد از تحویل یا گارانتی) است. زال خانی افزود: برخی از سازندگان، پس از انجام خدمت و تحویل قطعه، نیازهای مشتریان را رها کرده و یا پاسخ صحیح و امیدوار کننده به مشتری نمی‌دهند و این در صورتی است که اگر سازنده ای هر سه مرحله ذکر شده بالا را رعایت کند و رویکرد بلند مدت تری داشته باشد، دامنه کاری و رقابت پذیری او توسعه پیدا می‌کند و مشتری نیز ضمن وفاداری به تولید کننده، او را به مشتری های دیگر معرفی خواهد کرد که در نهایت به سود خود سازنده و سایر سازندگان داخلی خواهد بود.

یک پیشنهاد برای تقویت سازندگان و تولید کنندگان ایرانی

مدیرعامل فجر انرژی با عنایت به تجربیات ۱۸ ساله شرکت در این زمینه پیشنهادی ارایه داد و گفت: نکته ای که در خصوص موضوع مهم ساخت داخل حایز اهمیت می‌باشد، انجام آزمایش کیفی و عملی تجهیزات ساخته شده در محل کارخانه سازنده قطعات می‌باشد که معمولاً از جمله این آزمایشات تخصصی انجام تست عملی تجهیز در کارخانه (Factory Test) یا آزمون کارایی (Performance Test) بوده است.

مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس ادامه داد: برای انجام این آزمایش ها نیاز به وجود شبکه‌ای متمرکز و مجهز بوده تا بتوان با تجهیزات خاصی آزمون‌های فنی تخصصی انجام دهیم. برای داشتن یک کارگاه مجزا به یک سری تجهیزات خاص و کارشناسان مجرب نیاز است و این امر نیازمند هزینه‌های بسیار بالا بوده که گاه این امر امکان پذیر نبوده است. وی عنوان کرد: پیشنهاد می‌شود در این حوزه مراکز صنعتی و دانشگاهی بصورت شبکه‌ای اقدام کرده تا سازندگان بتوانند در این مراکز، کارایی آزمون تجهیزات خود را آزمایش نموده و با ارائه گواهی‌های استاندارد مشتری را از صحت و سلامت قطعه ساخته شده مطمئن کنند و مشتری نیز بتواند بدون دغدغه و اضطراب از قطعه ساخته شده در تجهیزات خود استفاده کند. ضمن اینکه این رویکرد خود فواید دیگری را هم دارد؛ گروه‌های تجهیزات دوار پمپ، توربین، کمپرسور، تجهیزات الکترونیکی و ابزار دقیقی و غیره می‌توانند با رجوع به این مرکز تست، آزمون های تخصصی خود را گذرانده و در جهت افزایش حمایت از تولید داخل گام های فراتری را بردارند. به گزارش روابط عمومی فجر انرژی خلیج فارس با عنایت به رویکرد حمایت از ساخت داخل، این شرکت علاوه بر تمرکز بر بخش تجهیزات و قطعات، پیش از این ۱۳ نوع ماده شیمیایی پر مصرف را در کشور داخلی سازی نمود و اجرای این سیاست، حداقل یک میلیون یورو صرفه جویی اقتصادی برای کشور به همراه داشته است.

همچنین انجام عملیات تعمیرات اساسی سه نوع توربین گازی پر مصرف در دنیا نیز به طور کامل بومی سازی شده و توسط کارشناسان شرکت انجام می‌گردد که این رویکرد ضمن توانمند سازی مجموعه، از خروج ارز از کشور جلوگیری نموده است.

متعدد برای رفع ابهامات فنی و دریافت پیشنهادهای فنی در زمینه ساخت قطعات ۲۰ و ۲۱ یا جایگزینی با نمونه‌های مشابه داخلی و شناسایی قطعات هدف در بخش برق، ابزار دقیق و الکترونیک و شناسایی شرکت‌های توانا در زمینه تعمیر و یا ساخت تجهیزات برق و ابزار دقیق نیز از اقدامات نهایی این شرکت برای هدف گذاری قطعات بوده است. مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس بیان کرد: ساخت سیستم جرعه زن توربین‌های گازی، تعمیر و استفاده عملیاتی سکسیونر نیروگاه ناحیه ۲ با استفاده از توان سه شرکت ایرانیوساخت روتور و متعلقات پمپ‌های BFW (آب خوراک بویلرها) در ناحیه دو و نصب موفقیت آمیز یک دستگاه بر روی تجهیز یاد شده از نمونه اقدامات انجام شده در حوزه خوداتکایی بوده است.

