

## بازار سرمایه

# مصائب بورسی شدن

## رمزگشایی از سهام عدالت



با گفتارها و نوشتارهایی از

حسین عبده تبریزی

مصطفی هاشمی طباطبائی

حسین سلاح‌ورزی

اسماعیل غلامی

داریوش روزبهانه

سیده فاطمه مقیمی

سید مهدی عقدایی

روح‌الله دهقان

امیررضا واعظ آشتیانی

ابراهیم رزاقی

سیاوش وکیلی

امیر تقی خان تجریشی و...



# دربورس شاخص باشید!

بسته اعتباری «آمادگار» پشتیبان فعالان بازار سرمایه

پارسیان بانک ایرانیان

مرکز تماس و صدای پارسیان: ۸۱۱۵۱۰۰۰

[www.parsian-bank.ir](http://www.parsian-bank.ir)



شرکت کارگزاری  
بانک خاورمیانه



# آینده بازار بورس، توسعه صندوق های سرمایه گذاری حلقه اتصال بازار پول و سرمایه

مدیریت صندوق های سرمایه گذاری:

● صندوق سرمایه گذاری افق کارگزاری بانک خاورمیانه

سود ثابت پایدار

● صندوق سرمایه گذاری افق روشن کارگزاری بانک خاورمیانه در سهام

کنترل ریسک

بازده همگام با بازده شاخص بورس

آدرس دفتر مرکزی: تهران-خیابان نلسون ماندلا

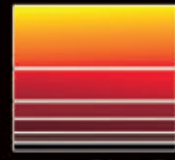
خیابان دستگردی (بین آفریقا و ولیعصر)-پلاک ۲۷۷-طبقه ۲۰۱

تلفن: ۸۶۰۸۰۹۱۹ فکس: ۸۶۰۸۲۴۹۳ کد پستی: ۱۹۶۸۶۳۴۷۴۳

[www.mebbco.com](http://www.mebbco.com)

[info@mebbco.com](mailto:info@mebbco.com)





KSC

## شرکت فولاد خوزستان دربالترین سطح تعالی کشور

- ♦ ارتقاء بهره‌وری و تمرکز بر منابع و قابلیت‌ها
- ♦ افزایش تولید و ارتقاء کیفیت
- ♦ تامین نیازها و انتظارات مشتریان داخلی
- ♦ توسعه بازارهای صادراتی
- ♦ صیانت از محیط زیست و تحول در ایمنی و بهداشت حرفه‌ای

### محصولات: اسلب، بلوم، بیلت

- ♦ برنده تندیس زرین جایزه ملی تعالی سازمانی
- ♦ موفق‌ترین شرکت در بومی‌سازی فناوری صنعت فولاد کشور
- ♦ تنها فولادساز دریافت‌کننده تندیس طلایی رعایت حقوق مصرف‌کنندگان در ۵ سال متوالی

♦ صادرکننده نمونه کشور  
در سال ۱۳۹۸



نشانی: اهواز، کیلومتر ۱۰ جاده بندر امام خمینی / کد پستی: ۶۱۷۸۸-۱۳۱۱۱  
تلفن: ۰۶۱-۳۲۹۰۸۰۰۰-۱۵ / ۰۶۱-۳۲۹۰۸۰۰۰-۲۰۲ دورنگار /  
تلفکس روابط عمومی: ۰۶۱-۳۲۹۰۸۳۱۰  
[www.ksc.ir](http://www.ksc.ir) / [email:info@ksc.ir](mailto:info@ksc.ir)

# صندوق‌های تحت مدیریت کارگزاری بانک آینده

با درآمد ثابت

## صندوق سرمایه گذاری "گسترش فردای ایرانیان"

کسب بازدهی مناسب نسبت به سایر فرصت‌های  
سرمایه گذاری کم ریسک

پرداخت سود ماهانه

 [www.gostareshfund.ir](http://www.gostareshfund.ir)



## صندوق سرمایه گذاری "تجربه ایرانیان"

صدور و ابطال براساس NAV صندوق

صندوق از نوع مختلط

 [www.tajrobeiranian.ir](http://www.tajrobeiranian.ir)



## صندوق سرمایه گذاری "گنجینه آینده روشن"

خرید واحد سرمایه گذاری از طریق بورس

 [www.ayandehfund.com](http://www.ayandehfund.com)



کارگزاری بانک آینده

معاملات بر خط سهام، سکه و...

 ۰۲۱-۴۲۷۶۴۰۰۰



ھر خانوادہ ایرانے، یک خانوادہ آرمانے

**Armanins24.com**

مرکز تماس : ۰۲۱-۲۸۵۶

[armanins.com](http://armanins.com)

آدرس : تهران، بلوار میرداماد، خیابان شمس تبریزی جنوبی، پلاک ۴



# همراه شما می مانیم



[www.middleeastbank.ir](http://www.middleeastbank.ir)  
[info@middleeastbank.ir](mailto:info@middleeastbank.ir)

شیوع ویروس کرونا شرایط را برای افراد و شرکت ها سخت کرده است و ما در این شرایط در کنار تمام ذینفعان می مانیم.

برای حفظ سلامتی و جلوگیری از انتقال بیماری تا حد امکان به شعب بانک ها مراجعه نفرمایید و از خدمات بانکداری الکترونیک استفاده کنید. خدمات آنلاین از طریق اینترنت بانک و موبایل بانک (برای مشتریان حقیقی و حقوقی) و بانکداری باز (برای مشتریان حقوقی) پاسخگوی ۹۰ درصد مراجعه های به بانک است.

امیدواریم با رعایت همه افراد جامعه و رعایت دستورالعمل های ایمنی و بهداشتی به زودی شاهد کاهش آمار ابتلا و بازگشت شرایط جامعه به حالت عادی باشیم.





# شرکت ذوب آهن اصفهان

اولین و تنها تولیدکننده ریل های راه آهن و مترو

مطابق با استانداردهای بین المللی

در منطقه غرب آسیا



[www.esfahansteel.ir](http://www.esfahansteel.ir)



کرمان

# گفتار دولت

هفته تجدید پیوند مسئولان با مردم  
و یاد و خاطره شهیدان رجایی و باهنر



شرکت معدنی و صنعتی گلگهر  
GOLGOHAR MINING & INDUSTRIAL COMPANY  
روابط عمومی و امور بین الملل





## سرمقاله

درس‌های جدید  
از بازار سرمایه

فرصتی برای

ترمیم شوک بازار

## بهره‌الملل

- |    |                              |    |                                           |
|----|------------------------------|----|-------------------------------------------|
| ۱۲ | آینده فناوری DTL و تسویه آنی | ۱۲ | تلاش‌های سایبری صنعت مالی                 |
| ۱۵ | بورس مالت و کووید ۱۹         | ۱۴ | بازار سرمایه چراغ راهنما در روزهای بحرانی |
| ۱۸ | نقدینگی بازار در بحران کرونا | ۱۶ | راهکار مجازی فرصت طلایی                   |
| ۲۲ | شیوع جهانی و تغییر اولویت‌ها | ۲۰ | بلاکچین بازار سهام را دگرگون می‌کند       |
| ۲۴ | رمزارها در کانون توجه WFE    | ۲۳ | ششمین پژوهش سالانه تاب‌آوری               |



## اقتصاد کلان

- |    |                                               |    |                                             |
|----|-----------------------------------------------|----|---------------------------------------------|
| ۲۷ | انتخاب دولت ساده‌ترین راه افزایش نقدینگی      | ۲۷ | دولت‌های ضد تولید مانع جذب نقدینگی          |
| ۳۲ | زنجیره‌های تأمین داخلی برای اثرگذاری تحریم‌ها | ۲۹ | لنز اقتصاد از دوربین کرونا                  |
| ۳۵ | جعبه سیاه سهام عدالت باز می‌شود               | ۳۴ | آزادسازی پلکانی مغایر با قانون است          |
|    |                                               | ۴۰ | راه‌پرفراز و نشیب پذیرش سرمایه‌گذاری استانی |



## درباره چیزی که قابل واگذاری نیست حرف زنیم!



حدود ۱۹ سال است که حرف از خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس زده می‌شود، اما تا امروز حتی یک درصد این دو باشگاه پرطرفدار نیز واگذار نشده است. مصطفی‌هاشمی طباطبائی، رئیس سابق سازمان تربیت بدنی در گفت‌وگو با بازار و سرمایه می‌گوید: خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس امکان‌پذیر نیست و تا امروز نیز عزمی برای رها کردن این دو باشگاه وجود نداشته است...

• متن کامل این گفت‌وگو در صفحه ۷۰ آمده است



ISSN: 2252 - 0198

سال یازدهم - شماره ۱۱۴  
مرداد و شهریور ۱۳۹۹ - ۱۰۰ صفحه



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 بغزیان، دکتر سعید اسلامی بیدگلی، دکتر مصطفی امید قائمی، حسین خزلی خرازی، دکتر محمد ابراهیم پورزرنندی، دکتر بهروز خداحمی، دکتر حسین زارعی

سردبیر: علی شریفی نیستانی

دبیر تحریریه: نازنین نامور

تحریریه: مینا هرمزی، مروارید اسلامی، زهره فدوی، شیرین سعیدی، نجمه آجربندیان، گلشن بابادی، ساره صابری، فرزاد مهدیزادگان

مترجم: حبیب‌علیزاده

مدیر هنری: سید مهدی لنگرانی

طراح و صفحه‌آرا: مهسا سادات کیانی

اینفوگرافیک: فاطمه اسماعیلی

ویراستار: نسرین اسلامی

دبیر عکس: یلدا معیری

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

اشتراک: سمیرا صلیحی

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

ناظر چاپ: هادی میرزایی

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

تلفن: ۸۸۰۲۷۳۷۸ - ۸۸۰۱۳۸۷۱ - ۴۱۶۷۴۰۰۰ (۰۲۱)

دورنگار: ۸۹۷۷۵۷۶۵ (۰۲۱)

چاپ: آیین چاپ تابان

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

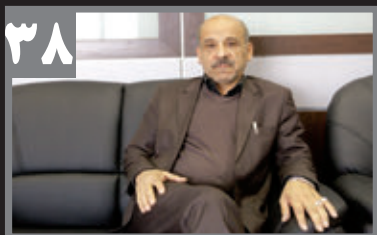
مسئولیت آرا و عقاید ابراز شده در مقالات به عهده نویسندگان است و نشریه در گزینش، ویرایش و اصلاح مطالب پذیرفته شده آزاد است.

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

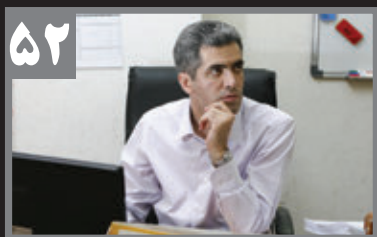
www.magiran.com

bazarosarmaye@gmail.com

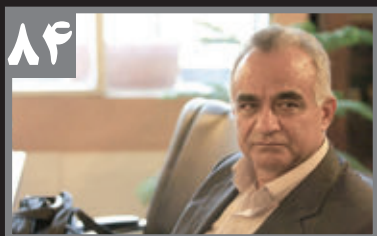
به رغم وعده هرامه‌مان برای انتشار ماهنامه، شیوع ویروس کرونا چند ماهی ما را از رسالت‌مان دور نگاه داشت؛ حالا هرچند به سختی، اما با رعایت پروتکل‌های بهداشتی کار را از سر گرفته و سعی در ادامه رسالتی داریم که آگاهی‌سازی بخشی از تعهد آن است. ما را در راه توسعه بازار سرمایه همچنان همراهی فرمایید.



**۳۸** **دراآمدزایی ۱۹ هزار میلیاردی دولت از سهام عدالت**  
 ✎ در گفت‌وگو با معاون سابق سازمان خصوصی‌سازی مطرح شد



**۵۲** **ظرفیت معاملات دو برابر می‌شود**  
 ✎ گفت‌وگویی کوتاه با روح‌الله دهقان، مدیر عامل شرکت فناوری بورس تهران



**۸۴** **بایدها و نیایدهای توسعه‌گری در ساخت مسکن**  
 ✎ سید مجید لیک‌نژاد، انبوه‌ساز برتر کشور و بنیان‌گذار توسعه‌گری مسکن و ساختمان، بایدها و نیایدهای توسعه‌گری در نظام ساخت و عرضه مسکن را تشریح کرد



## بازار سرمایه

- ۴۶** نقطه عطف بازار سرمایه در راه است
- ۴۹** وا مصیبت‌های بازار سرمایه
- ۵۰** یک هسته و هزار مشکل
- ۵۳** تحلیل و مقایسه بازارهای مالی
- ۵۶** مصائب بورسی شدن
- ۶۴** هفت‌خوان خصوصی‌سازی
- ۶۸** پرسپولیس و استقلال
- ۷۸** ماهیت و فعالیت جداگانه بازار مشتقه از بازار نقدی
- ۴۸** پیشنهاداتی برای رفع اختلال
- ۵۰** چاره‌راه؛ دو هسته‌ای شدن
- ۵۳** ابطال معاملات؛ جعبه سیاه بورس
- ۵۹** دارا وارد می‌شود
- ۶۷** تبلیغ سهام یا تبلیغ محصول!
- ۷۲** دولت‌ها سال آخرشان
- ۷۸** پابه‌توپ می‌شوند
- ۷۸** بازار سکه با حباب مثبت

## مسکن

- ۸۲** ملاحظات راه‌اندازی بورس مسکن
- ۸۷** کران قیمت‌ها در صف مالیات ملک
- ۹۰** کم‌مترانه‌های میلیاردی در بازار مسکن
- ۸۶** صعود تابستانی اجاره بهای مسکن
- ۸۸** بازی قیمت مسکن با امنیت روانی جامعه

## منعقد

- ۹۲** فولادی‌های سود ساز
- ۹۵** قیمت‌گذاری دستوری چالش بزرگ‌ترین صنعت بورس
- ۹۸** ۷۵ هزار میلیارد ریال سرمایه‌گذاری چادرملو در معادن

## پیشنهاد سردبیر

### خریداران استقلال و پرسپولیس؛ مهمان یک‌ساله هستند!

✎ خصوصی‌سازی دو باشگاه استقلال و پرسپولیس به آیینی تبدیل شده است که هر سال در مقطعی مطرح می‌شود و دوباره روی تاقچه فراموشی قرار می‌گیرد تا سال آینده مثل چین سفره عید نوروز! امیررضا واعظ‌آشتیانی که شاید بتوان او را یکی از موفق‌ترین مدیران عامل استقلال دانست، می‌گوید: خصوصی‌سازی بن‌بست کامل است و دور باطل، وی باشگاه‌داری در ایران را بی‌معنی می‌داند و معتقد است: ما در ایران باشگاه نداریم...

• متن این را گفت‌وگو را در صفحه ۷۴ بخوانید



## درس‌های جدید از بازار سرمایه



امیر تقی خان تجریشی  
مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی

بازار سرمایه در روزهای اخیر درس‌های زیادی برای همه فعالان بازار داشت، چه قدیمی‌ترها و چه نوسه‌امداران. درس‌هایی که برای برخی حکم یادآوری و برای دیگران جدید بود. بعد از رشد خیره‌کننده ماه‌های اخیر که به واسطه حجم بالای تقدینگی، استقبال مردم و حمایت همه ارکان اقتصاد از بازار سرمایه شاهد آن بودیم، با نزولی مواجه شدیم که با عنایت به حضور بسیاری از سرمایه‌گذاران در بازار و در مقایسه با سقوط‌های مهرماه ۹۷ و دیماه ۹۱ مورد بیشتر مورد توجه قرار گرفت. این توجه عمدتاً ناشی از درگیر شدن آحاد مردم با بازار و همین‌طور تکیه دولت بر بورس به منظور مهار تورم و تأمین بودجه بود. هر دو طرف بازار چه دولت و چه مردم از رونق بازار سود می‌بردند، بنابراین برآیند اکثر نیروها به‌جز برخی مخالفان در جهت تقویت و رشد بازار بود. البته برخی فعالان نیز بر احتمال و یا لزوم اصلاح بعد از رشد بدون استراحت شاخص تأکید داشتند. با انتشار گفت‌وگو و یادداشت‌هایی در خصوص نگرانی از رشد بورس از سوی برخی اقتصاددانان و حباب خواندن این رشد و همچنین افزایش عرضه‌ها در محدوده ۲ میلیونی شاخص در کنار اخبار سیاسی و نیز رونق بازارهای موازی چون سکه، ارز و مسکن، جرقه‌های اولیه نزول زده شد.

در این میان اختلال سیستم معاملات که تحت تأثیر تحریم‌های ایالات متحده و از لحاظ فنی متناسب با رشد ابعاد مختلف بازار توسعه نیافته در کنار زیر ساخت‌های ضعیف برخی کارگزاری‌ها عامل دیگری بود که به کمک قرمز شدن بازار آمد و فضایی را به‌وجود آورد تا سایه وحشت از «سقوط بزرگ» چند روزی بر بازار مستولی شده و عجل‌ترها اقدام به عرضه‌های شدیدی در بازار کنند که البته برخی حقوقی‌ها هم از این امر مستثنی نبودند. همچنین برخی گلایه‌ها نیز از بابت تغییر در مقررات و دستورالعمل‌های مالی چون دو شیفت کردن معاملات با توجه به ظرفیت‌های سیستم معاملات پیش آمد که باید مورد بررسی قرار گیرد.

باید اذعان داشت که اتفاقاتی که در این ۶ ماه برای بازار افتاد برای هیچکس به روشنی قابل پیش‌بینی نبود و شاید با توجه به متغیرهای کلان اقتصاد امروز ایران تجربه نشده بود. بنابراین چه سرمایه‌گذاران و چه تصمیم‌سازان در شرایطی بودند که با عنایت به متغیرهای مختلف تصمیماتی گرفتند که شاید الان مورد انتقاد باشد، اما باید توجه کرد که این حجم از استقبال و ورود نقدینگی زیاد با سرعت در بازه زمانی کوتاه ۶ ماهه، علیرغم شتابزدگی حاوی درس‌های زیادی بود که سال‌ها باید می‌گذشت تا بتوان آحاد مردم و حتی برخی مدیران را با مقوله بورس و بازار سرمایه آشنا کرد، آشتی داد، به آموزش ترغیب کرد و... این پنجره فرصت هنوز باز است و خوشبختانه در روزهای اخیر با اصلاح و تجدیدنظر در برخی تصمیمات و همین‌طور حمایت کم نظیر حقوقی‌ها، سایه ترس از بازار مرتفع و... مجالی میسر شد تا همه افراد با نگاه تازه‌ای به شرایط و واقعیت‌های اقتصاد و همین‌طور با تکیه بر تجربیات این مدت اخیر، سرمایه‌گذاری یا تصمیم‌سازی کنند.

هنوز هم معتقدیم که بازار سرمایه بهترین مکان برای سرمایه‌گذاری مردم و تأمین مالی دولت و بخش خصوصی است به شرطی که با واقعیت‌های آن روبه‌رو شویم و فارغ از هر اتفاقی، تحلیل و مبانی علمی و اصولی بازارهای مالی را فراموش نکنیم و سعی کنیم با استفاده درست از قوانین و ابزارهای مالی ضمن آگاهی رسانی به سرمایه‌گذاران در خصوص مفاهیم پایه‌ای چون ریسک و بازده و آشناسازی نوسه‌امداران با انواع روش‌های سرمایه‌گذاری از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حمایت از بازار سرمایه ایران قدم موثرتری برداریم.

## فرصتی برای ترمیم شوک بازار



داریوش روزبهبانه

رئیس هیأت مدیره کارگزاری بانک خاورمیانه

از سال‌ها پیش هر بار ریزش یا اصلاحی در بازار سرمایه اتفاق می‌افتد صحبت از حمایت بازار می‌شود، اما باید گفت در حقیقت حمایت از بازار سرمایه معنایی ندارد. به طور مثال در یک دهه اخیر بازار سرمایه بارها با ریزش مواجه شده است و هر بار صحبت از حمایت می‌شود، اما در حقیقت این حمایت در واقع سازوکارهای خود بازار سرمایه است و این بازار نیازی به حمایت ندارد؛ البته قرار نیست حمایتی انجام شود. بازاری که گردش روزانه آن حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان است، چطور می‌تواند حمایت شود؟ برخی معتقدند دولت باید از این بازار حمایت کند، اما دولت در کسری بودجه خود نیز مانده است! به هر حال بازار در حال اصلاح است و چیزی که ماه‌ها با عنوان حباب از آن یاد می‌شد در حال فروکش شدن است.

اگر شاخص با توجه به قیمت دلار نیز سنجیده شود، کف شاخص چیزی حدود یک میلیون و ۶۰۰ هزار واحد است. البته باید این موضوع را پذیرفت که بازارها به هنگام بالا یا پایین رفتن با واکنش‌های اغراق‌آمیز همراه‌اند. در شرایط فعلی نیز شاهد فروش بیش از انتظار هستیم. برندگان در بازار فعلی کسانی هستند که در قیمت‌های پایین بازار وارد شده و با دید چند ماهه اقدام به معامله کنند.

شوکی که در اثر ریزش‌های اخیر به بازار وارد شده نیاز به فرصت ترمیم دو تا سه ماهه دارد که با انتخابات آمریکا همزمان است. در واقع برندگان بازار فعلی کسانی هستند که با دید سه تا چهار ماه آینده خرید می‌کنند. به نظر می‌رسد شاخص فاصله چندانی با کف بازار نداشته باشد که این پیش‌بینی چه به لحاظ تکنیکال و چه از نظر ارزش دلاری بازار و به علاوه متوسط  $p/e$  که تحت تاثیر تحولات نرخ بهره بالا رفته مشهود است. البته هنوز نیز این امیدواری وجود دارد که بانک مرکزی با تعمیق بازار بدهی بتواند نرخ بهره را پایین بیاورد. نه تنها موضوعات داخلی که حتی تحولات سیاسی که در کشور آمریکا اتفاق خواهد افتاد همه و همه باعث می‌شود که به این نکته توجه کنیم که فروش باید با احتیاط انجام شود. گروه‌هایی که این روزها به شکل هیجانی در صف قرار می‌گیرند دچار خطا می‌شوند، البته نمی‌توان در این بازار تک تک افراد را مورد خطاب قرار داد و به آن‌ها توصیه کرد.



فدراسیون بورس‌های جهان منتشر کرد:

## تلاش‌های سایبری صنعت مالی

فدراسیون بورس‌های جهان به عنوان نهاد جهانی که نمایندگی بورس‌ها، شرکت‌های سپرده‌گذاری و تسویه وجوه و صنعت مالی را به عهده دارد، گزارشی منتشر کرده که حاوی جزئیات مربوط به اقدامات صنعت مالی جهت سازگاری و بهبود ابزارهای سایبری موجود در دوران شیوع ویروس کروناست. در این دوره، بورس‌های جهان توانستند برنامه‌های دورکاری را با موفقیت به اجرا بگذارند.

پژوهش‌های دائمی و منظم فدراسیون بورس‌های جهان درباره اولویت‌های بورس‌های عضو نشان می‌دهد که امنیت سایبری در صدر اولویت‌های بورس‌ها و شرکت‌های سپرده‌گذاری و تسویه وجوه است. در میان اعضای فدراسیون، سازمان‌ها و نهادهای بازار زمان و منابع لازم را به برنامه‌ریزی برای اتفاقات احتمالی و الزامات امنیت سایبری در طول دوران شیوع ویروس کرونا اختصاص دادند. این تلاش‌ها به طور عمده بر اساس بررسی نهادهای نظارتی و مدیریتی و نیز آزمون تنش حساب‌رسان بیرونی (مستقل) انجام شده‌اند.

در میان چالش‌های اصلی که سازمان‌ها و نهادهای بازار باید در دوران شیوع جهانی ویروس کرونا مورد توجه قرار دهند، این موارد اهمیت زیادی دارند: تنظیم و برنامه‌ریزی برای دورکاری کارمندان، ابزارهای لازم برای دورکاری همچون اپلیکیشن‌های ارتباط صوتی و تصویری و همچنین اهمیت دادن به ریسک طرف سوم (شخص ثالث) و به کارگیری اقدامات ابتکاری برای مدیریت آن ریسک‌ها. همه اعضای فدراسیون بورس‌های جهان از تجربیات عملیاتی گروه‌های متعهد بهره برده‌اند و هر جا که مناسب بوده، منابع بیشتری را صرف تداوم فعالیت بازار و حفظ ایمنی و کارآمدی آن کرده‌اند. این اقدامات و تجربیات ناشی از آنها، به دست کارگروه امنیت سایبری فدراسیون بورس‌های جهان (GLEX) تنظیم و هماهنگ شده‌اند. این کارگروه بخشی از خط مقدم صنعت مالی در برابر حملات سایبری را تشکیل می‌دهد.

ناندینی سوکومار، مدیرعامل فدراسیون بورس‌های جهان در این باره گفته است: از آنجا که بازارها و کسب و کارها به سرعت به سمت الکترونیکی شدن پیش رفته‌اند، امروزه سازمان‌ها و نهادهای بازار حجم بالایی از منابع و زمان را نسبت به گذشته به تضمین بهبود و انعطاف پذیری سایبری اختصاص می‌دهند. وقتی این شیوع جهانی که فعالیت‌های ما را به چالش کشیده، کاهش یابد یا متوقف شود (که امیدوارم چنین شود) و کشورها، شرکت‌ها و کسب و کارها به تدریج فعالیت‌های خود را از سر گیرند، اعضای فدراسیون بورس‌های جهان، در فضای جدید فعالیت عادی خود را از سر خواهند گرفت. البته در چنین فضایی، اقدامات انجام شده در زمان شیوع جهانی بیماری باید به طور دائم مورد کنترل، نظارت و بررسی قرار گیرند تا بتوان از خود در برابر تهدیدهای احتمالی در آینده محافظت کرد.

مدیرعامل سپرده‌گذاری و خدمات

تسویه وجوه آمریکا تشریح کرد:

## آینده فناوری DTL و تسویه آنی

یکی از پژوهش‌های موردی شرکت سپرده‌گذاری و تسویه به نام Project Ion به بررسی و ارزیابی مزیت‌ها و تاثیر استفاده از فناوری دفترکل توزیع شده (DTL) بر تسریع روند تسویه در بازار سهام آمریکا می‌پردازد. مایک مک‌کلین، مدیرعامل و مدیرکل سپرده‌گذاری و خدمات تسویه وجوه آمریکا دیدگاه‌های خود در زمینه تسویه آنی دیجیتال را با نشریه فوکوس در میان گذاشته است. وی همچنین برخی از ایده‌ها را که در پروژه پژوهشی Ion پیشنهاد شده‌اند، به اشتراک گذاشته است. متن گفت‌وگو با وی را در ادامه می‌خوانید.

■ ایده اصلی تسویه آنی دیجیتال از کجا می‌آید؟

شرکت سپرده‌گذاری و تسویه برای ارتقاء و بهبود روند تسویه وجوه، مدتهاست با صنعت سرمایه‌گذاری همکاری می‌کند. در سپتامبر ۲۰۱۷، بازار آمریکا چرخه تسویه را به ۲+T ارتقاء داد که ابتکار عملی بسیار پیچیده و زمان‌بر بود. این ابتکار عمل نشان داد که مشکل ما در فناوری نیست بلکه در فرآیند و روند کار نهفته است. حتی پس از آن که ما برای

عملیاتی در شرکت‌های مشتری موجب می‌شود تا روند ارتقاء چرخه‌های تسویه دشوارتر شود. فشار فروش گسترده، مثل انتقال به برنامه  $T+2$  آسان نخواهد بود. به همین دلیل است که ما به دنبال استفاده از خدمات تسویه آنی دیجیتال به عنوان یک خدمت اختیاری هستیم. این نوع خدمات، در حالی که مزیت‌های اصلی شبکه متمرکز و مدیریت ریسک DTC را حفظ می‌کند، موجب کوتاه شدن روند تسویه و ارتقاء به برنامه  $T+0$  می‌شود.

یک نکته مهم که باید به آن اشاره کنم این است که این نوع خدمات هیچ تغییر عملیاتی یا فنی را به سیستم تحمیل نمی‌کند و حتی موجب تجزیه و چندتکه شدن اکوسیستم تسویه و واریز وجوه هم نمی‌شود.

### ■ آیا خدمات تسویه آنی بر بستر فناوری دفترکل توزیع‌شده (DLT) راه‌اندازی می‌شود؟

گرچه ارتقاء و بهبود روند تسویه با استفاده از فناوری موجود نیز امکان‌پذیر است، اما فناوری دفترکل توزیع‌شده فرصت‌های تازه‌ای برای بازاندیشی درباره فرآیند عملیات پس از معامله در آینده در اختیارمان قرار می‌دهد. به ویژه اگر آن را به صورت یکپارچه با توانمندی‌های امروز مورد استفاده قرار دهیم، می‌توانیم حق انتخاب مدیریت روند تسویه را به مشتریانمان بدهیم.

از زمان انتشار نخستین گزارش رسمی شرکت سپرده‌گذاری و تسویه درباره بلاکچین در سال ۲۰۱۶، این شرکت به طور دائم مشغول ارزیابی فناوری دفترکل توزیع‌شده بوده است. ارزیابی فنی جامعی که ما هم‌اکنون انجام می‌دهیم، به ما امکان خواهد داد تا خدمات تسویه آنی دیجیتال را خواه بر بستر فناوری دفترکل توزیع‌شده یا هر بستر دیگری، در مقیاس بالایی پیاده‌سازی کنیم. هدف اصلی ما، انتخاب یک بسته فنی است که بتواند بدون لطمه زدن به استانداردهای امنیتی، ایمنی و انعطاف‌پذیری ما، الزامات مربوط به فعالیت در بازار را به بهترین شکل برآورده کند.

### ■ گام‌های بعدی شما چیست؟

در حال حاضر این پروژه در مرحله آزمایش و تجربه است و ادامه آن بستگی زیادی به تحلیل‌ها و بازخورد کل صنعت دارد. شرکت سپرده‌گذاری و تسویه به گردآوری بازخوردها ادامه خواهد داد. این بازخوردها به طراحی و ارزیابی بیشتر و آگاهی از نیازهای بازار در زمینه تسویه یاری خواهد رساند.



۳۰۰ درصد افزایش یافت که بالاتر از میانگین تاریخی بود. یک چرخه تسویه کوتاه‌شده (از نظر زمانی) به طور چشمگیری می‌توانست الزامات اعتباردهی را برای نهادهای تسویه و سفارش خریدهای کلان کاهش دهد. کاهش تقاضا برای نقدینگی و کاستن از حجم پولی که لازم است در یک زمان خاص جمع‌آوری شود، مزیت اصلی است که موجب تقویت بازارهای مالی ما می‌شود، به ویژه وقتی بازارها به دلیل شرایط بحرانی با بی‌ثباتی شدیدی مواجه می‌شوند.

### ■ اگر قرار است برای کاهش دوره تسویه از $T+5$ به $T+3$ و بعد از $T+3$ به $T+2$ منتقل شویم، چرا به یکبارگی از $T+1$ یا $T+0$ استفاده نکنیم؟

امروز نهادهای زیرمجموعه ما همچون DTC و NSCC قادر هستند که بر اساس درخواست مشتری، معاملات را با دوره تسویه کوتاه‌شده انجام دهند. گرچه زیرساخت کنونی شرکت سپرده‌گذاری و تسویه از چرخه‌های تسویه  $T+1$  و تا حدودی  $T+0$  پشتیبانی می‌کند، اما رفتار بازار، زیرساخت و فرآیندهای

به کارگیری  $T+2$  به یاری صنعت شتافتم، این فرصت را پیدا کردیم که تغییر مثبتی ایجاد کنیم. ما به سرعت برنامه خود را با تشکیل یک گروه کاری تسویه آنی و ارتقاء روند تسویه دنبال کردیم که چهار ماه بعد، به انتشار یک گزارش رسمی منجر شد.

کشف مفهوم خدمات تسویه آنی دیجیتال، گام بعدی تلاش‌های ما را تشکیل می‌دهد. ما به دنبال ارزیابی تاثیر و مزیت‌های تسویه آنی و ارتقاء یافته برای بازار سهام آمریکا هستیم. طرح پیشنهادی خدمات تسویه آنی دیجیتال از مفاهیم برخاسته از همین نوآوری‌ها الهام گرفته است، هرچند هم‌اکنون الگوسازی آن بر مبنای چرخه تسویه  $T+0$  استوار است.

### ■ یک چرخه تسویه کوتاه‌شده چگونه ریسک و هزینه را کاهش می‌دهد؟

شرایطی را که طی چند ماه گذشته همه ما تجربه کردیم، در نظر بگیرید؛ نوسان و بی‌ثباتی غیرمنتظره بازار ناشی از شیوع ویروس کووید-۱۹ این شرایط را ایجاد کرده بود. در مارس ۲۰۲۰ میزان وثیقه‌ها بیش از

# بازار سرمایه چراغ راهنما در روزهای بحرانی



خاویر هرانی  
مدیرعامل BME

دهد. به عنوان مثال، در جریان بحران مالی سال ۲۰۰۸، تأمین مالی شرکتی از بازار سرمایه بسیار با اهمیت و ضروری بود. حال در بحران پیش‌رو نیز چنین ضرورتی احساس می‌شود.

## تأمین مالی جایگزین

این کاهش وابستگی به بانک‌ها که از سوی اتحادیه بازار سرمایه تشویق می‌شود، مرتبط با فعالیت اصلی بورس اسپانیاست و راه‌های جایگزین تأمین سرمایه از بازارها را به شرکت‌ها معرفی و ارائه می‌کند. شرکت‌های اسپانیایی به این موضوع توجه خاصی داشته‌اند، به طوری که سال ۲۰۱۹ به سالی کلیدی برای تغییر ساختار تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده تبدیل شد. ما امیدواریم که این شرایط موجب شود تا تحمل و تاب‌آوری این شرکت‌ها در برابر مشکلات ناشی از بحران کووید ۱۹ افزایش پیدا کند.

ما همچنین از طریق برخی برنامه‌ها به دنبال تمرکز بر شرکت‌های کوچک و متوسط (SMEs) هستیم. این گروه از شرکت‌ها اغلب به دلیل اندازه کوچک و نقدینگی اندکشان به چشم سرمایه‌گذاران بزرگ نمی‌آیند. مهم‌تر از همه اینکه، تحلیلگران بازار هم توجه چندانی به شرکت‌های کوچک و متوسط نشان نمی‌دهند که این موضوع موجب می‌شود، این دسته از شرکت‌ها از نگاه سرمایه‌گذاران مغفول بمانند. به همین دلیل است که ما تلاش می‌کنیم، با تمرکز بر تأمین مالی این شرکت‌ها و کمک به دیده شدن آنها، هر آنچه را که برای غلبه بر بحران

مقام‌های بهداشتی اسپانیا، بیش از ۹۷,۵ درصد کارکنان دور کار شدند و تمامی تجهیزات دفتری ضدعفونی شدند. در همین حال، بورس اسپانیا اقدام به انجام آزمایش‌های ضدکرونا برای حصول اطمینان از سلامت کارکنان خود کرد.

باید متذکر شد که بازارهای سهام ابزارهای متعددی برای تضمین فعالیت‌های خود در شرایط نامساعد دارند. جذب نقدینگی از طریق کاهش هزینه‌های معاملات و استقراض از صندوق‌ها با نرخ‌های پایین‌تر از نرخ بهره جاری از جمله این ابزارهاست. در بورس اسپانیا، از آغاز ماه مارس (میانه اسفند ۹۸) دامنه نوسان بسیاری از اوراق برای سازگاری با بی‌ثباتی بازار و نیز تضمین نقدشوندگی و تداوم جریان نقدینگی، افزایش یافت. مزایده نوسان نیز از دیگر سازوکارهای است که برای جلوگیری از بروز اختلال در روند معاملات اوراق با نقدشوندگی کمتر فعال‌سازی شد. برای اینکه هیچ یک از ذینفعان ما در شرایط بی‌ثبات کنونی فراموش نشوند، ما گام دیگری نیز برداشته‌ایم؛ ما سطح همکاری‌ها با همه ناشران و مشتریان را افزایش داده‌ایم. همچنین اقداماتی برای سهولت دسترسی آنان به خدمات شرکتی به صورت غیرحضوری انجام داده‌ایم. به علاوه، شکل سنتی حضور در نشست‌ها را نیز به مشارکت غیرحضوری تغییر داده‌ایم.

برخی آموزه‌های بنیادی بحران‌های گذشته عبارت بودند از نقش حیاتی بازارهای سهام و اهمیت تغییر منابع تأمین مالی برای شرکت‌ها تا وابستگی آنها به اعتبارات بانکی را کاهش

شیوع جهانی ویروس کووید ۱۹ نوع بشر را در شرایط غیرقابل کنترلی قرار داده است. علاوه بر تاثیر کشنده بر سلامت و حیات مردم، پیامدهای اقتصادی شیوع جهانی این ویروس نیز غیرقابل پیش‌بینی است. به بیان دیگر می‌توان گفت که کووید ۱۹ صنعت مالی جهان را به چالش کشیده و توانایی آن را به بوته آزمایش گذاشته است.

بدون شک، اولویت نخست ما غلبه بر این شیوع جهانی در کوتاه‌ترین زمان ممکن است. با این حال، این به معنای نادیده گرفتن اهمیت تداوم فعالیت بازارهای سهام نیست. در ابتدای گسترش ویروس کووید ۱۹ عده‌ای پیشنهاد تعطیلی موقت بازارهای سهام را مطرح کردند. به طور طبیعی، سهام شرکت‌ها نسبت به هراس بازارها از ویروس کووید ۱۹ و اثرات آن واکنش نشان دادند و در واقع، هراس بازار در افت ارزش سهام شرکت‌ها نمود پیدا کرد. اما تعطیلی موقت بازارها نه تنها موجب کاهش ترس و ایجاد آرامش نمی‌شد، بلکه آن را تشدید هم می‌کرد. شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران به خوبی می‌دانند که تحت هر شرایطی می‌توان به بازارهای سهام تکیه و اعتماد کرد.

## نبرد استثنایی

در این نبرد استثنایی علیه کووید ۱۹، بورس اسپانیا همه اقدامات لازم برای حفاظت از کارکنان خود را به عمل آورده و هم‌زمان، ادامه فعالیت عادی بازارهای سهام این کشور را نیز تضمین کرده است. با پیگیری و اجرای توصیه‌های



## بورس مالت و کووید ۱۹



جو بورتلی  
مدیر عامل بورس مالت

مالت کوچکترین اقتصاد در اتحادیه اروپاست اما همین اقتصاد کوچک طی ۵ سال گذشته دارای یکی از سریع‌ترین نرخ‌های رشد اقتصادی در این منطقه بوده است. صنعت گردشگری مالت به تنهایی ۱۵ درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور را به خود اختصاص داده و یکی از بزرگترین بخش‌های اشتغال‌زا به شمار می‌رود. اگرچه کشور مالت از نظر وسعت، نصف سنگاپور است و از نظر تراکم جمعیتی و نسبت به وسعت آن، یکی از پرجمعیت‌ترین کشورهای جهان به شمار می‌رود اما در سال ۲۰۱۹ توانست حدود ۲,۷ میلیون گردشگر از سراسر جهان جذب کند. بنابراین تعجیبی ندارد که هتلداری و شرکت‌های فعال در حوزه تفریحات نزدیک به ۹۰ درصد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مالت (MSE) را تشکیل می‌دهند.

وقتی در اوایل ماه مارس (اواسط اسفند ۹۸)، ویروس کووید ۱۹ در مالت شیوع یافت، بورس مالت به سرعت وارد عمل شد و دست به اقدامات درمانی زد. به ویژه تلاش کرد تا ایمنی و سلامتی کارکنان خود را حفظ کند. اگرچه تصمیم گرفتیم که فعالیت‌های روزمره بورس مالت ادامه پیدا کند، اما بیشتر کارکنان را به خانه فرستادیم تا دورکاری کنند. با علم به اینکه بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با مشکلات متعددی در حوزه تدارکات و فعالیت‌های خود مواجه شده‌اند، بورس مالت و مقام ناظر (نهاد خدمات مالی مالت) اقدامات فوری را برای تمدید زمان ارائه گزارش‌های مالی شرکت‌ها انجام دادند.

### سقوط آزاد صنعت گردشگری

تا پایان ماه مارس، کشور مالت وارد فاز قرنطینه شد، فرودگاه مالت عملاً تعطیل و صنعت گردشگری و تفریحات کشور با سقوط مواجه شد. اوایل ماه آوریل (میانه فروردین ۹۹)، هتل‌ها، رستوران‌ها و تقریباً تمامی مراکز تفریحی مالت تعطیل شدند. در چنین شرایطی ما احساس کردیم، بورس مالت باید برای کاهش فشارهای مالی که شرکت‌های پذیرفته شده را در تنگنا قرار داده، دست به اقدام بزند.

یکی از نخستین اقدام‌ها این بود که سیاست پرداخت اعتباری را از دو ماه به چهار ماه افزایش

کووید ۱۹ نیاز دارند، در اختیارشان قرار دهیم. بحران کنونی درس دیگری نیز به همراه داشت: همکاری نزدیک بین بخش‌های دولتی و خصوصی باید به طور گسترده‌ای مورد حمایت قرار گیرد. با این همکاری نزدیک، بازارها و نهادهای دولتی و موسسات مالی قادر خواهند بود هرگونه تلاشی را برای نجات شرکت‌ها و کسب‌وکارهای ما به کار بندند. به علاوه، با اجرای اقدامات جسورانه و ابتکاری، مقام‌های دولتی می‌توانند برای کمک به شرکت‌ها (به ویژه شرکت‌های کوچک و متوسط) در زمینه جذب نقدینگی و تأمین مالی از ابزارهای قدرتمندی استفاده کنند.