وی ادامه داد: از دیگر اقدامات انجام شده در زمینه تکیه بر تولیدات داخلی شناسایی و بررسی توانایی یک شرکت داخلی در زمینه ی ساخت تجهیزات حساس مانند دستگاه ارتفاع سنج روغن، ساخت RTD و ترموکوپل ، ساخت و تعمیر کارتهای الکترونیک و شناسایی و همکاری فنی در زمینه ساخت اکچویاتور (عمل کننده) شیرهای کنترل مجتمع بوده که این امر برای اولین بار در صنعت پتروشیمی بوده که در نهایت منجر به ساخت تعداد زیادی از این قطعه با هزینه‌ای حدود ۵۰ درصد نمونه خارجی شد.

صرفه جویی ۱۵۰ میلیاردی فجر انرژی با اتکا به تولیدات داخلی

زال خانی افزود: پس از تشکیل کمیته خوداتکایی و محقق شدن اولویت‌ها و طی شدن روند تحقیقات شرکت فجر انرژی خلیج فارس در طول سال های ۹۰ تا ۹۷ بیش از ۷۶۰ قطعه برای ساخت هدف گذاری کرده است که ۷۹۰ قطعه به مرحله ساخت رسیده و تولید شده‌اند، با تولید این قطعات بیش از ۱۵۰ میلیارد ریال در هزینه‌های این شرکت صرفه جویی شده است. (تعداد قطعات داخلی سازی بیشتر از نمونه‌های هدف گذاری شده است)

تجارب موفق شرکت فجر انرژی در زمینه حمایت از تولید داخل

وی گفت: شرکت فجر انرژی خلیج فارس در زمینه خود اتکایی تجارب به سرانجام رسیده‌ای همچون ایجاد زمینه رشد چند سازنده ایرانی و حمایت از تولید داخل به مراحل فناوری پیشرفته ورود پیدا کرده که البته ارزش افزوده بیشتر و سطح دانش بالاتری برای تولید کنندگان به همراه خواهد داشت.

آسیب شناسی خوداتکایی سازندگان ایرانی

مدیرعامل فجر انرژی خلیج فارس عنوان کرد: بسیاری از تولیدکنندگان و سازندگان داخلی، مستندات لازم برای ساخت یک قطعه یا تجهیز را تدوین نمی‌کنند و این در حالیست که اگر از قطعه و تجهیز ساخته شده، نقشه های متعدد، به شکل های مختلفی داشته باشند میتوانند با وجود نقشه های طراحی، عکس های توضیحی، شماهای انفجاری قطعات و اطلاعات ، مشخصات فیزیکی و شیمیایی را در شرایط مختلف به نتیجه رسانده و



از افتتاح ۳,۵ میلیارد دلار طرح و اشتغال ۷۶۰۰ نفری تا ۲ برابری اکتشاف و پیوند صنعت و دانشگاه

سازمان ایמידرو از نیمه دوم سال گذشته به این سو توسعه بخش معدن و منابع معدنی را به معنای وسیع تری طراحی و پیاده سازی می کند به طوری که تمرکز این سازمان تنها بر زنجیره فولاد نیست، بلکه عملیاتی کردن نقشه راه معدن و منابع معدنی، توسعه پژوهش، فناوری و آموزش، رشد فعالیت های اکتشافی، احیای معادن کوچک، توجه به عناصر نادر خاکی، توسعه برنامه گوهر سنگ ها و همچنین مدیریت سود بنگاه ها در راستای توسعه و در کنار آن، افزایش فعالیت های مرتبط با مسوولیت اجتماعی، انجام گفت و گوی مستمر با تشکل های مختلف و همکاری نزدیک با مراکز علمی و پژوهشی در جهت رفع نیازهای مجموعه های فوق، در شمار راهبردی این سازمان قرار گرفته اند.