### تضمین گسترده‌تر

در این زمینه، به تازگی ICO (نهاد وابسته به وزارت امور اقتصادی و تحولات دیجیتال دولت اسپانیا) سطح تضمین اوراق تجاری منتشر شده از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار MARF (بازار جایگزین با درآمد ثابت) را افزایش داده است. این اقدام ابتکاری به نفع ناشران فعال در این بازار منجر می‌شود.

همچنین، ما تلاش می‌کنیم مسیر ورود استارت‌آپ‌ها به بازار سهام را هموار کنیم. این کار از طریق برنامه پیش‌بازار انجام می‌شود. هدف این برنامه، تسهیل دسترسی استارت‌آپ‌ها و دیگر شرکت‌های مستعد رشد به بازارهای سرمایه و کمک به جذب سرمایه‌گذاران جدید برای این شرکت‌هاست.

در همین حال برای بازار اصلی، بورس اسپانیا با همکاری ASCRI (انجمن اسپانیایی شرکت‌های سرمایه‌ای ریسک‌پذیر) به دنبال یافتن راه‌های جدید برای بهبود بازار عرضه‌های اولیه در دوره پس از بحران است.

در جریان بحران کووید ۱۹ ما تعهد و مسئولیت خود را نسبت به جامعه مالی و کل جامعه‌مان افزایش داده‌ایم. به عنوان مثال، بورس اسپانیا اقدام به خرید لوازم بهداشتی و حفاظتی به ارزش یک میلیون یورو برای نیروهای مسلح کرده است تا آنها را در مبارزه علیه ویروس کرونا یاری کند. همچنین تقویت همکاری نیروهای مسلح با بانک غذای اسپانیا از دیگر اهداف این برنامه بوده است.

بدون شک صنعت بورس‌ها در دوره پساکرونا با دشواری‌های زیادی روبه‌رو خواهد بود، اما مطمئن باشید برای هر چالش تازه‌ای آماده است. برای آینده نامعلومی که پیش‌رو داریم، بورس‌ها به راهنمای شفافیت و یکپارچگی تبدیل شده‌اند. مطمئناً پیشینه مثبت بورس‌ها در زمینه کارآمدی، انصاف، عدالت و اعتماد، بهترین تضمین برای موفقیت ما در آینده است.

# راهکار مجازی فرصت طلایی



لیلا فوری  
مدیر عامل بورس ژوهانسبورگ

کووید ۱۹ سراسر جهان را درنور دیده است اما برای آفریقای جنوبی که با پیامدهای غیرمنتظره یکی از سخت‌ترین شرایط جهانی (که به تعطیل شدن بسیاری از کسب و کارها منجر شده است) دست و پنجه نرم می‌کند، شیوع این بیماری به روی نابرابری‌های موجود در کشور پنجره‌ای گشود تا مردم جوامع مختلف یکدیگر را با انعطاف‌پذیری صادقانه‌تری نگاه کنند.

با این حال، معمولاً هر چالشی به خلق فرصت نیز منجر می‌شود. برای بورس ژوهانسبورگ، موفقیت در تداوم فعالیت‌های روزمره با استفاده از روش‌های مجازی، همان فرصت طلایی بوده است. این فرصت به ما نشان داد که به معنای واقعی کلمه به آنچه می‌گوییم، عمل می‌کنیم.

بحران کووید ۱۹ به شدت کشور و مردم ما را تحت تأثیر قرار داد و مشکلاتی که از قبل وجود داشتند را نه تنها بیش از پیش آشکار کرد، بلکه بر رسیدگی و حل آنها نیز تأکید کرد. همه ما مسئولیم و برای ایجاد پلی بین افراد دارا (کسانی که شغل دارند، خانه دارند و سیر هستند) و ندار (آنها که گرسنه سر بر بالین می‌گذارند) نقش مهمی به عهده داریم.

## فراخوان

وقتی سیریل رامافوسا، رئیس جمهوری نخستین مرحله اجرای قرنطینه را اعلام کرد، فراخوانی صادر کرد و از همه مردم آفریقای جنوبی خواست تا برای مقابله با این بحران بهداشتی غیرمنتظره که جان همه را تهدید می‌کند، کمک کنند. او گفت: "شجاع باشید، صبور باشید و مهمتر از همه، دلسوز و غمخوار یکدیگر باشید." در همین راستا، هیأت مدیره بورس ژوهانسبورگ اجرای برنامه‌های نوآورانه و سازنده‌ای را در پیش گرفت تا نه تنها از مجموعه کارکنان، شرکا

دادیم. استدلال ما این بود که شرکت‌های مالی، به ویژه آنها که در حوزه تفریحات فعال هستند، از این اقدام استقبال می‌کنند و می‌توانند به برنامه‌های مالی و پرداخت‌های خود سر و سامان بدهند. با این حال، با توجه به اینکه بسیاری از هتل‌ها و شرکت‌های فعال عملاً تعطیل شده بودند، به این نتیجه رسیدیم که تمدید شرایط پرداخت برای شرکت‌هایی که به شدت از کمبود نقدینگی رنج می‌برند، چندان کارساز نیست و فشار زیادی از روی دوش آنها برنمی‌دارد.

گرچه ما نسبت به شرکت‌های بورسی که به دلیل شیوع ویروس کرونا در مخمصه افتاده بودند، احساس همدردی می‌کردیم، اما هیأت مدیره بورس مالت به این نتیجه رسید که اسمپال بدهی شرکت‌ها یا ارائه تخفیف به آنها، چاره موثری نیست. نخست اینکه، ما شاهد بودیم که دولت مالت برای کاهش مشکلات اقتصادی این شرکت‌ها و کمک به آنها برای مقابله با اثرات کووید ۱۹ دست به کار شده است. با توجه به اینکه بورس مالت یک نهاد دولتی است، ما وظیفه داریم که با همه شرکت‌ها به شکل یکسان و عادلانه برخورد کنیم.

بنابراین، ارائه تخفیف یا کاهش هزینه‌های بورسی شرکت‌هایی که بیشترین آسیب را از شیوع ویروس کرونا دیده‌اند، مشکل‌ساز خواهد بود. چون بدون شک همه شرکت‌های مالی که کم و بیش از تأثیر این بیماری به مشکل خورده‌اند، خواهان دریافت چنین امتیازی برای خود خواهند شد. احتمالاً اتفاقی که افتاده به این صورت بوده است، شرکت‌هایی که کمترین تأثیر منفی را از بیماری پذیرفته‌اند و منابع مالی کافی برای پرداخت هزینه‌هایشان داشته‌اند، با اتفاق غیرمنتظره‌ای روبه‌رو شده‌اند.

## سخن آخر، سود و زیان

با این حال، به عنوان مهم‌ترین نکته به این نتیجه رسیدیم که ارائه تخفیف‌ها موجب به هم خوردن تراز مالی بورس می‌شود، همچنین با در نظر گرفتن این واقعیت که بسیاری از شرکت‌ها حتی با اعمال تخفیف هم امکان پرداخت هزینه‌هایشان را ندارند، به این باور رسیدیم که این اقدام کمکی به مشکل تأمین نقدینگی مورد نیاز شرکت‌ها نمی‌کند. به علاوه، بورس مالت به عنوان یک کسب و کار باید حساب سود و زیان خود را نیز در نظر بگیرد تا با تأمین نقدینگی لازم، قادر به انجام فعالیت‌ها و تعهدات مالی خود باشد. یک بورس ضعیف از نظر مالی، آخرین چیزی است که کشور مالت به آن نیاز دارد، به ویژه آن که یک رکود اقتصادی جهانی در حال شکل‌گیری است.

پس از تجزیه و تحلیل شرایط، ما به این نتیجه رسیدیم که باید مجموعه‌ای از بهترین اقدامات را اجرا کنیم و تصمیم گرفتیم که پرداخت هزینه‌های آخر را لغو و برنامه‌های مناسب و منطقی را برای پرداخت هزینه‌ها طراحی کنیم. حتی اگر در صورت نیاز اجرای این برنامه برای شرکت‌هایی که به شدت از شیوع کرونا آسیب دیده‌اند، تا سال ۲۰۲۱ یا پس از آن هم طول بکشد.

اقدام بورس مالت برای تعلیق شرکتی که هزینه‌های بورسی خود را در این روزهای سخت اقتصادی نپرداخته بود، حرکتی غیرسازنده و نامناسب بود. بنابراین به این نتیجه رسیدیم که باید به دنبال یافتن راه‌حل‌های دوستانه و منطقی باشیم. ما معتقدیم شرکت‌هایی که به شدت از شرایط کنونی آسیب دیده‌اند، از راه‌حل پرداخت بلندمدت استقبال خواهند کرد. این برنامه آنها را قادر می‌سازد تا نقدینگی کوتاه‌مدت خود را به روشی سودمند مدیریت و فعالیت کسب‌وکارشان را تضمین کنند.

علاوه بر اینها، با در نظر گرفتن این نکته که فشارهای اقتصادی برای بسیاری از شرکت‌ها، گسترده و عمیق هستند، خوشحالم اعلام کنم که یک ماه از حقوق خود را برای کمک به کسب‌وکارهای آسیب‌دیده از شیوع بیماری کرونا به صندوقی که به همین منظور از سوی وزارت خزانه‌داری مالت تأسیس شده است، اهدا کرده‌ام. در همین حال، کارکنان بورس مالت نیز در اقدامی داوطلبانه مبالغ مربوط به ۱۴۷ روز تعطیلی خود را (در مجموع حدود ۱۸ هزار یورو) به همین صندوق اهدا کرده‌اند.

می‌دانیم که این اقدامات برای حل مشکلات اقتصادی ناشی از بیماری کرونا به هیچ وجه کافی نیست، اما به عنوان یک بورس اوراق بهادار معتقدیم که ما نه تنها ذینفع بلکه رهبران جامعه مالی و کسب‌وکارهای فعال در آن هستیم. ما باید شهروندانی خوب و وظیفه‌شناس باشیم و همبستگی و احساس همدردی خود را به کسانی که از چنین شرایط وحشتناک مالی آسیب دیده‌اند، نشان دهیم.



و مشتریان خود حمایت کند، بلکه بتواند به کل جامعه نیز خدمت‌رسانی کند.

در همین حال، رئیس جمهور دستور تشکیل «صندوق همبستگی» را صادر کرد. این صندوق، ابزار ویژه‌ای است که به تأمین مالی عمومی و دولتی جهت مقابله با شیوع ویروس کووید ۱۹ کمک می‌کند.

رئیس جمهور با تخصیص یک سوم از حقوق خود، به همراه وزرا و مدیران دولتی، از بخش خصوصی برای کمک به این صندوق دعوت کرد. رئیس جمهور، وزرا و مدیران دولتی به مدت سه ماه یک سوم حقوق خود را به صندوق همبستگی واریز خواهند کرد.

در پاسخ به فراخوان رئیس جمهور آفریقای جنوبی، مدیرعامل، رئیس و اعضای هیأت مدیره بورس ژوهانسبورگ نیز ۳۰ درصد از حقوق خود را به مدت سه ماه به این صندوق اختصاص دادند. این اقدام، پیام مهم و قدرتمندی بود که نشان از همبستگی بورس ژوهانسبورگ با مردم عادی داشت. در همین حال، بسیاری از مدیران و کارکنان بورس ژوهانسبورگ نیز به طور جداگانه مبالغی به این صندوق اختصاص دادند.

بورس ژوهانسبورگ همچنین کمپینی تحت عنوان «کار برای همبستگی» راه‌اندازی کرد. این کمپین ویژه کووید ۱۹ از بورس و ۳۶ شریک تجاری آن، شامل بانک‌های بزرگ آفریقای جنوبی و بانک‌های بین‌المللی، همچنین معامله‌گران کالایی و اوراق و سهام می‌خواست تا سهمی از درآمدهایی را که طی دو روز کسب کرده بودند، به این صندوق اختصاص دهند. بورس ژوهانسبورگ در نظر دارد تا برای همراهی بیشتر با صندوق همبستگی، تعداد روزهای این

کمپین را افزایش دهد.

### بسته‌های بهداشتی

یکی دیگر از اقدامات نوآورانه بورس ژوهانسبورگ، مشارکت با BLSA (شرکت مشاوره مدیریت کسب‌وکار آفریقای جنوبی) در توزیع بسته‌های بهداشتی با هدف کاهش میزان ابتلا اِش‌ار ضعیف به ویروس کووید ۱۹ بود.

مدیرعامل بورس ژوهانسبورگ می‌گوید: وقتی رئیس جمهور سی‌ریل رامافوسا این صندوق را راه‌اندازی کرد، دانستیم که باید وارد عمل شویم و نقش خود را ایفا کنیم. بنابراین با شریکان خود در بازار تماس گرفتیم. اقدام آنها به عنوان اکوسیستم بازارهای سرمایه در کمک به این صندوق بسیار افتخارآمیز بود. بدون شک، پول جمع‌آوری شده به بسیاری از کسانی که از شیوع ویروس کووید ۱۹ آسیب دیده‌اند، کمک خواهد کرد.

بورس ژوهانسبورگ همچنین در حال نهایی کردن چارچوب انتشار اوراق اجتماعی خود است. این اوراق به سرمایه‌گذاری‌های آتی در پروژه‌های پایدار یاری خواهد رساند.

بورس ژوهانسبورگ در حوزه داخلی نیز به فکر حمایت از جامعه فعالان و معامله‌گران بازار است. در حالی که بسیاری از شرکت‌های کوچک و متوسط بر اساس قوانین شرایط ویژه، قراردادهای خود را به حال تعلیق درآورده‌اند، بورس ژوهانسبورگ به شبکه ارائه‌کنندگان خدمات خود تضمین می‌دهد که قراردادهایشان معتبر و محترم است. در زمان قرنطینه برای دیگر ارائه‌کنندگان خدمات که تضمین قرارداد نداشتند نیز به تناسب و بر اساس هزینه‌ای

که پیشتر اعلام کرده‌اند، پرداخت‌هایی صورت گرفته است. این پرداخت‌ها حتی به شرکت‌هایی که به دلیل شیوع بیماری و قرنطینه قادر به انجام تعهدات خود نبوده‌اند، تعلق گرفته است.

### شفافیت قیمت

عمق و نقدشوندگی بازارهای سرمایه تضمینی است بر این واقعیت که در دوره‌های بحرانی، بخش مالی می‌تواند از اقتصاد واقعی حمایت کند. در چنین شرایطی، بورس نقش حیاتی در شفافیت قیمت‌ها، امکان معاملات و تضمین دسترسی به سرمایه ایفا می‌کند. بر این اساس بورس ژوهانسبورگ تصمیم گرفت، هزینه‌های انجام معاملات و تسویه معاملات را تا پایان سال ۲۰۲۰ به میزان ۵۰ درصد کاهش دهد. هدف از انجام این کار، افزایش حجم معاملات و نقدینگی بازار بوده است. بورس ژوهانسبورگ همچنین هزینه‌های پذیرش شرکت‌های کوچک را نیز ۲۵ درصد کاهش داد.

بخش شرکتی در آفریقای جنوبی نقش مهمی در کاهش فاصله طبقاتی ایفا می‌کند. در واقع این بخش با اشتغال‌زایی و استفاده از شبکه‌های زنجیره عرضه خود، تحول بنیادی در اقتصاد ایجاد می‌کند.

در بورس ژوهانسبورگ، ما عمیقاً به ارزش ارتباط با شرکای خود در بازار واقف هستیم و اهمیت آن را می‌دانیم. به همین دلیل، تمام تلاش خود را به کار خواهیم برد تا مطمئن شویم، آنها در شرایط ثابت قرار دارند. به ویژه، آن بخش از شرکای بازار که در جریان شیوع ویروس کرونا دچار آسیب و زیان شده‌اند، مورد توجه ما بوده‌اند.

# نقدینگی بازار در بحران کرونا

شیوع ویروس کرونا، آسیب شدیدی به بازارهای مالی جهان وارد کرد. بر این اساس گروه پژوهش فدراسیون بورس های جهان، ۲۴ بورس جهان (در ۳ منطقه آمریکا، آسیا-اقیانوسیه و اروپا-آفریقا-خاورمیانه) را از نظر شاخص بی ثباتی و نقدینگی مورد بررسی قرار داد. بخشی از نتایج این بررسی را در ادامه می خوانید.

در مارس ۲۰۲۰ یعنی زمانی که بحران اروپا به اوج خود رسیده بود، سرمایه بازارهای جهانی نسبت به مارس ۲۰۱۹ به میزان ۹،۲ درصد کاهش پیدا کرد. در این مدت، بی ثباتی بازارها به شدت افزایش یافت به طوری که مدارشکن ها در سراسر جهان و در تمامی بازارها فعال شدند. اقدامات حداکثری و افرای همچون تعطیل کردن بورس ها و ممنوعیت فروش استقراضی که هیچ سودی برای بازارهای سرمایه نداشتند، به کار گرفته شدند. با وجود این، بازارهای مالی نشان دادند که مقاوم و انعطاف پذیر هستند. به دلیل همین توانایی، در آوریل ۲۰۲۰ بی ثباتی به سطوح نرمال بازگشت.

همانگونه که شکل شماره ۱ نشان می دهد، در مارس ۲۰۲۰ بی ثباتی شاخص سهام ابرشرکت ها به شدت افزایش یافت. همچنین شاخص بی ثباتی بورس برزیل از فوریه تا مارس بیش از ۲۷۵ درصد، بولسا آرژانتین بیش از ۱۵۱ درصد، بورس اندونزی ۱۵۰ درصد و بورس سنژن تنها ۱۴،۸ درصد افزایش یافت. (نمودار یک)

در جریان یک دوره آشفتگی و نابسامانی شدید، انتظار این است که نقدینگی بازارهای سهام از بین برود. در این نوشتار به ارزیابی درستی این گزاره می پردازیم. در ادامه، عملکرد مقیاس میانگین ساده اختلاف قیمت WFE برای نقدینگی در نیمه نخست سال ۲۰۲۰ را مورد بررسی قرار می دهیم.

در این دوره است که ویروس کووید ۱۹ همه گیر شد. سپس این مقیاس را با آمارهای نیمه نخست سال ۲۰۱۹ مقایسه می کنیم تا ببینیم آیا تفاوت چشمگیری در الگوها وجود دارد یا خیر. این نوشتار به بسط نتایج گزارش فدراسیون بورس های جهان درباره عملکرد بازارها در نیمه نخست امسال می پردازد. میانگین ساده اختلاف قیمت (MSS) مقیاسی برای اندازه گیری نقدینگی است که با استفاده از شکاف های قیمت پیشنهادی خرید و فروش محاسبه می شود. میانگین ساده اختلاف قیمت برای هر بخش بازار به شکل زیر محاسبه و ارائه می شود:

**کلان سرمایه: سرمایه بازار < ۱.۳ میلیارد دلار**

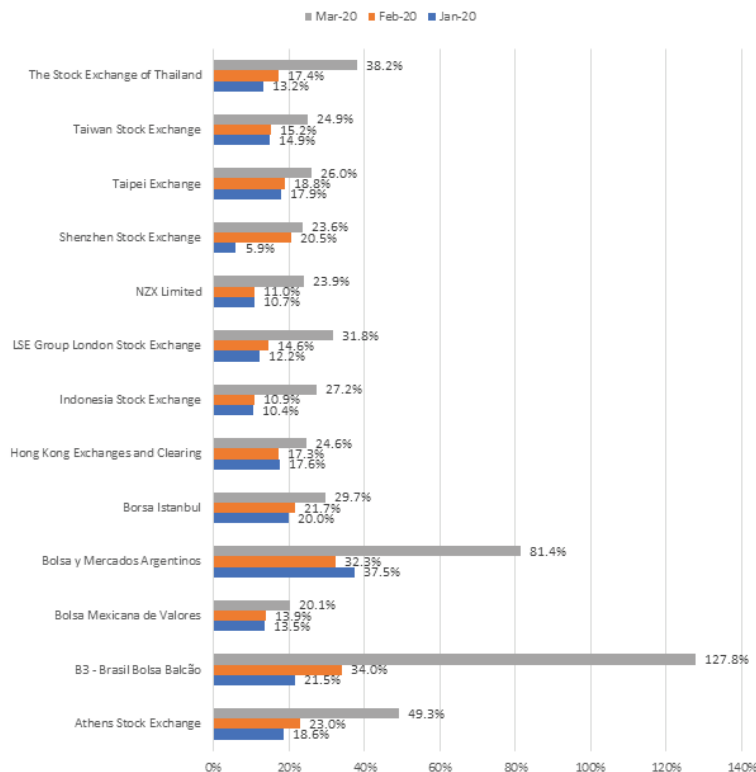
**میان سرمایه: ۱.۳ میلیارد دلار < سرمایه بازار < ۲۰۰ میلیون دلار**

**خرد سرمایه: ۲۰۰ میلیون دلار < سرمایه بازار < ۶۵ میلیون دلار**

**ریز سرمایه: سرمایه بازار > ۶۵ میلیون دلار**

بازارهای بزرگتر همچنین به چهار بخش تقسیم می شوند و داده های MSS برای هر یک جداگانه ارائه می شود. اطلاعات بیشتر درباره نحوه محاسبه MSS در دستورالعملی که فدراسیون بورس های جهان به همین منظور منتشر کرده، آمده است. تحلیل های این نوشتار بر مبنای داده هایی تهیه شده که در فاصله بین ژانویه ۲۰۱۹ تا می ۲۰۲۰ از اعضای فدراسیون بورس های جهان دریافت شده است. با نگاهی به داده های بازار در آغاز سال ۲۰۲۰ درمی یابیم که در سه منطقه مورد بررسی، نقدینگی بازار در یک بخش افزایش و در بخش دیگری کاهش داشته است. در فوریه ۲۰۲۰ که بحران کووید ۱۹ شروع به در هم کوبیدن بازارهای مالی کرد، شکاف قیمت های پیشنهادی خرید و فروش تقریباً در همه بخش ها و مناطق سیر صعودی پیدا کرد. در مارس ۲۰۲۰ که

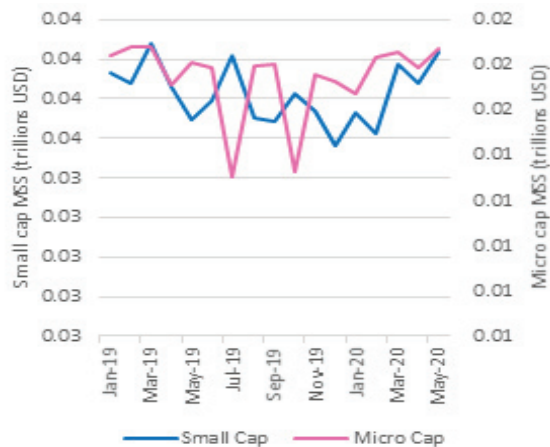
## شاخص بی ثباتی سهام بلوچپ در بورس های مختلف



### میانگین MSS در منطقه خاورمیانه-اروپا-آفریقا

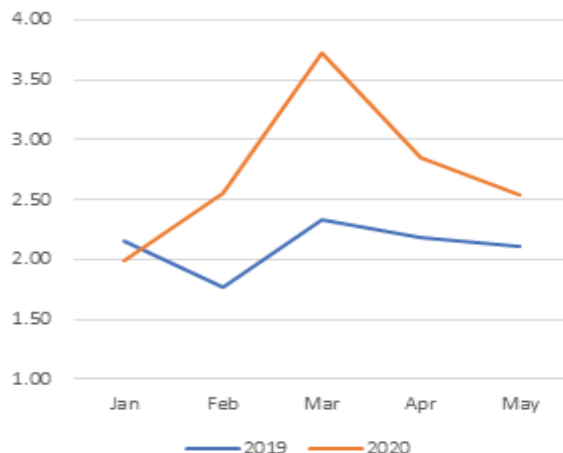


### میانگین MSS در منطقه خاورمیانه-اروپا-آفریقا



همگام با افزایش شکاف بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، متوجه شدیم که تعداد معاملات و ارزش معاملات در سال ۲۰۲۰ نسبت به مدت مشابه سال ۲۰۱۹ افزایش داشته است. این یافته نشان‌دهنده افزایش میزان فروش در بورس‌های سراسر جهان است. اگر در سال ۲۰۱۹ درصد تغییر ارزش معاملات از مارس تا فوریه معادل ۲۹,۲ درصد بود، این رقم در مدت مشابه سال ۲۰۲۰ به ۴۱,۹ درصد افزایش یافت. اگرچه تعداد معاملات در مارس ۲۰۱۹ با ۳۱,۸ درصد رشد مواجه شد اما این رقم در مارس ۲۰۲۰ به ۴۶,۱ درصد رسید.

### تعداد معاملات (میلیارد دلار)

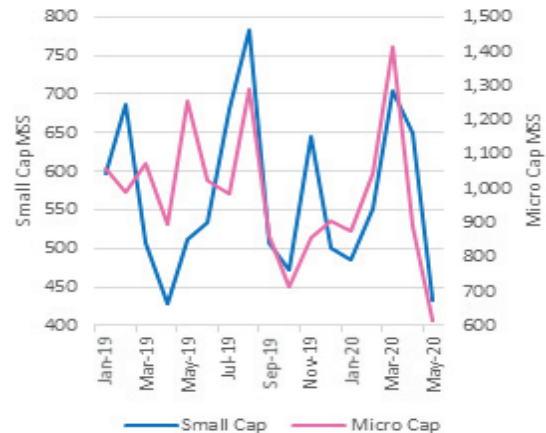


هم‌زمان با بدترین روزهای همه‌گیری بیماری کرونا بود، ما شاهد افزایش در MSS هستیم که نشان‌دهنده افزایش شکاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و نقدینگی کمتر در همه بخش‌های بازار و همه مناطق است. نمودارهای زیر نشان‌دهنده میانگین MSS در سه منطقه مورد بررسی در فاصله بین ژانویه ۲۰۱۹ و می ۲۰۲۰ است. کاهش MSS در می ۲۰۲۰ در هر سه منطقه نشانگر کمتر شدن شکاف بین قیمت‌های خرید و فروش و افزایش نقدینگی بازار است.

### میانگین MSS در منطقه آمریکا



### میانگین MSS در منطقه آمریکا



### میانگین MSS در منطقه آسیا-اقیانوسیه



# بلاکچین بازار سهام را دگرگون می‌کند



والری ویشواتایا  
تحلیلگر ارشد کاستومر تینک

وقتی یک ذینفع به خصوصی ماندن یک شرکت رای می‌دهد، بازار اوراق بهادار با چالش‌هایی مواجه می‌شود. در این حالت، وقتی یک فروشنده خواهان عرضه عمومی سهام شرکت است، تضاد منافع ناخواسته‌ای به وجود می‌آید. شرکت‌های BSFI (بانکداری، خدمات مالی و بیمه) که توسط فناوری بلاکچین تغییر پیدا کرده‌اند: Nasdaq، TheWorldBank، NSD به طور کلی تکنولوژی بلاکچین متدی از ثبت و تاییدیه تراکنش‌های بانکی به روش غیرمتمرکز است که در آن، طرفین به رکورد یا سابقه کامل و تغییرناپذیری از اطلاعات ثبت شده معاملات دسترسی دارند. بلاکچین امکان ایجاد هم‌کوشی و هم‌افزایی ذینفعان و حذف واسطه‌هایی همچون وکلا، حسابداران، دفترخانه‌ها و موسسات دولتی را فراهم می‌کند. تمام اطلاعات لازم در یک قرارداد هوشمند جای داده می‌شوند؛ پروتکلی برای تسهیل و ثبت و بررسی تراکنش‌ها به شیوه‌ای امن.

در زمینه نوآوری جهانی، شرکت‌ها همواره در تلاشند تا آخرین تکنولوژی‌های دیجیتال را اتخاذ کنند تا بهره‌وریشان را افزایش دهند و یک برتری رقابتی نسبت به رقبای خود به دست آورند. امروزه بلاکچین به عنوان یکی از ستون‌های حیاتی فناوری در زمینه ادغام داده‌ها شناخته می‌شود. در دنیای دیجیتالی امروزی، راه‌حل‌های بلاکچین حق مالکیت اطلاعاتی را که باید ایمن و محفوظ بمانند، به ما اعطا می‌کند. دفاتر کل توزیع شده (دفاتر حسابداری) توسط بیشتر صنایع مورد پذیرش قرار گرفته‌اند و به دلیل ماهیت تغییرناپذیر و غیرمتمرکزی که دارند، تغییر و تحولی در سیستم‌های قانونی ایجاد می‌کنند که در نهایت منجر به افزایش اعتبار و البته شفاف‌سازی بیشتر می‌شود. در حال حاضر کل بازار سهام جهانی به شدت تحت تاثیر بلاکچین قرار گرفته است. با این حال، هنوز دو حوزه اصلی تمرکز وجود دارد: تسویه وجوه تجاری و نقدینگی سهام بخش خصوصی.

هزینه‌های انتشار، سرعت بخشیدن به روند عملیات انتشار، کاهش خطرات و نیز کاهش نوسانات قیمت ارائه شده است.

### فن آوری بلاکچین در ارائه خدمات مالی: نمونه‌های کاربردی

بلاکچین را می‌توان در بخش‌های مالی مختلف و با روش‌های مختلف پیاده‌سازی کرد. در این بخش به بررسی سناریوهای اولیه می‌پردازیم که در آن تکنولوژی برای تغییر صنعت مالی استفاده می‌شود.

#### تراکنش‌های برون مرزی

بلاکچین می‌تواند فرآیند انتقال وجوه را به شکل غیرمتمرکز سرعت بخشد. کاهش هزینه‌های عملیاتی، بررسی شبکه‌های نظیر به نظیر (P2P) و پردازش تراکنش در چند منطقه زمانی مختلف فقط در عرض چند ثانیه را می‌توان از مزایای این فناوری نام برد.

#### پلتفرم‌های تجاری

قراردادهای هوشمند به عنوان راه‌حل‌های قابل اعتماد در بازار بیرون از بورس ارائه شده‌اند. در این بازار، معاملات بین دو طرف بدون نظارت و خارج از بازار بورس انجام می‌شود. در مثال بازار برای معاملات نظیر به نظیر، کارپوشه‌ای وجود دارد که نشان‌دهنده قیمت‌های خرید و فروش بر اساس دستورات زمانی است.

#### تسویه وجوه

امروزه تمامی تراکنش‌ها باید یک فرآیند سه مرحله‌ای تسویه و واریز وجوه را طی کنند. این چرخه شامل مراحل پیچیده و نیازمند همکاری و همگرایی کامل طرفین در سیستم تجارت جهانی است. بلاکچین پتانسیل ایجاد تغییر در این فرآیند دشوار را دارد تا آن را به پروسه‌ای خودکار و آسان تبدیل کند.

#### نتیجه‌گیری

بلاکچین این قابلیت را دارد تا انقلابی در صنعت مالی ایجاد کند و در عین حال فرصت‌های جدیدی در سرمایه‌گذاری‌هایی که بر پایه بلاکچین خود را ارتقا داده‌اند، به وجود آورد. این فناوری به سازمان‌ها و نهادهای مالی این اجازه را می‌دهد تا به سرعت بالاتری در شفافیت و روند تسویه دست یابند. همچنین تراکنش‌های P2P را تقویت می‌کند و ریسک و خطرات کلاهبرداری را به کمترین میزان خود می‌رساند. از همه مهم‌تر، تمام عملیات به شکل کاملاً شفاف صورت می‌گیرد و خطاهای انسانی در نقل و انتقالات جایی ندارند. موسسات مالی سنتی به راحتی از مراکز تحقیقاتی و توسعه دهنده بلاکچین حمایت می‌کنند. علاوه بر این، شرکت‌ها از فروشندگان ثالث خود خواسته‌اند تا در مسیر خودکارسازی به وسیله بلاکچین و مدیریت و ارائه خدمات مبتنی بر بلاکچین، آنها را همراهی کنند.

منبع: Customer Think

با اتخاذ قراردادهای هوشمند، همه کسب و کارها فرآیندهای تجاری پیچیده خود را ساده‌سازی می‌کنند تا انجام فرآیند در زمان کوتاه‌تری صورت پذیرد، مقرون به صرفه‌تر و خالی از هرگونه ریسک و خطر شود.

طبق آخرین پژوهش بازار بلاکچین، دولت‌ها و همچنین شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذار، به میزان قابل توجهی در توسعه پلتفرم‌ها و راه‌حل‌های مبتنی بر فناوری بلاکچین سرمایه‌گذاری کرده‌اند، به خصوص در صنایع نوپا و نوظهور بانکی، خدمات مالی و بیمه (BSFi) که همراه با سایر خدمات، به ویژه شامل سرمایه‌گذاری و معاملات سهام نیز می‌شوند.

امروزه دیگر هیچ شکی نیست که تمامی سهام و اوراق بهادار در آینده نه چندان دور نشانه‌گذاری (Tokenize) و قابل ردگیری خواهند شد و روند صدور و تسویه سریع‌تر، امن‌تر و غیرمتمرکزتر خواهد شد. بورس نزدک (Nasdaq)، بازار سهام استرالیا، بورس جدید نیویورک و دیگر بازیگران بازار سهام در میان اولین پذیرندگان این فن آوری قرار دارند.

نزدک تمام تلاش خود را در راه اتخاذ فن آوری بلاکچین به کار گرفته تا تراکنش‌ها را امن‌تر و خرید و فروش سهام را بهتر سازماندهی کند.

#### راه‌حل‌های بلاکچین برای بازار اوراق

راه‌حل‌های بلاکچین بر بازار اوراق قرضه نیز تأثیرات فراوانی گذاشته است. هدف از این فن آوری حذف همه تشریفات مربوط به شرکت‌های خصوصی و نیز نهادهای رسمی است که قادر به انتشار اوراق قرضه به صورت token securities هستند. به این ترتیب فرآیند چرخه زندگی اوراق قرضه (از زمان انتشار تا جابجایی و اسکان) کارآمدتر و ایمن‌تر می‌شود.

در اینجا مثال‌هایی از دو سازمان پیش‌تاز وجود دارد که توانسته‌اند با موفقیت نمونه اولیه مبتنی بر زیرساخت‌های بلاکچین را در فرآیند کسب و کار خود پیاده‌سازی کنند. نهاد ملی سپرده‌گذاری و تسویه وجوه (NSD)، نهاد مرکزی سپرده‌گذاری اوراق بهادار فدراسیون روسیه است که به دنبال ایجاد یک زیرساخت بلاکچینی برای یک محصول ابتکاری بود.

در نتیجه NSD درخواست ایجاد یک پلتفرم مبتنی بر بلاکچین برای انتشار اوراق قرضه به ارزش ۱۰ میلیون دلار را مطرح کرد. این سیستم، محرمانه بودن و شفافیت معاملات را تضمین می‌کند و امکان کاهش هزینه‌های صادرکننده اوراق قرضه، تضمین ارتباط متقابل با مرکز اصلی داده‌پردازی (data center) را فراهم و به حداقل رساندن خطر کلاهبرداری را امکان‌پذیر می‌کند.

راه‌حل‌های بلاکچین در زمینه خدمات مالی، با فراهم کردن دسترسی آنی به آخرین اطلاعات اوراق بهادار شرکت در یک پلتفرم تجاری، انتقال سهام را تبدیل به یک فرآیند خودکار می‌کند. بانک جهانی و بانک مشترک المنافع استرالیا (CommBank) با هم متحد شده‌اند تا طرح Bond-I را راه‌اندازی کنند.

این طرح ثبت معاملات اوراق قرضه را در بازار ثانویه با استفاده از فناوری بلاکچین امکان‌پذیر می‌کند. این راه‌حل برای کاهش

## شیوع جهانی و تغییر اولویت‌ها



جلیل تعریف

دبیرکل بورس‌های اوراق بهادار اتحادیه عرب

اما بورس‌های منطقه منا (خاورمیانه و شمال آفریقا) نه تنها به دلیل انتشار ویروس، بلکه تحت تاثیر کاهش شدید قیمت نفت افت ارزش را تجربه کردند. سرمایه بازار ۱۶ بورس این منطقه افت ارزشی به میزان ۲ هزار و ۵۰۰ میلیارد دلار برابر با ۲۲ درصد را متحمل شدند. در میان بورس‌های منطقه منا، سرمایه بازار بورس عربستان (تداول) که بیش از ۸۰ درصد بازار سرمایه منطقه را تشکیل می‌دهد، در مقایسه با پایان ژانویه ۲۰۲۰ از ۲ هزار و ۳۰۰ میلیارد دلار به ۲ هزار میلیارد دلار کاهش پیدا کرد.

### بسته‌های محرک اقتصادی

بسته‌های چندین میلیارد دلاری در منطقه منا ارائه شده است، از جمله یک بسته حمایتی به ارزش ۳۱.۹ میلیارد دلار که به منظور کاهش آثار اقتصادی این بحران در عربستان سعودی عرضه شده است. امارات متحده عربی نمونه مهم دیگری از حمایت دولتی است. ابوظبی ۱۵ برنامه ابتکار برای حمایت از شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه کرده است. این در حالی است که دوی یک بسته حمایتی ۱.۵ میلیارد درهمی برای افزایش نقدینگی معرفی کرده است. همچنین قطر یک بسته ۲۳ میلیارد دلاری ارائه کرد تا از اقتصاد کشورش در برابر بحران جهانی

مانند کنار آمدن با اثرات تقابل اجتماعی و بحران‌های اقتصادی به وجود آمد که دولت‌ها برای حل این مشکل، با وجود هراس از خطرات ناشی از موج دوم بیماری مجبور به بازگشایی تدریجی کسب و کارها شدند.

### تائیرات روی بازارهای سرمایه

بر اثر شیوع ویروس کووید ۱۹ و افزایش آمار مبتلایان به کرونا، بازارهای جهانی تقریباً یک سوم سرمایه‌های خود را در ماه مارس از دست دادند. این میزان کاهش بی‌سابقه و بدتر از رکود بزرگ اقتصادی دهه ۱۹۳۰ میلادی و بحران مالی سال ۲۰۰۸ بود.

در این میان، شاخص صنعت داو جونز بیش از ۳۸ درصد نسبت به بالاترین میانگین ثبت شده در اواخر ماه فوریه (یک ماه قبل) سقوط کرد. در همین حال، شاخص‌های نزدک و اس‌اندپ ۵۰۰ نیز به ترتیب شاهد کاهش ۳۳ و ۳۵ درصدی بودند. در اروپا نیز وضعیت مشابهی را شاهد بودیم. در حالی که شاخص فوتسی ۱۰۰ لندن بیش از ۳۷ درصد سقوط را تجربه کرد، دیگر بازارهای اروپایی زیان بیشتری را متحمل شدند، به طوری که آمارها حاکی از سقوط بیش از ۴۰ درصدی دو شاخص دکس فرانکفورت و سی‌ای‌سی پاریس بودند.

پیش از پیوستن به نهاد بورس‌های اوراق بهادار اتحادیه عرب به عنوان دبیرکل، افتخار کار به عنوان مدیرعامل بورس اوراق بهادار عمان را داشتم. در آن دوره از همکاری نزدیک با همکاران خود در سراسر دنیا لذت بردم و بهره‌مند شدم. من معتقدم که همکاری قوی و گسترده بین ذینفعان بازارهای مالی منجر به موفقیت بازارهای سرمایه می‌شود.

### دوراهی سلامت و اقتصاد

با همه‌گیری گسترده ویروس کووید ۱۹ دولت‌ها تحت فشار قرار گرفتند تا اقداماتی را برای جلوگیری از شیوع بیشتر بیماری کرونا اعمال کنند. بدین ترتیب محدودیت‌هایی بر جابجایی و مسافرت و به دنبال آن قرنطینه کامل اعمال شد. با این حال، با افزایش مداوم شیوع ویروس و اعمال قوانین قرنطینه، مردم و اقتصاد کشورها شروع به آسیب دیدن و رنج کشیدن کردند. بسیاری از اقتصادهای بزرگ دنیا وارد یک رکود غیرمنتظره شدند و در همین حال نرخ بیکاری در کشورهای مختلف به میزان بی‌سابقه‌ای افزایش داشته است. همانطور که اعمال قوانین برای ایجاد محدودیت‌های اجتماعی تا حدودی از گسترش ویروس جلوگیری کرد، ضرورت‌های جدیدی

فدراسیون بورسهای جهان منتشر کرد؛

## ششمین پژوهش سالانه تاب آوری

مالی حمایت می‌کنند؛ و سرانجام، بنیان نهادن اصول حاکمیتی داخلی، روندهای عملیاتی و سیاست‌های کارآمد برای حمایت از هرگونه تلاش در زمینه تاب‌آوری.

در پژوهش بعدی، فدراسیون بورس‌های جهان در برنامه ابتکاری "بورس‌های اوراق بهادار پایدار" سازمان ملل (SSE) مشارکت کرد تا گزارش "چگونه بورس‌ها می‌توانند تاب‌آوری را در فعالیت‌های خود بگنجانند: طرحی برای اقدام" تهیه و منتشر کند.

نکات برجسته پژوهش فدراسیون بورس‌های جهان شامل موارد زیر است:

۱- بورس‌های عضو به فعالیت خود در زمینه توسعه تاب‌آوری از طریق به‌کارگیری کامل "اصول تاب‌آوری" فدراسیون بورس‌های جهان ادامه می‌دهند. در میان بورس‌های مورد بررسی که به پرسش‌های این پژوهش پاسخ داده‌اند، ۴۱ درصد دست به اقداماتی زدند که کاملاً مطابق با ۵ اصل اعلامی از سوی فدراسیون بوده است.

۲- تعداد قابل توجهی از بورس‌ها به دلیل فرصت‌های جدیدی که به‌کارگیری اصول تاب‌آوری برایشان فراهم کرده بود، دلگرم و تشویق به پیروی کامل از آنها شدند. این موضوع نشانه مثبتی است مبنی بر اینکه اصول ESG (مسایل زیست‌محیطی، اجتماعی، حاکمیت شرکتی) به بخش اصلی ویژگی‌ها و استراتژی‌های این بورس‌ها تبدیل شده است.