عملیاتی شدن نقشه راه

نقشه راه معدن و منابع معدنی مشتمل بر ۷۲ راهبرد است که سازمان ایמידرو مسوولیت اجرای ۳۳ راهبرد را در اختیار دارد. این سازمان برای اجرایی کردن این مهم ۱۴۵ هدف تعریف کرده است. سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران تا پایان دی ماه توانسته ۵۸ درصد از اهداف را محقق کند.

راه اندازی طرح ها

از ابتدای سال تاکنون برنامه راه اندازی ۳,۵ میلیارد دلار پروژه معدنی و صنایع معدنی اجرایی شده و تا نیمه زمستان امسال نزدیک به ۱,۲ میلیارد دلار طرح افتتاح شده است. تعداد قابل توجهی از دیگر پروژه ها به مرحله راه اندازی، تولید آزمایشی یا تست مراحل مختلف رسیده اند. آلومینیوم جنوب (سالکو) اکنون بزرگ ترین و (با تکنولوژی ۴۳۰ کیلو آمپر) مدرن ترین کارخانه آلومینیوم ایران است که از ابتدای زمستان جاری به تولید آزمایشی دست یافته است، از سرمایه گذاری ۱,۲ میلیارد دلاری برخوردار است.

همچنین طرح های گندله سازی توسعه ملی (واقع در سنگان) با سرمایه گذاری ۱۹۰ میلیون داری به همراه ۴ میلیون دلار پروژه زیربنایی در مجموع (سه طرح) با رقم نزدیک به ۱,۴ میلیارد دلار آماده افتتاح شده اند. علاوه بر این تا پایان سال جاری نیز بیش از یک میلیارد دلار طرح در مدار تولید قرار می گیرد که شامل حوزه های کنسانتره سنگ آهن، چهار طرح صنعت مس، خردایش سنگ آهن گل گهر، فاز نخست بندر پارسیان، و تعدادی طرح زیربنایی است. کل سرمایه گذاری هایی که تا پایان سال به ثمر می نشیند بیش از ۷۶۰۰ شغل مستقیم و نزدیک به ۲۹ هزار شغل به طور غیر مستقیم ایجاد می کند.

عملکرد تولید صادرات واحدهای بزرگ

عملکرد تولید شرکت های بزرگ بخش معدن و صنایع معدنی در مدت ۱۰ ماه سال ۹۸ نشان دهنده رشد در اکثر بخش ها است به طوری تولید کنسانتره سنگ آهن با افزایش ۳ درصدی، آهن اسفنجی افزایش ۸ درصدی، شمش فولاد رشد ۵ و محصول فولاد رشد ۸ درصدی، کاتد مس افزایش ۳ درصدی و تولید پودر آلومینا تقریباً به اندازه تولید سال گذشته بوده است. از سوی دیگر آمار عملکرد صادرات واحدهای بزرگ معدن و صنایع

معدنی نیز کشورمان نشان می دهد در مدت ۱۰ ماه سال ۹۸ صدور انواع محصول این شرکت ها رشد ۲۵ درصدی را به ثبت رسانده است.

اکتشاف ۶۵۰ هزار کیلومتر مربع

از ابتدای تاسیس ایמידرو تا نیمه نخست سال ۹۷ برنامه اکتشاف این سازمان در مساحت ۲۵۰ هزار کیلومتر مربع اجرایی شد. اما از نیمه دوم سال گذشته برنامه توسعه اکتشافات با جهش ۴۰۰ هزار کیلومتر مربعی همراه شد به گونه ای که با هدف افزایش ذخایر مواد استراتژیک معدنی در ۶۵۰ هزار کیلومتر مربع به اجرا در آمد. ایמידرو اکنون ۸۰ درصد مساحت اکتشافی کشور را در اختیار دارد. این برنامه در واقع گامی در جهت ایجاد توازن در زنجیره صنایع معدنی محسوب می شود که خوراک آتی صنایع را تامین کند. تاکنون در ایران مرکزی ذخایر قابل توجهی کشف شده است. با توجه به اینکه بخش خصوصی با حمایت ایמידرو موفق به اجرای قسمتی از فعالیت های اکتشافی مذکور شده است، همکاری بخش خصوصی در تکمیل فعالیت های اکتشافی نیز از سیاست های جدید ایמידرو است.