۳- نزدیک به ۹۰ درصد از شرکت‌کنندگان در این پژوهش اعلام کردند که از خواست سرمایه‌گذاران مبنی بر افشای موارد زیست

فدراسیون جهانی بورس‌ها نتایج حاصل از ششمین پژوهش سالانه «تاب‌آوری» خود را منتشر کرد.

پژوهش تاب‌آوری فدراسیون جهانی بورس‌ها، ماهیت و گستره پذیرش و تعهد شرکت‌ها و نهادهای عضو به موضوعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) هم در بازارهای توسعه‌یافته و هم بازارهای نوظهور را مورد بررسی و سنجش قرار می‌دهد. با اجرای این پژوهش که به صورت سالانه انجام می‌شود، فدراسیون بورس‌های جهان و صنعت مالی قادر خواهند بود تا میزان تعهد اعضا به این موارد را ارزیابی کنند.

مسایل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) از جمله اصول و فرمان‌های استراتژیک فدراسیون بورس‌های جهان به شمار می‌روند و پژوهش امسال برای دومین بار، فعالیت‌های بورسی را برای اصول تاب‌آوری فدراسیون بورس‌های جهان ترسیم و بازنمایی می‌کند. این اصول که در اکتبر ۲۰۱۸ منتشر شدند، اعلام می‌کنند که بورس‌های اوراق بهادار در این اکوسیستم بورسی برای آموزش و تربیت مشارکت‌کنندگان بازار در این زمینه‌ها فعالیت خواهند کرد: اهمیت مسایل مربوط به تاب‌آوری؛ ارتقاء دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات مربوط به مسایل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG)؛ همکاری فعالانه با ذی‌نفعان جهت توسعه برنامه مالی پایدار؛ تأمین بازارها و ارائه محصولات که از بهبود و افزایش تأمین مالی پایدار، همچنین جهت‌گیری مجدد جریان‌های

کووید ۱۹ محافظت کند و در همین حال، مصر نیز یک بسته وام مالی ۶.۳ میلیارد دلاری در نظر گرفت.

مقام‌های ناظر و بورس‌های اوراق بهادار همراه با حمایت دولت‌ها به دنبال راه‌حلی برای غلبه بر اثرات ویروس هستند و در این زمینه همکاری نزدیکی دارند. اقدامات انجام شده در منطقه مناسبت قیمت‌گذاری، کاهش ساعات معاملاتی، تمدید مهلت برای برگزاری مجامع شرکت‌ها و الزامات افشا می‌شود. بسیاری از مقام‌های ناظر بر بورس‌های اوراق بهادار در این منطقه از شرکت‌های پذیرفته شده درخواست کردند که تأثیر بحران جهانی شیوع ویروس کووید ۱۹ بر موقعیت‌های مالی فعلی و آتی خود را افشا کنند. به این ترتیب، می‌توان تأثیرات این بحران بر بورس‌های منطقه را شناسایی و برای حل آنها چاره‌جویی کرد. به طور کلی، معتقدم که بازارهای مالی، از جمله بازارهای مالی کشورهای منطقه مناسبت‌های بسیار مهمی در مقابله با پدیده همه‌گیری ویروس کووید ۱۹ داشته‌اند. آمارها و شاخص‌های جدید نشانه‌های مثبتی مبنی بر بهبود اقتصادها و بازارها در طولانی‌مدت ارائه می‌دهند.

### اطلاع‌رسانی به موقع

من همچنین حمایت به موقع موسسات و نهادهای بین‌المللی را تحسین می‌کنم. موسساتی مانند سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)، فدراسیون بورس‌های جهان (WFE) و سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (OECD) در این زمینه بسیار فعال بوده‌اند. این نهادها و سازمان‌ها بر اهمیت داشتن اطلاعات با کیفیت در زمینه تأثیرات ویروس کرونا، همچنین نیاز به بازنگری داشتن بازارها و تداوم فعالیت‌های معاملاتی، ارائه معیارهای شناخته شده برای رسیدگی و پیگیری فشارهای وارد شده بر سیستم‌های مالی تأکید کرده‌اند.

روشن است که سبک‌ها و روش‌های زندگی بعد از بحران جهانی کووید ۱۹ همانند گذشته نخواهد بود. بنابراین تا زمان پیدا شدن واکسن یا دارویی مؤثر برای درمان این بیماری، انجام اقدامات احتیاطی همچون رعایت فاصله اجتماعی از اهمیت زیادی برخوردار خواهد بود. در این میان، اولویت‌های بازارهای سرمایه نیز تغییر کرده‌اند. در حال حاضر بیشترین تمرکز بر برنامه‌های حاکمیت شرکتی همچون افشای اطلاعات و شفافیت، بهبود فناوری‌های مورد استفاده و امنیت سایبری، همچنین تقویت زیرساخت‌های بازارهای مالی استوار است.



## رمزارزها در کانون توجه WFE

فدراسیون بورس‌های جهان (WFE) با صدور اطلاعیه‌ای، توجه به گسترش و پیشرفت پول‌های رمزنگاری شده باثبات (Stablecoin) همچنین دارایی‌های رمزنگاری شده را خواستار شد. در این اطلاعیه، فدراسیون بورس‌های جهان درخواست کرد که در پاسخ به رشد چشمگیر رمزارزهای باثبات، طبقه‌بندی مشترک و متعارفی شکل بگیرد. البته چنین طبقه‌بندی باید دارایی‌های رمزنگاری شده را نیز پوشش دهد. این اقدام به ایجاد یک طبقه‌بندی نظارتی یکپارچه و مشترک، پیش از آن که تقسیم‌بندی‌های متعدد به وجود آید، منجر می‌شود. فدراسیون بورس‌های جهان از شورای ثبات مالی (FSB) و دیگر نهادهای بین‌المللی که مسئولیت تعیین و ایجاد استانداردها را بر عهده دارند، درخواست کرد تا به ایجاد، پذیرش و استفاده از یک طبقه‌بندی جهانی اقدام کنند. با چنین طبقه‌بندی جهانی، ما این به استاندارد مشترک می‌رسیم که آیا پول‌های رمزنگاری شده باثبات جهانی (GSC) یا دیگر دارایی‌های رمزنگاری شده با یک طبقه‌بندی یا تعریف خاص همخوانی دارند یا خیر. با این اقدام، تفاوت و پراکندگی بین حوزه‌های مختلف کاهش می‌یابد و اختلاف بین قانونگذاران و مقام‌های ناظر بورس‌ها کمتر می‌شود. همچنین بازبینی دوره‌ای چنین طبقه‌بندی ما را مطمئن می‌سازد که انواع مختلف GSC و دارایی‌های رمزنگاری شده (که بدون شک در آینده به بلوغ می‌رسند و ممکن است محصول جدید، باثبات و کاربردی را شکل دهند) با قوانین نظارتی و شرکتی همخوانی و مطابقت دارند. بر این اساس، فدراسیون بورس‌های جهان از FSB می‌خواهد تا برای بررسی بیشتر، این سه موضوع را مورد توجه قرار دهد:

- انجام طبقه‌بندی برای تمامی انواع GSC و دارایی‌های رمزنگاری شده،
  - استفاده از توصیه‌ها و پیشنهادها برای همه دارایی‌های رمزنگاری شده،
  - درخواست همکاری بین‌المللی در زمینه ارائه پیشنهادها و الزام به اشتراک اطلاعات جهت نظارت بر معاملات تمامی انواع دارایی‌های رمزنگاری شده.
- در این راستا لازم است که نهادهای ناظر اطلاعات و یافته‌های خود در زمینه پول‌های رمزنگاری شده باثبات و دارایی‌های رمزنگاری شده جهان، همچنین اطلاعات مربوط به ناشران و پلتفرم‌های معاملاتی مورد استفاده آنها را به اشتراک بگذارند. بدون اتخاذ رویکردهای هماهنگ و قاعده‌مند جهت اجرا و نظارت بر روند معاملات این محصولات، اهدافی همچون یکپارچگی بازار و حمایت از مشتریان تحقق نخواهد یافت. پژوهش فدراسیون بورس‌های جهان نشان داد که ماهیت دارایی‌های رمزنگاری شده و فناوری مورد استفاده در معاملات آنها، ذاتاً برون مرزی و بین‌المللی است. بر این اساس، پیشنهادها ارائه شده را می‌توان برای تمامی انواع دارایی‌های رمزنگاری شده مورد استفاده قرار داد. ناندینی سوکومار، مدیرعامل فدراسیون بورس‌های جهان در این باره می‌گوید: ما با به‌کارگیری اصل "پیش‌بینی یکسان، ریسک یکسان، قوانین یکسان" از همه تلاش‌ها برای رفع مشکل رویکردهای نظارتی غیریکپارچه حمایت می‌کنیم. همچنین بر ضرورت همکاری‌های برون مرزی و بین‌المللی بین بورس‌ها برای نظارت بر پول‌های رمزنگاری شده باثبات و روند معاملات آنها (خواه در سطح عمده‌فروشی یا خرده‌فروشی) تاکید می‌کنیم. Stablecoin: نوعی از رمزارزها که برای مصون ماندن از نوسانات بازار طراحی شده است. به همین دلیل، این رمزارزها کاربردی‌تر از رمزارزهای سنتی هستند. علت مصونیت این نوع رمزارزها این است که ارزش آنها اصطلاحاً به دارایی‌های باثبات همچون طلا یا ارزهای معتبر "میخ" شده است. معروفترین Stablecoin جهان، Tether با ارزش بازار بیش از ۳.۵ میلیارد دلار است. Tether از نظر ارزش بازار، رتبه پنجم را در میان ۱۰۰ رمزارز برتر جهان دارد.

محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی آگاه هستند. اگرچه بیشتر بورس‌های جهان الزامی برای افشای این موارد ندارند اما تعداد بورس‌هایی که به فکر چنین الزامی در آینده هستند، نسبت به قبل تقریباً دو برابر شده است.

۴- در حال حاضر، در زمینه استانداردها و فرمت‌های پذیرفته شده ESG از سوی بورس‌های جهان، هیچ نوع همگرایی وجود ندارد. در واقع، برخی اعضای فدراسیون بورس‌های جهان موضوع همگرایی جهانی درباره استانداردهای ESG را به عنوان یک نگرانی جدید در برنامه‌های تاب‌آوری خود گنجانده‌اند.

۵- اوراق قرضه سبز برای نخستین بار به رایج‌ترین محصولات ESG تبدیل شدند. این پژوهش همچنین نشان‌دهنده رشدی ملایم در عرضه تمامی انواع محصولات مربوط به تاب‌آوری بود. بر این اساس، روشن شد که استقبال از محصولات ESG در بورس‌های جهان از رشدی تدریجی برخوردار بوده است.

ناندینی سوکومار، مدیرعامل فدراسیون بورس‌های جهان در این زمینه گفت: رهبری صنعت مالی در زمینه تاب‌آوری همچنان ادامه دارد. در حالی که جهان در جریان بحران ناشی از همه‌گیری یک بیماری خطرناک که همه برنامه‌ها و الگوهای موجود را بر هم زده، به دنبال بازآفرینی یک جامعه بهتر است، بورس‌های جهان به الگویی برجسته و بخشی از این راه‌حل جهانی تبدیل شده‌اند.

این پژوهش اوایل سال ۲۰۲۰ و با توجه به پاسخ‌های ارائه شده مربوط به سال تقویمی ۲۰۱۹ تهیه شده است. در این پژوهش ۶۱ بورس جهان مورد بررسی قرار گرفتند که از آن میان، ۵۶ بورس عضو فدراسیون بورس‌های جهان بودند. همچنین از ۵۶ بورس عضو WFE که در این پژوهش شرکت کردند، شش بورس فقط در زمینه اوراق مشتقه فعالیت می‌کنند.

همچون سال‌های گذشته، پرسشنامه‌های این پژوهش نیز در راستای پیشرفت‌های بورس‌های جهان در زمینه تاب‌آوری، مورد بازبینی قرار گرفتند و بهینه شدند.

در پرسشنامه جدید، مواردی چون رعایت ESG در مشتقه‌های کالایی مورد سؤال قرار گرفت که هدف از آن، یافتن ویژگی‌های برجسته بورس‌هایی بود که فقط به معاملات مشتقه‌ها می‌پردازند. به علاوه، پرسش‌های مربوط به الزام گزارش‌گری و استانداردهای ESG که مورد پذیرش بورس‌ها قرار گرفته‌اند، چون پرسش‌های مربوط به اوراق سبز مورد بازبینی قرار گرفتند. هدف از این اقدام، جمع‌آوری جزئیات بیشتر درباره عرضه این محصولات بوده است.



در گفت و گو با معاون سابق سازمان خصوصی سازی مطرح شد:

# درآمدزایی ۱۹ هزار میلیارد تومانی دولت از سهام عدالت

۳۸

۳۴ آزادسازی پلکانی  
مغایر با قانون است

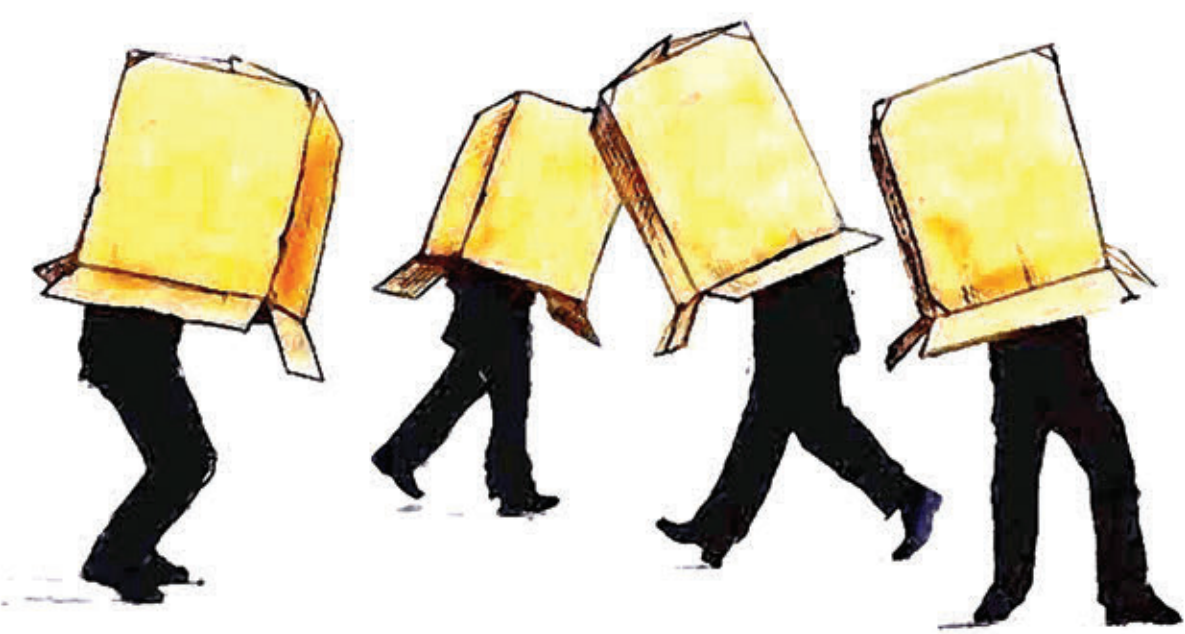


۳۲ زنجیره‌های تأمین داخلی  
برای اثرگذاری تحریم‌ها



۲۶ دولت‌های ضد تولید  
مانع جذب نقدینگی





## دولت‌های ضد تولید مانع جذب نقدینگی



ابراهیم رزاقی  
اقتصاددان

برابر می‌شود. تجربیات کشورهای مختلف از جمله ایران نشان می‌دهد که در یک نقطه‌ای پرداخت‌های سود کلان متوقف خواهد شد زیرا پرداخت سود از طریق سفته بازی تا جایی گنجایش دارد.

همه می‌دانند که این سودها موقتی و ساختگی است و در نقطه‌ای دیگر امکان افزایش سود سهام نیست، بنابراین سهامداران متضرر می‌شوند. شواهد نشان می‌دهد به ترکیدن حباب در بورس نزدیک می‌شویم. دولت به تبعات این کار فکر نمی‌کند بلکه از افرادی که شیفته سود بدون زحمت هستند، دارایی کسب می‌کند و این خطرناک‌ترین نوع جمع آوری نقدینگی است. نمونه آن می‌توان به شرکت نیرو اشاره کرد که سهامش در چند سال گذشته ۱۰۰ تومان بوده که بعد به ۱۴۰۰ تومان رسید و در حال حاضر مجدد به ۱۰۰ تومان رسیده است و سهامداران آن متضرر شده‌اند.

دولت برنامه‌ای برای جذب نقدینگی به سمت تولید ندارد و سود تولید بسیار ناچیز است زیرا دولت‌ها ضد تولید عمل می‌کنند و به آن اهمیت نمی‌دهند و نیازهای خود را از طریق وام گرفتن‌ها و سفته بازی جبران می‌کنند. در حال حاضر سود واسطه‌گری حداقل ۵۰ درصد است.

در نتیجه باید بگویم کنترل نقدینگی افسار گسیخته در کشور با برنامه‌های کنونی امکان پذیر نیست و اراده‌ای قوی و همه جانبه می‌خواهد و تا زمانی که دولت فکر کند در بازار دادوستد خارجی دخالت نکند و مالیات از آن اخذ نکند تا سود بالاتر از سطح تولید، نصیب این افراد شود وضع همین گونه خواهد ماند. رشد نقدینگی افسار گسیخته، فقر، بیکاری و مشکلات اقتصادی غیر قابل کنترل، ادامه دار خواهد بود. برنامه‌های اشتباه رئیس جمهورها، دولت‌ها و مجلس‌ها کشور را به این بحران کشانده است. ایران کشوری است که الگوی اقتصادی برای کل جهان ارائه می‌دهد و نباید چنین رشد نقدینگی، بیکاری، تورم و مشکلات اقتصادی را تجربه کند. این یعنی اینکه کشور یک برنامه اقتصادی منسجم و درست مثل اقتصاد مقاومتی می‌خواهد که دولت‌ها باید برای اجرای آن اهتمام ورزند.

عوامل مختلفی در ایجاد رشد ۷۳ درصدی نقدینگی در سه ماهه ابتدایی امسال و رسیدن آن به رقم ۲۶۵۱ هزار و ۴۰۰ میلیارد تومان نقش دارد، اما مهم‌ترین عامل این رشد نقدینگی افسار گسیخته، نحوه تأمین درآمد برای بودجه است.

در همه کشورها برای تأمین درآمد بودجه، انواع مالیات‌ها اخذ می‌شود که گرفتن مالیات‌ها در کشورهای دیگر منجر به نظارت دولت بر فساد هم می‌شود. اما در ایران یکسری از افراد از رانت استفاده کرده و اشرافیت را تشکیل می‌دهند که نه مالیات می‌دهند و نه دولت می‌تواند نظارتی بر آنها داشته باشد. از طرف دیگر در برابر اشرافیت، افراد دیگری هستند که نمی‌خواهند عقب بمانند، بنابراین به دنبال بازاری هستند تا با گذاشتن پول خود در زمان کوتاه، سود خوبی به دست آورند و به دنبال سودی که به اشتغال و تولید ربط داشته باشد، نیستند. در حال حاضر هم در ایران بازار سرمایه و سود خوب ناشی از سفته‌بازی تنها بازاری است که توانسته نقدینگی‌های افسار گسیخته را به خوبی جذب کند. در این میان دولت هم برای تأمین کسری بودجه خود سرمایه‌ها را به بورس سوق می‌دهد تا از طریق بورس تأمین نقدینگی کند که خطرناک‌ترین روش را برگزیده است.

بنابراین به روش‌های مختلف از جمله حمایت دولت از بورس، سود بازار سرمایه بالا می‌رود، در صورتی که می‌بینیم برخی از شرکت‌ها در حال ورشکستگی و ضرر دادن هستند، اما قیمت اوراق سهام آنها افزایش یافته است یعنی دولت نتوانسته از ظرفیت نقدینگی افسار گسیخته به نفع تولید استفاده کند. در این شرایط، بانک مرکزی برای همراهی دولت، نرخ سود بانکی را کاهش داده است و جالب‌تر

اینکه برخی معتقدند از سپرده‌ها هم باید مالیات اخذ شود یعنی با تورم ۴۰ درصد، سود ۱۵ درصد پرداخت می‌شود و از آن هم مالیات گرفته شود. این است که سپرده‌ها از بانک‌ها خارج و به سمت بازاری سوق پیدا می‌کند که به دلیل سفته‌بازی سود بیشتری پرداخت می‌کند یعنی به مدت ۶ ماه سود سهام چند

مقایسه رشد نقدینگی با متغیرهای کلان

| رشد نقدینگی                         | رشد تولید ناخالص داخلی | رشد مصرف داخلی | رشد سرمایه‌گذاری |
|-------------------------------------|------------------------|----------------|------------------|
| ۱۲۲۰                                | ۱۶.۹                   | ۲۵             | -                |
| ۱۲۵۰                                | ۲۳                     | ۲۵             | -                |
| ۱۲۶۰                                | ۱۸.۲                   | ۲۸             | -                |
| ۱۲۷۰                                | ۲۷.۲                   | ۵۰             | ۱۶.۵ درصد        |
| ۱۲۸۰                                | ۲۷.۲                   | ۲۵.۲           | ۸.۵ درصد         |
| ۱۲۹۰                                | ۲۶.۷                   | ۲۱.۲           | ۷.۲ منفی         |
| ۱۳۵۳ در آید سرشار نفت قبل از انقلاب | ۵۷                     | ۱۵.۵           | ۱۲               |
| ۱۳۸۵ در آمد نفت دولت احمدی نژاد     | ۳۹                     | ۱۱.۹           | ۶.۲              |
| ۱۳۷۷                                | ۳۸                     | ۵۰             | ۱                |

سیل نقدینگی، اقتصاد را زیر آب برده است

## انتخاب دولت ساده‌ترین راه؛ چاپ پول و افزایش نقدینگی



فرزاد مهدیزادگان  
خبرنگار

طبیعی است که برای جبران هزینه‌ها، ساده‌ترین راه درآمد که چاپ پول و افزایش نقدینگی است را انتخاب می‌کند.

این اقتصاددان ادامه داد: اینکه گفته شود نظام بانکی و یا مسائل دیگر در افزایش نرخ نقدینگی سهیم هستند فقط گزافه‌گویی است زیرا تمام نهادهای بانکی، چاپ پول و برنامه افزایش نقدینگی با سیاست‌های دولت و زیر نظر دولت امکان پذیر است. از اوایل انقلاب و فرقی هم ندارد دولت در دست چه کسی بوده، سالانه ۳۰ درصد افزایش نقدینگی در کشور بود بنابراین ساختار اقتصاد ایران به گونه‌ای است که افزایش نقدینگی را اجتناب ناپذیر می‌کند و این نرخ نقدینگی بیشتر هم خواهد شد.

این استاد دانشگاه افزود: ایران فقط مشکل نقدینگی ندارد بلکه ضریب فزاینده پولی هم مزید بر علت است زیرا دست به دست شدن پول‌ها در کشور به دلیل اینکه اقتصاد تولیدی وجود ندارد و در اقتصاد دلالی و واسطه گری، نقدینگی از بورس به بازار مسکن، ارز و طلا دست به دست می‌شود. این مسائل خارج از مدیریت دولت نیست و همه ناشی از مداخلات دولت است و اگر مدیریتی در این زمینه دیده نشود که دیده هم نمی‌شود خطرناک است.

### کو گوش شنوا؟!

سیده فاطمه مقیمی، عضو هیأت رئیسه اتاق تهران با بیان اینکه اتاق به عنوان مشاور سه قوه به دولت نظرات خود را در خصوص افزایش نقدینگی در کشور ارائه کرده است، افزود: اتاق به عنوان ارائه دهنده راهکار به دولت در خصوص افزایش افسار گسیخته نقدینگی در کشور حضور پیدا کرده و نظرات خود را ارائه داده است، اما



با توجه به اقتصاد دولتی، رشد نقدینگی در کشور امری غیر قابل انکار است، اما کنترل و هدایت آن از مهم‌ترین چالش‌های سیاست‌گذاران اقتصادی محسوب می‌شود. در واقع کنترل نقدینگی و هدایت آن در مسیر درست، بستگی به سیاست‌گذاری درست دولت‌ها دارد. در حال حاضر که نقدینگی افسار گسیخته، مشکل بزرگی در اقتصاد و سیاست کشور به حساب می‌آید، انتخاب راه‌هایی در جهت کنترل نقدینگی از طرف آقای روحانی و دولتمردانش مورد نقد و ابهام است و این سؤال در ذهن مطرح می‌شود که در مجموع آیا دولت یازدهم می‌تواند در یک سال باقی مانده از دولت خود، مانع روند صعودی نقدینگی در کشور شود یا خیر؟

### مقصر اصلی؛ دولت‌ها هستند

به گفته محمدقلی یوسفی، اقتصاددان، نقدینگی به وسیله دولت‌ها به وجود می‌آید به گونه‌ای که دولت و بانک مرکزی سکاندار چاپ پول هستند، طبیعی است که هر زمان لازم بدانند نقدینگی را در کشور زیاد می‌کنند.



وی ادامه داد: کشورهایی که وابسته به نفت و واردات برای مصرف هستند و هم قدرت دولت در اقتصاد زیاد است قطعاً آن کشور دارای نقدینگی زیاد خواهد بود که امری کاملاً طبیعی به حساب می‌آید زیرا دولت است که تصمیم می‌گیرد تا متناسب با شرایط دست به چاپ اسکناس بزند. یوسفی عنوان کرد: دولت بعد از صادرات نفت، دلار را به بانک مرکزی می‌دهد و معادل آن ریال می‌گیرد و خرج می‌کند. این یعنی دولت بزرگ و بزرگ‌تر می‌شود و با گسترده بودن حجم دولت، هزینه‌هایش افزایش پیدا می‌کند و

مطابق معمول گوش شنوا در دولت وجود ندارد.

عضو هیأت رئیسه اتاق تهران افزود: حقیقت این است که در حال حاضر رشد پول در بازار دچار بازخوردهای منفی شده است، کما اینکه بالا رفتن عرضه و تقاضا در بازار سکه، طلا و ارز در حالت تجارت نیست بلکه پول سرگردان است که در بازارها می‌چرخد. مقیمی تصریح کرد: اکنون در کشور اشتغال و کار کم شده و پول‌های سرگردان نابسامان، در بازارها هم زیاد شده است. این پول‌های سرگردان که وارد هر بازاری شوند آن بازار را از توازن خارج می‌کند و اینگونه است که تورم در همه بازارها به وجود آمده است. وی گفت: با روند کنونی، قطعاً افزایش نرخ رشد نقدینگی در نیمه دوم سال ۹۹ هم وجود خواهد داشت و شرایط مطلوبی هم قابل پیش‌بینی نیست. طبق معمول امیدواریم که دولت نسبت به نظرات بخش خصوصی توجه بیشتری داشته باشد و از تجربیاتی که به عنوان یک طرح اعلام می‌کند برای بهبود فضای اقتصادی کشور استفاده کند.

### بانک مرکزی به بی ارزش بودن پول ملی، بی تفاوت شده است

علی قنبری، اقتصاددان هم در خصوص افزایش نقدینگی در کشور معتقد است: رشد نقدینگی در کشور بسیار افزایش یافته و بانک مرکزی به دلیل کاهش نرخ سود بانکی باعث شده تا سرمایه‌های مردم از بانک‌ها خارج و با تقویت کاذب و حبایی بورس به این بازار سوق داده شود. وی افزود: باید متذکر شوم که شرایط به گونه‌ای پیش می‌رود که تداعی موسسات غیر بانکی و ورشکستگی را می‌کند، اما اگر حباب بورس بشکند خیلی خطرناک‌تر از ورشکستگی موسسات مالی است و مردم را به خیابان‌ها می‌کشاند و موجب اعتراضات خیابانی خواهد شد. شرایط به گونه‌ای است که بورس غیر اصولی تقویت می‌شود و رشد شاخص شدیداً افزایش یافته است.

این استاد اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس در ادامه عنوان کرد: نقدینگی افسار گسیخته، بعد از ترکیدن حباب بورس به هر بازاری که سودآور باشد، سرازیر خواهد شد و بازارهای دیگر مثل ارز، طلا و مسکن را با بحران مواجه می‌کند. در واقع، اقدامات انجام شده توسط دولت موجب افزایش نرخ تورم و بی ارزش بودن پول ملی شده که بانک مرکزی هم به بی ارزش بودن پول ملی بی تفاوت شده است.

### سیاست گذار هم سردرگم است

غلامعلی فرجادی، اقتصاددان دیگر کارشناسی بود که با تأکید بر اینکه پیش بینی رشد نرخ نقدینگی فقط گمانه زنی است، تصریح کرد: با وجود اینکه تاکنون دولت تلاش کرده تا از بانک مرکزی کمتر استقراض کند، ولی خیلی مشکل خواهد بود که بگوییم دولت به بانک مرکزی مقروض نخواهد شد زیرا با وجود تحریم‌ها و افزایش نرخ ارز در نهایت دولت مجبور به استقراض از بانک مرکزی خواهد شد. بنابراین در نیمه دوم سال ۹۹ افزایش نرخ رشد نقدینگی ادامه دار خواهد بود، ولی اینکه نرخ رشد نقدینگی افزایش پیدا نکند، بستگی دارد دولت چگونه از بودجه، هزینه‌های خود را تأمین خواهد کرد. وی عنوان کرد: در حال حاضر خود سیاست گذار هم بعید است بداند در نیمه دوم سال ۹۹ چه اتفاقی برای رشد نقدینگی خواهد افتاد زیرا دلایل زیادی در افزایش نرخ رشد نقدینگی دخیل هستند. سیستم بین بانکی، پایه پولی را افزایش می‌دهد و با خلق پول، نقدینگی افزایش پیدا می‌کند و همه دولت‌ها مرتباً دچار کسری بودجه بودند و هستند. در ۳۰ سال گذشته مهم‌ترین عامل تورم در ایران افزایش پایه پولی بوده است.

این استاد دانشگاه گفت: درآمد دولت از فروش نفت و صادرات است و در یک سال گذشته با توجه به تحریم هر دو روش با مشکل مواجه شده

که کسری بودجه دولت افزایش پیدا کرده است. از طرف دیگر هزینه‌های دولت هم تعریف شده است که حدود ۹۰ درصد آن را فقط حقوق و دستمزد تشکیل می‌دهد بنابراین دولت باید اصلاح سیستم مالی انجام دهد تا بتواند هزینه‌های خود را کاهش دهد.

فرجادی با بیان اینکه من از دولت آقای روحانی دفاع نمی‌کنم، اما شرایط به گونه‌ای است که همه تقصیرها به گردن یک نفر نیست، گفت: این تجربه‌ای برای دولت بعدی و مجلسی است که الان سرکار است اینکه می‌خواهند چه کارهایی انجام دهند تا مشکلات کنونی را در دولت خود نداشته باشند.

### سر تولید همچنان بی کلاه

حسین سلاح ورزی، نایب رئیس اتاق بازرگانی ایران با بیان اینکه بخش تولید از نقدینگی افسار گسیخته سودی نبرده است، افزود: با وجود اینکه در طول ۱۵ ماه گذشته بازار سرمایه ایران با استقبال و رشد بی سابقه‌ای از نظر حجم، ارزش بازار، شاخص سهام و هم تعداد فعالان در بازار سرمایه مواجه شده است، اما بخش واقعی اقتصاد و نظام تولید از این نقدینگی استفاده نبرده است. نایب رئیس اتاق بازرگانی ایران توضیح داد: با وجود رونق قابل توجه بازار سرمایه، تأمین مالی از این بازار برای بخش تولید و بنگاه‌های بخش خصوصی حداقل بوده است. یکی از مزایا و ظرفیت‌های بازار سرمایه و سودمندی آن وقتی است که در خدمت اقتصاد و بخش تولید قرار بگیرد و این میزان نقدینگی قابل توجهی که به سمت این بازار سرازیر شده در خدمت تولید و تأمین مالی شرکت‌ها و توسعه کسب و کارها باشد.

قائم مقام شورای گفت و گوی دولت و بخش خصوصی با بیان اینکه فقدان حضور گسترده شرکت‌ها در بازار سرمایه و عدم جذب نقدینگی دو دلیل دارد، اظهارداشت: بخش عمده‌ای از بنگاه‌های اقتصادی آمادگی انطباق با استانداردهای بورس را ندارند و از طرف دیگر سازوکار پیچیده و بورکراسی در نظام تأمین مالی در بازار سرمایه هم زیاد است. سلاح ورزی خاطر نشان ساخت: با شناخته شدن این عارضه این موضوع در دستور کار اتاق بازرگانی و شورای عالی بورس قرار گرفت تا با شناخت مشکلات، کار تسهیل شود و جزء برنامه‌های اساسی و عملیاتی در سال ۹۹ است، تا با حل مشکلات بخش تولید، این بخش بتواند از نقدینگی سرگردان در جامعه به نفع خود سود ببرد.

### یک اقتصاد سالم دارای ۴۰ درصد تورم نیست

مهدی تقوی، دیگر اقتصاددان در خصوص افزایش نقدینگی در کشور بیان داشت: نرخ تورم در اقتصاد ایران بالا و نزدیک به ۴۰ درصد است، از طرف دیگر وقتی نقدینگی افسار گسیخته افزایش پیدا می‌کند باعث می‌شود تا پول زیادتری در جریان باشد تا بتوان کالا و خدمات مورد نظر را گرفت. در واقع یک اقتصاد سالم دارای ۴۰ درصد تورم نیست. وی اظهارداشت: اگر دولت بتواند تورم را کنترل کند، رشد نقدینگی کنترل خواهد شد. تورم ۴۰ درصد با تورم ۱۰ درصد خیلی متفاوت است. وقتی تورم بالاست کالاها گران هستند. در این میان برای پوشش تورم، بانک مرکزی پول چاپ می‌کند.

وی همچنین گفت: اگر نرخ تورم پایین باشد مقدار پول کمتری هزینه می‌شود و بانک مرکزی پول کمتری چاپ می‌کند، اما اگر نرخ تورم بالا باشد بانک مرکزی مجبور به چاپ پول بیشتر می‌شود و رشد نقدینگی هم افزایش پیدا می‌کند. بنابراین دولت باید اول چاره‌ای برای تورم ۴۰ درصد بیندیشد.



فراگیری بیماری جدید چه اثری در اقتصاد کشور داشته است؟

# لنز اقتصاد از دور بین کرونا

امیر حبیبی  
کارشناس اقتصادی



سایر پدیده‌های اقتصادی با طبیعی معارف مقایسه کرد. اهمیت و ابعاد گسترده موضوع باعث شده است کشورهای مختلف واکنش‌های سریع و فراگیر برای مدیریت عوارض کرونا اتخاذ کنند.

تفاوت اقتصاد ایران با دیگر کشورها اما باید توجه کرد که نمی‌توان شرایط اقتصادی را در مقابل کرونا با یک دید نگاه کرد. نکته مورد تاکید در این گزارش آن است که کشور ایران به لحاظ شرایط پیرامونی و داخلی و از جهات و ابعاد مختلف با سایر کشورها بسیار تفاوت دارد و این موضوع در بررسی‌ها و تحلیل‌ها و همچنین در سیاستگذاری‌ها، بسیار اهمیت دارد. به گفته کارشناسان، در کشورهای مختلف، تدابیر متفاوتی برای مدیریت بحران کرونا و مقابله با عوارض اقتصادی آن در نظر گرفته‌اند که عمدتاً شامل اقدامات درمانی، طراحی بسته‌های حمایتی از شهروندان، حمایت از مشاغل، احیای بنگاه‌ها و تحریک تقاضاست. ابعاد این بسته‌های حمایتی نیز در اغلب کشورها در مقایسه با ابعاد اقتصاد هر کشور، کاملاً معنی‌دار است.

در ایران نیز، اقدامات درمانی و عملیاتی مختلف به اجرا درآمده و برای جبران عوارض اقتصادی کرونا، بسته‌های حمایتی مختلف توسط دولت طراحی شده است. در این گزارش، از نقد و بررسی جزئیات بسته‌های حمایتی دولت اجتناب شده و این مهم به مجالی دیگر واگذار می‌شود.

عجالتاً نکته بسیار مهم در تحلیل مسئله و طراحی بسته‌های سیاست‌گذاری مدیریت بحران کرونا، توجه به سازوکار اثرگذاری کرونا بر اقتصاد ایران و پیش از آن، بررسی دقیق شرایط خاص کشور و تفاوت شرایط پیرامونی و داخلی ایران نسبت به کشورهای دیگر است. در مقاله کارشناسی «الزامات سیاست‌گذاری برای مدیریت بحران کرونا» چند مورد این نمونه اشاره شده است. نخستین تفاوت اساسی شرایط ایران با سایر کشورها، در آن است که ایران در شرایطی با بحران کرونا روبه‌رو شده است که فشار شدید تحریم‌های ظالمانه آمریکا علیه دولت و مردم ایران، کشور را با تنگناهای مختلف مواجه کرده است. تحریم‌های شدید و همه‌جانبه، نه تنها دسترسی ایران را به کمک‌های بین‌المللی که حتی دسترسی کشور را به ذخایر ارزی و منابع حاصل از صادرات خود نیز بسیار محدود کرده است. تشدید تحریم‌ها طی دو سال گذشته، صادرات نفتی را کاهش داده است و مبادلات تجاری و بانکی اقتصاد کشور را با محدودیت مواجه کرده است. در نتیجه آن، طی دو سال گذشته از یک طرف فعالیت عادی بنگاه‌های اقتصادی به لحاظ تأمین مالی خارجی، صادرات محصول، واردات تجهیزات و ماشین‌آلات و تأمین مواد اولیه تولید دچار وقفه شده و از طرف دیگر به واسطه کاهش صادرات نفت، درآمدهای ارزی کشور و همچنین درآمدهای ریالی بودجه عمومی دولت

شیوع بیماری کرونا، بسیاری از اقتصادها را تحت تأثیر قرار داده است و این موضوع تنها مختص به کشور ایران نیست. اما اقتصاد ما با دیگر اقتصادها تفاوت‌هایی دارد که باعث می‌شود، شرایط نسبت به سایر کشورها سخت‌تر شود. نکته مهم این است که وضعیت اقتصاد کشور تاب‌آوری شوک کرونا را نداشته است و در نتیجه این موضوع باعث آسیب به دهک‌های کم درآمد شده است. در این خصوص سیاست‌گذار باید با بهره‌گیری از ظرفیت‌های مناسب شرایط را برای عبور از این بحران آماده کند؟

## اپیدمی کرونا و اثر آن در اقتصاد

تقریباً در تمام دنیا، شیوع کرونا با اختلالات اقتصادی روبه‌رو بوده و هیچ کشوری نیز مستثنی نیست. از ابتدای آغاز کرونا در دنیا، با توجه به اپیدمی این بیماری و فقدان واکسن یا یک درمان مشخص، کشور چین اقدام به قرنطینه شهر ووهان کرد که مرکز فعالیت ویروس بود. به تبعیت از چین و بنا به توصیه متخصصان بهداشت، در کشور ایران نیز محدودیت‌هایی بر فعالیت‌های اجتماعی اعمال شد، دانشگاه‌ها و مدارس تعطیل شدند و سطح فعالیت‌های اقتصادی نیز به شدت کاهش یافت. در نتیجه محدود شدن رفت و آمد مردم در وهله اول دو بخش بزرگ گروه خدمات یعنی خدمات بازرگانی، رستوران و هتلداری و خدمات حمل‌ونقل که در مجموع حدود ۲۴ درصد تولید ناخالص داخلی کشور را تشکیل می‌دهند، بلافاصله با افت مواجه شدند. فعالیت سینماها، رستوران‌ها و... متوقف شد و همزمانی شیوع ویروس با ایام نوروز نیز به کاهش بی‌سابقه سفرها و رکود بخش گردشگری منجر شد که در حال حاضر نیز این شرایط همچنان برقرار است. عوارض اقتصادی بحران کرونا با سایر بحران‌های اقتصادی و مالی بین‌المللی تفاوت دارد. شواهد حاکی از آن است که ظاهراً عمق رکود ناشی از شیوع گسترده کرونا در جهان و عوارض اقتصادی آن بین تمامی کشورها، در دوره معاصر بی‌سابقه است. برآوردها حاکی از کاهش شدید رشد اقتصادی در کشورهای مختلف است به طوری که در سال جاری باید انتظار یک رکود اقتصادی فراگیر را در سراسر جهان داشت. اغلب مناطق جهان، به ویژه کشورهای با درآمد بالا، رکود عمیقی را تجربه خواهند کرد. چنین رکود فراگیر و عمیقی، موجب کاهش درآمدهای مالیاتی دولت‌ها، افزایش شدید مخارج دولت‌ها، آسیب دیدن بنگاه‌های اقتصادی به ویژه در بخش خدمات، حذف طیفی از مشاغل و افزایش نرخ بیکاری، کاهش عمومی سطح رفاه و گسترش فقر در سراسر جهان خواهد شد.