فعال سازی معادن کوچک

طرح احیای معادن کوچک و متوسط که با هدف توسعه اشتغال و همچنین تامین بخشی از خوراک شرکت های بزرگ از سوی شرکت تهیه و تولید مواد معدنی ایران (از شرکت های تابعه ایמידرو) به اجرا در آمده تا نیمه دی ماه جاری بیش از ۱۳۰ معدن را احیا کرده است. این طرح با مشارکت تشکلهای از جمله خانه معدن ایران اجرایی شده است. در همین حال تفاهمنامه ای در راستای کمک به فعال سازی معادن کوچک با تولیدکنندگان کنسانتره و گندله امضا شده است که به نقش آفرینی این معادن کمک خواهد کرد.

افزایش سرمایه صندوق بیمه معدن؛ پشتوانه بخش خصوصی

صندوق بیمه سرمایه گذاری فعالیت های معدنی طی ۱۴ سال از فعالیت خود ۱۷۴۲ فقره بیمه نامه سرمایه گذاری و اعتباری به مبلغ ۱۰۲۸ میلیارد تومان صادر کرده که ۵۹۲ میلیارد تومان آن مربوط به دو سال گذشته است. یکی از پشتوانه های این صندوق افزایش سرمایه است که در سال جاری از ۱۴۰ میلیارد به ۳۵۰ میلیارد تومان رسیده است. طبق برنامه های ایמידرو، این نهاد پشتیبان معادن بخش خصوصی، سال ۹۹ برنامه افزایش سرمایه تا ۵۰۰ میلیارد تومان را پیش رو دارد. صندوق بیمه سرمایه گذاری فعالیت های



معدنی، همچنین حمایت از طرح فعال سازی معادن کوچک را نیز جزو فعالیت‌های خود دارد.

چشم‌انداز توسعه مناطق ویژه منابع انرژی بر

طی سال‌های اخیر ایמידرو علاوه بر منطقه ویژه منابع انرژی بر خلیج فارس، توسعه مناطق ویژه لامرد (جنوب استان فارس) و پارسیان (غرب استان هرمزگان) و همچنین کاشان را پیش رو داشته است. منطقه لامرد اکنون میزبان بزرگ‌ترین و مدرن‌ترین طرح تولید آلومینیوم ایران (سالکو) است و منطقه پارسیان نیز در حال جذب سرمایه‌گذاران حوزه منابع معدنی و پتروشیمی است. وزارت نفت منطقه پارسیان را به عنوان هاب سوم اجرای طرح‌های پتروشیمی قرار داده است. در حال حاضر ساخت فاز نخست اسکله اختصاصی منطقه پارسیان در مراحل پایانی است و تا اسفند ماه به بهره‌برداری خواهد رسید. منطقه ویژه منابع معدنی و فلزی خلیج فارس نیز ۱۸ طرح توسعه‌ای در حال اجرا و برنامه واگذاری زمین به ۱۱ متقاضی سرمایه‌گذاری در دستور کار دارد. این منطقه در عین حال برنامه دستیابی به ظرفیت تولید ۱۰ میلیون تن فولاد را در برنامه دارد. در همین حال به دلیل اینکه اسکله منطقه ویژه خلیج فارس یکی از مزیت‌های این منطقه به شمار می‌آید، توسعه آن از محورهایی است که توسط ایמידرو پیگیری می‌شود و در این راستا فراخوان جذب سرمایه‌گذار در دست اقدام است.