بدیهی است که ابعاد این بحران قابل مقایسه با ادوار تجاری متعارف یا بروز سوانح طبیعی از قبیل سیل و زلزله نیست؛ بنابراین نمی‌توان بحران کرونا را با

کاهش یافته است. حال که تمامی کشورهای جهان با بحران فراگیر کرونا مواجه شده‌اند، در ایران با وجود محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها، توان مالی و آزادی عمل دولت برای مدیریت بحران کرونا و حمایت از بنگاه‌ها و خانوارهای آسیب‌دیده کاهش یافته است و حتی امکان واردات دارو و تجهیزات پزشکی به علت تحریم مسیرهای نقل و انتقالات بانکی دچار مشکل شده است. دومین تفاوت ایران با سایر کشورها در مدیریت بحران کرونا در آن است که جدای از فشار تحریم‌ها و عوارض اقتصادی کرونا، اقتصاد ایران با ساختارهای معیوب اقتصادی و انبوهی از چالش‌های حل‌نشده و انباشته از دوره‌های قبل مواجه است. از جمله این ساختارهای معیوب، می‌توان به کسری بودجه ساختاری، روند نزولی نرخ سرمایه‌گذاری طی یک دهه گذشته، تضعیف ظرفیت‌های رشد اقتصادی، مشکلات ساختاری نظام بانکی، روند فزاینده فقر و نظایر آن اشاره کرد. در واقع، نکته مهم آن است که اگرچه تشدید تحریم‌های خارجی و عوامل پیرامونی، موجب تشدید مشکلات اقتصادی کشور شده است، ولی جدای از آن، بسیاری از چالش‌ها و مشکلات اقتصادی کشور ریشه در ساختارهای معیوب اقتصادی دارد. بسیاری از مشکلات جدی اقتصاد ایران از جمله روند رو به گسترش فقر، تورم مزمن و رکود اقتصادی، ریشه در مشکلات ساختاری از قبیل ناترازی بودجه دولت، مشکلات ساختاری نظام بانکی، ناکارایی نظام مالیاتی، ناکارایی نظام تأمین اجتماعی، انحصارات، بوروکراسی ناکارآمد، فساد و عدم شفافیت مالی، محیط کسب‌وکار نامناسب و نظایر آن دارد.

### فرصت از دست رفته

در ادوار مختلف، فرصت حل و اصلاح ساختارهای معیوب اقتصادی وجود داشت ولی از این فرصت‌ها استفاده نشد. بسیاری از مشکلات ساختاری کشور، از جمله سیاست‌های مالی، نظام بانکی، بازار انرژی، صندوق‌های بازنشستگی و نظایر آن در زمان مناسب و از طریق برنامه‌های اصلاحی و به شیوه تدریجی قابل اصلاح بود ولی هیچ دولتی حاضر به اصلاحات اقتصادی نشد و از این‌رو این مسائل به مرور زمان تبدیل به مشکلات و چالش‌های انباشته و غیرقابل حل شده است. می‌توان مشاهده کرد که ناترازی‌های مالی و عدم تعادل‌های موجود در اقتصاد چگونه به واگرایی رشد نقدینگی و رشد بخش واقعی تبدیل شده است. به عنوان یک نمونه دیگر، می‌توان به روند مستمر کاهش رشد اقتصادی و ناتوانی اقتصاد در بازگشت به روند بلندمدت اشاره کرد که نشان از تضعیف ظرفیت‌های رشد اقتصادی دارد.

اگرچه رشد تولید ناخالص داخلی در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ در اثر شوک تحریم، با کاهش شدید مواجه شد ولی واقعیت آن است که حتی در صورت عدم وقوع تحریم‌های اخیر، باز هم انتظار می‌رفت رشد اقتصادی در این سال‌ها نسبت به روند بلندمدت، روندی کاهنده داشته باشد. شواهد نشان می‌دهد که ناپایداری رشد اقتصادی و کاهش میانگین رشد، ریشه در مسائل ساختاری دارد و این روند از سال‌های گذشته آغاز شده است. از سال ۱۳۸۷ تا پایان ۱۳۹۶، میانگین رشد تولید ناخالص داخلی سرانه برابر با ۰/۶ درصد بوده که بسیار کمتر از روند بلندمدت است. اگرچه پس از وقوع شوک تحریم‌های اخیر، رشد تولید ناخالص داخلی سرانه با کاهش شدید مواجه شد ولی حتی اگر فرض کنیم که تحریم سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ رخ نمی‌داد، باز هم میانگین رشد تولید ناخالص داخلی سرانه بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۰ به‌طور متوسط رقمی در حدود ۰/۵ درصد می‌بود که نشان از تضعیف و استهلاک ظرفیت‌های رشد در اقتصاد ایران دارد. وقوع تحریم‌ها باعث شد که میانگین رشد تولید ناخالص داخلی سرانه به‌طور متوسط طی دوره ۱۳۸۷ تا ۱۴۰۰ به رقمی در حدود منفی یک درصد برسد. البته با وقوع بحران کرونا، انتظار می‌رود میانگین رشد اقتصادی دوره مذکور، از ارقام مورد اشاره نیز کمتر باشد.

در مجموع می‌توان گفت صرف نظر از اثر شوک تحریم‌های خارجی و عوارض بحران کرونا، اقتصاد ایران با انبوهی از مشکلات ساختاری و عدم تعادل‌های

بزرگ و ساختارهای معیوب اقتصادی مواجه است که نشانه‌های آن در نهایت به صورت رکود پایدار، تورم مزمن و افزایش فقر نمود پیدا کرده است. حتی اگر شوک تحریم‌های دو سال اخیر و عوارض فراگیر کرونا به اقتصاد ایران تحمیل نمی‌شد، باز هم انتظار می‌رفت که اقتصاد ایران، به طور خفیف‌تر، با انواع مشکلات و چالش‌های اقتصادی مواجه باشد.

### همزمانی مشکلات اقتصادی

مشکلات ناشی از تحریم‌های خارجی و ساختارهای معیوب اقتصادی و چالش‌های انباشته از قبل، با وقوع بحران جهانی کرونا همزمان شده است و این مسئله قیود تصمیم‌گیری و محدودیت‌های سیاست‌گذاری را افزایش داده است. محدودیت‌ها و تنگناهای پیش‌روی سیاست‌گذاران و مسئولان امر، کاملاً قابل درک است ولی با این حال، می‌توان از سیاست‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان کشور، بابت سال‌ها تأخیر در اصلاح ساختارهای اقتصادی و تضعیف ظرفیت‌ها و زیرساخت‌های اقتصادی کشور برای هموردی و عبور از یک بحران فراگیر (مانند کرونا) پرسشگری کرد.

با توضیحات فوق، ابتدا باید پذیرفت که شرایط داخلی و پیرامونی اقتصاد ایران، تفاوت‌های اساسی با سایر کشورها دارد و از این‌رو سیاست‌های مدیریت بحران برای مقابله با عوارض اقتصادی کرونا باید متناسب با شرایط و مقتضیات کشور باشد. در این خصوص به چند نکته کلیدی باید اشاره کرد. پیش از هرگونه اقدام برای طراحی بسته‌های سیاستی، باید به سازوکار رکود ناشی از بحران کرونا توجه کافی داشت. بحران کرونا در اقتصاد ایران، از یک طرف افت شدیدی در تقاضای کل اقتصاد به واسطه کاهش شدید صادرات، کاهش مصارف خصوصی و کاهش سرمایه‌گذاری (اعم از دولتی و خصوصی) ایجاد کرده است. از طرف دیگر، به واسطه تعطیلی برخی کسب‌وکارها و فعالیت‌های خدماتی، وقفه در شبکه حمل و نقل، کاهش عرضه نیروی کار و نظایر آن، طرف عرضه اقتصاد نیز تحت تأثیر قرار گرفته است.

### تضعیف عوامل رشد ساز

بنابراین در مرحله نخست و بر اساس ظواهر امر، بحران کرونا در اقتصاد ایران، هم طرف عرضه و هم طرف تقاضای اقتصاد را با رکود مواجه کرده است. اما از زاویه‌ای دیگر و ضمن تعمق در مسئله، لازم است به این نکته اشاره شود که ظرفیت‌های مولد اقتصاد و عوامل بلندمدت تعیین‌کننده رشد اقتصادی در ایران، به طور مستمر از یک دهه گذشته رو به کاهش نهاده است. تحریم‌های خارجی نیز طی دو سال گذشته، به واسطه ایجاد وقفه در تأمین مالی خارجی و واردات ماشین‌آلات و تجهیزات سرمایه‌ای، به طور مضاعف، منجر به تضعیف ظرفیت‌های تولیدی کشور شده است. بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی با عرضه ماشین‌آلات فرسوده، عدم دسترسی به مواد اولیه مورد نیاز، فناوری‌های منسوخ و نظایر آن مواجه هستند. زیرساخت‌های عمومی نیز، به علت سال‌ها وقفه در توسعه زیرساخت‌ها، به یک عامل محدودکننده و یک تنگنای رشد تبدیل شده‌اند.

در این بین، بحران کرونا نیز منجر به تحمیل یک شوک معکوس طرف عرضه (البته با ماهیتی گذرا و موقت) به اقتصاد کشور شده است. بنابراین، اگر کاهش مستمر نرخ سرمایه‌گذاری طی یک دهه گذشته و اثر مخرب تحریم‌ها بر تضعیف ظرفیت تولید کشور، در کنار عوارض ناشی از شوک عرضه ناشی از شیوع کرونا احتساب شود، باید اذعان داشت، اقتصاد ایران با یک شوک بی‌سابقه طرف عرضه مواجه است. به بیان ساده‌تر در اقتصاد ایران، در مقطع زمانی فعلی ابعاد شوک طرف عرضه به مراتب عمیق‌تر و ماندگارتر از شوک طرف تقاضاست. دلالت سیاستی این تحلیل آن است که در شرایط افت شدید ظرفیت‌های طرف عرضه و در زمانی که ظرفیت‌های مولد اقتصاد آسیب دیده است، سیاست‌های تحریک تقاضا و بسته‌های انبساط پولی، نه‌تنها منجر به احیای بنگاه‌ها و بازگشت اقتصاد به مسیر بلندمدت نمی‌شود بلکه به‌سادگی

که سهم بالایی در صنعت کشتور دارند، منجر خواهد شد. در حال حاضر قیمت محصولات پایه در بازارهای جهانی کاهش یافته است و ادامه دار شدن رکود اقتصاد جهانی صادرات و در نتیجه تولید صنعتی کشور را به شدت تهدید می کند. شاخص مدیران خرید صنعت که شاخصی پیش‌نگر از وضعیت فعالیت‌های صنعتی است برای کشور چین در ماه فوریه رقم بی‌سابقه ۳۵/۷ را ثبت کرده است که نشانگر رکود شدید بخش صنعت چین طی این ماه است. نکته مثبت این است که این شاخص در ماه مارس با بهبود نسبی به رقم ۵۲ رسیده است. این بهبود می‌تواند کشورها را نسبت به مفید بودن اقدامات پیشگیرانه در کنترل ویروس و از سرگیری فعالیت‌های اقتصادی امیدوار کند. تاثیر مهم دیگر ویروس کرونا بر اقتصاد کشور، اختلال در زنجیره تأمین خواهد بود. طرح فاصله‌گذاری اجتماعی، حمل بار با چالش‌های جدی مواجه می‌کند. طی اسفندماه سال ۱۳۹۸ از میزان حمل بار در بخش‌های جاده‌ای و ریلی کشور کاسته شده است. چنین شرایطی موانعی را در دسترسی بنگاه‌ها به مواد اولیه ایجاد خواهد کرد. با توجه به اینکه طبق گزارش اتاق بازرگانی در ماه‌های اخیر موجودی مواد اولیه بنگاه‌ها که یکسری از اقلام اصلی در محاسبه شاخص مدیران خرید به‌شمار می‌آید، رو به کاهش گذاشته بود، لذا بحران تأمین مواد اولیه با شیوع ویروس کرونا تشدید خواهد شد. نکته مهم دیگر مربوط به مواد اولیه وارداتی است. اختلال در زنجیره تأمین جهانی، واردات مواد اولیه ضروری تولید را نیز با مشکلات اساسی مواجه خواهد کرد. در این زمینه رشته فعالیت‌هایی همچون خودرو و قطعات که وابسته به مواد اولیه وارداتی هستند، بیش از سایر رشته فعالیت‌ها آسیب خواهند دید.

در حال حاضر ویروس کرونا در بیشتر کشورهای دنیا به‌ویژه اقتصادهای بزرگ گسترش یافته است. پس از شیوع این ویروس، موسسات بین‌المللی پیش‌بینی خود از رشد اقتصادی جهان در سال ۲۰۲۰ را تعدیل کرده‌اند. اقتصاد جهان در سال ۲۰۱۹ با ۲/۹ درصد رشد همراه بود. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی در تاریخ ۲ مارس پیش‌بینی قبلی خود از رشد اقتصاد جهان در سال ۲۰۲۰ را با ۰/۵ واحد درصد تعدیل، به ۲/۴ درصد رساند. در پیش‌بینی جدید این سازمان رشد اقتصاد چین بیشتر از متوسط جهانی کاهش یافته و با ۰/۸ واحد درصد تعدیل، به ۴/۹ رسیده است. همچنین، در این پیش‌بینی رشد اقتصاد آمریکا ۱/۹ درصد پیش‌بینی شده است که بسیار خوش‌بینانه به نظر می‌آید، چنان‌که موسسه گلدمن ساکس در تاریخ ۲۰ مارس رشد اقتصاد آمریکا در سال ۲۰۲۰ را منفی ۳/۸ درصد پیش‌بینی کرده است.

برای برآورد رشد اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۹ با یک نگاه بخشی به نظر می‌رسد بخش کشاورزی تاثیر چندانی از شیوع این ویروس نپذیرد و وضعیت مناسب بارش‌ها نیز رشد گروه کشاورزی به‌ویژه بخش زراعت را به دنبال داشته باشد. با توجه به تاثیر تحریم‌ها بر کاهش صادرات نفت، افت تقاضای جهانی برای انرژی گروه نفت را چندان متاثر نمی‌کند، هرچند پیش‌بینی می‌شود صادرات فرآورده‌های نفتی با کاهش مواجه شود. بخش صنعت و معدن حداقل در فصل اول سال ۱۳۹۹ با کاهش عرضه و از سوی دیگر با کاهش محسوس تقاضای داخلی و خارجی مواجه خواهد بود. پیش‌بینی بخش ساختمان در شرایط فعلی چندان آسان نخواهد بود، چنان‌که با وجود پیش‌بینی سودآور بودن ساخت‌وساز در سال ۱۳۹۹، توقف فعالیت‌های ساخت‌وساز از یک‌سو و افت بیشتر در آمد خانوار تهدیدکننده این بخش خواهد بود. برای گروه خدمات نیز در فصل اول ۱۳۹۹ افت قابل توجهی متصور است و رشد فصول بعد نیز بستگی به کنترل ویروس خواهد داشت. همچنان آینده بسیار مبهم است، در یک سناریوی خوش‌بینانه که با آغاز فصل گرما گسترش ویروس در کشور کنترل و مهار شود و دولت نیز سیاست‌های پولی و مالی مناسب اتخاذ کند، می‌توان پس از یک فصل رشد منفی به بازبایی تدریجی اقتصاد در تابستان و تا انتهای سال امیدوار بود. در صورت موفق نبودن اقدامات انجام‌گرفته در کنترل ویروس یا بازگشت مجدد آن در فصل سرما، شاهد کوچک‌تر شدن شدید اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۹ خواهیم بود.

می‌تواند منجر به تورم‌های غیرقابل مهار و بی‌ثباتی و آشفتگی بازارها به ویژه بازار دارایی‌ها شود. در سایر کشورها، سیاست‌های تحریک تقاضا و انبساط پولی در ابعادی بسیار کلان، در شرایطی طراحی و اجرا می‌شود که طرف عرضه اقتصاد و ظرفیت‌های مولد، از شرایط پایدار و ظرفیت‌های مستحکم برخوردار بوده و شوک طرف عرضه صرفاً ماهیتی موقت و گذرا دارد؛ از این‌رو بسته‌های تحریک تقاضا می‌تواند منجر به احیای اقتصاد و خروج از رکود شود بی‌آنکه جهشی در تورم ایجاد شود. در خصوص اقتصاد ایران، به دلیل آسیب‌هایی که به ظرفیت‌های طرف عرضه اقتصاد وارد شده است، افراط در سیاست‌های تحریک تقاضا، نه تنها به بازسازی و احیای اقتصاد منجر نخواهد شد بلکه می‌تواند منجر به تورم‌های ماندگار در اقتصاد شود.

### نحوه طراحی بسته‌های حمایتی

علاوه بر مسئله اساسی فوق، نکته قابل تأکید دیگر در مدیریت بحران کرونا و طراحی بسته‌های حمایتی آن است که نحوه تأمین مالی این بسته‌های حمایتی، منجر به تشدید مشکلات ترازنامه‌ای بانک‌ها و انتقال آن به منابع بانک مرکزی نشود.

همچنین باید توجه داشت که اتکا به منابع بانک مرکزی از طریق تعیین تکلیف برای صندوق توسعه ملی یا سایر شیوه‌های متصل به بانک مرکزی، موجب افزایش متغیرهای پولی و به تبع آن افزایش تورم و بی‌ثباتی بازارها و کاهش رفاه خانوار خواهد شد. به بیان دیگر، اگر نحوه تأمین مالی مدیریت بحران کرونا، به شیوه‌هایی تورم‌زا طراحی شود، با وقفه‌ای چندماهه، تمامی آثار رفاهی بسته‌های حمایتی دولت بی‌اثر شده و اقتصاد کشور با تورمی غیرقابل مهار مواجه خواهد شد. به این نکته نیز باید توجه داشت که تمامی حمایت‌ها باید به صورت زمان‌دار، با سقف ریالی محدود و تأمین مالی شفاف و یک جامعه هدف کاملاً محدود، طراحی شود. این نکته بسیار مهم است که بسته‌های حمایتی دولت، تعهدی دائمی برای منابع عمومی ایجاد نکند و تا سال‌ها به یک تعهد مالی ماندگار و بی‌هدف برای دولت تبدیل نشود. همچنین، شیوه‌های تأمین مالی دولت باید کاملاً شفاف و بدون اتکا به منابع بانک مرکزی طراحی شود. باید اذعان داشت که شناسایی منابع تأمین مالی با ویژگی‌های مذکور، بسیار دشوار و محدود است. در مورد جامعه هدف نیز باید توجه داشت که اگرچه تمامی دهک‌ها و تمامی فعالیت‌های اقتصادی از بحران کرونا آسیب دیده‌اند ولی نیازی نیست که دولت به طور همزمان از تمامی دهک‌ها و تمامی فعالیت‌ها حمایت کند. حمایت‌های دولت باید هدفمند و صرفاً متمرکز بر حمایت از اقشار اجتماعی بسیار آسیب‌پذیر، فعالیت‌های اقتصادی دارای پیوندهای اقتصادی قوی، مشاغل مستعد آسیب‌پذیری و حذف دائم، فعالیت‌های دارای محصولات صادراتی و نظایر آن باشد.

### آثار کرونا بر رشد اقتصادی در زمان کرونا

طبق گزارش بانک مرکزی از آمارهای عملکردی شاپرک، مبلغ حقیقی تراکنش در پایانه‌های فروش طی اسفند سال ۱۳۹۸ نسبت به اسفند سال قبل بیش از ۱۵ درصد کم شده است. هرچند در زمینه اقلام مصرفی خریدهای اینترنتی خانوار افزایش یافته، ولی این رقم قابل مقایسه با خرید از طریق پایانه‌های فروش نیست. نکته مهم این است که نااطمینانی نسبت به آینده باعث شده است تا خانوار نسبت به خرید کالاهای مصرفی بادوام همچون لوازم خانگی یا خودرو دست نگه دارد و به آینده موکول کند. بنابراین به نظر می‌رسد کاهش چشمگیر تقاضای داخلی، از مهم‌ترین تاثیرات شیوع این ویروس در کشور باشد.

تاثیر دیگر شیوع ویروس کرونا، افت تقاضای خارجی خواهد بود. همان‌گونه که گفتیم در سال ۱۳۹۸ صادرات پیشران تولید بوده است. با توجه به اینکه کشور چین بزرگ‌ترین شریک تجاری ایران است، رکود اقتصاد چین به افت شدید صادرات کشور به‌ویژه در حوزه محصولات پتروشیمی و فلزات پایه

در اردیبهشت ماه سال جاری، ریچارد نفیو، نویسنده کتاب معروف «هنر تحریم»، اقدام به چاپ مقاله‌ای به نام «تأثیر کووید ۱۹ بر چرخه‌های تأمین جهانی و تحریم» کرد. او در این مقاله، با کمک گرفتن از شرایطی که بیماری کووید ۱۹، در دنیا ایجاد کرده تلاش کرد، توضیح دهد که برای اثرگذاری بهتر تحریم‌ها، دولت آمریکا باید اقدام به تغییرات ساختاری در چرخه‌های زنجیره تأمین کند.

با توجه به اهمیت موضوع طرح شده از طرف وی، نگاه مختصری به مقاله یاد شده می‌اندازیم و تلاش می‌کنیم از نگاه او، به ارتباطات متغیرهای کلیدی این حوزه بپردازیم. بدیهی است توجه به مطالب طرح شده، می‌تواند کمک شایانی در طراحی و پیاده‌سازی سیاست‌های ضد تحریمی علیه ایالات متحده داشته باشد.

در این مقاله، ابتدا نویسنده به نظر مشاور تجاری رئیس جمهور ایالات متحده، پیتر ناوارو استناد می‌کند که اعتقاد دارد «اگر ما بخواهیم از بحران بیماری کووید ۱۹ چیزی بیاموزیم، آن است که دیگر نباید به داروها و دانش پزشکی سایر کشورهای جهان وابسته باشیم». همچنین استناد می‌کند به دستور رئیس جمهور ترامپ در ماه می (اردیبهشت ماه ۹۹) در خصوص برقراری محدودیت در تجارت فله‌ای قطعات و تجهیزات الکتریکی و الکترونیکی، با این استدلال که تجارت «نامحدود و بدون ضابطه‌های کنترلی دقیق» این کالاها توانایی دشمنان خارجی را افزایش داده و این نقیصه، امکان بروز حوادث فاجعه بار را در آینده بالا می‌برد.

از نظر نفیو، تحریم‌ها با تأکید بر ضرورت حفظ و صیانت از سیستم مالی در برابر استفاده غیرقانونی کشورهای تحریم شونده انجام می‌شود، اما این کافی نیست و با در نظر داشتن این موضوع که چنانچه زنجیره تأمین به داخل کشور انتقال یابد، موجب ضعف تر شدن اقتصاد جهانی و کاهش تجارت بین الملل می‌شود، اما، زنجیره تأمین داخلی موجب اثرگذاری بهتر تحریم‌ها می‌شود. چراکه تحریم‌ها، کالاهای نهایی را در بر گرفته و هر نقطه از زنجیره تأمین در خارج از ایالات متحده، در واقع یک نقطه شکست و کاهش اثرگذاری تحریم‌هاست.

او مثال می‌آورد که محصول تلفن همراه آیفون به عنوان یک محصول آمریکایی در جهان شناخته می‌شود اما، در تولید آن ده‌ها کشور و صداها شرکت مختلف در دنیا حضور دارند. حال ایالات متحده با برقراری شرایط تحریم، امکان دسترسی کشورهای تحریم شونده از آیفون را فراهم می‌کند اما امکان برقراری محدودیت برای خط تولید این دستگاه به راحتی فراهم نیست.

ریچارد نفیو پیشنهاد داد:

## زنجیره‌های تأمین داخلی برای اثرگذاری تحریم‌ها



محمد رضا اکبری جور

دانشجوی دکتری اقتصاد بین الملل



دقیق اقتصادی، تلاش برای فسادزدایی داخلی، پرهیز از حضور بی دلیل و بی‌منطق در مناقشات بی پایان سیاسی منطقه‌ای و جهانی، موجبات توسعه پایدار چین را فراهم کرد.

نمودار معروفی در اقتصاد وجود دارد که بر روی نقشه جغرافیایی دنیا، مرکز ثقل اقتصادی را برای سال‌های مختلف ترسیم می‌کند. نکته جالب این نمودار، حرکت پایدار این نقطه به سمت چین با گذشت است. این به معنای آن است که نقش و وزن اقتصادی چین در اقتصاد بین الملل روز به روز بیشتر شده که موجب جابجایی گرانیگاه اقتصادی به سمت چین شده است. پیشرفت‌های چین از جایی به بعد، موجب نگرانی ایالات متحده شد و این موضوع ۱۰ سالی است که به طور رسمی اعلام می‌شود. اکنون مشخص شده است که چین علاوه مدیریت، نیم نگاهی نیز به دانش تولید محصولات داشته که گاه با دزدی تکنولوژی در دهه‌ها سال همراه بوده است. از این روست که تصور تبدیل کشور چین به قدرت اول دنیا، کابوس شبانه سیاستمداران آمریکا شده است. برای مقابله با این پدیده، توجه به اقتصاد داخلی ایالات متحده در همه زمینه‌ها از جمله تأمین نیروی کار ارزان قیمت خارجی در دستور کار قرار گرفته است. یادآوری اینکه تا همین اواخر ایالات متحده را بهشت نخبه‌ها و مغزهای کشورهای جهان می‌نامیدند، خالی از لطف نیست اما در آینده‌ای نه چندان دور این مسئله کمرنگ‌تر خواهد شد و ایالات متحده، بازار مناسبی برای تقاضای نیروی کار ارزان خواهد بود.

حال مشخص می‌شود این توجه به اقتصاد داخلی، در زمینه تحریم‌های اقتصادی نیز مورد توجه قرار گیرد. نکته دیگری که در مقاله به چشم می‌خورد، آنکه ریچارد نفیو با نگرانی از کم اثر شدن استفاده از تهدید و ارباب کشورهای برهم زنده شرایط تحریم صحبت می‌کند. این دغدغه به خوبی از شکنده بودن تحریم‌ها، حکایت دارد. سؤالی که پیش می‌آید اینکه پس چرا حقایق میدانی، از شکنده بودن تحریم‌ها حکایت ندارد؟ باید توجه داشت که بزرگترین کشور تحریم کننده جهان اعلام می‌دارد که در زنجیره تولید کالاها، ده‌ها نقطه شکست وجود دارد که اثرات تحریم را خنثی می‌کند. او اعلام می‌کند: از اینکه زمانی دیگر تهدید علیه کشورها کارساز نباشد، ترس دارد، اینکه او از کاربرد چندگانه تجهیزات الکترونیکی ترس دارد، همه و همه از اشکال ماهوی این سیستم حکایت دارد اما باید توجه داشت پر رنگ شدن نقش تحریم‌ها، بیشتر به دلیل کمرنگ کردن کاستی‌های داخلی و مدیریتی در داخل خود کشور است. سیاست‌ورزان یک کشور عمدتاً بجای تمرکز بر تحریم‌ها و پیدا کردن راه حل‌های داخلی، با آدرس‌دهی نادرست در این حوزه، علت عدم حل یا بروز مشکلات جدید را تحریم‌های اقتصادی اعلام می‌کنند.

آنچه می‌توان از مقاله نفیو، برای طراحی سیاست‌های ضد تحریمی استفاده کرد بطور خلاصه عبارتند از:

(۱) تحریم‌های اقتصادی کشور را باید یک سیاست بلندمدت برای کشور در نظر داشت و تصور اینکه با تغییر ریاست جمهوری در آمریکا، مسئله با مذاکره قابل حل است هرگز سیاست هوشمندانه‌ای محسوب نمی‌شود. از این رو کلیه برنامه ریزی‌ها در این حوزه باید به صورت بلندمدت باشد.

(۲) سیاست‌های تحریم به صورت دائم توسط تحریم کنندگان پایش شده و با توجه به بازخوردهای کشورهای، اصلاحاتی در آن صورت می‌گیرد. از این رو سیاست‌های ضد تحریمی نیز باید دائماً مورد بررسی قرار گیرند.

(۳) در طراحی سیاست‌های ضد تحریمی، باید به زنجیره تأمین محصول توجه کرده و راه حل‌ها با در نظر گرفتن عنصر ابتکار طراحی شوند. (۴) توجه به بخش خصوصی به عنوان شاه مهره حل مشکلات فنی و اقتصادی. دولت و بخش‌های حاکمیتی باید به ثروت بخش خصوصی احترام گذاشته و خود را رقیب این بخش ندانند.

(۵) توجه دولت به تحریم باید از نوع اقتصادی باشد و سایر ابزارها به کمک اقتصاد آمده و حول آن، اقدام به همراهی کند.

از این‌رو نتیجه می‌گیریم؛ «در زنجیره تأمین جهانی به طور بالقوه ده‌ها نقطه برای ایجاد اختلال در اثرگذاری تحریم‌ها وجود دارد.» و برای تحریم شوندگان، این بدان معناست که حتی اگر نتوانند از کالای نهایی برخوردار باشند، ممکن است ده‌ها فرصت برای دسترسی به قسمت‌های مختلف این کالا داشته باشند.

علاوه بر مزایای یاد شده، زنجیره تأمین داخلی موجب می‌شود، نیاز به کنترل بخش‌های مرتبط و جانبی این زنجیره از جمله، حمل و نقل، بیمه، فعالیت‌های بانکی و... نیز کمتر و کمتر شود و به اینها می‌شود اضافه کرد، زنجیره تأمین داخلی، موجب افزایش قدرت چانه زنی ایالات متحده در سایر بخش‌های اقتصادی سیاسی و... نیز می‌شود. برای مثال زمانی که ایالات متحده، شرکت‌های انرژی اروپایی را تهدید به اعمال مجازات در صورت خرید نفت ونزوئلا کرد، تنها دسترسی به محصولات و مواد آمریکایی را در بخش انرژی محدود نکرد بلکه، دسترسی به منابع مالی، مالکیت معنوی و هرگونه سرمایه‌گذاری و همکاری مشترک آینده را زیر سؤال برد!

در واقع او نتیجه می‌گیرد یک زنجیره تأمین داخلی، تنها به دایره یک محصول ختم نمی‌شود بلکه طیف وسیعی از امکانات را شامل می‌شود که به ایالات متحده قدرت بی‌همتایی را می‌بخشد.

نفیو در این مقاله تصریح می‌کند که زنجیره‌های تأمین مد نظر او شامل همه کالاها نمی‌شود و تنها شامل بخشی از کالاهای استراتژیک که لازم است دوباره بازبینی و بازتعریف شوند، است. به نظر او این کالاها باید، بعد از واردات مواد اولیه در داخل ایالات متحده تولید و سپس توزیع جهانی شود. دانش و تکنولوژی تولید و توسعه محصول نیز به صورت انحصاری در اختیار ایالات متحده باشد و از این ابزار برای اعمال فشار به کشورهای تحریم شونده، بخصوص کشورهایی که در این مقاله به طور مشخص از آنها نام می‌برد، یعنی ایران، کره شمالی و ونزوئلا استفاده کند.

آنچه از این مقاله استنباط می‌شود، جدی شدن توجه به تولید داخل ایالات متحده است. در واقع در زنجیره تأمین جهانی با مدل فعلی، هسته دانش و برنامه‌های توسعه‌ای آن برای هر کالا به صورت عمده نزد ایالات متحده بوده و حلقه‌ها و عناصر تولید و توزیع آن بین چند کشور توزیع می‌شود. برای مثال بخش‌های کاربر این کالا در کشورهایی که حقوق و دستمزد کارگران پایین است قرار می‌گیرد، حلقه‌های توزیعی در کشورهایی که انرژی ارزان تر و قابل دسترسی تر وجود دارد و... این روش تولید باعث می‌شود زمام اختیار بازار این کالا هیچگاه از دست ایالات متحده خارج نشود و در عین حال در کشورهای هم پیمان آمریکا، کار ایجاد شود و با توجه به ارزان بودن نیروی کار در آن کشورها هزینه‌های تولید پایین آمده و بتوان در مقیاس وسیع تر کالا را تولید کرد و عرضه جهانی داشت. فلسفه ایجاد این مکانیزم تولید و عرضه کالا، از آنجا نشأت گرفت که محققان آمریکایی با بررسی بر روی جوامعی که روزی ابرقدرت در جهان بوده‌اند به این نتیجه رسیدند که یکی از دلایل سقوط و زوال قدرت‌های پیشین نداشتن شریکی بوده است که در هنگام بحران‌ها بتواند یاری رسان آنان باشد. از این‌رو به وجود آوردن شرکای تجاری قدرتمند درجه دو در دو قاره آسیا و آمریکا در انتهای دهه هفتاد و ابتدای دهه هشتاد میلادی در دستور کار قرار گرفت.

به این شرکای تجاری، کشور چین هم افزوده شد. قابلیت‌های منحصر به فرد چین شامل گستردگی جغرافیایی، جمعیت زیاد، نیروی کار ارزان قیمت، قدرت برنامه ریزی و مدیریت بالا از چین یک گزینه منحصر به فرد ساخت. کشور چین نیز با حساب و کتاب دقیقی وارد این عرصه شد و در یک دوره سی ساله با سر به راهی و تعامل و سکوتی مرموزانه با ایالات متحده آمریکا همراه شد. کالاهای تولیدی ارزان راهی بازارهای بین المللی و بخصوص ایالات متحده و در عوض آن، طلا و دلار در بانک‌های چینی برای روزهایی در آینده ذخیره شد. نظم فوق العاده، برنامه‌ریزی

طبق قانون سر موعد ۱۰ سال، سهام عدالت باید از محل سود سهام این شرکت‌ها مستهلک می‌شد در واقع بنا بر قانون اگر چنین اتفاقی نمی‌افتاد باید بعد از ۱۰ سال این سهام آزاد می‌شد و به دست صاحبان سهام می‌رسید.

برای دهک‌های بالا از محل یک میلیون تومان سهم حدود ۵۰۰ هزار تومان از محل سود سهام شرکت‌های سهام عدالت مستهلک شده است و باید آزاد شود اما برای دهک‌های پایین جامعه کل سهام آزاد شده است یعنی برای هر نفر یک میلیون تومان آزاد شده است.

یکی از اتفاقاتی که در مورد سهام عدالت رخ داده و به نوعی برخلاف قانون بوده این است که بر اساس قانون باید کل این سهام آزاد شود نه اینکه به سهامدار اجازه داده نشود که کل سهامش را بفروشد.

دولت روش آزادسازی پلکانی را برای جلوگیری از نوسانات شدیدی که در بازار سرمایه با آزادسازی یکباره سهام محتمل بود اتخاذ کرد. دولت با آزادسازی ۳۰ درصد از سهام سعی در مدیریت واگذاری از طریق آزادسازی پلکانی دارد، اما به طور کلی باید این نکته را مدنظر قرار داد که طبق قانون باید کل سهام آزاد می‌شد با این وجود باید به این مسائل نیز توجه کرد که علت آزادسازی پلکانی سهام عدالت ورود حجم بالای نقدینگی و نوسانات شدید در بورس است.

اگر حجم زیادی از این سهام وارد بورس شود برای بازار سرمایه خطرناک است، در واقع ارزشی حدود ۵۰ هزار میلیارد تومان اگر به یکباره وارد بورس می‌شد، نوسانات شدیدی به این بازار وارد می‌کرد و این مغایرت با قانون به این علت اتفاق افتاده است.

سهام عدالت باید حدود شش سال پیش آزاد می‌شد. آزاد شدن سهام عدالت که ابتدای امسال و با دستور رهبری انجام گرفت دیرتر از موعودی انجام گرفت که تعیین شده بود. یکی از انتقادهایی که به آزادسازی سهام عدالت وارد شده این است که مالکیت شرکت‌ها به مردم منتقل می‌شود اما با انتقال مالکیت، مدیریت تغییری نمی‌کند و همچنان در دست دولت است البته ممکن است در آینده با چرخش این سهام در میان مردم مالکیت نیز مردمی شود اما متأسفانه در حال حاضر چنین نیست.

## آزادسازی پلکانی مغایر با قانون



سید مهدی عقدایی  
معاون سابق سازمان خصوصی‌سازی



آنچه از سهام عدالت نمی‌دانید!

# جعبه سیاه سهام عدالت باز می‌شود

بررسی چالش‌ها و ابهامات موجود  
در طرح سهام عدالت



گلشن بابادی  
خبرنگار

سهام عدالت چیست؟ چرا امسال برخی از مردم دارنده این سهام هستند و برخی از داشتن آن بی‌نصیب مانده‌اند؟ چرا برخی از دارندگان این سهام ادعا می‌کنند زمانی که این سهام به نامشان شد برگه یک میلیون تومانی داشتند و امروز رقم این برگه‌ها آب رفته است! برای یافتن پاسخ پرسش‌هایی از این قبیل باید به زمان تولد سهام عدالت بازگردیم و چگونگی تخصیص یافتن و تعیین قیمت سهام شرکت‌های موجود در آن را بررسی کنیم. ۱۴ سال قبل، زمانی که سازمان خصوصی‌سازی به منظور حمایت از اقشار کم درآمد جامعه، سهام برخی شرکت‌های دولتی را به مردم اختصاص داد، دولت در آن هنگام به شکل رایگان این سهام را به مردم داد و در قبال آن چیزی دریافت نکرد با این حال از سود شرکت‌های موجود در این سهام، اقدام به پرداخت بهای این سهام کرد. حدود چهارده سال از زمانی که طرح سهام عدالت در دولت نهم (در سال ۱۳۸۴) به راه افتاد، می‌گذرد.

پس از گذشت بیش از یک دهه از اجرا شدن این طرح با توجه به اینکه فرآیند آزادسازی این سهام نباید این همه به درازا کشیده می‌شد، امسال دولت بالاخره تصمیم گرفت، گردن این طرح را به تیغ واگذاری بسپارد.

دولت سعی کرد در شرایط مناسبی که از قبل برای آزادسازی این سهام در بازار سرمایه تدارک دیده بود، میلیون‌ها نفر را به بورس فرا بخواند. در ضیافتی که دولت در بورس به پا کرد میلیون‌ها مهمان دعوت شدند در صورتی که به درستی و دقیق مشخص نیست که چه تدارکاتی برای این مهمانی دیده شده است و با تمام شدن تدارکات این مهمانی پررونق چه نصیب مهمانان خواهد شد؟ دولت بیش از یک ماه زمان در اختیار مشمولان سهام عدالت قرار داد تا روش آزادسازی سهامشان را انتخاب کنند. اغلب مردم در حالی که نمی‌دانستند روش‌های مستقیم و غیرمستقیمی که از سوی دولت مطرح شده چیست یا این روش‌ها چه مزایا و معایبی نسبت به همدیگر دارند، یکی از روش‌های پیشنهادی را انتخاب کردند.

استدلال افرادی که روش مستقیم را برای آزادسازی سهام عدالتشان انتخاب کردند، تنها بیرون آوردن این سهام از چنگال دولت بود و افرادی که روش غیرمستقیم به طور اتوماتیک برایشان انتخاب شده بود، روش را تغییر ندادند (به علت نداشتن مهارت و آگاهی موردنیاز) و سهامشان را به دست دولت سپردند تا در قالب شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی این سهام را مدیریت کند.

سازوکار اجرایی هر کدام از روش‌ها، تعیین قیمت فعلی برگه سهام و بسیاری موارد دیگر نکات نامفهوم فراوانی را در خود نهفته دارد که به روشننگری مطلوب و همه جانبه نیازمند است.

## تولد «سهام عدالت»

### از دل «کوپن سهام»

برای بررسی تمامی این مسائل باید به بررسی طرح ابتدایی و چالش‌های طرح در سال‌های گذشته، چالش‌های اجرایی و دغدغه‌هایی که پیش روی این طرح قرار دارد پرداخت. "طرح توزیع سهام عدالت با دو هدف عمده توزیع متعادل‌تر ثروت و درآمد در جامعه و به علاوه کاهش تصدی‌گری انجام شده است." طرح توزیع متعادل ثروت و درآمد گام بسیار مهمی بود که با ابلاغ مصوبه ۱۳۸۴/۱۱/۱۷ هیأت دولت با عنوان آیین‌نامه افزایش ثروت خانوارهای ایرانی از طریق گسترش سهم بخش تعاون براساس توزیع سهام عدالت برداشته شد. نمونه این طرح در کشورهای بلوک شرق با عنوان طرح "خصوص‌سازی کوپنی" در کشورهایی چون روسیه، جمهوری چک، لهستان و رومانی نیز انجام شده است. نمونه‌های خارجی طرح سهام عدالت در این کشورها با هدف تسریع روند خصوصی‌سازی و تغییر مالکیت شرکت‌های دولتی به شرکت‌های هلدینگ با تخصیص بخشی



از سهام شرکت‌ها از طریق کوپن سهام انجام شده است. طرح سهام عدالت از دل برنامه خصوصی‌سازی با واگذاری "کوپن سهام" بیرون آمده است، اما با توجه به مطالعه تجربه دیگر کشورها لازم بود تا تغییراتی در آن اعمال شود که این طرح نیز به سرنوشت کشورهای ناموفق در اجرای کوپن سهام دچار نشود.

هدف اصلی از برنامه کوپن سهام، خصوصی‌سازی در جهت افزایش کارایی شرکت‌های دولتی است اما هدف اصلی برنامه

سهام عدالت؛ کاهش نابرابری درآمدی و همچنین کاهش نابرابری در توزیع ثروت است به همین خاطر تبعیضاتی در واگذاری اعمال می‌شود و تنها دهک‌های پایین درآمدی را در برمی‌گیرد. در برنامه کوپن سهام به جای واگذاری تمام ۱۰ میلیون تومان سهام عدالت به صورت سهام به خانوارها بن یا کوپن‌هایی به ارزش ۱۰ میلیون تومان در اختیار خانواده‌ها قرار می‌گرفت تا آنها پس از بررسی‌های لازم از بین سهام معرفی شده، سبدي از سهام را به انتخاب خود تشکیل دهند.

### آتشی که سهام عدالت به پا می‌کند

از چالش‌هایی که این طرح می‌تواند برای بنگاه‌ها و سهامداران آنها داشته باشد، می‌توان به چالش دستیابی به افزایش قابل توجه کارایی در شرکت‌های واگذار شده و حفظ سودآوری شرکت‌های واگذار شده، اشاره کرد؛ همچنین شرکت‌های واگذار شده ممکن است در جذب سرمایه‌های جدید و توسعه فعالیت‌هایشان و به علاوه در حفظ حقوق سهامداران خرد با چالش‌هایی مواجه شوند.

سهام عدالت می‌تواند با چالش‌هایی در سطح کلان نیز دست به گریبان شود. دستیابی خصوصی‌سازی واقعی، ملموس نبودن و عدم تاثیرگذاری سود سهام پرداختی، چالش در اولویت‌دهی به افزایش ثروت یا ایجاد درآمد برای خانوارها، دستیابی به تعادل مناسب بین فروش و نگهداری سهام عرضه شده و به علاوه توانمندسازی مالی قشر محروم (که باعث می‌شود به طور موقت چیزی را به دست بیاورند اما خریداران این سهام از مردم پول بیشتری به جیب می‌زنند و یکی از اهداف اصلی این طرح را خدشه‌دار می‌کنند). از این معضلات محسوب می‌شود همچنین از دیگر چالش‌های سطح کلان می‌توان به تضعیف روابط دولت با شهروندان و به علاوه آثار تورمی موج احتمالی فروش‌ها و مشکلاتی از این دست اشاره کرد.

برای بررسی دقیق‌تر طرح سهام عدالت باید به جزئیات طرح کوپن سهام پرداخت. در مورد طرح کوپن سهام باید گفت این طرح در کمتر از ۲۰ کشور اجرایی شده و از سال ۲۰۰۰ پرونده کوپن سهام به طور کلی بسته شده است. در کشورهای کمونیستی هنگام اجرای طرح و اعطای کوپن سهام به مردم، چند گزینه نیز پیش روی افراد قرار دادند. یکی از گزینه‌ها اعطای کوپن به مردم و فروش این کوپن توسط مردم در بازار آزاد بود. گزینه دیگر خرید واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری بود که شامل شرکت‌های دولتی می‌شد در واقع افراد از طریق این کوپن‌ها اقدام به خرید واحدهای صندوق می‌کردند.

یکی دیگر از گزینه‌های اعطای کوپن سهام که کمک شایانی نیز به خصوصی‌سازی در این کشورها کرد را باید خرید سهام شرکت با استفاده از کوپن دانست. در برخی از کشورها چند شرکت اصلاح ساختار شد و به افراد امکان این داده می‌شد که سهام هر یک از این شرکت‌ها را با کوپنشان خریداری کنند اما در کل با وجود تمامی این گزینه‌ها ناموفق بودن در زمان آزادسازی باعث شد روش کوپن سهام یک تجربه

یکی از چالش‌های موجود بورسی و فرا بورسی نبودن عمده شرکت‌های پرتفوی این سهام است در حال حاضر از ۴۹ شرکتی که در پرتفوی سهام عدالت وجود دارد، حدود ۱۳ شرکت غیر بورسی است که هنوز ارزش روز این شرکت‌ها مشخص نیست

شکست خورده لقب بگیرد. هدف کشورها از اجرای طرح کوپن سهام گسترش فرهنگ سهامداری، توسعه خصوصی‌سازی انبوه، واگذاری اموال و دارایی‌های دولت و محبوبیت سیاسی بود. در کشور ما از سال ۷۰ برخی مسئولان در تلاش بودند که بتوانند طرح سهام عدالت را اجرایی کنند که در نهایت قرعه به اسم دولت هشتم درآمد، در این دوره بود که سهام عدالت پس از سال‌ها رنگ و بوی اجرایی شدن گرفت.

در دوره هشتم بخشی از سهام شرکت‌ها به دهک‌های مختلف داده شد. به حدود ۵۰ میلیون نفر درصدهایی از شرکت‌های مختلف داده شد. این سهام به شرطی به مردم اعطا شد که از محل سود سالانه آن، اقساطش پرداخت شود و باید در سال ۹۵ یا ۹۶ آزادسازی سهام عدالت اتفاق می‌افتاد در حالی که باید حدود چهار سال پیش آزادسازی انجام می‌شد، چنین نشد البته در سال‌هایی که آزادسازی انجام نشد، سود این سهام به مردم پرداخته شد در نهایت در اردیبهشت ماه امسال آزادسازی انجام شد.

بورسی نبودن برخی از شرکت‌های موجود در پرتفوی سهام عدالت، دل نبریدن دولت از مالکیت شرکت‌ها، راه‌اندازی و انحلال شرکت‌ها و تعاونی‌های مختلف سهام عدالت، آزاد نشدن یک جای سهام عدالت، تعیین تکلیف سود شرکت‌ها، سازوکار مبهم شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و فرآیند طولانی پذیرش این شرکت‌ها از مهم‌ترین چالش‌هایی است که سهام عدالت با آن دست و پنجه نرم می‌کند.

**سهام عدالت در گرداب چالش‌هایی که پیش‌بینی می‌شد چالش اول:** یکی از چالش‌هایی که از زمان شروع این طرح وجود داشت و همچنان نیز ادامه دارد بورسی و فرا بورسی نبودن عمده شرکت‌های پرتفوی این سهام است. در واقع ارزش‌گذاری دقیقی از این شرکت‌ها وجود نداشت. در حال حاضر نیز از ۴۹ شرکتی که در پرتفوی سهام عدالت وجود دارد، حدود ۱۳ شرکت غیر بورسی است که هنوز ارزش روز این شرکت‌ها مشخص نیست که در واقع اولین چالش ایجاد شده پیش پای این طرح همین موضوع است.

**چالش دوم:** چالش دوم این است که از ابتدای اجرای سهام عدالت عنوان می‌شد که این طرح به خودی خود مانعی برای خصوصی‌سازی محسوب می‌شود. در زمان اجرای این طرح گفته می‌شد که سهام عدالت یک بازو مهم و تاثیرگذار در خصوصی‌سازی خواهد بود ولی پس از گذشت سال‌ها هنوز اثر قابل توجهی بر خصوصی‌سازی نداشته است.

### چرا سهام عدالت به خصوصی‌سازی کمک نکرد؟

معمولاً در هیأت مدیره شرکت‌های سهام عدالت اغلب دولتی‌ها صاحب قدرت و حق رای تعیین کننده بودند. زمانی می‌توان یک شرکت را خصوصی تلقی کرد که حداقل ۵۰ درصد سهام شرکت به بخش خصوصی تعلق داشته باشد و کفه کرسی‌های بخش خصوصی در هیأت مدیره شرکت‌ها نسبت به بخش دولتی سنگینی کند.

با توجه به این اصول در سهام عدالت شاهد چنین تناسبی نبودیم. یکی از عواملی که باعث شد شرکت‌های موجود در سهام عدالت نتوانند به سمت خصوصی‌سازی حرکت کنند این بود که در صورت تمایل بخش خصوصی به گرفتن کرسی‌های مدیریتی بخشی از سهام توسط دولتی‌ها و بخشی از سهام تحت عنوان سهام عدالت بلوکه شده بود و همین عوامل طی سال‌ها به نوعی مانعی برای ورود بخش خصوصی به مدیریت

این طرح پا پس کشید.

**چالش چهارم:** یکی از چالش‌ها در رابطه با افرادی که روش مستقیم را انتخاب کرده‌اند این است که این افراد یا فعلا برنامه‌ای برای فروش ندارند یا بخش کمی را برای فروش انتخاب کرده‌اند. با این حساب چالشی که ایجاد می‌شود این است که سود سهام عدالت امسال چگونه تخصیص داده می‌شود؟ سال‌های گذشته سود شرکت‌های سهام عدالت یکپارچه می‌شد و به حساب مشمولان واریز می‌شد اما امسال تکلیف این سود چیست؟

کارشناسان معتقدند بهترین راهکار برای واریز سود سهام به حساب مشمولان، گرفتن کد بورسی توسط تمامی افراد و واریز سود از طریق سجام است اما این راهکار نیز دچار مشکلات و کمبودهایی در زیرساخت فناوری اطلاعات بوده و متولی مشخص، عزم و اراده قوی نیز برای این کار وجود ندارد. به طور کلی باید این موضوع را مدنظر قرار دهیم که نطفه سهام عدالت از ابتدا با مشکلات ساختاری متولد شده است و به نظر بخش جدایی ناپذیر از این طرح به حساب می‌آید.

### گرفتار شدن سهام عدالت به سرنوشت "کوپن سهام"

**چالش پنجم:** یکی دیگر از دغدغه‌های مهم این طرح مربوط به آزادسازی سهام عدالت است که در شرایط فعلی با اما و اگرهای فراوانی همراه شده است. به نظر می‌رسد ما در حال تجربه کردن تجربه "کوپن سهام" هستیم. با کنار هم گذاشتن تمامی این مسائل به این نتیجه می‌رسیم که سهام عدالت و کوپن سهام با گذر زمان بیش از پیش به یکدیگر نزدیک می‌شوند و شباهت بسیاری به یکدیگر دارند. نکته جالب توجه در مورد این طرح‌ها این است که هر دو در تجربه شکست در مرحله آزادسازی مشترکند.

**چالش ششم:** گفته‌هایی مبنی بر اعطای سهام عدالت جدید به عده‌ای از مشمولان شنیده می‌شود که این موضوع نیز می‌تواند گره‌ای بر گره‌های کور سهام عدالت بزند و ابهامات موجود در این طرح را چندین برابر کند. گفته می‌شود که قیمت روز سهام عدالت تقریباً ۶۰۰ هزار میلیارد تومان است با فرض این که آزادسازی سهام عدالت به خوبی انجام شود با توجه به اینکه قرار است تا شهریور ماه شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت نیز وارد بورس و فرابورس شوند باید به این نکته توجه کرد که در واقع تا پایان سال جاری چیزی حدود ۶۰۰ هزار میلیارد تومان نقدینگی به واسطه این طرح وارد اقتصاد خواهد شد که به خودی خود تورم‌زاست. این رقم به شرطی است که شرکت‌های موجود در پرتفوی سهام عدالت افزایش قیمت پیدا نکنند که به نظر چنین چیزی بعید است در نتیجه اقتصاد کشور ما به زودی با حجمی بیشتر از ۶۰۰ هزار میلیارد تومان نقدینگی مواجه خواهد شد.

### سهام عدالت، دولتی‌سازی نه خصوصی‌سازی!

بهترین راهکار برای آزادسازی سهام عدالت این بود که این مهم به شکل مرحله‌ای انجام شود، به طور مثال در ابتدا سهام مشمولان تحت پوشش کمیته امام خمینی (ره) و سازمان بهزیستی و در مراحل بعدی سایر دهک‌ها آزاد می‌شد که با این کار هم مبلغ قابل توجهی نقدینگی به افراد می‌رسید و هم دولت به شکل کامل این سهام را از بدنه خود جدا می‌کرد و پرونده سهام عدالت بسته می‌شد. با وجود این مسائل باید اعتراف کرد که سهام عدالت بیشتر به دولتی کردن اقتصاد منجر شده تا قدم گذاشتن در وادی خصوصی‌سازی!

شرکت‌ها و تحقق خصوصی‌سازی است.

**چالش سوم:** یکی دیگر از مشکلات سر راه سهام عدالت را می‌توان شرکت‌های تعاونی سهام عدالت که همزمان با اجرایی شدن سهام عدالت شکل گرفتند دانست.

این تعاونی‌ها با هدف شناسایی و توزیع سود میان مشمولان و به علاوه سرمایه‌گذاری و چند برابر کردن سرمایه افراد راه‌اندازی اما همین شرکت‌ها به مشکلی اساسی برای این طرح بدل شد. شاهدیم هر ساله بودجه‌ای به این شرکت‌ها اختصاص داده می‌شود ولی سازوکار دقیق و عملکرد آن‌ها مشخص نیست.

### آزادسازی، گام اول آخرین اشتباه

ذات آزادسازی سهام عدالت در شرایط کنونی بازار سرمایه و اقتصاد ایران به خودی خود مشکل‌ساز است چرا که استفاده از رونق بازار سرمایه در شرایط فعلی به منظور آزادسازی سهام عدالت، برای اقتصاد کشور تورم‌زاست.

به عقیده کارشناسان اقتصادی فرمول آزادسازی سهام عدالت با توجه به شرایط فعلی؛ فرمول صحیحی برای واگذاری نبوده است. یکی از ایراداتی که کارشناسان به روش آزادسازی سهام عدالت وارد می‌کنند، آزادسازی ناقص آن است. اگر بخواهیم به زبان ساده این مشکل را بررسی کنیم باید بگوییم آزادسازی نصفه و نیمه این سهام یک مشکل بزرگ است در واقع اگر فرض شود یک خانواده تحت پوشش کمیته امداد امام خمینی (ره) یا سازمان بهزیستی مشمول بر گره سهم یک میلیون تومانی بودند و این خانواده شامل پنج عضو است، ارزش سهام عدالتشان یک حجم قابل توجه است اما آزادسازی خرد خرد و به تدریج باعث شد منابع حاصل از این آزادسازی صرف سرمایه‌گذاری مناسبی نشود و این مبلغ قابل توجه به نوعی تلف شود.

یکی دیگر از ایرادات به این آزادسازی فرآیند طولانی بانکی و قراردادهای بانک با مشمولان برای فروش سهام است که به طور دقیقی مشخص نشده که کدام سهم را به چه قیمتی و در چه زمانی از افراد خریداری کردند به طور کلی باید گفت آزاد نشدن یک جای سهام عدالت یکی از مهم‌ترین ایراداتی است که به این طرح وارد می‌شود. از سوی دیگر در مقابل اینکه بخشی از مشمولان به فروش سهامشان اقدام کردند بخش دیگر سهامشان را در قالب شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی قرار دادند.

در این روش افراد سهامدار این شرکت‌ها می‌شوند. چالشی که از این روش واگذاری نصیب مردم شد را باید طولانی شدن فرآیند پذیرش این شرکت‌ها دانست در حالی که قرار بود پذیرش این شرکت‌ها به سرعت انجام شوند. بلا تکلیفی در آزادسازی سهام عدالت یکی از مهم‌ترین چالش‌هایی بود که این طرح با آن مواجه شد.

یکی از موضوعات قابل توجه در مورد سهام عدالت این است که با گذشت سال‌ها این طرح متولی مشخص و یگانه‌ای ندارد. باید به این نکته توجه کرد که به نظر می‌رسد مثلاً سازمان

خصوصی‌سازی مسئولیت سهام عدالت را از روی دوش خود برداشته و این مسئولیت را در دامن دیگر نهادها چون سازمان بورس و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی گذاشته است ولی در واقع این نهادها نیز متولی شناسنامه‌دار سهام عدالت نیستند.

یکی از اتفاقاتی که در ماه‌های اخیر در اثر آزادسازی سهام عدالت رخ داد این بود که متولی دولتی که این سهام داشت به نوعی از

**ذات آزادسازی سهام عدالت در شرایط کنونی بازار سرمایه و اقتصاد ایران به خودی خود مشکل‌ساز است چرا که استفاده از رونق بازار سرمایه در شرایط فعلی به منظور آزادسازی سهام عدالت، برای اقتصاد کشور تورم‌زاست**



در گفت و گو با معاون سابق سازمان خصوصی سازی مطرح شد:

## درآمدزایی ۱۹ هزار میلیارد تومانی دولت از سهام عدالت

پرداختن نکردن مابه التفاوت  
علت کاهش ارزش برگه سهام یک میلیون تومانی

با اینکه سال‌ها از اجرایی شدن طرح سهام عدالت می‌گذرد و سال‌ها پیش باید پرونده این طرح مختومه می‌شد اما همچنان گره‌های کور این طرح باز نشده و نیاز به بررسی چالش‌ها و زوایای نامعلوم این طرح از ابتدای متولد شدنش دارد. سهام عدالت با مشکلاتی نظیر وجود شرکت‌های غیربورسی در پرتفوی خود، کم شدن ارزش برگه سهام مشمولان در زمان واگذاری، آزاد شدن پلکانی و بسیاری معضلات دیگر مواجه شده است که برای روشن شدن ابهامات موجود در رابطه با چگونگی اجرای طرح و بررسی زوایای مختلف آن به سراغ معاون سازمان خصوصی سازی در زمان راه‌اندازی این طرح رفتیم و به بررسی زوایای پنهان موجود در جای جای این طرح پرداختیم که در ادامه آمده است:

اسماعیل غلامی، معاون پیشین امور آماده‌سازی سهام و شرکت‌های سازمان خصوصی سازی در پاسخ به این سؤال که اگر بخواهیم صفر تا صد سهام عدالت را زیر ذره بین قرار دهیم باید چه مواردی را مد نظر بگیریم توضیح داد: به طور کلی باید به روند اجرا شدن و روش‌های واگذاری این طرح پرداخت. در واقع سازوکار اجرا شدن طرح از ابتدا تا امروز را باید مدنظر گرفت. اگر بخواهیم به طور خلاصه به مهم‌ترین موضوعات موجود در رابطه با سازوکارهای اجرا و ابهامات آن بپردازیم باید بگوییم که در ابتدا قرار بر این بود که برگه‌های سهام به گونه متفاوت دیگری باشد اما مشکلات و اختلاف نظرهای بسیاری که در این زمینه به وجود آمد و در نهایت باعث شد برگه‌ها به شکل امروزی در آیند که به خودی خود ابهامات بسیاری ایجاد کرد.

### ■ چرا آن زمان مردم برگه سهام یک میلیونی داشتند و در حال حاضر با برگه‌های ۵۰۰ هزار تومانی یا کمتر روبه‌رو شده‌اند؟

این سؤال پاسخی حقوقی دارد در واقع دولت برگه سهام یک میلیون تومانی به افراد فروخته است، به همین علت لازم بود برای اینکه این پول را بپردازد سهام فرد را به فروش برساند و سپس با کسر پول ابتدایی خود مابقی را به شخص بدهد اما نکته اینجا است که در این خصوص این قاعده رعایت نشده است. در واقع دولت نباید سهام را به قیمت ۱۰ سال قبل کم می‌کرد این موضوع باعث شده رقمی حدود ۱۹ هزار میلیارد تومان از پول اختصاص داده شده کسر شود. در واقع دولت ۴۹ هزار میلیارد تومان را به حدود ۲۷ هزار میلیارد تومان رساند به زبان ساده‌تر

باید گفت دولت سهم را به قیمت روز اول (یک دهه قبل) برداشته است. در صورتی که طبق قانون، دولت باید سهم را بفروشد و سپس پولش را بردارد و پس از آن باقیمانده پول متعلق به سهامدار است.

### ■ با این حساب علت اینکه هنوز برخی از مردم همان برگه‌های یک میلیون تومانی را دارند چیست؟

سهامداران سهام عدالت حدود ۴۹ میلیون نفر هستند از این تعداد حدود ۳۵ میلیون نفر بعد از ۱۰ سال مابه‌التفاوت قیمت سهامشان را پرداخت نکرده‌اند در حالی که سال ۹۶ ابلاغ شد که افرادی که مابه‌التفاوت ۴۷۰ تا ۵۳۰ هزار تومانی خود را نپرداخته‌اند باید این رقم را بپردازند اما این تعداد از سهامداران به پرداخت مابه‌التفاوت

اقدام نکردند. از ۱۴ میلیون نفر باقی مانده حدود ۸ میلیون نفر دو دهک پایین (کمینه امداد امام خمینی (ره)، بهزیستی و غیره) که دولت به آن‌ها تخفیف ۵۰ درصدی داده بود هستند که برگه سهام یک میلیونی دارند و تقریباً ۶ تا ۷ میلیون نفر باقی‌ماند نیز شامل افرادی می‌شود که مابه‌التفاوت سهامشان را پرداخت کردند که این افراد سهام یک میلیون تومانی دارند و افرادی که این مابه‌التفاوت را نپرداختند در حال حاضر سهامشان کمتر است. چنانچه افراد برای پرداخت مابه‌التفاوت مراجعه نمی‌کردند دولت باید سهم را می‌فروخت و پول خود را برمی‌داشت و مابه‌التفاوتش را به سهامدار می‌داد اما شاهد آن بودیم که چنین اتفاقی نیفتاده است در واقع یعنی دولت در حال حاضر حدود ۱۹ هزار میلیارد تومان از سهام‌ها را پس گرفته است در

### سهام به چه عددی رسیده است؟

در حال حاضر بر که سهام افرادی که به علل گفته شده کم شد حدود ۴۸۰ تا ۵۳۰ هزار تومان است. در فرمی که سازمان خصوصی سازی اعلام کرده آمده است که این قیمت بر اساس ارزش انتقال انجام می شود. به هر شخص به تعداد مساوی از هر سهم رسیده و در واقع پرتقوی افراد شبیه به یکدیگر است.

### با این حساب وقتی چنین

موضوعی مطرح می شود مسئولان ادعا می کنند چون شخص سهامدار برای خرید این سهام هیچ پولی نپرداخته است به همین علت دولت می تواند از سهامی که به او بخشیده و پولی بابتش دریافت نکرده است طی سال ها این رقم را کسر کند، نظر شما چیست؟

بگذارید این سؤال را با یک سؤال جواب بدهم اگر شخصی خانه ای را خریده باشد و توانایی پرداخت اقساط آن را نداشته باشد آیا دولت می تواند به شخص بگوید که خانه اش را به قیمتی که روز اول خریداری کرده، می فروشد و سپس طبق قیمت ۱۰ سال پیش پول باقی مانده را به شخص بدهد؟

### آیا روش های واگذاری به طور

کلی برتری بر همدیگر دارند؟

به زبان ساده مردم عقیده دارند در روش مستقیم زودتر به پولشان می رسند و با توجه به اینکه در روش غیرمستقیم اغلب افراد نمی دانند سازوکار تخصیص به چه شکل است این روش نیز برای مردم مبهم است اما اگر بخواهیم به طور کلی به معایب و مزایای این روش ها بپردازیم باید بگوییم که در روش مستقیم به علت اینکه افراد شخصا مدیریت سهام را برعهده می گیرند ریسک بالاتری را نیز باید متحمل شوند همچنین با توجه به شرایط اقتصادی مردم در حال حاضر و افزایش شاخص بورس اوراق بهادار و نیاز به نقدینگی، مردم این روش را انتخاب می کنند، زیرا زودتر به پول می رسند که ورود نقدینگی به میان اقشار کم درآمد تورم را به شدت افزایش می دهد و سبب ساز حبابی شدن بازار سرمایه می شود همچنین مدیریت سهم توسط این افراد که اغلب ناآگاه هستند و تجربه کافی در بازار سرمایه ندارند ممکن است آن ها را در آینده به سر نوشت سپرده گذاران مؤسسات مالی و اعتباری دچار کند.

### یعنی در روش غیرمستقیم که

مدیریت با خود شخص نیست

### در روش مستقیم به علت اینکه افراد

شخصا مدیریت سهام را برعهده می گیرند ریسک بالاتری را نیز باید متحمل شوند همچنین با توجه به شرایط اقتصادی مردم در حال حاضر و افزایش شاخص بورس اوراق بهادار و نیاز به نقدینگی، مردم این روش را انتخاب می کنند، زیرا زودتر به پول می رسند که ورود نقدینگی به میان اقشار کم درآمد تورم را به شدت افزایش می دهد و سبب ساز حبابی شدن بازار سرمایه می شود همچنین مدیریت سهم توسط این افراد که اغلب ناآگاه هستند و تجربه کافی در بازار سرمایه ندارند ممکن است آن ها را در آینده به سر نوشت سپرده گذاران مؤسسات مالی و اعتباری دچار کند

باز می گردد. زمانی که در سال ۹۶ مردم تعیین تکلیف شدند و دولت اقدام به گرفتن سهم از افرادی که مابه التفاوت را پرداخت نکردند کرد هم زمان باید سهامشان را آزاد می کرد.

### چرا این شرکت ها هنگام اجرای

طرح در بورس پذیرش نشدند؟

این شرکت ها مشکلاتی برای پذیرش در بورس داشتند از جمله سهامی عام بودنشان و اینکه مسائل مربوط به حق رای در شرکت های تعاونی عدالت شهرستان که یک رده پایین تر از شرکت های سرمایه گذاری استانی بودند به وجود می آمد. در ابتدا مردم سهامدار این شرکت ها بودند و با حذف این شرکت ها در حال حاضر مردم یا باید سهامدار شرکت های سرمایه گذاری استانی شوند و یا از سهام شرکت هایی که وارد سبد سهام شرکت ها شدند مثل فولاد مبارکه، بانک صادرات، بانک ملت و غیره به این افراد سهم داده می شد بنابراین دو روش برای آزادسازی تعیین شد یکی روش مستقیم و دیگری غیرمستقیم. یکی دیگر از عواملی که اجرای طرح را به تعویق انداخت ایجاد تعاونی سهام عدالت بود که یک تصمیم اشتباه بود و پس از آن منحل شد به طور کلی تمامی این معضلات باعث شد که دولت نتواند سهام را در مدت تعیین شده به مردم واگذار کند، از ابتدا لازم بود که مردم عضو شرکت های سرمایه گذاری استانی می شدند.

### با توجه به اینکه از بر که های سهم

کسر شده است، قیمت بر که های

حالی که طبق قانون باید سهم فروخته می شد و دولت پس از برداشتن سهم خود مابه التفاوت به شخص پرداخت می کرد نه اینکه دولت سهم را به قیمت ۱۰ سال قبل پس بگیرد.

### آیا دولت سهام افرادی که به

پرداخت این مابه التفاوت اقدام نکرده اند را فروخته است؟

چنانچه افراد برای پرداخت مابه التفاوت مراجعه نمی کردند دولت باید سهم را می فروخت و پول خود را برمی داشت و مابه التفاوتش را به سهامدار می داد اما شاهد آن بودیم که چنین اتفاقی نیفتاده است در واقع یعنی دولت در حال حاضر حدود ۱۹ هزار میلیارد تومان از سهام ها را پس گرفته در نتیجه از ۶۰ شرکت مشمول واگذاری تبدیل شد به ۴۹ شرکت که از این تعداد ۳۵ شرکت بورسی و ۱۴ شرکت غیربورسی هستند. پس از این هم تعداد شرکت ها کمتر شد و هم مبلغ ۴۹ هزار میلیارد تومانی این شرکت ها به ۳۰ هزار میلیارد تومان رسید. وقتی دولت سهمی را به فردی می فروشد و بر که سهام به اسم شخص صادر می شود و قرار بر این بوده است که از محل سود این سهم اقساط آن پرداخت شود اگر چنین اتفاقی رخ دهد طبق قانون باید سهم فروخته می شد، دولت سهم خود را برمی داشت و مابه التفاوت به شخص پرداخت می شد نه اینکه دولت سهم را به قیمت ۱۰ سال قبل بردارد.

### آیا طبق قانون امکان کسر نشدن

این مبلغ وجود داشت؟

بر طبق آیین نامه چنانچه بعد از ۱۰ سال از طریق سود سهام شرکت ها اقساط سهامدار کامل نشود دولت به سهامداران ۶ ماه مهلت می دهد تا این مبلغ را واریز کنند (که البته دولت این فرصت شش ماهه را به سهامداران داد). چنانچه افراد به این کار اقدام نکنند دولت باید سهم را بفروشد و مابه التفاوت را پرداخت کند.

### به نظر شما علت تاخیر در

آزادسازی سهام عدالت چه بود؟

در ابتدا نیز قرار نبود که سهام به تعاونی های سهام عدالت واگذار شود در آن زمان تصمیم گرفته شد که یا سهم شرکت های مشمول سهام عدالت واگذار شود و یا سهام شرکت های سرمایه گذاری استانی به مردم واگذار شود. در آن زمان قرار بود شرکت های سرمایه گذاری استانی هر چه سریع تر وارد بورس شوند اگر آن زمان این شرکت ها پذیرش می شدند، هر شخص سهامدار این شرکت ها در استان خودش می شد. مشکلات تاخیر در آزادسازی سهام عدالت به این موارد

## چنین اتفاقی رخ نمی‌دهد؟

در این روش نیز معایبی وجود دارد ولی اگر همه سهامداران سهام عدالت مستقیماً سهامدار شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده بودند با سهامی عام شدن این شرکت‌ها و پذیرششان در بورس برخی مشکلات از بین می‌رفت و با این حال برگزاری مجامع این شرکت‌ها آسان‌تر و ریسک حبابی شدن بازار سرمایه در آن صورت کاهش می‌یافت.

## چرا در حالی که سهامدار صاحب کل سهم است اما تنها مجاز به فروش ۳۰ درصد از سهامش است؟

دولت برای جلوگیری از آشفتگی در بازار سرمایه قانون ۳۰ درصد فروش را گذاشته است با این حال با توجه به شرایط اقتصادی اغلب مردم تمایل به فروش سهامشان دارند. آزادسازی به شیوه پلکانی راه‌حلی است که از ایجاد آشفتگی در بازار جلوگیری می‌شود و تنها دلیل دولت برای مجاز دانستن ۳۰ درصد از سهام سهامدار همین موضوع است.

## چالش‌هایی که سهام عدالت با آن دست‌وپنجه نرم می‌کند، چیست؟

به طور کلی در هر دو روش چالش‌هایی ایجاد می‌شود مثلاً در روش مستقیم شاهدیم که میلیون‌ها نفر، سهامدار یک شرکت یا یک بانک می‌شوند، که این موضوع پیچیدگی‌هایی را به همراه خواهد داشت مثلاً برگزاری مجمع این شرکت‌ها در حالی که میلیون‌ها سهامدار دارند و بسیاری موضوعات این چنینی دیگر که می‌تواند بحران‌زا باشد از چالش‌های این طرح است. یکی از مهم‌ترین چالش‌ها این است که الان پرتفوی سهام عدالت قیمت مشخصی دارد و با توجه به رونق بازار سرمایه به ارزش خوبی دست یافته است ولی اگر در آینده‌ای نزدیک بازار با ریزش مواجه شود و ارزش این پرتفو کاهش یابد معضلاتی مثل بحران مؤسسات مالی و اعتباری تکرار می‌شود با این تفاوت که تعداد افرادی که در این میان متضرر می‌شوند بسیار زیادتر است و این می‌تواند نارضایتی‌هایی را به همراه داشته باشد. از نظر سیاسی روش غیرمستقیم مناسب‌تر است چرا که تمامی سهام در ظرف ۳۰ شرکت سرمایه‌گذاری استانی قرار می‌گیرد. ابتدا قرار بود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی از قبل در بورس پذیرش می‌شدند و مردم سهامدار این شرکت‌ها می‌شدند و به راحتی سهام این شرکت‌ها را خرید و فروش می‌کردند و سهام‌ها به ۳۰ استان تقسیم می‌شد اما در حال حاضر این سازوکار کمی گنگ است و چالش‌هایی به همراه خواهد داشت.

## در گفت‌وگو با دو مسئول سرمایه‌گذاری استانی مطرح شد:

# راه پرفراز و نشیب پذیرش سرمایه‌گذاری استانی

دانا کاتبی  
خبرنگار

یکی از موضوعات مبهم در رابطه با سهام عدالت را باید مسئله پیچیده سرنوشت "شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی" دانست. این شرکت‌ها که طی ماه‌های اخیر بارها و بارها نامشان را در اخبار و رسانه‌ها شنیده‌ایم به یکی از چالش‌های سهام عدالت در شرایط فعلی بدل شده‌اند، اما این شرکت‌ها با چه هدفی پدید آمدند، سازوکار شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی چه بود و چرا از ابتدای اجرای طرح سهام عدالت در بورس پذیرش نشدند؟ چرا بارها و بارها از زبان مسئولان مختلف وعده پذیرش این شرکت‌ها را در بورس می‌شنویم ولی همچنان این وعده وعید به بار ننشسته است؟ این سئوالات همواره در رابطه با شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی مطرح بوده و هست. به تازگی رئیس سازمان خصوصی‌سازی خطاب به مشمولان سهام عدالت که روش غیرمستقیم را انتخاب کرده‌اند، اعلام کرده است که ۱۰۰ درصد سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی وارد بازار سرمایه خواهد شد از این میزان ۶۰ درصد در یک مرحله قابلیت معامله پیدا خواهد کرد و مابقی تا آخر سال آزاد خواهد شد. چرا فرآیند پذیرش این شرکت‌ها تا این میزان طولانی شده است؟ برای پاسخ به این سئوالات باید در ابتدا به پیشینه به وجود آمدن این شرکت‌ها و اهداف پذیرششان در بورس بپردازیم.

مواد ۳۴ تا ۳۸ فصل ششم قانون سیاست‌های اصل ۴۴ به صراحت در مورد سهام عدالت و واگذاری شرکت‌های تعاونی، سرمایه‌گذاری استانی و مشمولان سهام عدالت توضیح داده شده است. بند ۳۶ این قانون در مورد شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی صراحت دارد. در این بند قانونگذار آورده است سازمان خصوصی‌سازی موظف است سهام موضوع ماده ۳۴ هر بنگاه قابل واگذاری را مستقیماً بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی تقسیم کند. سهم هر یک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی متناسب با تعداد اعضای شرکت‌های تعاونی شهرستانی هر استان تعیین خواهد شد علاوه بر این ماده، در تبصره ۲ ماده ۳۶ قانون سیاست‌های کلی اصل ۴۴ افزایش سرمایه در شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی ناشی از دریافت سهام از سازمان خصوصی‌سازی همچنین افزایش سرمایه در شرکت‌های تعاونی شهرستانی ناشی از افزایش دارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی مربوطه از این محل معاف از مالیات است. در ماده ۳۷ این قانون آمده است که فروش سهام واگذار شده به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی قبل از ورود این شرکت‌ها به بورس به میزانی که اقساط آنها پرداخت شده یا به همین نسبت مشمول تخفیف واقع شده در بازارهای خارج از بورس مجاز است و سهام واگذار شده به همین نسبت از قید وثیقه آزاد می‌شود علاوه بر قانون اصل ۴۴ که توسط قانونگذار مصوب شد و در آن به صراحت در مورد شرکت‌های تعاونی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی پرداخته است در ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی اصل ۴۴ مصوب ۱۳۸۸/۰۱/۲۹ نیز آورده شده است که سهام عدالت به صورت مستقیم به شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی واگذار خواهد شد. سهام مزبور در توثیق سازمان خصوصی‌سازی خواهد بود و متناسب با کسر تخفیفات قانونی و اقساط پرداختی از توثیق خارج می‌شود، در این ماده به صراحت به شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های تعاونی پرداخته است.

برای بررسی بیشتر زوایای پنهان مسائل مرتبط با سازوکار شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و علل پذیرش نشدن این شرکت‌ها در موعد مناسب خود در بورس، با نصرالله کرمی، رئیس کمیته آزادسازی سهام عدالت قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و اکبر حیدری، سخنگوی کانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت گفت‌وگو داشتیم که در ادامه می‌خوانید.

# سرمایه‌گذاری

## ■ کدام الزامات قانونی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی را وادار به پذیرش در بورس می‌کند؟



**نصرالله کرمی:** علاوه بر الزامات قانونی در بندهای ۳۴ تا ۳۸ فصل ششم قانون سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و همچنین آیین‌نامه اجرایی

اصل ۴۴ ما یک فرمان هشت بندی رهبری را نیز در رابطه با این شرکت‌ها داریم که در بند ۴ این فرمان حضرت آقا بر پذیرش شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی با کمک دولت در بورس تاکید کرده‌اند و همچنین در این فرمان آمده است که این شرکت‌ها باید جهت افزایش بازدهی سرمایه خود بر اساس قانون تجارت فعالیت کنند علاوه بر این ایشان در بند ۶ این فرمان در ارتباط با شرکت‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرده‌اند که خرید و فروش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی در بورس به میزانی که اقساط آن پرداخت و یا مورد تخفیف واقع شده مجاز است.

## ■ تکلیف سازمان خصوصی‌سازی در زمان اجرای طرح در ارتباط با شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی چه بوده است؟

**کرمی:** طبق قانون سازمان خصوصی‌سازی تکلیف داشته است که ۴۰ درصد از سهام شرکت‌های مشمول را در قالب سهام عدالت به شرکت‌های سرمایه‌گذاری واگذار کنند. این واگذاری در قالب قرارداد، سهام ۶۰ شرکت سرمایه‌پذیر را به شرکت سرمایه‌گذاری استانی واگذار کرده است. از بین ۶۰ شرکت سرمایه‌گذاری و سهامی که واگذار کرده‌اند این میزان به طور کلی در وثیقه سازمان خصوصی‌سازی قرار گرفته. با توجه به بند ۳ قانون اجرایی سیاست‌های کلی اصل ۴۴،

قرار بوده است که به تناسب اقساط پرداخت شده، سهام از وثیقه دولت آزاد و در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار بگیرد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری بتوانند بر اساس میزان دارایی خود در بازار سرمایه اقدام به خرید و فروش کنند که متأسفانه این قضیه تا زمان تنظیم گزارش اتفاق نیفتاده است.

## ■ چرا روند پذیرش این شرکت‌ها تا این حد طولانی شده است؟

**کرمی:** شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به عنوان نهاد مالی از سال ۹۲ که قانون مصوب کرده است نزد سازمان بورس پذیرش شده‌اند ولی نماد این شرکت‌ها قابلیت خرید و فروش نداشته است چرا که حتماً باید دارایی این شرکت‌ها از وثیقه سازمان خصوصی‌سازی آزاد می‌شد و در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار داده می‌شد و با این حساب شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌توانستند افزایش سرمایه بدهند و بر اساس آن افزایش سرمایه وارد بورس شوند که این موضوع تا الان عملی نشده است.

## ■ با این وجود آیا آزادسازی سهام عدالت با توجه به اینکه پذیرش این شرکت‌ها در بورس اتفاق نیفتاده بود، مغایر با قانون است؟

**کرمی:** در نهم اردیبهشت ماه امسال بنا به درخواست ریاست جمهوری از مقام معظم رهبری، واگذاری انجام گرفت. در این رابطه مقام معظم رهبری با یک دستور سه بندی اجازه آزادسازی سهام عدالت را صادر کردند. در واقع سازمان خصوصی‌سازی در حال حاضر به دنبال آزادسازی بخش غیرمستقیم و در اختیار قرار دادن سهام عدالت در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی است در هفته‌های اخیر تمامی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی که

حدود ۲۰ شرکت هستند صورتجلسه مجمع عمومی فوق‌العاده مبنی بر افزایش سرمایه را در اختیار سازمان خصوصی‌سازی قرار دادند و سازمان خصوصی‌سازی نیز میزان دارایی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را مشخص کرد تا افزایش سرمایه این شرکت‌ها صورت گیرد. بعد از طی مراحل افزایش سرمایه در حال حاضر نماد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سازمان بورس قابلیت معامله پیدا کرده و پس از آن سهامدار توانایی معامله سهامش را خواهد داشت.

## ■ تعیین سازوکار مدیریت مستقیم و غیرمستقیم در به تعویق افتادن پذیرش این شرکت‌ها نقش داشته است؟

**کرمی:** برای آزادسازی بازه زمانی یک ماهه تعیین شد و قرار شد انتخاب روش مستقیم و غیر مستقیم از سوی مردم در این مدت انجام شود اما بعد از یک ماه متأسفانه شورای عالی بورس زمان انتخاب روش را یک هفته تمدید کرد و بعد از یک هفته نیز مجدداً ۴ روز دیگر این مدت را تمدید کرد و پس از آن دوباره این مهلت ۱۰ روز تمدید شد و در نهایت ۲۹ خرداد ماه سایت سازمان خصوصی‌سازی بسته شد و فرصت انتخاب روش مستقیم و غیر مستقیم به پایان رسید. افرادی که روش مستقیم را انتخاب کردند توانستند نسبت به ۳۰ درصد سهامشان اختیار فروش را به دست بیاورند. برای افرادی که روش غیر مستقیم را انتخاب کردند نیز سازمان خصوصی‌سازی سازوکار آزادسازی را به شرکت‌های سرمایه‌گذاری اعلام کرد تا به این شرکت‌ها تکلیف شود که صورتجلسه مجمع عمومی فوق‌العاده را مبنی بر افزایش سرمایه انجام دهند. با قرار گرفتن فرم‌های مجمع عمومی فوق‌العاده در اختیار سازمان خصوصی‌سازی فرم‌های افزایش

سرمایه مجمع عمومی در اختیار سازمان خصوصی سازی قرار گرفت.

سازمان خصوصی سازی این فرم ها را در اختیار شورای عالی بورس قرار داد و شورای عالی بورس نیز مصوب کرد که سازمان خصوصی سازی میزان سرمایه را در اختیار شرکت های سرمایه گذاری قرار دهد و میزان دارایی شرکت های سرمایه گذاری از طریق سازمان خصوصی سازی مشخص شود و در اختیار کانون سرمایه گذاری قرار گیرد پس از طی این مراحل شرکت ها نسبت به ثبت افزایش سرمایه اقدام کردند. سازوکار این موضوع در دست شورای عالی بورس بوده است. اقدامات لازم از سمت شرکت های سرمایه گذاری انجام شده و سایر تصمیم گیری ها برعهده شورای عالی بورس خواهد بود.

\*\*\*

## ■ اجرای طرح سهام عدالت موفق بوده است یا خیر؟

**اکبر حیدری:** خاستگاه سهام عدالت، سیاست های کلی اصل ۴۴ است. با در نظر گرفتن اهداف کلی اصل ۴۴ به عقیده بنده سهام عدالت کامل ترین بستر برای تحقق اهداف کلی اصل ۴۴ است اما این طرح موفق در مواردی نیز ناموفق عمل کرده است.