جشنواره اینوماین ۲

ایמידرو جشنواره ایده‌های ارزش آفرین با نام اینوماین ۲ (INNOMINE) را با همکاری معاونت فناوری ریاست جمهوری (و صندوق نوآوری و شکوفایی) و دانشگاه تهران در بهمن ماه برگزار کرد. در این جشنواره تعداد شرکت‌های ثبت نام کننده و ایده‌های ارسال شده، با جهش نسبت به سال قبل به ۳۸۰ مورد رسید. ۱۵ ایده برتر این حوزه نیز در پایان این رویداد معرفی شدند. ایמידرو، «هم آفرینی ارزش»، را در همکاری با مراکز علمی و تحقیقاتی پیگیری می‌کند.

راه‌اندازی پایلوت عناصر نادر خاکی

پایلوت تولید عناصر نادر خاکی در دهه نخست بهمن ماه ۹۸ با حضور «معاون علمی رییس جمهوری» و «وزیر صنعت معدن و تجارت» افتتاح شد. این پایلوت با استفاده از دانش متخصصان داخلی راه‌اندازی شده که انعطاف‌پذیری بالایی در استحصال عناصر استراتژیک با عیارهای بسیار پایین یا بسیار بالا را دارد و با توجه به اینکه از روش‌های مختلف فرآوری از جمله روش‌های فیزیکی و هیدرومتالورژی در آن استفاده شده، امکان حذف همه ناخالصی‌ها را دارد. مطالعات نشان می‌دهد عناصر نادر خاکی کشور، با غنی‌شدگی ضعیف، اغلب همراه سایر عناصر از جمله آهن، تیتان، فسفات و مواد پرتوزا هستند که راه‌اندازی این پایلوت، به کامل شدن زنجیره دانش استحصال مواد معدنی و استراتژیک کمک شایانی می‌کند.

تفاهمنامه با دانشگاه‌ها و مراکز علمی

ایמידرو در راستای برطرف سازی نیاز معدن و صنایع معدنی، از سال گذشته اقدام به «نیازمحور کردن» پروژه‌های پژوهشی کرده و از آن‌ها حمایت می‌کند تا به رفع نیازهای موجود در این بخش بپردازند. این سازمان طبق تفاهمنامه‌های امضا شده، با ۱۱ دانشگاه و مراکز علمی در حال همکاری است و ۲۰ پروژه نیازمحور (عمدتاً در حوزه محیط زیست) در حال اجرا دارد. سازمان ایמידرو همچنین از ۱۹۴ پایان نامه بخش معدن و صنایع معدنی حمایت کرده است. در همین حال بودجه حوزه پژوهش رشد ۵۰ درصدی و بودجه بخش آموزش رشد ۱۰۰ درصدی در مقایسه با سال ۹۷ داشته است.

حمایت از صنعت گوهر سنگ‌ها و سنگ‌های تزئینی

ایמידرو در کنار حمایت از صنایع بزرگ، برنامه بازبینی و تدوین طرح جامع گوهر سنگ‌ها (سنگ‌های قیمتی و نیمه قیمتی) و همچنین سنگ‌های تزئینی را با حضور تشکلهای تخصصی در دست اجرا دارد. هم اکنون کمیته‌های مختلفی در این بخش مشغول به کار هستند. این برنامه با هدف رفع موانع این صنایع به اجرا در می‌آید. مقرر شده به زودی بازار گوهر سنگ‌ها در اصفهان با همکاری مقامات استانی و بخش خصوصی ایجاد شود. از سوی دیگر عارضه یابی بخش سنگ‌های تزئینی نیز آغاز شده تا شرایط رشد و به روز آوری صنعت سنگ تزئینی مهیا شود. ایמידرو به عنوان متولی توسعه بخش معدن و صنایع معدنی در کنار فعالان این حوزه قرار دارد. این سازمان نقش سیاستگذاری و تسهیل شرایط فعالیت در معدن و صنایع معدنی را برعهده دارد و زمینه لازم را برای بخش خصوصی به منظور تقویت و توسعه صنعت سنگ‌های قیمتی و نیمه قیمتی فراهم می‌کند. در این میان صندوق بیمه سرمایه‌گذاری فعالیت‌های معدنی (از زیرمجموعه‌های ایמידرو)، از این حوزه ارزش آفرین و اشتغال‌زا حمایت می‌کند.

تامین زیرساخت:

تامین و توسعه زیرساخت سبب تسهیل در انتقال و جا به جایی مواد خام و تولید شده می‌شود. ایמידرو با همکاری شرکت‌های بخش خصوصی، توسعه زیرساخت‌ها را در اولویت برنامه‌ها و اقدامات خود قرار داده که برجسته‌ترین آن‌ها شامل حمل جاده ای، ریلی، انتقال آب از دریا است. این سازمان تاکنون ۶۶۰ کیلومتر مسیر جاده ای برای معادن و ۳۷۳ خط انتقال برق ایجاد کرده است. علاوه بر این احداث نیروگاه هرمز در منطقه ویژه خلیج فارس در راستای توسعه زیرساخت‌ها انجام شده است. همچنین خط دوم جاده سنگان تربت حیدریه با مشارکت بخش خصوصی اجرایی شده است. ارزش کل سرمایه‌گذاری این طرح به ۸۰۰ میلیارد تومان می‌رسد.



طرح خط انتقال آب از دریای عمان

ایמידرو با استفاده از تجربه اجرای پروژه انتقال آب از خلیج فارس به مناطق مرکزی، پروژه جدید و بزرگ انتقال آب از دریای عمان به سه استان شرقی (سیستان و بلوچستان، خراسان جنوبی و خراسان رضوی) را با استفاده از سرمایه‌گذاری بخش خصوصی اجرایی می‌کند. در این طرح ۱۵۰۰ کیلومتری قرار است پس از شیرین سازی آب دریای عمان، از مسیر خط لوله وارد سه استان سیستان و بلوچستان، خراسان جنوبی و خراسان رضوی شود که در نهایت آینده تامین آب در مجتمع معدنی سنگان برای سرمایه‌گذاران، روشن و اطمینان بخش خواهد شد.

منطقه ویژه خلیج فارس و طرح ۱۰ میلیون تنی فولاد

چشم‌انداز منطقه ویژه صنایع معدنی و فلزی خلیج فارس (از زیرمجموعه‌های سازمان ایמידرو)، دستیابی به ظرفیت تولید ۱۰ میلیون تن فولاد است. این برنامه طبق راهبردی‌های ایמידرو و با سرمایه‌گذاران فعلی این منطقه در دست اجرا است و کنسرسیوم آن تشکیل شده است.

ایجاد ظرفیت تولید ۱۰ میلیون تن فولاد در سواحل مکران

ایמידرو در راستای سیاست‌های کلان در افزایش ظرفیت تولید فولاد و به سبب دسترسی سواحل جنوبی به آب و تاسیسات بندری، طرح ایجاد ۱۰ میلیون تن ظرفیت تولید فولاد در سواحل مکران واقع در چابهار (استان سیستان و بلوچستان) را به اجرا گذاشته است. این برنامه با مشارکت بخش خصوصی انجام خواهد شد.

شرکت مشاور سرمایه‌گذاری

هدف حافظ



- مشاور سرمایه‌گذاری شما در بازار سرمایه
- مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- ارائه بسته‌های تحلیلی و آموزشی
- تامین مالی در بازار سرمایه
- مدیریت سبد اختصاصی

شرکت کارگزاری حافظ
Hafez Brokerage Co.



بانک ایران زمین



۰۲۱-۸۸۱۹۲۱۳۳ ☎

تهران، خیابان ولیعصر، بالاتر از قفر، خیابان بابک بهرامی، پلاک ۹ 📍

www.HadafHafez.com 🌐



شرکت مشاور سرمایه گذاری
هدف حافظه



بانک ایران زمین
IRAN ZAMIN BANK

پس انداز کردن کافی نیست برای ثروتمند شدن سرمایه گذاری کنید

همین رو علاوه بر روش مستقیم سرمایه گذاری در بورس، روش های غیرمستقیم نیز وجود آمده که دیگر سرمایه گذار نیازی به صرف وقت زیاد یا دانش خاصی ندارد. صندوق سرمایه گذاری یک نهاد مالی است که با جمع آوری وجوه سرمایه گذاران و مدیریت حرفه ای آن، به خرید و فروش اوراق بهادار پرداخته و سبد متنوعی از دارایی ها را تشکیل داده و با دانش و تخصص مدیریت دارایی به کسب بازدهی برای سرمایه گذاران می پردازد.