## ■ یکی از چالش هایی که طرح سهام عدالت با آن مواجه شد، پذیرش شرکت های سرمایه گذاری است، ماهیت این شرکت ها چیست؟

**حیدری:** سهام عدالت همراه با فرآیندها و ساختارهایی که تعریف شده بود توانایی رسیدن به اهداف اصل ۴۴ را داشت. شرکت های تعاونی عدالت شهرستانی، شرکت های سرمایه گذاری استانی و کانون شرکت های سرمایه گذاری استانی جزو این ساختارها محسوب می شوند. در واقع اگر هرمی را در نظر بگیریم که سطح مقطع آن مردم باشند و شش دهک درآمدی پایین جامعه و شرکت های تعاونی عدالت شهرستانی در شهرستان ها که شامل بخش ها، روستاها و شهرهای مختلف است در مقاطع دیگر قرار می گیرند. شرکت های سرمایه گذاری استانی نیز متشکل از تعاونی های سهام عدالت شهرستانی بود. در واقع قرار بود مالکیت مردم مستقیم و اموال مردم در اختیار خودشان باشد که از جمله اعمال حقوق مالکانه مدیریت و نظارت بر دارایی است.

ابزار فنی و کارشناسی نظارت بر دارایی، تعاونی های سهام عدالت بود که مردم خودشان

شرکت های سرمایه گذاری استانی به عنوان نهاد مالی از سال ۹۲ که قانون مصوب کرده است نزد سازمان بورس پذیرش شده اند ولی نماد این شرکت ها قابلیت خرید و فروش نداشته است چرا که حتما باید دارایی این شرکت ها از وثیقه سازمان خصوصی سازی آزاد می شد و در اختیار شرکت های سرمایه گذاری قرار داده می شد و با این حساب شرکت های سرمایه گذاری می توانستند افزایش سرمایه بدهند و بر اساس آن افزایش سرمایه وارد بورس شوند که این موضوع تا الان عملی نشده است

در فرآیند انتخابات و شرکت در مجامع سالانه در شهرستان ها حضور داشته باشند و در واقع می توانستند نقش مالکیت خودشان را ایفا کنند به همین دلیل هم در اساسنامه شرکت های تعاونی شهرستان در قسمت اهداف آورده شده است که گسترش مشارکت مردم در اقتصاد، افزایش درآمد خانوارهای ایرانی، توجه به دهک های پایین درآمدی جامعه، عمران و آبادانی جای جای کشور و غیره جزو اهداف سهام عدالت است که در موضوع این شرکت ها نیز لحاظ شده است.

## ■ روش کنونی واگذاری شرکت های سرمایه گذاری طبق اصول اولیه طرح سهام عدالت است؟

**حیدری:** در گذر زمان دولت ها به وظایفشان و حدود اختیاراتشان مطابق با قوانین عمل نکردند. یکی از مواردی که در رابطه با سهام عدالت خیلی مغفول ماند و خسارت بسیاری به طرح ملی سهام عدالت وارد کرد را باید عدم آزادسازی سالانه پرتفوی سهام عدالت به نسبت اقساط تادیه شده دانست. بر اساس قانون و فرمان ۸ ماده ای رهبری مقرر شده بود که سالیانه ۱۰ درصد از پرتفوی سهام عدالت به نسبت اقساط تادیه شده و مرحله به مرحله آزاد شود اگر آزادسازی مرحله به مرحله انجام می گرفت مردم خیلی سریع تر طعم شیرین اهداف سهام عدالت را می چشیدند علاوه بر این با آزادسازی سد متراکمی از دارایی که به یک باره در بازار سرمایه و اقتصاد کشور سرازیر می شود بی شک ممکن است چالش هایی برای اقتصاد ایجاد کند.

## ■ آزادسازی سالانه چه مزایایی می توانست به همراه داشته

باشد؟

**حیدری:** با آزادسازی سالانه ساختار به روز می شد و امکان مقایسه سالانه ساختار آزادسازی را به ما می داد. با این حال دولت ها تعهداتشان را انجام ندادند تا به سال پایانی طرح در سال ۹۵ رسیدیم، متأسفانه در سال ۹۵ هم دولت محترم از تحویل سهام به صاحبان سهام (که در واقع شرکت های سرمایه گذاری های استانی به نمایندگی از مردم بود) خودداری کرد و بهانه دولت در این موضوع این بود که دولت لایحه ای را به منظور تغییر کلی ساختار سهام عدالت در دست بررسی دارد و ساختار متفاوتی را در نظر گرفته است.

## ■ دولت چگونه قصد تغییر ساختار کلی سهام عدالت را داشت؟

**حیدری:** در سال ۹۵ دولت در نظر داشت تعاونی های سهام عدالت شهرستان و شرکت سرمایه گذاری استانی را حذف کند و شکل جدیدی از واگذاری را در پیش بگیرد که ایده راه اندازی صندوق های ETF از آن زمان شکل گرفت. ما به چندین دلیل منتقد این موضوع بودیم اولاً اینکه ساختار عدالت با مجوز رهبری تشکیل شده بود و تغییر ساختار قطعاً نیاز به اجازه مجدد ایشان داشت ثانیاً این مجوز ها با یک عقبه کارشناسی و با بررسی کارشناسان معتمد صورت گرفته بود و ساختار مد نظر با توجه به اهداف هشتگانه سیاست های کلی اصل ۴۴ طراحی شده بود و تغییر هر کدام از این ارکان حذف یا تضعیف این طرح ها، موجب تضعیف طرح سهام عدالت می شد. تغییر این فرآیند یک حیاط خلوت بدون نظارت مردم را ایجاد می کرد که منجر به ایجاد فساد می شد چرا که تمرکز ثروت و قدرت همواره مسئله ساز بوده است و در اتفاقاتی مشابه سرمایه و اعتماد عمومی به واسطه همین حیات خلوت ها به تاراج رفته است.

## ■ در حال حاضر سازوکار آزادسازی شرکت های سرمایه گذاری استانی چیست؟

**حیدری:** پیگیری های کانون شرکت های سرمایه گذاری استانی سهام عدالت منجر به این شد که در اردیبهشت ماه ۹۹ ابلاغیه مقام معظم رهبری در خصوص آزادسازی سهام عدالت صادر شود در این ابلاغیه رهبری از انجام نشدن فرمان هشت ماده ای انتقاد کردند و ایشان یک مسیر جدید تحت عنوان مالکیت مستقیم و غیر مستقیم را نیز اضافه کردند.

در بند دوم همین ابلاغیه رهبری اعلام کردند وظیفه ای که به شورای عالی بورس تفویض شده این وظیفه در واقع تدوین مقررات

در خصوص نمایندگی آن‌ها از سوی مردم در مجامع شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی نیز مطرح می‌شود که باید اصلاح شود به هر حال مردم عضو تعاونی‌ها هستند و تعاونی‌ها حق دارند به نمایندگی از مردم در مجامع حاضر شوند و اعمال رای کنند.

### ■ انتخابات الکترونیک می‌تواند مشکلات سهامداران شرکت‌های استانی را حل کند؟

**حیدری:** ما معتقدیم انتخابات الکترونیکی یک فضای آزمون نشده است که به یکی از چالش‌های عمده در اداره سرمایه‌گذاری استانی تبدیل خواهد شد. بارها تاکید شده است که یک طرح ملی با این سطح مقطع عظیم از جمعیت و حجم عظیم دارایی‌ها را نباید وارد فضای آزمون نشده‌ای مثل انتخابات الکترونیک و مجامع الکترونیک در کشور اجرایی شود بهتر است اول از یک سطح کوچک و شرکت‌های کوچکتر بورسی آغاز به کار کند به هر صورت انجام روش‌های پیش‌بینی نشده موجب ایجاد بحران‌ها و بروز چالش‌هایی در آینده در خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی می‌شود.

### ■ در شرایط فعلی چه چیزی بیشتر از همه اهداف کلی سهام عدالت را تهدید می‌کند؟

**حیدری:** نگرانی عمده که مقام معظم رهبری هم چندین بار به آن اشاراتی داشته‌اند در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و هم در اساس طرح سهام عدالت است که نباید شریای ایجاد شود که سرمایه‌داران بزرگ و صاحبان منابع مالی بر اموال و دارایی مردم در شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی چیره شوند که متأسفانه احتمال وقوع این موضوع در فضای آیین‌نامه ایجاد هلدینگ و برگزاری مجامع الکترونیک وجود دارد که مسئولیت آن متوجه کسانی است که این فرآیندها را بدون توجه به هشدارهایی که داده می‌شود پیش می‌برند همچنان ما پیگیر این موارد هستیم که این آیین‌نامه اصلاح شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی باید محیطی امن، شفاف و قابل رصد از سوی مردم باشند. به هر دلیلی نباید دارایی سرمایه‌گذاری استانی به صورت یک حیاط خلوت اداره شود. اعتقاد داریم مجامع الکترونیک و کم رنگ کردن نقش تعاونی‌های سهام عدالت شهرستانی در مجامع سرمایه‌گذاری استانی این شرایط را برای تضعیف جایگاه سهام عدالت فراهم می‌کند.

(نمایی اطلاعات تا زمان تنظیم گزارش لحاظ شده است)

شرکت‌های غیربورسی آنها باید تعیین تکلیف شود افرادی که گزینه غیرمستقیم را انتخاب کرده‌اند و نزدیک به ۳۰ میلیون نفر نیز جمعیت دارند تصمیم گرفتند که دارایی‌شان به شکل یکپارچه در قالب شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی مدیریت شود پس باید سهام شرکت‌ها به پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری استانی منتقل می‌شد. این مهم باید انجام شود و منع قانونی هم ندارد یعنی شرکت سرمایه‌گذاری استانی می‌تواند در بورس حضور داشته باشد، سهامش در تابلو عرضه شود ولی ۱۳ شرکت غیربورسی هم جزو دارایی‌های آن باشد. یکی از انتقادات عمده ما این است که در تشکیل هلدینگ نباید بدون اجازه افرادی که گزینه غیرمستقیم را انتخاب کردند تصمیمی گرفته شود. در واقع بدون اذن مردم نباید سهامشان را به یک هلدینگ دیگر منتقل کنند. این اقدام موجب تضعیف دارایی‌ها و اختلال در مدیریت یکپارچه‌ای می‌شود که مردم قصد انتخاب آن را داشتند. در نتیجه ایجاد مشکل در ادامه طرح سهام عدالت در خصوص افرادی است که گزینه غیرمستقیم را انتخاب کردند حتی اگر قرار بود هلدینگی ایجاد شود طبیعتاً برای جلوگیری از ضایع شدن حق این افراد باید سرمایه‌گذاری استانی به نمایندگی از مردم در شرکت هلدینگ به نسبت سهم هر استان حاضر می‌شدند در چنین مواردی می‌توان گفت سهام عدالت از مسیر اصلی منحرف شده است.

### ■ تشکیل چنین هلدینگی خلاف قانون است؟

**حیدری:** در نظر گرفتن اصول طرح نشان می‌دهد که این آیین‌نامه اهداف سهام عدالت مد نظر مقام معظم رهبری را عملی نمی‌کند ضمن اینکه این آیین‌نامه‌ها به لحاظ شرعی هم دچار مشکل است چرا که حقوق مالکانه و تصمیم‌گیری در مورد دارایی مردم باید به خودشان محول شود. در نتیجه ساختار طرح سهام عدالت منهای بحث هلدینگ به خوبی عمل کرده است ولی متأسفانه در ابتدای ابلاغ آیین‌نامه تفسیرهایی در مورد جایگاه تعاونی‌های سهام عدالت شهرستانی

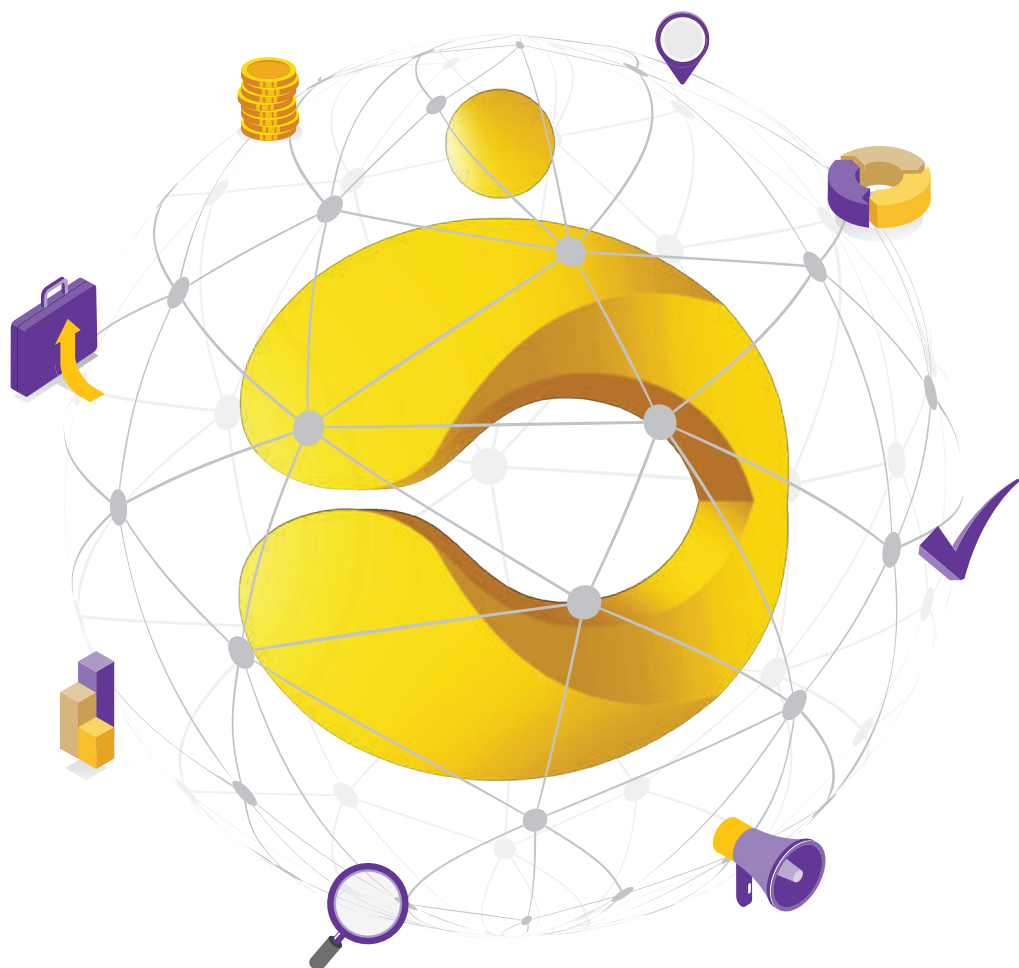
انتقال سهام به صاحبان سهام است نه بیشتر؛ یعنی در ابلاغیه هم تاکید شده است که مقررات انتقال سهام به صاحبان سهام تسهیل شود. در نتیجه با توجه به فرآیند قبلی قرار بود سهام به سرمایه‌گذاری استانی منتقل شود و مردم به واسطه از سهام سرمایه‌گذاری استانی سهم داشته باشند که با این روش مستقیم نیاز به تغییراتی داشت یعنی افرادی که گزینه مستقیم را انتخاب کردند در قانون برای آن‌ها سازو کاری دیده نشده بود برای همین باید سازو کار تدوین می‌شد البته خوشبختانه ایشان در بند سه همین ابلاغیه تاکید کردند افرادی که گزینه مستقیم را انتخاب نمی‌کنند به صورت گزینه غیرمستقیم در سرمایه‌گذاری استانی مالکیت سهامشان را خواهند داشت. شورای عالی بورس موظف بود که مردم را تشویق به ماندگاری در سهامشان در سرمایه‌گذاری استانی کند اما به نظر خیلی در این زمینه موفق عمل نکرده است.

### ■ چرا مردم باید به ماندن در سهامشان تشویق می‌شدند؟

**حیدری:** پس از ابلاغیه رهبری بلافاصله شورای عالی بورس تشکیل جلسه داد و قرار شد که مردم فرصتی داشته باشند که گزینه مستقیم را انتخاب کنند و در صورت عدم انتخاب گزینه مستقیم، به شکل پیش فرض گزینه غیر مستقیم برای آنها فعال باشد ولی در عمل شاهد آن بودیم که اطلاع‌رسانی‌های انجام شده، نوع بیان مطالب، نوع طراحی سامانه‌ها و غیره به این سمت بود که مردم به سمت گزینه مستقیم و فروش سهام هدایت می‌شدند این در حالی است که این اصلاً مطلوب مقام معظم رهبری نبوده و اساس طرح هم به هیچ وجه چنین هدفی را دنبال نمی‌کرده است. در هنگام اجرای طرح قرار بر این بود که سرمایه‌گذاری استانی با قدرت و قوت تشکیل شود و مدیریت سهام مردم در سرمایه‌گذاری‌ها به نحوی انجام گیرد که مردم از عواید و اهداف سهام عدالت بهره‌مند شوند.

### ■ فکر می‌کنید سهام عدالت راهش را گم کرده است؟

**حیدری:** خیلی از موارد موجب انحراف از اساس طرح شده و ناقض طرح سهام عدالت بوده همچنین ایرادات شرعی و قانونی نیز در مواردی به آن وارد است از جمله ایجاد هلدینگی که شرکت‌های غیر بورسی قرار است در آن فعالیت کنند. افرادی که گزینه غیرمستقیم را انتخاب کرده‌اند شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی با توجه به ظرفیت قانونی و مبنایی که دارند بر خلاف روش مستقیم که مردم فقط اختیار مدیریت سهام ۳۶ شرکت بورسی خود را دارند و



# جویشر

## تکمیل زنجیره مالی

[www.jouyesh.com](http://www.jouyesh.com)

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



مصطفی هاشمی طباطبائی طرح کرد:

# دوباره چیزی که قابل واکنش نیست حرف نزنیم! ۷۰

۷۴ «» خریداران استقلال و پرسپولیس؛  
مهمان یک ساله هستند!



۵۲ «» ظرفیت معاملات  
دو برابر می شود



۴۸ «» پیشنهاداتی  
برای رفع اختلال



# این روزهای بازار سرمایه

مهرزاد جهانی

مدیر سرمایه‌گذاری سیدگردان الماس

بازار سرمایه این روزها مورد توجه عموم مردم جامعه قرار گرفته و ضرب نفوذ آن در بین عوام با شتاب بالایی در حال افزایش است به طوری که تعداد فعالان بازار به حدود ۴ میلیون نفر رسیده است. دلایل این رخداد را می‌توان در رشد قیمتی ارز و به تبع آن بی ارزش شدن مستمر پول رایج کشور جستجو کرد و مادامی که رشد نرخ ارز تداوم داشته باشد شاهد رشد بازار سرمایه نیز خواهیم بود. از سویی دیگر رشد شتابان و هیجانی بازار سرمایه در ماه‌های گذشته، ریسک سرمایه‌گذاری در شرایط فعلی را افزایش داده است به گونه‌ای که قیمت تابلو بسیاری از سهامی بازار هیچ تناسبی با رشد سودآوری آنها ندارد و صرفاً ارزش شرکت‌ها با سرعت در مسیر تطابق با ارزش جایگزینی قدم برمی‌دارد.

در شرایط فعلی که تقاضا در بازار سرمایه به شدت افزایش یافته است و شاهد صف‌های خرید سنگین و رشد شارپ قیمت سهام در بازار هستیم، به طور منطقی باید شاهد افزایش عرضه از سمت حقوقی‌ها و عمق بخشیدن به بازار و افزایش شناوری باشیم؛ امری که در چند روز اخیر به مرور آن را تجربه کرده‌ایم. مشکلی که در این شرایط همه فعالان بازار را به خود درگیر کرده است، مشکل کندی هسته معاملاتی است به طوری که به منظور انجام شدن سفارش‌های خرید و فروش ناچار باید قیمت سفارش‌ها را در سقف و کف قیمتی وارد سیستم معاملاتی کنید که این امر در بسیاری مواقع منجر به بازار دو قطبی (یا همه صف فروش یا همه صف خرید) می‌شود. مهم‌ترین و با اهمیت‌ترین مشکل بازار سرمایه در شرایط فعلی، قطعاً هسته معاملاتی است که امید است در ماه‌های آتی تدبیری برای آن اندیشیده شود که در صورت مرتفع نشدن آن، قطعاً مشکلات بزرگتری با خود به همراه خواهد آورد و موجبات خروج نقدینگی از بازار و تورم افسار گسیخته در بخش‌های دیگری از اقتصاد مرتبط با معیشت مردم خواهد شد.

در ماه‌های گذشته شاهد عرضه واحدهای صندوق دارا یکم توسط دولت به عموم مردم بودیم که با استقبال خوبی همراه نبوده است اما با رشد بسیار خوب واحدهای این صندوق، قطعاً تقاضای خوبی برای واحدهای صندوق دارا دوم وجود خواهد داشت. در واقع دولت با حمایت از سهام موجود در صندوق دارا یکم، موجبات استقبال از دارا دوم را فراهم کرده است. بنابراین سهم‌های موجود در صندوق دارا دوم و سوم با استقبال اهالی بازار و حمایت دولت، همچنان رشد قیمتی را تجربه خواهند کرد کما اینکه قسمت عمده‌ای از بازار سرمایه، رشد بسیار کمتری را نسبت به این سهم‌ها تجربه کرده‌اند. با این مسیری که دولت انتخاب کرده، احتمالاً همچنان شاهد رشد سهم‌های موجود در صندوق‌های دارا دوم و سوم باشیم و شاخص کل نیز قله‌های جدیدی را ثبت خواهد کرد.

خبرهایی مبنی بر راه اندازی بورس مسکن با دستور وزیر اقتصاد مخابره شده است که اجرایی شدن آن موجب شفاف‌سازی در فرآیند کشف قیمت مسکن خواهد شد. موضوعی که برای مصرف‌کنندگان مسکن به خصوص در شرایط بی ثبات اقتصادی بسیار حائز اهمیت می‌باشد. از سوی دیگر شرایط فروش متری مسکن به متقاضیان نیز از دیگر مزایای این طرح می‌باشد که موجبات تسهیل در امر تهیه مسکن برای متقاضیان آن می‌باشد. در مجموع این طرح قاعدتاً دارای کمبودهایی هم هست اما به نظر مزایای آن بیشتر از معایب آن می‌باشد.

هجوم سرمایه‌گذاران و سئوالات  
در مورد روزهای طلایی بازار سرمایه

## نقطه عطف بازار سرمایه در راه است



نقدینگی از بازار سرمایه خارج شده و به بازارهای دیگر برود. اما حالا که نقدینگی جایی امن‌تر از بازار سرمایه ندارد با توجه به نرخ تورم، نرخ برابری ارز و افزایش شاخص بورس، می‌توان گفت که در اصطلاح افزایش شاخص نتیجه پیش‌خور کردن و میزان افزایش قیمت‌هاست. مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری مدبران اقتصاد برای جذب و ماندگاری این نقدینگی در بازار سرمایه توضیح می‌دهد: اما یک نکته مهم هم وجود دارد باید برای جذب و ماندگاری این نقدینگی راهکارهای مناسبی داشت. اما شرایط بازار سرمایه برای این کار مناسب نبود. بازار سهام نه از لحاظ سخت‌افزاری و نه نرم‌افزاری آمادگی پذیرش حجم انبوه سهامدار و مشتری نداشته است. او اضافه می‌کند: ابزارهای موجود در بازار سرمایه برای جذب نقدینگی کافی نبود. از نظر سخت‌افزاری و زیرساخت‌ها و هسته معاملات نیز به اندازه کافی پیشرفت نداشتیم که بتوان پاسخگوی این حجم از معاملات باشد.

عشقی‌نژاد با اشاره به اینکه زیرساخت‌های سخت‌افزاری فعلی معاملات، برای حدود ۵ تا ۱۰ میلیون سهامدار کافی بوده ولی در حال حاضر باری بسیار بیشتر از این حجم بر هسته معاملات وارد می‌شود می‌گوید: سیاست‌های کلان نظام و سیاست‌های کلان اقتصادی در این جهت بوده که جذب حداکثری سرمایه و نقدینگی به سمت بازار سرمایه بوده است. اما زیرساخت‌ها با سرعت مناسبی رشد و توسعه مناسبی نداشته است. اگر قرار بر این است که سرمایه و نقدینگی در بازار سرمایه باقی بماند باید این بازار هم‌زمان با سایر بازارها و هم‌زمان با افزایش تعداد کاربران توسعه پیدا کند.

#### نقطه عطف در بازار سرمایه

شرایط کنونی بازار سرمایه نشان می‌دهد با توجه به حجم ورودی نقدینگی به بازار سرمایه دور جدیدی از تغییرات اقتصادی و سیاست‌گذاری در راه است.

سیاست‌گذاری‌هایی که تا به امروز در اقتصاد رخ نداده است. با همه مزایای تأمین مالی در بازار سرمایه و ارزان‌قیمت بودن آن تا به امروز همه مسئولان فقط صحبت می‌کردند اما هیچ کدام از سیاست‌های بزرگ و کوچک در اقتصاد چنین نشانه‌ای را به فعالان اقتصادی نمی‌داد و موانع بسیاری برای تأمین مالی یا گرایش به بازار سرمایه وجود داشته است. اما از ابتدای سال ۹۹ با توجه به همه شرایطی که پیش آمده اقبال به بازار سرمایه روی آورده است. مجتبی شهبازی، مدیر معاملات کارگزاری بانک پاسارگاد معتقد است: آنچه که امروز به عنوان هجوم سرمایه، افزایش رقم شاخص یا به طور کلی وضعیت جدید بازار از آن یاد می‌کنند، بدون شک تحلیل و دلایل خاص خود را دارد. او در این باره می‌گوید: یکی از مهم‌ترین دلایل آن تغییر سیاست‌های اقتصادی و نگرش به بازار سرمایه است و در واقع سال ۹۸ و ۹۹ نقطه عطف در بازار سرمایه است. هم‌زمان با تغییر سیاست‌ها اقبال عمومی نیز به بازار سرمایه بیشتر شد، چراغ سبز سیاستمداران نیز برای ورود نقدینگی به بازار سرمایه نشان داد که سرانجام حتی با اجبار سیاست‌گذاران به اهمیت بازار سرمایه و ورود نقدینگی به این بازار را دریافتند. او اضافه می‌کند: در اقتصادی که همیشه بانک محور بوده و همه نوع تأمین مالی (کوتاه مدت و بلند مدت) فقط از طریق بانک‌ها انجام می‌شد، اهمیت پیدا کردن بازار سرمایه تا به این حد نقطه عطف در بازار سرمایه است. شهبازی با اشاره به اینکه به نظر می‌رسد سرانجام پس از سال‌ها تکرار یک مشکل و بانک محور بودن اقتصاد، مشکلات به حدی رسید که دیگر ادامه این وضعیت امکان‌پذیر نبود، می‌گوید: تأمین مالی که مهم‌ترین نقطه قوت و کارکرد اصلی بازار سرمایه است، مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گرفت.

بی‌توجهی به جایگاه واقعی بازار سرمایه باعث شد تا تمام دارایی‌های

بازار سرمایه در روزهای اخیر مرز ۲ میلیون واحد را رد کرده و به نظر می‌رسد شرایط اقتصادی به گونه‌ای است که این رقم‌ها و صعود شاخص ادامه‌دار خواهد بود.

اما این ادامه‌دار بودن صعود شاخص که همراه با ورود و حجم زیادی از سهامداران است، چطور و چگونه هدایت شده و چطور این هدایت ادامه‌دار خواهد بود. چه عواملی در آن مؤثر است و چگونه می‌توان آن را کنترل کرد؟ سئوالات زیادی در مورد وضعیت بازار سرمایه و ورود سهامداران جدید به همراه نقدینگی و عاقبت این تصمیم دولت مطرح شده و همچنان می‌شود. اما نکته مهم اینجاست که هرچند کنترل شده اما زیرساخت‌های نرم‌افزاری و سخت‌افزاری تا چه حد گنجایش ورود سرمایه‌گذاران جدید را دارد وضعیت صعود در بازار همچنان ادامه پیدا می‌کند؟

ادامه‌دار بودن یا نبودن وضعیت صعودی در بازار به عوامل مختلفی بستگی دارد. بخشی از آن‌ها خارج از بازار سرمایه هستند و بخشی از آن‌ها مربوط به بازار سرمایه می‌شوند. اما نکته مهم این است که در کنار همه اتفاق‌هایی که در بازار سرمایه رخ داده در بخش‌های دیگر اقتصاد رکود یا آشفتگی زیادی به نظر می‌رسد. اتفاقی که مهم‌ترین نقطه اثرش کاهش ارزش پول ملی و نامتعادل شدن بازارهای مختلف در اقتصاد است. اما به نظر می‌رسد بازار سرمایه همچنان با توجه به سیاست‌های کلان اقتصادی راه خودش را می‌رود هرچند بخشی جدایی‌ناپذیر از کل مجموعه اقتصاد کشور است.

#### سیاست‌های کی برای جذب حداکثری

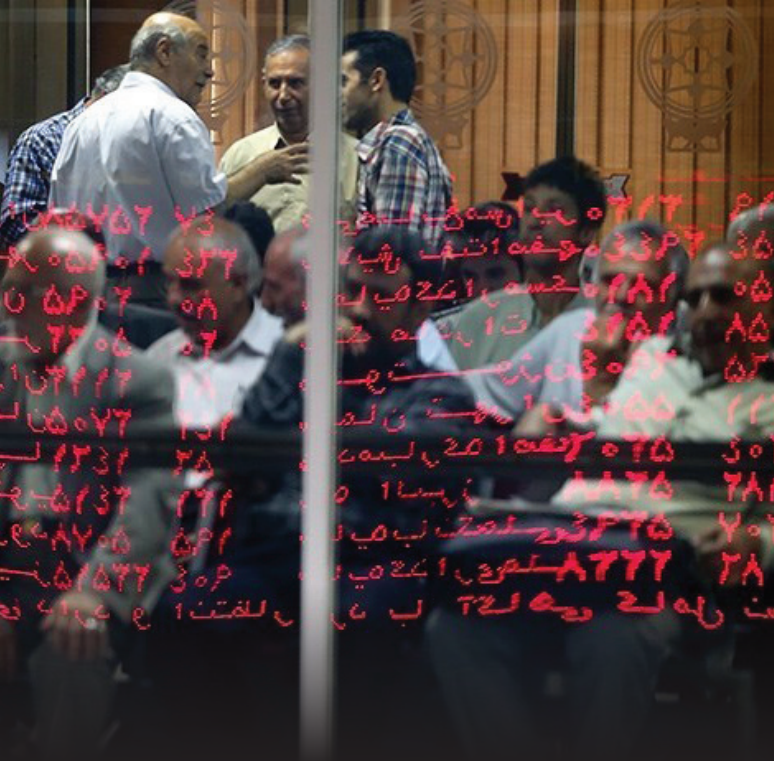
درآمدهای نفتی و درآمدهای مالیاتی دو پایه اصلی درآمدهای دولت در بودجه هستند. اما در بودجه سال ۹۹ به دلیل شیوع کرونا، وسیع‌تر شدن تحریم‌ها و محدودیت‌ها برای صادرات نفتی و حتی غیرنفتی، دولت هر دو پایه اصلی درآمدش را از دست داده است. بنابراین تنها راه تأمین مالی حتی برای دولت بازار سرمایه بود و این بهترین و مطمئن‌ترین راه برای کنترل حجم نقدینگی و مهار تورم همراه با تأمین مالی کم‌ضررتر برای دولت بود. جواد عشقی‌نژاد، مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری مدبران اقتصاد معتقد است بازار سهام یکی از بخش‌های مهم اقتصاد است و این اهمیت در شرایط کنونی بیش از هر زمان دیگری است. او در این باره توضیح می‌دهد: باید به یک نکته بسیار مهم توجه داشت که تحلیل کنونی شرایط بازار سرمایه بدون تحلیل کلی وضعیت اقتصاد و شاخص‌هایی مانند تورم، نرخ برابری ارزها، ارزش جایگزینی، میزان فروش نفت، میزان فروش و خرید مواد اولیه و ارزش آن‌ها و... امکان ندارد.

این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه زمانی که در تحلیل‌های دقیق تورم سه رقیب پیش‌بینی می‌شود، خریداران و سهامداران به دنبال P/E پایین نیستند، می‌گوید: خریداران به دنبال سهام با P/E پایین نیستند، چرا که به دنبال حفظ ارزش دارایی‌های خود هستند و در ضمن در مورد محاسبه سود دیگر به دنبال موضوع محاسبه بازده بدون ریسک نیستند و بیشتر به دنبال ارزش جایگزینی سهم‌ها هستند.

او اضافه می‌کند: در شرایط فعلی مدیریت کلان مبتنی بر حفظ ارزش دارایی‌هاست. کشوری که درآمدهایش بر پایه درآمد حاصل از فروش نفت بوده و در حال حاضر واردات چندانی نیز انجام نمی‌شود طبیعی است که قیمت‌ها افزایش می‌یابد و با افزایش قیمت‌ها هزینه دولت برای کنترل قیمت‌ها بیشتر می‌شود.

عشقی‌نژاد با اشاره به اینکه در حالت طبیعی باید دولت سیاست ریاضت اقتصادی در پیش بگیرد اما محدود کردن بازار سهام در این شرایط راهکار خوبی نیست، می‌گوید: چراکه این راهکار باعث می‌شود





## پیشنهاداتی برای رفع اختلال



سیاوش وکیلی  
کارشناس ارشد بازار سرمایه

آغاز سال ۱۳۹۹ با اقبال گسترده فعالان بازار سرمایه مواجه بود به نحوی که بازدهی حدود ۲۰۰ درصدی را تا به حال داشته است پیشران اصلی این رشد افزایش نرخ دلار و تورم انتظاری و به همراه آن حمایت دولت از بازار سرمایه با عرضه صندوق‌های سرمایه‌گذاری دولتی موسوم به ای تی اف و آزادسازی سهام عدالت بود. و بدین سان محرک مناسبی برای حضور قاطبه مردم به خصوص سهامداران حقیقی و ورود نقدینگی به بازار سرمایه فراهم شد اما در عملیات جاری بروز مشکلات نرم‌افزاری و سیستمی در موارد عدیده‌ای معاملات را با اختلال مواجه کرد که در این خصوص توصیه‌هایی به شرح زیر را می‌توان مطرح کرد:

- رفع انحصار از ارائه مجوز کارگزاری و رتبه بندی آنها و شناورسازی کارمزدها و اجبار به تقویت کال سنتر شرکت‌های کارگزاری و ایجاد محدودیت برای کارگزاری‌های کم فعالیت.
- به کارگیری روش‌های مبتنی بر کاهش فشار بر هسته معاملات از قبیل تمرکز بر معاملات بروکر بیس که ابتدا سفارشات در بستر معاملاتی خود شرکت کارگزاری میج شود و مازاد بر آن به هسته معاملات ارسال گردد.
- تقویت فرهنگ سهامداری و برنامه‌های آموزشی با استفاده از ظرفیت رسانه ملی در ساعات پر بیننده.
- موافقت با تأسیس کانون سهامداران حقیقی.
- تشکیل سیستماتیک گروه‌های اندیشه ورزی و تعامل سازنده و مستمر با فعالان بازار سرمایه.

موجود، مانند مسکن، طلا، ارز، خودرو و... ارزش بازار خود را به دست آورد و رشد قابل توجهی داشته باشند اما در این بین بازار سرمایه با وجود شرکت‌های بزرگ و ارزشمندی که در دل خود دارد، نتوانست به ارزش واقعی خود برسد. حداقل در ۱۰ یا ۱۲ سال گذشته بازار سرمایه ارزش واقعی خود را در اقتصاد به دست نیاورد. او اضافه می‌کند: تمامی بازارها بیش از ارزش خود ارزش‌گذاری شدند، در آن زمان که مسکن رشد نجومی داشت یا قیمت خودرو، طلا، ارز یا حتی کالاهای غیر سرمایه‌ای به سرعت افزایش پیدا کرد هیچ کسی نگران افزایش بی‌رویه قیمت یا حباب در این بازارها نبود. در حال حاضر فقط بازار سهام در حال بازسازی و رسیدن به ارزش واقعی خودش قدم برمی‌دارد.

مدیر معاملات کارگزاری بانک پاسارگاد با اشاره به اینکه موضوع افزایش قیمت‌ها را می‌توان با توجه به میزان تورم با توجه به سال پایه صحیح یعنی سال پایه ۹۰ و دلار هزار تومانی برآورد کنیم توضیح می‌دهد: در حالی که حتی کالاهای مصرفی نیز هر روز قیمت خود را تعدیل می‌کنند و افزایش می‌دهند، چرا بازار سرمایه و شرکت‌های حاضر در بورس نمی‌توانند به قیمت واقعی خود برسند. مهم‌ترین مشکلی که در حال حاضر وجود دارد، با توجه به میزان نقدینگی، و اتفاق‌هایی که در اقتصاد رخ داده کاهش ارزش پول ملی است. ضمن اینکه اتفاق‌هایی که در حال حاضر در اقتصاد کشور رخ داده حاصل یک روند است و یکباره رخ نداده است. او اضافه می‌کند: در طول سالیان گذشته بخش اصلی و مولد اقتصاد که بیشترین و بهترین قسمت آن در بازار سرمایه حضور داشته، از لحاظ ارزش دارایی‌ها و ارزش‌گذاری سرکوب شده است.

شهبازی با اشاره به نقش متفاوت بازار سرمایه و بازار پول در تأمین مالی می‌گوید: در تمام دنیا بانک‌ها مسئول تأمین مالی کوتاه مدت هستند و بخش تأمین مالی بلند مدت را بازار سرمایه بر عهده دارد اما بانک‌ها با توجه به شرایط و پول گران‌قیمتی که به بخش تولید تسهیلات می‌دادند مشکلاتی را به وجود آوردند که وضعیت بخش تولید و اقتصاد به نقطه کنونی رسید.

او اضافه می‌کند: با توجه به اینکه به دلار دیگر یارانه‌ای تعلق نمی‌گیرد و به قیمت‌های واقعی خود نزدیک شده (بین ۲۰ تا ۲۴ هزار تومان) به نظر می‌رسد، مقایسه P/E بازارها در مقایسه با P/E بازار بسیار به یکدیگر نزدیک شده‌اند. این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه نقطه عطف بودن بازار سرمایه و استفاده از موقعیت موجود فقط به ارزش‌گذاری کل بازار مربوط نمی‌شود، توضیح می‌دهد: در شرایط کنونی با توجه به کسر بودجه دولت، کاهش درآمدهای نفتی، کاهش درآمدهای مالیاتی و... بهترین زمان است که دولت دارایی‌های خود را در بورس بفروشد و سهام شناور شرکت‌هایی که در بورس عرضه کرده را نیز افزایش دهد. او اضافه می‌کند: مقایسه میزان سهام شناور شرکت‌ها در بورس در مقایسه با کشورهای دیگر حتی کشورهای هم‌تراز در همسایگی ما بسیار ناچیز است. دولت می‌تواند با فروش شرکت‌ها و دارایی‌هایش در بورس هم نظارت و شفافیت بیشتری داشته باشد و از طرف دیگر درآمدهایی را کسب کند که کمترین آسیب را به بدنه اقتصاد کشور وارد می‌کند. شهبازی با اشاره به اینکه مشکل در زیرساخت‌های نرم‌افزاری یا سخت‌افزاری گذار است می‌گوید: مهم‌ترین مشکل در مورد اتفاق‌هایی که در ساعات معاملات رخ می‌دهد این است که تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران جدید به طور مستقیم وارد بازار سهام شده‌اند گذشته از اینکه تعداد زیاد معامله‌گران مستقیم متناسب با زیرساخت‌های سخت افزاری نیست رفتارهای هیجانی نیز به مشکلات کنونی دامن زده است. او اضافه می‌کند: در کل به نظر می‌رسد روزهای بسیار بهتری برای بازار سرمایه و بخش مولد اقتصاد در پیش است. روزهایی که در آینده‌ای نه چندان دور از آن نقطه عطف بازار سرمایه یاد می‌کنند.

# وامصیبتای بازار سرمایه



کامران قزل گل  
کارشناس ارشد بازار سرمایه

برای بررسی وضعیت کنونی بازار نیاز است چند مولفه مهم را زیر نظر گرفت:

- روند قیمت دلار
- گزارش‌های سه ماهه شرکت‌ها
- قرارداد بین ایران و چین
- تصمیمات یک شبه و پرتزید مسئولان و ایرادات فنی هسته معاملات

در هفته‌ها و ماه‌های گذشته شاهد رشد صد درصدی ارزش دلار در برابر ریال بودیم به طوری که قیمت دلار از ۱۲ هزار تومان در بهمن ماه سال گذشته در روزهای اخیر به ۲۴ هزار تومان رسید که طبیعتاً منجر به رشد قیمت دلار نیمایی شد. این یکی از مهم‌ترین مولفه‌های رشد بازار سرمایه است چرا که رشد قیمت دلار مستقیم یا غیر مستقیم به شدت بر روی فروش و سود تمامی شرکت‌های بورسی تأثیر گذار است.

حال اگر این روند صعودی ادامه‌دار باشد بی شک ادامه رشد شاخص‌های بورسی را شاهد خواهیم بود اما از طرفی نوسان‌های منفی ارز نیز می‌تواند منجر به استراحت‌های کوتاه مدتی در بازار شود البته ذکر این نکته ضروری است که رشد بیش از اندازه قیمت دلار می‌تواند باعث افزایش ریسک‌های سیستماتیک نشأت گرفته از فروپاشی اقتصادی شود و نتیجه عکس دهد که خود مبحثی مفصل است. اما مولفه بعدی که منتج شده از قیمت دلار است بازی بازار را جالب تر می‌کند؛ اکثر گزارش‌های سه ماهه شرکت‌ها از جمله فولادی‌ها وقتی با قیمت سهام آنها مقایسه می‌شود چنگی به دل نزدند و می‌تواند عرضه‌های بیشتر فروشندگان را رقم بزند. این روزها علنی شدن نسبی قرارداد ایران و چین به شدت تیرتیر اخبار و نقل محافل شده است

هرچند این موضوع به شدت در محافل سیاسی مطرح می‌شود اما از منظر اقتصادی تا کنون بررسی نشده است؛ مطمئناً چینی‌ها با وعده‌های سرمایه‌گذاری در صنایع ایران امتیازهایی را گرفته‌اند اما از آنجایی که محتویات این قرارداد تا کنون کامل مشخص نمی‌توان با قطعیت درباره آن صحبت کرد اما بدون شک در بسیاری از شرکت‌های بورسی می‌تواند تحول شگرفی ایجاد کند که در آینده مشخص خواهد شد.