صندوق های سرمایه گذاری یکی از بهترین فرصت های سرمایه گذاری می باشند. این صندوق ها اختصاصاً برای افرادی که علاقه مند به سرمایه گذاری در بازار بورس بوده اما به دلیل اینکه دانش کافی ندارند یا به دلیل مشغله فرصت یادگیری فعالیت در بازار را نداشته و یا به هر دلیل دیگر امکان حضور مستقیم در بازار و درگیری با مسائل پیچیده اقتصادی و تحلیل سود و زیان شرکت ها ندارند، طراحی شده است. صندوق های سرمایه گذاری با توجه به امکانات و توانایی هایی که در اختیار دارند، تلاش می کنند که سرمایه گذاری در بازار را جذاب تر کرده و فرصت ها و انتخاب های بیشتری را با ریسک کمتر و بازدهی بالاتر برای سرمایه گذاران فراهم کنند.

صندوق های سرمایه گذاری نهادهایی رسمی تحت نظارت سازمان بورس بوده و توسط رکن های مختلف کنترل و مدیریت می شوند. این صندوق ها یک سبد دارایی بزرگ و متنوع از سهام انواع شرکت ها و صنایع محسوب شده که توسط یک تیم حرفه ای و کاربلد مدیریت می شوند. بنابراین افراد به جای اینکه خود شخصاً مبادرت به تشکیل سبد سهام کنند و یا درگیر انتخاب سهام پربازده باشند، مبالغ خود را وارد صندوق های سهامی کرده و در حقیقت مدیر صندوق ها را بدون پرداخت هیچ هزینه ای به استخدام در می آورند. در این حالت سبد دارایی های صندوق به هر میزانی که رشد نماید، به همان نسبت سرمایه خرد سرمایه گذاران رشد خواهد نمود.

صندوق سهامی حافظ توسط یک تیم تحلیلی و کارشناسی با سابقه چندین ساله در شرکت مشاور سرمایه گذاری هدف حافظ اداره می شود. این صندوق توانسته است بازدهی شگفت انگیز ۱۶۴ درصد را از ابتدای سال جاری تاکنون کسب نماید که تقریباً معادل ۸ برابر نرخ سود بانکی می باشد. این بازدهی علاوه بر پوشش

تورم، سرمایه گذاران را جلوتر از تمامی بازارهای موازی، از جمله بازارهای مسکن، ارز و طلا قرار داده است. برای آشنایی بیشتر با صندوق ها و ورود به دنیای بورس و سرمایه گذاری به سایت www.hadafhafez.com مراجعه نمایید.

افراد به جای اینکه خود شخصاً مبادرت به تشکیل سبد سهام کنند و یا درگیر انتخاب سهام پربازده باشند، مبالغ خود را وارد صندوق های سهامی کرده و در حقیقت مدیر صندوق ها را بدون پرداخت هیچ هزینه ای به استخدام خود در می آورند

صندوق سهامی حافظ توسط یک تیم تحلیلی و کارشناسی با سابقه چندین ساله در شرکت مشاور سرمایه گذاری هدف حافظ اداره می شود. این صندوق توانسته است بازدهی شگفت انگیز ۱۶۴ درصد را از ابتدای سال جاری تاکنون کسب نماید که تقریباً معادل ۸ برابر نرخ سود بانکی می باشد

این روزها مسائل اقتصادی موضوع روز مردم در کوچه و خیابان است. سطح درآمدهای ثابت و بعضاً کاهشی در مقابل هزینه هایی که هر ماه افزایش پیدا میکنند. نادیده گرفتن این مساله، رفاه و سطح زندگی مان را دستخوش تغییر اساسی کرده است. میزان دارایی و سطح درآمدها را باید افزایش داد. اما چگونه؟ قطعاً و یقیناً سرمایه گذاری درست و عاقلانه (با هر میزان سرمایه) تنها جواب این سوال خواهد بود؛ و مسلماً طبق آمار مستند و