اما یکی از بزرگترین ریسک‌های حال حاضر بازار سرمایه در حقیقت از بطن خود بازار بلند می‌شود؛ تکنولوژی و فناوری منسوخ و از رده خارج شده هسته معاملات که بعد از دهه‌ها هیچ پیشرفتی نداشته و همچون دوچرخه‌ای که باید صدها تن بار حمل کند زیر فشار حجم سنگین بازار فرسوده و ناکارآمد شده است.

سؤال اهالی بازار این است که از رقم بالای کارمزد معاملات که صدها میلیارد تومان در سال سودآوری برای شرکت و سازمان و فناوری بورس دارد چرا بخشی برای به‌روزرسانی این هسته هزینه نمی‌شود؟

این ریسک به‌زودی و با اولین نشانه‌های ریزش بازار بدون هیچ شکمی می‌تواند برای فضای کشور مشکل امنیتی ایجاد کند چرا که ذات بازار نوسان مثبت و منفی است اما مردم ضررهایی که به خاطر مشکلات نرم افزاری و سهل انگاری مسئولان به آنها زده شود را بر نمی‌تابند.

سهل انگاری و کج سلیقه‌ی مسئولان بورس متأسفانه به اینجا ختم نمی‌شود؛ برخورد سلیقه‌ای در بازگشایی و توقف نمادها واقعاً حوصله بازار را سر برده است، دو نماد با وضعیت مشابه ولی با ۱۸۰ درجه تفاوت سلیقه بازگشایی یا متوقف می‌شوند. که هیچ اعتراضی از اهالی بازار راه به جایی نبرده است و هیچکس پاسخگو نیست. مسئولان امر بهتر است بدانند دود این نوع رفتارها در آینده مطمئناً به چشم خودشان و موقعیتشان خواهد رفت. امیدواریم عمل به قانون و عدم قانونگذاری‌های آزمون خطایی و یک شبه کمی در بازار سرمایه معتدل تر شود.



## چاره راه؛ دو هسته‌ای شدن



مهر تقی خزانه‌داری  
کارشناس فنی بورس

از ابتدای امسال هجوم سهامداران و سرمایه‌گذاران به بورس موجب گفت‌وگوها و حرف‌های بسیاری شد. یکی از موضوعاتی که بارها مطرح شد موضوع هسته معاملات و قطعی‌های مکرر در زمان معاملات بود. البته این اختلال‌ها طبیعی بود چرا که هسته معاملات کنونی برای تعداد محدودی از معاملات برنامه‌ریزی و خریداری شده بود، اما پیش از آنکه فرصت ارتقای سیستم معاملات یا تعویض آن وجود داشته باشد، به یکباره تعداد کاربران این سیستم چندین برابر شد. در چنین شرایطی که تعداد کاربران به یکباره افزایش پیدا کرده و اختلال در سیستم معاملات در زمان معاملات (در طول روز و هفته) بیش از اندازه شده، چند راه بیشتر پیش رو نیست؛ یکی ارتقای سیستم معاملات است که این راه امکان‌پذیر نیست چراکه نسخه کنونی نرم‌افزار معاملات تا حدود زیادی قابل ارتقا و هم‌خوانی با دیگر شبکه‌های هماهنگ با این سیستم نیست. ارتقای سیستم با دانش داخلی نیز امکان‌پذیر نیست. این نکته را نیز در نظر داشته باشید که نسخه ارتقا یافته این نرم‌افزار قابل خرید از خارج از ایران هم نیست.

در مورد تعویض و خرید یک سیستم جدید نیز به طور کلی با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و همچنین تحریم‌ها، قابل اجرا نیست. در سال ۹۲ و پس از آنکه گشایش‌هایی در فضای اقتصادی و سیاسی کشور و تعامل با دنیا انجام شد، قرار بود که یک نرم‌افزار کره‌ای خریداری شود؛ اما این اتفاق به دلیل اینکه شرکت اصلی تولیدکننده این نرم‌افزار یک شرکت آمریکایی بود نشد و اجازه فروش نسخه نرم‌افزار را به شرکت کره‌ای نداد. با این حال و در شرایط فعلی و با توجه به امکانات موجود به نظر می‌رسد تنها راه حل مشکل هسته معاملات و اختلال‌های مکرر آن، دو هسته‌ای کردن سامانه معاملات بورس است. این اتفاق یک بار برای جدا کردن هسته معاملات فرابورس از بورس تهران انجام شد و نتیجه آن هم قابل قبول بود. اما در حال حاضر باید دید که این جدا کردن هسته معاملات با چه استراتژی انجام می‌شود، به این معنا که چه شرکت‌هایی و چطور بر روی این هسته‌ها تقسیم‌بندی خواهند شد. تصمیم دو هسته‌ای شدن معاملات تصمیمی نیست که به یکباره گرفته شود، در چند سال اخیر راه‌های بسیاری پیشنهاد، بررسی و امتحان شده است اما باز هم بهترین راه حل ممکن برای شرایط فعلی همان دو هسته‌ای شدن معاملات بورس است.



گزارشی از روند و دلایل به وجود آمدن مشکل  
در هسته معاملات و راه حل آن؛

## یک هسته و هزار مشکل

هسته معاملات و آنچه باید در مورد آن بدانیم به سال‌ها پیش باز می‌گردد. سال‌هایی که پس از صعود طلایی اوایل دهه ۹۰ بازار در حال رکود بود و بیشتر کارشناسان این احتمال را می‌دادند در آینده‌ای نه چندان دور که ارزش کل بازار تعدیل می‌شود، بازار سهام مورد توجه فعالان اقتصادی قرار می‌گیرد و نیازاست تا زیرساخت‌های بازار نیز به روز شود.

اما این انتظار چندان طولانی نشد و در یکی دو سال اخیر توجه فعالان اقتصادی به بازار سهام و بورس جلب شد. هرچه این توجه به بازار سهام بیشتر شد نقصان و کمبودهای زیرساختی بازار سرمایه و بورس خود را بیشتر نشان داد. این اتفاق یعنی کاستی‌های زیرساختی در دو سال گذشته و به خصوص ۶ ماهه اخیر مشکل ساز شده و باید با سرعت بیشتری در پی رفع آن بود.

از سال ۹۲ به بعد مشکلات سیستم معاملات هر از گاهی خود را نشان می‌داد اما این مشکل آهسته آهسته بیشتر شد. حدود چهار سال پیش عزم جدی برای تغییر در سیستم معاملات و به روز شدن آن توسط مدیران وقت سازمان بورس پیگیری شد. تغییر در سیستم معاملات به این دلیل ضروری بود که هم قطع شدن سیستم در زمان معاملات بیشتر شده بود هم با توجه به شرایط زمان نیاز بود هسته معاملات به روز شده و آیتم‌های جدیدی به آن اضافه شود.

نکته اصلی در مورد هسته معاملات این است که بار فزاینده معاملات هر روزه بر این هسته بیش از توان و طراحی این هسته است. سیستم کنونی برای حجم فزاینده کاربران به خصوص ورود مستقیم کاربران و سهامداران مناسب نیست. هرچند پیش این هجوم فزاینده، کارشناسان

نحوه انجام شود اما یک نکته مهم در این باره وجود داشت که بومی سازی هم باید با توجه به آینده و شرایط خارجی انجام می شد.

به این نکته باید توجه می شد که بومی سازی و توسعه سیستم داخلی با کدام یک از سیستم های خارجی هماهنگی و همخوانی دارد و از الگوی کدام سیستم پیروی می کند. این نکته از آن جهت اهمیت دارد که قرار نیست برای همیشه سیستم بورس فقط یک سیستم داخلی و بدون حضور سهامداران خارجی باشد. بنابراین باید برای اتصال و همخوانی این سیستم با سیستم های روز جهان (که تعداد آن مشخص است) فکری می شد و به طور قطع بومی سازی با توجه به این شرایط انجام می شد. اما بنا بر دلایل بسیاری این اتفاق رخ نداد و بومی سازی در واقع پروژه ای ناموفق بود. به همین دلیل هم زمان با بومی سازی تجهیزات لازم و هسته معاملات پیشنهاد خرید هسته معاملات از خارج از کشور هم مطرح شد.

### آینده نگری در به روز رسانی

اما همچنان اصرار برخی از ارکان (از جمله شرکت سپرده گذاری مرکزی) برای استفاده از دانش بومی و استفاده نکردن از نرم افزار یا دانش خارجی وجود داشت و این مهم ترین مانع برای استفاده از دانش روز بود. افراد و ارکانی که اصرار به استفاده از دانش داخلی می کردند به این نکته هم توجه نداشتند که دانش و تجربه در زمینه برنامه نویسی به تنهایی برای اجرای این کار کفایت نمی کند بلکه مهم ترین رکن در توسعه نرم افزار مورد استفاده به طور دقیق و مشخص به تجربه عملیاتی در بازار بستگی دارد. بازار سرمایه ایران و به خصوص بورس با شیوه جدیدش (با توجه به همه مختصات لازم آن) در واقع قدمتی بیش از ۱۰ یا ۲۰ سال ندارد بنابراین تجربه در مورد تهیه و تنظیم زیرساخت ها به طور قطع به اندازه تجربه در دنیا و حتی کشورهای هم طراز و همسایه ایران هم نمی رسد.

این اصرار موجب شد تا سازمان بورس از خرید یک سیستم جدید که به روز رسانی اش کار آسانتر و بهتری بود، دست بکشد و سیستم آن زمان در نهایت به روز رسانی شود. در صورتی که شاید خرید یک سیستم جدید می توانست زیرساخت بهتری را فراهم کند. به این نکته نیز توجه داشته باشید که یک سیستم جامع و کامل برای همه بخش ها و تراکنش های مربوط به بازار گنجایش کافی دارد و می تواند همه بخش ها را به خوبی مدیریت کند. اما در سیستمی که موجود بود (و هنوز هم هست) این موضوع به فراموشی سپرده شد و فقط اصرار به استفاده از دانش بومی شد تا در صورت شدت یافتن احتمالی تحریم ها وضعیت قابل کنترل باشد.

حال پس از این مدت دو مشکل اساسی گریبان سیستم معاملات بورس را گرفته، یکی تشدید تحریم ها و دیگر افزایش ناگهانی کاربران و تراکنش های بی حساب و هیجانی در سیستم. تحریم ها (آنطور که گفته شده) اجازه خرید هسته جدید معاملات از هیچ کشوری را نمی دهد. سیستم کنونی به دلیل قدیمی بودن قابلیت توسعه و به روز شدن هم پای سیستم های روز را ندارد. به لحاظ سخت افزاری و نرم افزاری باید به طور کامل تغییر کند.

حال اصلی ترین و مهم ترین راه حل پیشنهاد شده برای مشکلات کنونی جدا کردن هسته معاملات است این در حالی است که به دلیل همین مشکلات افزایش ساعات معاملات نیز امکان پذیر نیست و با این کار بار تراکنش ها در ساعات اوج فعالیت متعادل تر می شود.

حال به احتمال زیاد در آینده ای نه چندان دور هسته معاملات جدا می شود و مشکلات نیز تا حدود زیادی برطرف می شود. اما نکته اصلی اینجاست که این راهکار تا چه زمانی پاسخگوی مشکلات کنونی است، راهکار نهایی در شرایط کنونی چیست و اجرای این راه حل در چه بازه زمانی امکان پذیر است. این سئوالات به همراه راه حل جدید قطعی های مکرر سیستم پیشنهاد شده اما کارایی آن تا چه اندازه باشد و چطور پاسخگوی حجم تراکنش های کنونی باشد هنوز مشخص نیست.



و فعالان بازار که با سیستم و خلاءهای آن به خوبی آشنا بودند، اختلال جدی و حتی خاموشی هسته معاملات را پیش بینی کرده و هشدار دادند که اختلال در سیستم بسیار جدی است.

### عمر بیست و چند ساله زیرساخت

سامانه معاملات کنونی بیش از ۱۵ سال عمر دارد، یعنی سامانه جامع (یکپارچه) معاملاتی که هم معاملات و هم سیستم پس از معاملات را پوشش می دهد. البته پایه اصلی و سیستم جدید که در بازار سرمایه ایران به کار گرفته شده بیش از ۲۵ تا ۳۰ سال از عمر آن می گذرد. هرچند که در این سال ها به تناوب و متناسب با شرایط و افزایش تعداد کاربران به روز رسانی شده اما مشکل اینجاست که این تغییر و تعمیرات سیستم برای تعداد کاربران حال حاضر مناسب نیست. به نظر می رسد با توجه به شرایط آخرین به روز رسانی بنیادی در سیستم معاملات حدود سال های ۹۳-۹۲ انجام شده است.

در این مدت یعنی از سال ۹۳ تا سال ۹۹ تعداد سهامداران و کاربران به تناسب و با شیب ملایمی رشد می کرد اما از سال ۹۸ به بعد و به خصوص در سال ۹۹ با توجه به شرایط سیستم معاملات ظرفیت برای هجوم این تعداد کاربران جدید وجود ندارد. سیستم کنونی برای حجم معاملات حداکثر ۱۰۰ میلیارد تومان و تراکنشی معادل دو تا سه هزار نفر طراحی شده است. البته بیشترین فشار مربوط به بخش «پس از معاملات» در سیستم است. در زمان نصب و خرید این سیستم حداکثر پیش بینی برای آن در حدود سه هزار تراکنش در روز بود و تصور بر این بود که با همه تلاش ها توسعه این سیستم در یک بازه زمانی و به تدریج انجام می شود و در نهایت اگر نیاز به تغییر و تعویض سیستم باشد، زمان کافی برای آن وجود دارد. بازه زمانی برای تغییر در (زمان خرید) پنج سال در نظر گرفته شد اما تغییرات انجام شده در مدت پنج سال در حدی نبود که مشکلات کنونی گریبانگیر بورس نشود. با این حال باز هم در دهه ۸۰ خورشیدی تغییرات زیادی در سیستم یکپارچه معاملات انجام شد. اما نیاز به تغییرات وجود داشت. در این مقطع زمانی تصمیم بر این شد تا سیستم بومی سازی شده تا نیاز به خارج برای به روز رسانی یا خرید تجهیزات به حداقل برسد. این اتفاق رخ داد و برنامه نویسان داخلی نهایت سعی خود را کردند تا بومی سازی به بهترین



گفت‌وگو با مدیرعامل شرکت فناوری بورس تهران؛

## ظرفیت معاملات دو برابر می‌شود



مروارید اسلامی  
خبرنگار

قطعی مکرر سامانه معاملات یکی از مشکلاتی است که این روزها بارها در مورد آن شنیده‌ایم. این اتفاق پیش از این هم ممکن بود رخ دهد اما در چند ماه اخیر و با افزایش یکباره کاربران و معامله‌گران به شدت بیشتر شده است. برای حل این مشکل پیشنهادهای زیادی مطرح و بررسی شد اما راهکار بهبود سیستم معاملات چیزی نبود که یکباره حاصل شود. باید تمام ارکان بازار هماهنگ و منسجم برای حل این مشکل همراهی می‌کردند و از همه مهمتر باید چاره‌ای برای این مشکل پیدا می‌شد. حال این راه حل چطور و چگونه بررسی و اجرا می‌شود نکته‌ای است که تا به امروز از طریق ارکان مختلف در حال پیگیری است. راه‌حلی که تا به امروز برای حل قطع یا اختلال در سیستم معاملات پیشنهاد یا امتحان شده راه‌هایی است که نیازمند زمان یا صرف هزینه بسیار است. امکان ارتقای سیستم به آسانی میسر نیست و خرید سیستم جدید هم با توجه به شرایط امکان ندارد. بنابراین باید به راه‌حلی فکر کرد که هم عملی باشد و هم در کمترین زمان ممکن به نتیجه رسیده و مشکلات را حل کند. آنچه می‌خوانید گفت‌وگوی کوتاهی با روح‌الله دهقان، مدیرعامل شرکت فناوری بورس تهران در مورد راه‌حل‌های پیش رو است.

پیش‌بینی شده بود، اما حجم این تغییر و زمان تغییرات تخمین دقیق و مشخصی نداشت به همین دلیل هم زمان بر بودن تغییرات قابل توجهی است. این نکته را نیز در نظر داشته باشید که هم‌زمان با این تغییرات یعنی دو هفته‌ای شدن معاملات بورس، تغییراتی مثل محاسبه شاخص‌ها، ارزش بازار، معاملات در کارگزاری‌ها و... نیاز است و باید هماهنگ با دو هفته‌ای شدن معاملات پیگیری و انجام شود. هم‌زمان با جداسازی هسته معاملات روش‌های دیگر برای حل مشکل سامانه پیگیری و امتحان شد. توسعه سامانه، تغییر و استفاده از نرم‌افزارهای داخلی و داخلی‌سازی و حتی خرید هسته و سامانه معاملاتی جدید به طور هم‌زمان با هم پیگیری می‌شد اما بازه زمانی برای به نتیجه رسیدن هر کدام از این راه‌ها نامعلوم و مبهم بود.

بلکه در بخش‌های دیگر نیز دنبال می‌شود اما هر بخشی در حیطه اختیارات و محدوده عملیاتی خود این کار را دنبال می‌کند. در بخش‌های سفارش‌گیری، عملکرد کارگزاری‌ها، سامانه پس از معاملات و... همه بخش‌هایی هستند که باید به طور جداگانه به این موضوع بپردازند هر چند که بخش زیاد و مهمی از این اتفاق در شرکت مدیریت فناوری بورس تهران قابل پیگیری و در حال بررسی برای اجراست.

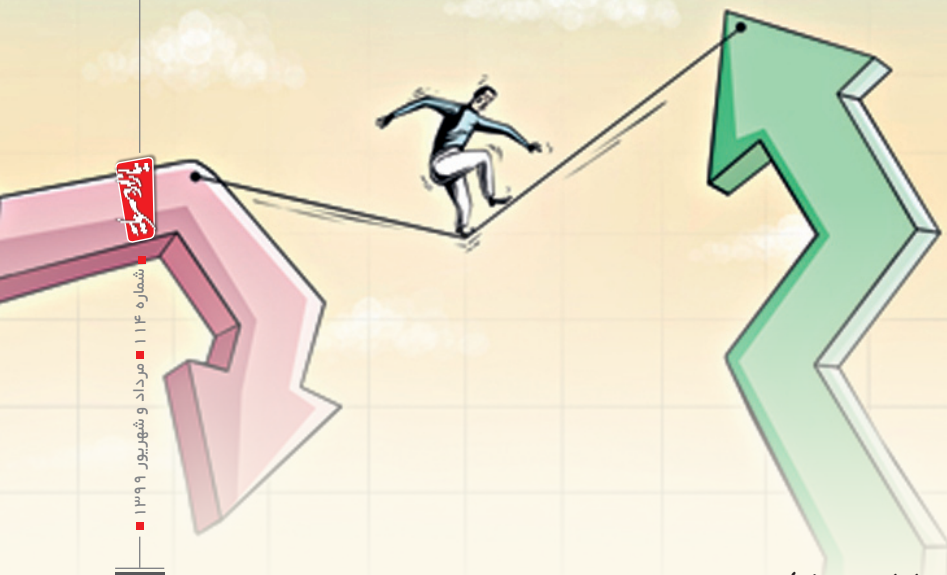
### این تغییرات که از آن یاد کردید

چه زمانی به اتمام می‌رسد؟

کمی زمان‌بر است و زمان دقیق و مشخصی برای آن نمی‌توان گفت. در بسیاری از بخش‌ها جداسازی به‌کندی انجام می‌شود چون پیش‌بینی برای آن نشده بود. البته برای تغییر

گفته می‌شود که برای حل مشکل قطعی و اختلال در سیستم معاملات، قرار است هسته دو بخش شود. این اتفاق چه زمانی رخ می‌دهد و از چه زمانی برای آن برنامه‌ریزی شده است؟

دو هفته‌ای شدن معاملات بورس اتفاق یکباره و جدیدی نیست، بلکه حاصل یک روند بررسی، تحقیق و پژوهش است که نتیجه آن انتخاب دو هفته‌ای شدن معاملات بورس برای حل مشکلات است. این مهم بیش از یک‌ماه است که به طور جدی دنبال می‌شود. برای انجام شدن این کار باید جداسازی ساختاری سخت‌افزاری و نرم‌افزاری انجام می‌شد. البته این کار یعنی جدا کردن هسته معاملات فقط در شرکت مدیریت فناوری اطلاعات انجام نمی‌شود



کارشناسان معتقدند؛

خلاءهای قانونی بازار سرمایه حل شود تا سهامداران دچار مشکل نشوند

## ابطال معاملات؛ جعبه سیاه بورس

بازار سرمایه هر کشوری، نقش اساسی بر اقتصاد آن کشور دارد به عبارت دیگر می‌توان آن را موتور محرک اقتصاد در نظر گرفت. اما نقش این تعریف کلی در همه کشورها یکسان نیست. به تازگی کشور ما توانسته فرهنگ سهامداری را به کمک نقدینگی زیاد در جامعه گسترش دهد، به گونه‌ای که سرازیر شدن این نقدینگی زیاد به بازار سرمایه به دلیل حفظ ارزش پول، خارج از تصور فرهنگ‌سازی بوده است. بنابراین در حال حاضر باید خلاءهای قانونی در این بازار حل شود تا سهامداران دچار مشکل نشوند. یکی از مشکلاتی که سهامداران اکنون با آن درگیر هستند ابطال سلیقه‌ای معاملات توسط ناظر بازار است که باید در این زمینه مشکلات به زودی مرتفع، تا شاهد زبان کمتر و نقدشوندگی بیشتر در بازار سرمایه باشیم.

### به جای ابطال معامله، دامنه نوسان کنترل شود

عرفان هودی، مدیر عملیات اوراق بهادار کارگزاری بورس بیمه ایران با بیان اینکه ابطال معاملات توسط ناظر بازار دلایل مختلفی دارد، اظهار داشت: دلایل مختلفی در ابطال معاملات نقش دارد. مثل عدم رعایت قانون‌های ۲۰۰ و ۳۰۰ ثانیه‌ای که جدیداً گذاشته شده و با وجود اینکه قانون خوبی است اما در این قانون، ابطال معاملات سلیقه‌ای هم دیده می‌شود. همچنین معامله در حین بازار است که دستورگذاری آن خلاف واقع شکل می‌گیرد به گونه‌ای که سهم ارزنده‌ای نیست اما بالاتر از قیمت واقعی، نماد آن باز می‌شود که این امر هم باعث ابطال معامله می‌شود.

وی عنوان کرد: البته در بازگشایی‌ها هم سلیقه ناظر دیده می‌شود. در مشاهده عینی دیده شده که شرکت‌هایی در یک گروه با دو مارکت مشابه و در فاصله یک هفته بازگشایی می‌شوند اما مشاهده می‌شود که یکی از شرکت‌ها یکبار با ۱۰۰ درصد و یک بار با ۲۰ درصد می‌خواسته که مچ شود و ناظر آن معامله را ابطال کرده و حجم معاملات را همان روز بدون اطلاع قبلی با ۵ درصد باز کرده است. اما یک شرکت مشابه در همان گروه در همان صنعت ۳۰ درصد مچ شده است. با دیدن این رفتارها، مشخص می‌شود که ابطال معاملات سلیقه‌ای صورت می‌گیرد.

هودی با بیان اینکه ناظر بازار همیشه ظن دستکاری قیمت را برای ابطال معاملات ذکر می‌کند، افزود: اگر ناظر بتواند تشخیص دهد که مثلاً ۹۵ درصد سهم از طرف یک فرد گذاشته می‌شود اوج هنر سازمان بورس را نشان می‌دهد که بتواند کدهای وابسته به یک نفر را در حین معامله پیدا کند. اما بازیگران فعال یک سهم معمولاً یک کد ندارند و از چند کارگزاری سفارش می‌گذارند.

وی در ادامه بیان داشت: فعالان حرفه‌ای بازار می‌خواهند بدانند که چرا با وجود اینکه بازار هوشمند است اما یک کارگزاری می‌تواند سفارشات را در حد میلی ثانیه سفارش بگذارد و سرخطی سهم‌ها را خریداری کند، اما در این شرایط بقیه فعالان بازار از این امتیاز بی بهره هستند. ناظر بازار باید با شفافیت دلیل ابطال معاملات سلیقه‌ای را بیان کند تا خود را از ظن بازار به دور نگه دارد.



■ چرا راه حل دو هسته‌ای شدن مرکز معاملات به جای راه‌های دیگر مانند توسعه سیستم یا حتی خرید یک سیستم جدید انتخاب شد؟

در چند ماه اخیر با توجه به افزایش ناگهانی کاربران سامانه و نیاز به سرعت در حل مشکلات، جدا کردن هسته معاملات بهترین و کارآمدترین راه بود. هرچند تمرکز بخش مدیریت و فناوری بر بهبود ساختارهای موجود و سرعت بیشتر در حل مشکلات است. در مورد هسته معاملات و بخش‌های سامانه پیش از معاملات و پس از معاملات مسئولیت با شرکت مدیریت فناوری بورس است اما در همین بخش‌ها گلوگاه‌هایی وجود دارد که باید با همکاری این بخش‌ها آن را اداره و مشکلات را حل کرد. برای مثال بخش مهمی از سامانه پس از معاملات در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی است. هرچند که در بخش فناوری اطلاعات این شرکت کارهای تحقیقی بسیار مهم و خوبی انجام شده اما شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تصمیم گرفته نگهداری از این سامانه را به شیوه پیمانکاری به شرکت مدیریت فناوری اطلاعات بورس تهران واگذار کند. برای بهبود وضعیت سامانه پس از معاملات تجهیزات لازم خریداری شده و در تمام مدت این روزها علاوه بر رفع مشکلاتی که در روزهای معاملاتی ممکن است رخ دهد، بخشی از نیرو و توان ما در جهت توسعه و ارتقا برای جداسازی هسته معاملات صرف می‌شود. این کار یک روند نفس‌گیر و بسیار حساس است.

■ پس از این تغییرات ظرفیت سیستم معاملات تا چه میزان افزایش پیدا می‌کند. آیا پاسخگوی حجم کاربران فعلی خواهد بود؟

سعی ما بر این است که این جداسازی هرچه سریع‌تر انجام و اجرا شود. با اجرای این جداسازی ظرفیت سامانه معاملات حدود دو برابر ظرفیت فعلی خواهد شد. دو برابر شدن ظرفیت هسته معاملات به این دلیل قطعی نیست چون توزیع نمادها و همچنین معاملات نمادهای مختلف در دو سامانه یکی نیست. به همین دلیل ظرفیت سامانه تا حدود دو برابر افزایش پیدا می‌کند. این حجم با توجه به شرایط بازار یک حجم قابل قبول و قابل پیش‌بینی است و بعید است که توسعه‌ای بیش از این نیاز باشد. توزیع نمادها در این دو هسته با همکاری ناظر بازار و بورس تهران انجام می‌شود و بررسی ظرفیت‌ها و اجرای آن در کوتاه مدت به طور کامل بررسی و عملی خواهد شد.

مدیر عملیات اوراق بهادار کارگزاری بورس بیمه ایران با اشاره به اینکه ابطال معاملات در درازمدت بین اهالی بازار بی اعتمادی به وجود می‌آورد، تصریح کرد: در این میان می‌توان مثالی ذکر کرد، خودرو و سیاه هم زمان ۱۵ و ۱۲ + باز می‌شوند اما از طرفی خپارس ۲۰ - باز می‌شود که از فردا دوباره صف خرید می‌شود. این گونه رفتارها باعث می‌شود تا شرکت‌ها هر چند اندک اما از افشای اطلاعات کوتاهی کنند و اطلاعات صحیح به سهامدار ارائه نکنند که این امر باعث می‌شود تا شفافیت به حدی کم‌رنگ شود. وی خاطر نشان ساخت: پیشنهاد من به ناظر بازار این است تا به جای ابطال معامله، دامنه نوسان را کنترل کند. یعنی به جای اینکه بدون دامنه نوسان، سهمی را باز کند، دامنه نوسان را ۳ برابر کند. به گونه‌ای که وقتی دامنه نوسان سهمی ۵٪ است آن را نهایت ۱۵٪ کنند. این کار شاید باعث بهبود وضعیت کنونی شود.

### کار ناظر بازار اثر منفی بر بازار ندارد

همایون دارابی، دیگر تحلیلگر بازار سرمایه در این زمینه معتقد است: بازار سرمایه یک داور دارد که به آن ناظر معاملات گفته می‌شود که اگر در حین معامله تشخیص دهد، حرکتی در بازار جوانمردانه نیست، ابطال معامله می‌کند و باید در چارچوب قانونی و معاملاتی به رای داور احترام گذاشته شود.



وی اظهار داشت: طبق موارد مختلف ناظر بازار می‌تواند معاملات را باطل کند. برای روشن تر شدن این موضوع مثالی می‌آورم. در بازار مشاهده شده که ماشین‌سازی اراک بیش از یک درصد از سهم خود را به فروش رسانده که طبق قانون سهامدار باید از قبل اعلام کند که قصد فروش بیش از یک درصد از سهم خود را دارد، اما این کار صورت نگرفته و ناظر هم معامله را تایید نکرد. موضوع دیگر این است که ممکن است فاصله عادلانه برای معامله رعایت نشده باشد. مثلاً زر ماکارون، اختلاف زمانی و عدم رعایت عدالت در سفارش داشته که باعث ابطال معامله شد که کاملاً کار ناظر بازار درست بود.

وی در ادامه بیان داشت: همچنین در بازگشایی نمادها شرایط کشف قیمت عادلانه مهم است به گونه‌ای که اگر به تشخیص ناظر بازار یک سهمی با تعداد کم اما قیمت بالا داده شود، ناظر بازار به عنوان داور بازار آن معامله را ابطال می‌کند. بنابراین اعتراض‌ها به ابطال معاملات به نظر من درست نیست. دارابی با بیان اینکه حضور ناظر بازار به این دلیل است که سلامت بودن بازار حفظ شود، افزود: در بازاری که ۵ میلیون نفر فعال دارد و زیر ساخت‌های انفورماتیک آن به همان اندازه رشد نکرده که همه موارد به طور اتوماتیک باشد حضور ناظر بازار ضروری است و همه بازیگران بازار اعم از سهامداران، حقوقی‌ها، کارگزاران و غیره باید در چارچوب بازار به نظر داور بازار احترام بگذارند. این تحلیلگر بازار سرمایه می‌افزاید: اگر شرایط عادلانه در معاملات برقرار نباشد و مقررات معاملاتی رعایت نشود در درازمدت همه زبان خواهند کرد و کار باید به گونه‌ای پیش برود که فردی نتواند نظم بازار را بهم بریزد. کار ناظر بازار اثر منفی بر بازار ندارد که اگر اینگونه بود تاکنون بازار نابود شده بود. از اول هم نظارت بر بازار بوده اما در حال حاضر بازار بزرگ شده و این نظارت‌ها به چشم می‌آید.

### تعداد ابطال‌ها قابل توجه نیست

علیرضا تاج بر عضو هیأت مدیره کارگزاری اقتصاد بیدار با بیان اینکه تعداد ابطال‌های معامله در بازار سرمایه نسبت به حجم معاملات اصلاً قابل توجه نیست، اظهار داشت: وقتی ابطال معاملات کم است اما اعتراضات در این زمینه زیاد است، قطعاً نیت ناصوابی در کار بوده که



این حجم سر و صدا را به وجود می‌آورد. وی خاطر نشان ساخت: معاون بازار بر اساس شرایط بازار، حجم معاملات، درصد نوسان و موارد دیگر نسبت به تایید یا عدم تایید معاملات پس از معاملات اقدام می‌کند.

در برخی از مواقع ناظر معامله‌ای را که بر اساس حجم کم اما قیمت بالا می‌خورد را تایید نمی‌کند زیرا روی این سهم قیمت‌سازی رخ داده که ناظر بازار قطعاً باید معامله را باطل کند. بنابراین، این ابطال معاملات، سلیقه‌ای نیست بلکه از روی تجربه است و فعالان بازار باید به این تجربه احترام بگذارند.

عضو هیأت مدیره کارگزاری اقتصاد بیدار با اشاره به اینکه اگر معامله‌ای ابطال می‌شود قطعاً دلیلی برای آن وجود دارد، افزود: با وجود اینکه ابطال معاملات در بازار ضروری است اما این کار مشکلاتی هم برای کارگزاران و هم برای مشتریان به وجود آورده که باید حل شود. به گونه‌ای که وقتی معامله‌ای ابطال می‌شود، براساس ابطال آن معامله یکسری از فروش سهامداران باطل می‌شود که به کارگزاری بدھکار می‌شوند قطعاً این مورد باید حل شود تا مشکلات بین مشتری و کارگزاری بیشتر نشود.

وی در ادامه بیان داشت: در همه بورسهای دنیا ناظر بازار یک اختیاراتی دارد که برخی از معاملات را در برخی از زمان‌ها می‌تواند تایید نکند. با توجه به حجم بالای بازار ظرفیت‌های بازار بیشتر شده و کار ناظرین هم سخته شده است، اما عمدتاً ابطال‌های معاملات به نفع بازار است.

### تصمیماتی به ضرر سرمایه‌گذار

محمود مرادی ابطال معاملات در بورس را مثل جعبه سیاه هواپیما می‌داند که توضیحی برای آن وجود ندارد. این کارشناس بازار سرمایه در ادامه می‌افزاید: مسئولان بورس موضوع ابطال معاملات را باز، بررسی و اعلام می‌کنند. به یک مرتبه ناظر بازار یکسری از معاملات را ابطال می‌کند و فعالان بازار هم متوجه نمی‌شوند که دلیل ابطال براساس چه موضوعی صورت گرفته است.



وی معتقد است: در سهم خمرکه یکبار معاملات آن با مثبت ۱۰۰ درصد باز شد و ابطال کرده اند، بعد مجدداً آن سهم باز شد. نمونه بعدی شستا است که با ۳۷ درصد مثبت باز شد و معاملات آن ابطال شد و مجدداً همان مسیر با ۵ + بالا رفت و بیشتر از سری قبل هم رشد کرد. بنابراین گاهی ابطال معاملات نه فقط جلوی رشد سهم را نمی‌گیرد بلکه انگیزه‌ای برای رشد سهم می‌شود. مثلاً در سهمی بازار به این نتیجه رسیده که مثبت ۱۰۰ باز شود اما ناظر آن سهم را ابطال می‌کند این یعنی بازار اشتباه کرده است و نوسان سهم را می‌بندد و ۲۰ روز سهم خرید می‌شود و دوباره به مثبت ۱۰۰ می‌رسد. همچنین در سهم‌هایی مثل خودرو که ۱۰۰ درصد تایید می‌شود چرا سهم خمرکه نباید ۱۰۰ درصد آن تایید شود؟ برخوردهای سلیقه‌ای به این نوع معاملات گفته می‌شود. این مشکل در شستا در خمرکه و سال گذشته در بازگشایی گلگ وجود داشته است.

مرادی در ادامه بیان داشت: بزرگترین دلیل ابطال معاملات نه در ظن دستکاری قیمت بلکه در دامنه نوسان است. با دامنه نوسان ۵ +، صف خرید شکل می‌گیرد و عدد بزرگ، باعث می‌شود که ناظر فکر کند دست‌هایی برای قیمت بالای سهم وجود دارد و معامله را ابطال می‌کند.

این کارشناس بازار سرمایه تصریح کرد: ما الان در شرایط جنگ اقتصادی هستیم و در این میان با توجه به مشکلات هسته معاملات و عدم کشش سیستم معاملاتی، ناظر بازار سرمایه مجبور است که یکسری تصمیمات اتخاذ کند که به نفع سرمایه‌گذار نیست، اما در شرایط امروز مجبور به اخذ آن تصمیم است که بخش عمده ابطال معاملات مدیریت سازمان بورس، در این شرایط است.



محمد گرچی آرا  
مدیر امور سرمایه‌گذاری و مجامع گروه توسعه  
فناوری هزار دستان

## ابطال معاملات نتیجه عدم شفافیت قانونی

مهم‌ترین مشکل این است که در قانون به در دستورالعمل معاملاتی به صورت شفاف راجع به ابطال معاملات؛ توضیح داده نشده است و بیشتر سلیقه ناظر بازار است که تعیین می‌کند، یک معامله آیا مورد تایید است یا باید ابطال شود؟ ممکن است دو اثر مثبت یا منفی را برای یکسری سرمایه‌گذاران داشته باشد که در هر دو صورت بازار را از تعادل خارج می‌کند. در یک سری از سهام‌ها می‌بینیم که بعد از شفاف‌سازی و اطلاعاتی‌ای که امکان دارد، مثبت یا منفی باشد، نماد را بازگشایی می‌کنند مثلاً در دامنه ۱۰۰ درصد، تقاضا می‌آید و آن ورود به عدد ۱۰۰ درصد می‌نشیند. حال، ناظر بازار حسب تشخیص خود امکان دارد، این را تایید کند یا نکند. مثلاً مثل نماد پترول یا نماد فلول که معاملات متعدد آن در گذشته باطل شد. این پالسی را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که این نماد ۱۰۰ درصد، بالا باز می‌شد و حالا ناظر هم این را تایید نکرده است. پس از فردای آن روز، این نماد سقف خرید قفل خواهد بود تا به آن قیمت برسد. یعنی عملاً با این کار یک سیگنالی را ما به بازار می‌دهیم که این تا آن ۱۰۰ درصد باید رشد کند و ناظر نگذاشته است و این اتفاق می‌افتد. این برای کسانی که رشد سهام‌ها را پروژه می‌کنند و می‌خواهند، زیر سهام‌ها بزنند تا بالا بروند به یک تکنیک تبدیل شده است که عده‌ای سعی می‌کنند، در آن دامنه بالا باز کنند و از فردای آن روز که معاملات ابطال می‌شود، این سقف خرید خواهد بود تا به آن قیمت برسد.

نکته دوم این که، خیلی از سرمایه‌گذاران هستند، بابت خرید یک دارایی یک بخشی از دارایی‌های دیگرشان را می‌فروشند و بعد از آن دارایی دوم را خرید می‌کنند. مثلاً من سهام خود را فروخته‌ام و در نماد خپارس خرید کرده‌ام، اتفاقی که می‌افتد، زمانی که معاملات خپارس باطل می‌شود، من که سهام خود را فروخته‌ام و به این امید نشسته‌ام که سهام خپارس را خریده‌ام، و منفعت می‌برم، عملاً امکان دارد من از بازار جا بمانم که ما برای یک سری از صندوق‌ها یا حقوقی‌ها این اتفاق افتاده است که دارایی‌هایشان را فروخته بوده‌اند و سهامی را خریداری کرده بودند، حال معاملات آن سهام ابطال شد و این‌ها منابع نقد در دست‌شان باقی ماند و نتوانستند خرید کنند. این هم یک چالش است در صورتی که ما آن را شفاف و مکانیزم آن را مشخص نکنیم که آیا ناظر صلاحیت این را دارد که بخواهد تعیین کند؟ خبری که آمده است مثبت یا منفی است، که حالا این سهام می‌تواند در دامنه باشد یا نمی‌تواند در دامنه باشد. ما باید این را شفاف کنیم یا اینکه باید به اطلاع همگان برسانیم که مکانیزم آن به چه صورت است. خیلی مواقع پیش آمده است که مثلاً یک شرکت دچار حادثه‌ای شده و اطلاعات خود را گزارش کرده است و این اطلاعاتی که گزارش کرده از نگاه ناظر منفی بوده است ولی بر اساس روند بازار، جو صعودی اتفاق افتاده است.

حال که تقاضا روی مثبت ۱۰۰ درصد نشسته است، ناظر این معاملات را ابطال می‌کند. آیا ناظر این صلاحیت را دارد که راجع به آن خبر قضاوت کند یا نه و اینکه مکانیزم آن به چه صورت است؟ چون سلیقه‌ای می‌شود، امکان دارد در یک مورد یکسان مثلاً برای خودرویی‌ها یا نماد خودرو خگستر در دامنه مثبت ۱۰۰ درصد باز شد و قیمت خورد و بالا رفت. ولی ما برای خیلی از سهام‌های بازار داشته‌ایم که این اتفاق نمی‌افتد مانند پترول و نماد را با آن دامنه باز نمی‌کنند. مکانیزم این باید مشخص شود که این عدم شفافیت برای بازار از بین برود چون خودش می‌تواند، یکی از ریسک‌های بازار باشد.



## تحلیل و مقایسه بازارهای مالی

در این مقاله قصد داریم بازارهای مالی را از جنبه‌های مختلف با یکدیگر مقایسه کنیم. برای این منظور از داده‌های مربوط به قیمت دلار، طلا، ۱۸ عیار، سکه امامی (که از سایت [www.tgju.org](http://www.tgju.org) استخراج شده است) و شاخص بورس (که از سایت [www.tsetmc.com](http://www.tsetmc.com) استخراج شده است) در یک بازه زمانی تقریباً ۷ ساله (از ۱۳۹۲/۰۵/۰۱ تا ۱۳۹۹/۰۳/۳۱) استفاده شده است.