رسمی، یکی از پربازده ترین سرمایه گذاری ها، سرمایه گذاری در بازار بورس می باشد. احتمالاً خیلی ها از گوشه و کنار، عوام و افراد ناآشنا در مورد خطرات بازار بورس و ریسک های این بازار زیاد شنیده ایم. اینکه یکباره قیمت ها افت میکند و متضرر میشویم، همه پولمان را از دست می دهیم و مطالبی از این دست. اما واقعیت چیز دیگریست. مسلماً طی ۱۰ سال گذشته در داخل کشور و خارج از مرزها اتفاقات اقتصادی و سیاسی بسیاری که اثرات مخرب بر بازار بورس داشته باشد، روی داده است. انتخابات ریاست جمهوری و مجلس، ترور، انواع و اقسام تحریم و بسیاری از اخبار مهم و تاثیر گذار دیگر. اما این اتفاقات در بورس و بازده صندوق ها چه اثری داشته است؟

بازدهی ۳۲۰۰ درصدی صندوق سهام حافظ طی ۱۰ سال

جالب است بدانید بازدهی صندوق سهامی حافظ طی ۱۰ سال گذشته بیش از ۳۲۰۰٪ بوده است. یعنی اگر شخصی ۱ میلیون تومان ۱۰ سال قبل در این صندوق سرمایه گذاری کرده بود، اکنون صاحب ۳۲ میلیون تومان ثروت بود. آمارهای بانک مرکزی نشان میدهد رشد ملک معادل ۷۲۰ درصد بوده و دلار در این مدت ۱۱۶۰ درصد بازده را نصیب سرمایه گذاران خود نموده است. از طرفی سرمایه گذاری در سایر بازارها همواره با ریسک های خاص خود همراه بوده است که در بورس عموماً این ریسک ها وجود ندارند. به عنوان مثال خرید مسکن همواره ریسک نقدشوندگی بالایی دارد، اما ابطال یونیت های صندوق در هر زمانی به راحتی امکان پذیر است. خرید ارز یا سکه طلا همواره با ریسک ها و محدودیتهایی از جمله ریسک های نگهداری یا مالیات های سنگین همراه بوده است، اما خرید سهام و بالاخص یونیت های صندوق های سرمایه گذاری، معاف از مالیات بوده و فاقد چنین ابهاماتی است.

با شرایط نابسامان اقتصاد، سرمایه گذاری مستقیم در بورس، نیازمند دانش، مهارت و زمان کافی بوده و بدون دارا بودن این موارد ممکن است سرمایه گذار با خاتره تلخ و زیان، از این بازار خارج گردد. از



بانک صادرات ایران

طراوت؛ یک شانس برای شکوفاشدن
طرح اعتباری ویژه تولید

www.bsi.ir





آینده بازار بورس، توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری حلقه اتصال بازار پول و سرمایه



مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری:

● صندوق سرمایه‌گذاری افق کارگزاری

بانک خاورمیانه

سود ثابت پایدار

● صندوق سرمایه‌گذاری افق روشن

کارگزاری بانک خاورمیانه در سهام

کنترل ریسک

بازده همگام با بازده شاخص بورس

آدرس دفتر مرکزی: تهران-خیابان نلسون ماندلا

خیابان دستگردی (بین آفریقا و ولیعصر)-پلاک ۲۷۷-طبقه ۲۰۱

تلفن: ۸۶۰۸۰۹۱۹ فکس: ۸۶۰۸۲۴۹۳ کد پستی: ۱۹۶۸۶۳۴۷۴۳

www.mebbco.com

info@mebbco.com





دارایی تحت مدیریت
چهل هزار میلیارد ریال

تا موفقیت
همراه شما هستیم.



زنجیره خدمات تامین مالی

مشاوره تامین مالی • مشارکت در تعهد پذیره نویسی • بازارگردانی



از ابتدا.



تهران، سعادت آباد، کوچه هشتم، پلاک ۲۷، ساختمان سهم آشنا تلفن: ۰۲۱-۲۷۷۱

 Sahmashena.Capital