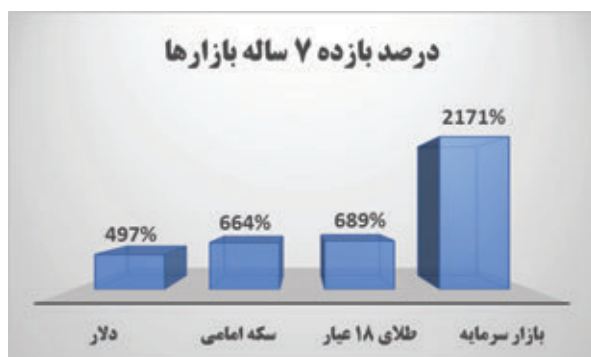
تحلیل‌ها در دو دسته مقدماتی و پیشرفته ارائه خواهند شد.

۱. تحلیل‌های مقدماتی شامل:  
الف. مقایسه بازده سرمایه‌گذاری  
ب. مقایسه ریسک سرمایه‌گذاری
۲. تحلیل‌های پیشرفته شامل:  
الف. بررسی همبستگی  
ب. بررسی توزیع آماری

### تحلیل‌های مقدماتی

#### الف- مقایسه بازده سرمایه‌گذاری

بدون شک اولین عامل سرمایه‌گذاری کسب سود است و معمولاً اولین سئوالی که سرمایه‌گذار از خود می‌پرسد این است که: "در صورت سرمایه‌گذاری در هر بازار چه میزان سود خواهیم کرد؟" برای پاسخ به این پرسش، بازده کل این بازارها را با یکدیگر مقایسه می‌کنیم. نمودار زیر مربوط به بازده ۷ ساله این بازارهاست:



## ابطال معاملات تحت نظارت باشد



محمد موسوی  
کارشناس بازار سرمایه

درخصوص ابطال مستمر و متعدد معاملات گاه‌به‌گاه به دلیل کثرت و عادی شدن این وضعیت، فعالان بازار موضوع را رویه و خط مشی سازمان بورس و مدیران و شرکتهای بورس و فرابورس می‌دانند. چه بسا در بیشتر مواقع فعالان و کارشناسان بورس نیز دچار اشتباهات تصمیم‌گیری نیز می‌شوند و به دلیل اینکه کلیت بازار می‌تواند تحت تاثیر قرار بگیرد؛ از این موضوع احساس رضایت دارند، برای مثال سهام شرکتی که در یک روز می‌تواند ۳۰ درصد رشد را تجربه کند و آیین نامه‌ها و قوانین نیز این موضوع را تایید می‌کنند، در صورت عدم سهامدار بودن از ابطال معاملات و رشد چند روزه سهام مزبور که می‌تواند هم فرصت خرید ایجاد کند و هم سایر شرکت‌های هم‌گروه خود را در رشد چند روزه رهبری کند، حمایت نیز کنند.

ولی به طور کلی رفتار سلیقه‌ای و دخالت آشکار در بازگشایی‌ها و بستن‌ها و ابطال معاملات باید تحت نظارت نهادهایی چون کانون کارگزاران و نهادهای سرمایه‌گذاری و مشابه آنها باشد تا لاقط سدی وجود داشته باشد که جلوی زیاده‌روی و رویه شدن این موضوع را فراهم آورد.

در پایان اعتقاد داریم یا قانون و دستورالعمل و رویه‌ای ایجاد نشود و یا کامل اجرا شود و در مدت محدود چندبار بازنگری و نهایی شود تا شائبه دستکاری قیمت نیز کمرنگ شود.

در واقع هر ماهی که می‌گذرد میزان افزایش سرمایه هم بیشتر می‌شود (مانند دوندای که هم با سرعت بیشتر حرکت می‌کند و هم سرعتش با گذشت زمان بیشتر می‌شود) به دلیل اینکه در تمامی بازارها بحث بازده مطرح است، نگارنده خواننده را به مطالعه در مورد تصاعد هندسی ترغیب می‌کند. بحث در مورد تصاعد هندسی از موضوع این مقاله خارج است.

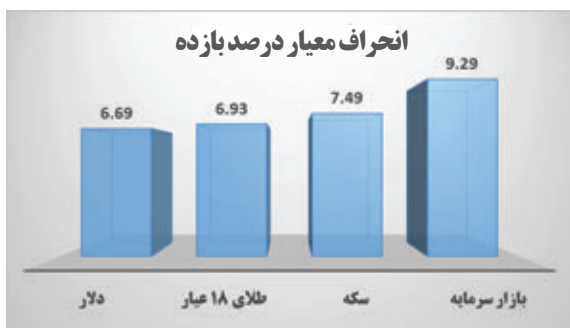
یک سؤال: اگر بازار سرمایه اینقدر سود بیشتری دارد، چرا برخی افراد در بازارهای دیگر سرمایه‌گذاری می‌کنند؟ نکته اینجاست که میزان بازده فقط یکی از معیارهای سرمایه‌گذاری است و معیار مهم دیگر، ریسک سرمایه‌گذاری است. ریسک به این معناست که من با چه احتمالی چه میزان سرمایه خود را از دست خواهم داد؟

## ب- مقایسه ریسک

### بخش اول: انحراف معیار

انحراف معیار میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. وقتی انحراف معیار بازده ماهانه عدد بزرگتری باشد به این معناست که درصدهای تغییر سرمایه فرد در ماه‌های مختلف، با یکدیگر تفاوت بیشتری دارد. مثلاً ممکن است سرمایه شخص در یک ماه ۳۰ درصد افزایش پیدا کند و ماه بعد ۷۰ درصد افزایش پیدا کند و ماه بعد ۲۰ درصد کاهش پیدا کند.

اما وقتی انحراف معیار بازده کوچک است به این معناست که درصد بازده در ماه‌های مختلف به هم نزدیک هستند. (مثلاً یک ماه ۷ درصد افزایش، یک ماه ۲ درصد کاهش و...) برای بازارهای مورد بحث انحراف معیار درصد بازده این بازارها را در نمودار زیر می‌بینید:



از نمودار پیداست که پراکندگی درصد بازده برای بازار سرمایه بیشتر است. البته این به معنی پرخطر بودن سرمایه‌گذاری نیست و انحراف معیار بیشتر، یعنی عددهای بازده اختلاف بیشتری دارند. برای روشن تر شدن مطلب به عنوان مثال سرمایه‌گذاری با بازده‌های ماهانه زیر را مقایسه می‌کنیم:

- سرمایه‌گذاری ۱: ۷۰٪ ، ۳۰٪ ، ۹۰٪ ، ۲۰٪
- سرمایه‌گذاری ۲: ۱۰٪ ، ۳-٪ ، ۵٪ ، ۱٪

برای سرمایه‌گذاری ۱، بازده در ماه‌های مختلف تفاوت زیادی دارد پس انحراف معیار بزرگی دارد اما بوضوح سرمایه‌گذاری ۱ بسیار مطلوبی است زیرا همواره بازده مثبت زیادی داشته است اما در سرمایه‌گذاری ۲ اگرچه اعداد بازده نزدیک به هم است اما سرمایه‌گذاری چندان سوددهی هم نیست.



همانطور که مشخص است بازار سرمایه با اختلاف زیادی نسبت به سایر بازارها پربازده ترین بازار بوده است. همچنین بازده طلا و سکه نزدیک به یکدیگر هستند اما کمی بالاتر از بازده دلار هستند.

توجه: منظور از بازده بازار سرمایه، تغییرات شاخص کل است که روند کلی بازار را نشان می‌دهد، اما بسته به نحوه سرمایه‌گذاری، ممکن است فرد سود بسیار بیشتر کسب کند یا اینکه حتی دچار زیان شدید شود. ولی در بازارهای دیگر این مسئله چندان مطرح نیست. اکنون نگاهی به بازده ماهانه این بازارها می‌اندازیم. در نمودار زیر متوسط بازده ماهانه (به روش میانگین هندسی) نمایش داده شده است:



این نمودار بیان می‌کند که اگر کسی در ابتدای این بازه زمانی (تاریخ ۳۱ خرداد ۱۳۹۲) مقداری دلار خریداری می‌کرد، به طور متوسط هر ماه ۲.۲ درصد به سرمایه اش اضافه می‌شد. این عدد برای سکه و طلا کمی بالاتر است. بازار سرمایه هم با ۳.۸۸ درصد سود ماهیانه، بالاتر از سایرین قرار دارد.

توجه: با مقایسه نمودار اول و دوم شاید برای خواننده این سؤال پیش بیاید که: با توجه به اینکه بازار سرمایه ماهانه ۳.۸۸ درصد سود و طلا ۲.۵۵ درصد سود داده اند و این دو عدد به هم نزدیک هستند چگونه ممکن است در طی ۷ سال سود کل بازار سرمایه تقریباً ۲۱۰۰ درصد ولی سود سرمایه‌گذاری در بازار طلا فقط ۹۸ درصد است؟! (با وجودی که سود ماهانه طلا از نصف بازار سرمایه بیشتر است ولی سود کل آن از ثلث آن هم کمتر است!!)

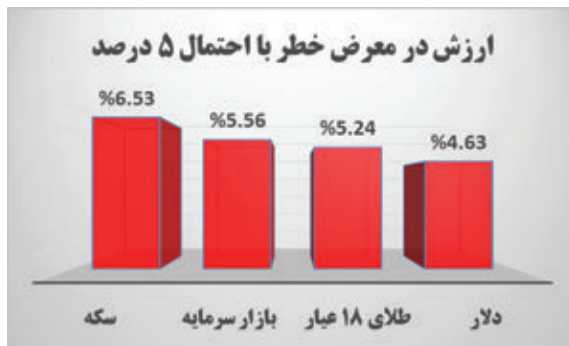
پاسخ: نکته اینجاست که رشد سرمایه تصاعدی است و هر چه بگذرد این اختلاف بیشتر هم خواهد شد.

نتیجه: انحراف معیار لزوماً به معنای خطر سرمایه‌گذاری نیست و فقط نشان دهنده تغییر رفتار است.

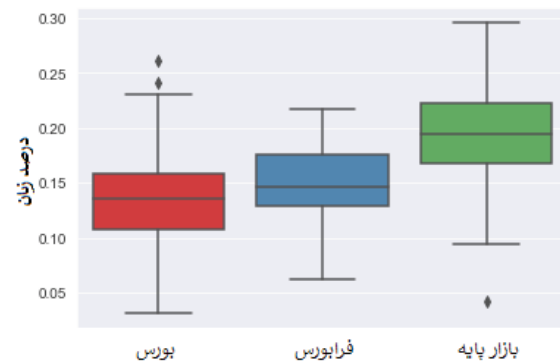
### بخش دوم: ارزش در معرض خطر

برای ارزیابی خطرناک بودن سرمایه‌گذاری می‌توان از شاخص‌های دیگری استفاده کرد.

در این مقاله قصد داریم از شاخص ارزش در معرض خطر (Value At Risk) استفاده کنیم. این کمیت بیان می‌کند که در شرایط بازار نامساعد (به عنوان مثال احتمال نامساعد بودن ۵ درصد باشد)، سرمایه‌گذار چه میزان از سرمایه اش را از دست می‌دهد؟ نمودار زیر این عدد را برای بازارهای مورد بحث مقایسه می‌کند:



نمودار بالا بیان می‌کند که در شرایط نامساعد بازار (که احتمال وقوعش ۵ درصد باشد)، در یک ماه سرمایه‌گذاران سکه ۶.۵۳ درصد از سرمایه خود را از دست می‌دهند. این عدد برای سایر بازارها نیز نزدیک است. لذا اکنون شاید بتوان گفت که این بازارها در عرض یک ماه چندان پر خطر نبودند. البته باز هم خاطر نشان می‌شود که سود یا زیان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کاملاً بستگی به نحوه عملکرد فرد دارد و ممکن است با سرمایه‌گذاری نامناسب در یک ماه مقدار بسیار زیادی از سرمایه خود را از دست بدهد. برای روشن تر شدن موضوع، ارزش در معرض خطر را برای تعداد زیادی از سهام‌های بازار سرمایه بدست آورده و در نمودار جعبه‌ای زیر نمایش داده ایم:



این نمودار نشان می‌دهد:

- در بازار بورس پراکندگی بیشتری است، یعنی یک چهارم شرکت‌های بورسی هستند که بازده منفی آنها در یک ماه نامساعد خود زیر ۱۰٪ بوده است (حتی تعدادی زیر ۵٪!) ولی در عین حال یک چهارم هم دارای بازده منفی ۱۶ الی ۲۴ درصد بوده‌اند. پس اگر سرمایه‌گذار هوشمندانه عمل کرده باشد حتی در شرایط نامساعد نیز دچار بازده منفی ناچیز

شده است.

- در بازار پایه تقریباً نصف شرکت‌ها دارای بازده منفی بیشتر از ۲۰ درصد در یک ماه نامساعد خود بوده‌اند. حتی برخی شرکت‌ها به افت قیمت ۳۰ درصد رسیده‌اند! همچنین تقریباً تمام شرکت‌ها حداقل ۱۰ درصد افت قیمت داشته‌اند.

- در بازار فرابورس پراکندگی کمتر است، مثلاً نصف شرکت‌ها دارای بازده منفی ۱۳ الی ۱۷ درصد هستند و شدیدترین افت قیمت‌ها نیز نهایتاً به عدد ۲۳٪ در یک ماه می‌رسد.

هدف از نمایش نمودار بالا این بود که خواننده متوجه وابستگی میزان سود و زیان در بازار سرمایه به عملکرد او دارد.

### تحلیل‌های پیشرفته

#### الف - بررسی همبستگی خطی

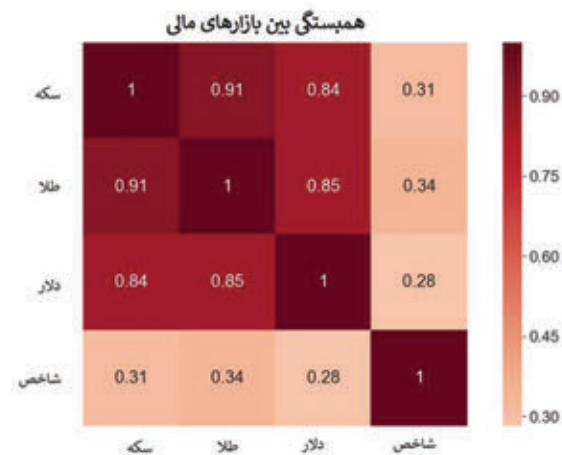
همبستگی خطی بین دو کمیت محاسبه می‌شود و نشان می‌دهد آیا این دو کمیت به یکدیگر مرتبط هستند یا نه. منظور از مرتبط بودن در اینجا این است که مثلاً اگر به ما اطلاع بدهند قیمت دلار افزایش پیدا کرده است، آیا می‌توان در مورد کاهش یا افزایش قیمت طلا یا سکه یا شاخص بازار سرمایه نظری داد؟

همبستگی همواره عددی بین ۱ و -۱ است.

اگر همبستگی مثبت باشد نشان می‌دهد با افزایش یک کمیت انتظار افزایش کمیت دیگر را داریم (و بالعکس).

اگر همبستگی منفی باشد نشان می‌دهد با افزایش یک کمیت انتظار کاهش کمیت دیگر را داریم (و بالعکس).

هرچه عدد به ۱ یا -۱ نزدیکتر شود با قطعیت بیشتری می‌توان نظر داد. زمانی که همبستگی صفر باشد به این معنی است که مثلاً با افزایش یک کمیت، کمیت دیگر ممکن است کاهش یابد یا افزایش یابد یا تغییر نکند. اکنون می‌خواهیم همبستگی بین این بازارها را بررسی کنیم:



نتیجه بسیار جالبی بدست آمده است! همبستگی بالایی بین بازده سکه و طلا و دلار دیده می‌شود.

همبستگی دلار و سکه ۰.۸۴، همبستگی دلار و طلا ۰.۸۵ و همبستگی سکه و طلا ۰.۹۱ است. این نشان می‌دهد که هر کدام از این سه کمیت افزایش پیدا کند، احتمال افزایش دو کمیت دیگر هم بسیار زیاد است. همچنین کاهش یک کمیت هم کاهش دو کمیت دیگر را نتیجه می‌دهد. اما در مورد بازار سرمایه وضعیت کاملاً متفاوت است. همبستگی نسبتاً ضعیفی بین بازده بازار سرمایه و سه بازار دیگر وجود دارد.

احتمالاً این داده‌ها نشان می‌دهد که طلا و دلار و سکه ساز و کار



بررسی تأثیر و نقش دولت در بورس

## دارا وارد می شود

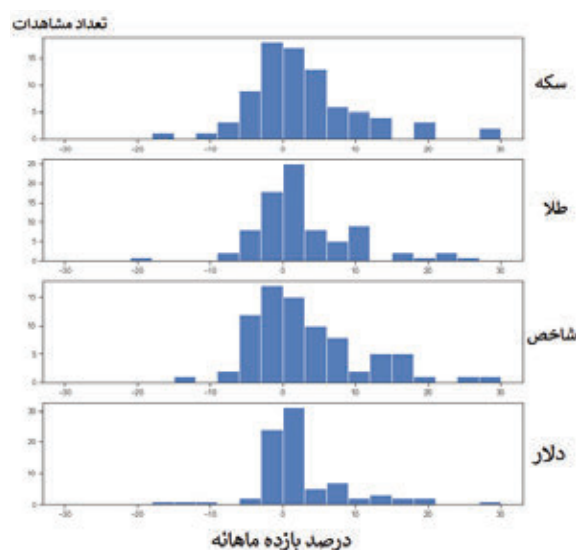
از زمانی که دولت اعلام کرد که سهام عدالت برای خرید و فروش آزاد می شود تا زمانی که سازوکار این عرضه مشخص شد، زمان زیادی طول نکشید و این حرف عملی شد. اما نکته مهم اینجاست که به محض نهایی شدن عرضه سهام عدالت و دیگر شرکت های دولتی حجم انبوهی از نقدینگی تازه به سمت بازار کوچ کرد. نقدینگی که شاخص ساز شد و رشد عدد شاخص تا دو میلیون واحد را رقم زد. صرف نظر از اینکه دولت چرا و به چه علت نقدینگی را به سمت بازار سرمایه هدایت کرده، این اتفاق برای بسیاری از فعالان بازار سهام یک امید تازه بود. امید به اینکه بازارهای مالی شناخته شوند و بورس بتواند به کارکرد اصلی اش یعنی تأمین مالی برای بخش واقعی اقتصاد تبدیل شود، هرچند که دلیل اصلی این اقبال کسر بودجه سهمگین دولت باشد. بسیاری از فعالان بازار و حتی کارشناسان اقتصادی بر این عقیده بودند که ورود دولت به بازار سهام می تواند علاوه بر تأمین بخشی از کسر بودجه برای دولت شفافیت و انضباط

مشابهی دارند اما سازوکار بازار سرمایه متفاوت از آنهاست. که ذکر دونکته در اینجا خالی از لطف نیست:

- البته در چند هفته اخیر، همبستگی بین بازار سرمایه با سه بازار دیگر بیشتر شده است که قابل تأمل است.
- البته به دلیل تعداد زیاد داده ها، این تغییر هنوز اثر خود را روی عدد همبستگی اخیر نگذاشته است.
- در این تحلیل بهتر است نرخ بهره بین بانکی نیز لحاظ شود تا نتایج عمیق تری بدست آید.

### ب - بررسی توزیع آماری

برای شناسایی بیشتر یک کمیت پیوسته می توان از توزیع آماری آن استفاده کرد. برای این منظور از نمودار هیستوگرام استفاده می کنیم. در نمودار زیر هیستوگرام بازده بازارها را رسم کرده ایم:



هیستوگرام متشکل از مستطیل هایی است که عرض آنها یک بازه است و ارتفاع آنها برابر تعداد ماه هایی است که بازده در آن ماه داخل بازه مورد نظر قرار گرفته است.

**تحلیل دلار:** نمودار نشان می دهد که تعداد ماه های زیادی، بازدهی نزدیک به صفر داشته است و در تعداد کمی از ماه ها بازدهی تا ۲۰ درصد داشته است. لذا کسانی که در بازار دلار سرمایه گذاری می کنند باید تعداد ماه های زیادی بدون سود یا زیان قابل توجه صبر کنند تا در ماه های معدودی با جهش های ناگهانی سود قابل توجه بدست آورند.

**شاخص:** در بازده های نزدیک صفر، تعداد ماه ها با بازده منفی بیشتر از مثبت بوده است.

این یعنی بازده های منفی کوچک تعدادشان بیشتر از بازده های مثبت کوچک بوده است. اما وقتی از صفر فاصله می گیریم بخش نسبتا قابل توجهی بازدهی مثبت داریم. لذا بازار سرمایه ضررهای کوچک را تجربه می کند اما در سایر ماه ها سوددهی بیشتری نصیب سرمایه گذاران می کند. همچنین ظاهرا در یکی دو ماه، بازدهی حدود ۱۳ - درصد داشته که نشان از اصلاح شدید بازار دارد.

**طلا و سکه:** تقریبا شبیه شاخص کل بورس هستند با این تفاوت که طلا و سکه بازده های مثبت کوچک بیشتری دارند (در محدوده ۷ درصد فاصله از صفر)

مالی (در میان مدت) را به همراه داشته باشد. اما مشکل زمانی خود را نمایان کرد که بسیاری از دارندگان سهام یا سرمایه‌های خرد برای کسب سود (نه ماندگاری) به شیوه مستقیم (گرفتن کد بورسی و شروع به خرید و فروش کردند) وارد بازار سهام شدند. اما ورود مستقیم تنها مشکل نوسان‌ها یا رشد نجومی بازار نبود، بلکه مشکل اینجا بود که سهامداران خرد بدون کسب آموزش و اطلاعات قبلی وارد بورس یعنی تخصصی‌ترین بخش اقتصاد و سرمایه‌گذاری شدند. سهامدارانی که حتی الفبای اولیه بورس و سرمایه‌گذاری را نمی‌دانستند اما وارد بورس شدند، آن هم با سودای یکشنبه پول‌دار شدن. با توجه به ورود یکباره حجم نقدینگی پیشنهاد برای عرضه بخش زیادی از شرکت‌های دولت که سهام عدالت هم بخشی از آن بود، دولت تصمیم گرفت این سهام را به شیوه بلوکی یا در قالب صندوق‌های قابل معامله (همان ETF) عرضه کند.

صندوق‌هایی که با عنوان «دارا» (یا پسوند‌های یکم، دوم و...) قرار بود عرضه شود. زمان برنامه‌ریزی برای عرضه هر کدام از این صندوق‌ها مشخص نبود که هر صندوق شامل چه سهامی می‌شود اما پس از مدتی اعلام شد که هر کدام از این صندوق‌ها مربوط به یک صنعت (پتروشیمی یا پالایشگاهی) یا صنایع مرتبط با هم (بانک و بیمه و...) بود. صندوق واسطه‌گری مالی با عنوان صندوق دارا یکم شامل باقی‌مانده سهام دولت در بانک‌ها (صادرات، ملت، تجارت) و بیمه‌ها (بیمه اتکایی امین و البرز) بود. صندوق بعدی یعنی دارا دوم نیز به گفته دولت شامل باقی‌مانده سهام دولت در شرکت‌های پالایشی و پتروشیمی‌هاست. دولت در عرضه سهام این صندوق‌ها تخفیف ۲۰ درصدی برای واحد صندوق نیز در نظر گرفت. این تخفیف و کاهش یونیت سهام که کمتر از ارزش خالص دارایی صندوق (NAV) بود به دلیل نگهداری تصدی دولت در مدیریت این شرکت‌ها و صندوق بود که طبق قانون تا سال ۱۴۰۰ باید ادامه پیدا می‌کرد. عرضه سهام شرکت‌های دولتی در قالب صندوق‌های قابل معامله هرچند یک شیوه کاربردی و مؤثر بود اما برخی از فعالان بازار، دو ایراد اساسی به این عرضه وارد می‌دانستند. یکی آنکه ریسک این صندوق‌ها بالاست به دلیل آنکه همه سهام صندوق فقط از یک صنعت انتخاب شده و در برخی موارد ممکن است نقدشوندگی صندوق را نیز با مشکل مواجه کند. از طرف دیگر وقتی سهام این صندوق‌ها با تخفیف عرضه شده، تقاضا برای خرید این سهام بیشتر شده و ناگهان قیمت آن بالا رفت و همین موضوع

توازن بازار را برهم زد. دولت اعلام کرده که صندوق دارا دوم هم به زودی عرضه می‌شود، اما این عرضه با تأخیر و تغییر زمان انجام می‌شود و البته با توجه به عرضه صندوق دارا یکم و پیامدهایش بر بازار طبیعی بود که این عرضه با تأخیر انجام شود. در روزهای اخیر نیز سازمان بورس اعلام کرد که یکی از دلایل تأخیر در عرضه صندوق دارا دوم، تعدیل و به روز کردن قیمت سهام آن است. هرچند که عرضه سهام دولت از طریق صندوق‌های ETF توانست با بالا بردن طرف عرضه، باعث تعادل و نگهداری نقدینگی در بازار سهام شود اما اینکه عرضه دارا دوم با تأخیر مواجه شده تأثیر منفی بر بازار داشته است.

### تأثیر مثبت، فرهنگ‌سازی و حفظ نقدینگی

ورود نقدینگی جدید به بازار سرمایه سال‌هاست آرزوی فعالان بازار سرمایه است و برای تحقق آن تلاش بسیاری کرده‌اند. اما تا زمانی که دولت با مشکلات و چالش‌های اساسی روبه‌رو نشد توجهی به این بخش از اقتصاد نکرد. هرچند رویکرد فعلی نیز با نقدهای بسیاری از طرف فعالان بازار سرمایه مواجه است اما بازهم ارکان بازار سعی می‌کنند تا جنبه‌های مثبت این کار را تقویت کنند. محمدرضا مایلی عضو هیأت مدیره مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی معتقد است با توجه به رشد نقدینگی که در یک سال گذشته وجود داشته و بخش زیادی از آن نقدینگی وارد بورس شده، عرضه صندوق دارایکم در بورس (و به زودی دارا دوم) یک قدم مؤثر در حفظ نقدینگی تازه در بازار سهام است. این تأثیر با توجه به اینکه سهام دولت به شیوه صندوق عرضه شد، مثبت و مؤثر بوده است. مایلی در مورد اینکه سهام دولت چرا به شیوه «صندوق» عرضه شده، توضیح می‌دهد: دولت عرضه سهامش را با شیوه صندوق انجام داد، تنها دو دلیل اصلی دارد. یکی اینکه با توجه به حجم نقدینگی وارد شده به بازار خرید خرده سهام بیش از پیش به رفتار هیجانی بازار دامن می‌زد و ممکن بود تأثیر مثبت این عرضه‌ها را کم کند. دوم اینکه با توجه به اینکه بیشترین بخش سهام عرضه شده در این صندوق‌ها مربوط به سهام عدالت است و دولت نیز تا پایان سال ۱۴۰۰ باید بر این سهام نظارت داشته باشد نیاز بود که سهام به شیوه صندوق عرضه شود. او اضافه می‌کند: عرضه سهام به شیوه صندوق به عرضه‌کننده (دولت) اجازه می‌دهد با وجود فروش این سهام همچنان بتواند کرسی مدیریت و حق رأی در این شرکت‌ها را حفظ کند.

این کارشناس بازار سرمایه در مورد علت

عرضه به شیوه صندوق‌های قابل معامله می‌گوید: عرضه سهام دولت به شکل ETF، مدیریت سهام و حفظ ارزش سهام، نگهداری نقدینگی در این صندوق‌ها و به طور کلی در بازار سهام با شیوه بهتر و دقیق‌تری انجام می‌شود. او ادامه می‌دهد: البته یکی از دلایل اینکه سهام این صندوق‌ها با تخفیف عرضه شد، (با توجه به NAV این صندوق‌ها) نیز به همین علت بود که دولت همچنان در این شرکت‌ها حق رأی و صندلی مدیریت دارد و اینکه سهامداران حق رأی مستقیم ندارند. عضو هیأت مدیره مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی با اشاره به اینکه عرضه صندوق‌هایی مانند دارایکم یا دارا دوم، با همه معایبی که به آن وارد است مزایایی هم دارد، می‌گوید: این صندوق‌ها به دلیل اینکه قدرت این را داشت که تعادل در بازار ایجاد کرده و طرف عرضه را در بورس بالا ببرد تأثیر بسیار مثبتی داشت. به هر حال با توجه به شرایط موجود و دغدغه‌هایی که در مورد شرایط اقتصادی و خروج نقدینگی از بازار سرمایه وجود دارد، عرضه سهام به شیوه صندوق‌های قابل معامله یک ابزار بسیار قدرتمند و منعطف است. او اضافه می‌کند: به هر حال با توجه به اینکه دولت باید برای رشد و توسعه پایدار بازار سهام، یک برنامه منسجم و مشخص داشته باشد، فرهنگ‌سازی بسیار مهم است. حال عرضه چنین ETF هایی می‌تواند یک قدم مؤثر در فرهنگ‌سازی سهامداری و توجه به بازار سرمایه باشد. در مجموع با همه کاستی‌ها و مشکلات به نظر می‌رسد عرضه صندوق‌هایی مانند دارایکم می‌تواند یک قدم بسیار مثبت و تأثیرگذار باشد.

### ایرادات اساسی و تأثیرات منفی

ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری یکی از ابزارها یا ارکان بازار سهام است. رکنی که به همه سهامداران به‌خصوص سهامداران حقیقی و تازه وارد که دانش و تجربه زیادی از روندهای بازار سهام ندارند، اجازه می‌دهد با احتیاط و یک حاشیه امن نسبی با ریسک کمتر در بازار سهام شوند. هرچند صندوق‌ها انواع مختلف دارند اما مهم‌ترین وجه مشترک بین صندوق‌ها پوشش و مدیریت ریسک است. مدیریت ریسک هم به این دلیل در صندوق‌ها با دست بازتری امکان دارد چون صندوق‌ها مجموعه‌ای از سهام شرکت‌ها و صنایع مختلف هستند. این موضوع امکان مدیریت هرچه بیشتر ریسک را به مدیران صندوق و دارندگان سهام صندوق‌ها می‌دهد. از نظر رضا درخشان‌فر مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری مدیران هما یکی از مهم‌ترین و اصلی‌ترین ضعف‌ها صندوق‌های قابل معامله «دارا» است. همین نقطه ضعف باعث

می‌کند، باید از ارزش بازار شرکت خودروسازی رنو بیشتر شود؟ در بازار امروز شرکت‌های بسیاری وجود دارند که ارزشمند هستند، که این نقدینگی می‌توانست برای طرح‌های توسعه‌ای آنها جذب شود. (شرکت‌های پتروشیمی یا شرکت‌های معدنی و...) این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه شیوه عرضه دولت، شیوه‌ای مناسب در بازار سرمایه بوده است، می‌گوید: هرچند شیوه عرضه دولت یعنی عرضه سهام شرکت‌هایش به شیوه ETF و تخفیف‌هایی که روی قیمت سهام داخل این صندوق‌ها ارائه کرد، یک استراتژی هوشمندانه و خوب بود اما مدیریت عرضه چندان مناسب نبود و دولت هم نتوانست بیش از ۲۰ تا ۳۰ درصد نقدینگی پیش‌بینی شده را در صندوق اول جذب کند. هاشمی در مورد کاستی‌هایی که در بازار سرمایه برای مدیریت ریسک و عرضه صندوق‌های دارا وجود دارد می‌گوید: یک نکته بسیار مهم در مورد عرضه و مدیریت بازار وجود دارد. من به عنوان یک فعال اقتصادی به بازار آزاد و عدم دخالت مستقیم دولت معتقد هستم. به نظر می‌رسد نهایت در بلند مدت و برای دو سال آینده سهم‌های بازار ارزش و قیمت‌های خود را تعدیل می‌کند (گران‌ها، افت و ارزان‌ها رشد می‌کنند). اما یک نکته بسیار مهم در مورد مدیریت بازار «فقدان آموزش» بود. او اضافه می‌کند: سازمان بورس به عنوان متولی و ناظر بازار هرچند نباید دخالتی در بازار می‌کرد اما باید بخش آموزش را در این مقطع بسیار پررنگ‌تر می‌کرد. این آموزش ندانند موجب شد تا آشفتگی و بی‌نظمی در بازار بیشتر شود. مدیر بخش مدیریت دارایی مشاور سرمایه‌گذاری مدبران هما در مورد کاستی‌های اساسی بازار و پررنگ شدن ریسک‌های جانبی در بازار می‌گوید: این موضوع جایی بیشتر نمایان شد که زیرساخت‌های اصلی بازار مانند، هسته معاملات به شدت مشکل داشت و به این مشکلات موجود دامن می‌زد. برای مثال زمان باز شدن یا بسته شدن بعضی از نمادهای پُر معامله مشخص نبود. به محض اینکه یک نماد باز می‌شد در برخی موارد در زمان عرضه سنگین معاملات به یکباره بسته می‌شد و اطلاع دقیقی هم از زمان بازگشایی نماد داده نمی‌شد. بعد از مدتی صف خرید برای نماد تشکیل می‌شد و به یکباره بدون اطلاع دقیق قبلی (حتی برای فعالان حرفه‌ای مانند کارگزاری‌ها یا ما) نماد باز می‌شد. او اضافه می‌کند: همین اتفاق‌ها (حال چه به عمد و چه به سهو) موجب شد که تا قیمت سهام برخی صنایع یا شرکت‌ها بی‌جهت افزایش پیدا کند و مقدار زیادی از نقدینگی بازار را به سمت خود جذب و به نوعی

**عرضه صندوق‌های دارا در بازار سرمایه یک اتفاق بی‌سابقه بود که می‌توانست هموارکننده بسیاری از تغییرات مثبت در اقتصاد باشد اما این فرصت سوخت و از بین رفت و نتوانست آنطور که باید و شاید نقش بازار سرمایه در اقتصاد را نشان دهد و از همه مهم‌تر اینکه نتوانست در جلب اعتماد عمومی و جذب سرمایه و ماندگاری نقدینگی در بازار سرمایه خوب عمل کند**

بین رفت و نتوانست آنطور که باید و شاید نقش بازار سرمایه در اقتصاد را نشان دهد و از همه مهم‌تر اینکه نتوانست آنطور که باید و شاید در جلب اعتماد عمومی و جذب سرمایه و ماندگاری نقدینگی در بازار سرمایه خوب عمل کند. بخش مهمی از فعالان و کارشناسان بازار سرمایه معتقدند شیوه تشویق دولت برای ورود به بازار سرمایه اشتباه بوده، هرچند از ابزار مناسبی به نسبت استفاده کرده است. اما در عمل (پس از عرضه دارا یکم و لغو عرضه دارا دوم در تاریخ مقرر) مشخص شد که از این ابزار هم به درستی استفاده نکرده است. علی‌هاشمی عضو هیأت مدیره و مدیر بخش مدیریت دارایی مشاور سرمایه‌گذاری مدبران هما معتقد است: عرضه صندوق‌های دارا یکم و دارا دوم در بازار سهام بیشتر تأثیر منفی در بازار داشته تا مثبت. او در توضیح دلایل تأثیر منفی عرضه صندوق دارا یکم می‌گوید: یک اتفاق عجیب که در زمان عرضه این صندوق‌ها رخ داد، رفتار عجیب سهامداران در خرید سهم‌های تشکیل دهنده صندوق‌ها بود. بیشتر سهامدارانی که برای خرید این سهم‌ها اقدام کردند، تحلیل‌شان این بود که دولت دارایی‌هایش را ارزان نمی‌فروشد. او اضافه می‌کند: به همین دلیل سهامداران برای خرید سهام شرکت‌های تشکیل دهنده صندوق‌ها هجوم آوردند و باعث شد قیمت سهام بعضی از آنها بدون هیچ‌گونه تغییر بنیادی داخل شرکت و در صورت‌های مالی آنها، چندین برابر شود. هاشمی با اشاره به اینکه این اتفاق یک پدیده خیلی نادر بود، می‌گوید: وضعیت کنونی بازار با توجه به اینکه مقدار زیادی نقدینگی را جذب کرده باعث شده قیمت بسیاری از سهام موجود در بازار بیش از قیمت واقعی آن باشد. عضو هیأت مدیره مدبران هما با اشاره به اینکه نقدینگی به درستی و به توازن جذب بازار سهام نشده است، توضیح می‌دهد: برای مثال ارزش سهام ایران خودرو که با ساخت هر یک خودرو بیشتر در حال حاضر فقط ضرر خود را بیشتر

شده تا این صندوق‌ها کارکرد خیلی مؤثر یا مثبتی نداشته باشند. او در مورد عرضه دارا یکم و تأثیرش در بازار می‌گوید: صندوق‌های قابل معامله عرضه شده در بورس یک ابزار کنترلی نیست. صندوق یک بحث پایه‌ای و فاندامنرال است، صندوق در واقع مجموعه‌ای از سهام با ریسک‌های مختلف و پرتفوی متفاوت و متنوع است. درخشان‌فر با اشاره به اینکه در واقع صندوق مجموعه‌ای از سهام و دارایی‌های متنوع است که ریسک سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران کاهش داده و کنترل می‌کند، در توضیح ضعف صندوق‌های دارا می‌گوید: صندوق‌هایی که با نام دارا یکم و دارا دوم عرضه شده از پرتفوی متنوعی برخوردار نیست، فقط از سهام یک صنعت تشکیل شده، بانک، پالایشگاهی، پتروشیمی و... این ابزار را نمی‌توان در دسته صندوق‌ها قرار داد. او با اشاره به یک نمونه از صندوق سهامی، اضافه می‌کند: در حال حاضر صندوق سرو یک صندوق سهامی است اما پرتفوی این صندوق بسیار متنوع است بنابراین پوشش ریسک در این صندوق برای سرمایه‌گذار بسیار بهتر مدیریت می‌شود و محل سرمایه‌گذاری جذابی برای سرمایه‌گذار است. مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری مدبران هما در بررسی میزان ریسک سرمایه‌گذاری در چنین صندوق‌هایی توضیح می‌دهد: از دید یک کارشناس بازار سرمایه که با نحوه مدیریت ریسک به شیوه‌های مختلف آشنایی دارم به نظر می‌رسد صندوق دارا یکم یا دارا دوم محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری نیست. درخشان‌فر در توضیح اینکه چرا صندوق‌های دارا محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری نیست و ریسک آن بالاست می‌گوید: به این نکته توجه داشته باشید، اگر یک صندوق فقط از سهام یک صنعت تشکیل شده باشد برای مثال پتروشیمی‌ها، اگر یک اتفاق مخرب یا منفی در مورد نرخ خوراک یا قیمت‌گذاری محصولات پتروشیمی رخ دهد، ارزش کل صندوق به یکباره دچار شوک می‌شود. او اضافه می‌کند: یا برعکس اگر خبر یا اتفاق مثبتی رخ دهد به یکباره ارزش کل صندوق به سرعت بالا می‌رود. با این شیوه مدیریت ریسک به هیچ‌وجه امکان‌پذیر نیست و ممکن است برای خریداران، صنعت یا خود بازار سرمایه خطر آفرین باشد.

### عرضه دارا و آشفتگی‌های پس از آن

عرضه صندوق‌های دارا به عنوان عرضه سهام شرکت‌های دولتی در بازار سرمایه یک اتفاق بی‌سابقه بود که هر دلیل و نیتی پشت آن بود، می‌توانست هموارکننده بسیاری از تغییرات مثبت در اقتصاد و بازار سرمایه باشد. اما این فرصت با توجه به شرایط متأسفانه سوخت و از

# در عرضه ETF های دولتی به حقوق سهامداران احترام بگذاریم



شهاب‌الدین ادیب مهر  
مدیر سرمایه‌گذاری مشاور سرمایه‌گذاری معیار

یکی از اتفاقات مهم بازار سرمایه در طول نیمه نخست سال جاری تغییر رویکرد دولت نسبت به بازار سرمایه و تلاش برای استفاده از ظرفیت‌های این بازار بوده است. در این راستا عرضه دارایی‌های دولتی در سهام‌های بانکی و بیمه‌ای تحت قالب صندوق دارا یکم و به احتمال زیاد عرضه سهام صندوق‌های پالایشی و فلزی و خودرویی در قالب دارا دوم و سوم و... در دستور کار قرار گرفت.

در این خصوص توجه به این مسئله و تاثیری که این امر تاکنون در بازار سرمایه کشور داشته و خواهد داشت نیازمند بررسی و موشکافی است، اینکه دولت به دلیل محدودیت‌های خاص کشور تصمیم به یاری گرفتن از بازار سرمایه گرفته در نگاه اول بسیار مثبت است و شاهد تاثیرگذاری مثبت این موضوع بر بازار سرمایه کشور هستیم. نتیجه آن هم بازدهی بالای بازار در طول ماه‌های اخیر و ورود تعداد بسیار زیادی از مردم به بازار سهام به پشتوانه اعتمادسازی دولت بوده که باید مغتنم شمرده شود. در کنار این مسئله که جدی گرفته شدن نقش بازار سرمایه توسط دولت و حاکمیت برای توسعه بازار سرمایه کشور بسیار مفید است، باید به این نکته توجه کرد که اگر دولت بخواهد از ظرفیت‌های این بازار استفاده کند، باید اصول و قواعد این بازار را نیز به دقت بشناسد و در اقدامات خود این اصول را در نظر بگیرد.

صندوق دارا یکم به عنوان اولین تجربه عرضه دارایی‌های دولتی پروژه‌ای بود که نه می‌توان آن را موفق نامید و نه می‌توان گفت به طور کامل شکست خورده است و از این رو باید ابعاد مختلف آن را به صورت جداگانه بررسی کرد که مهم‌ترین این جنبه‌ها در ادامه مطرح خواهد شد. همانطور که در برآورد اولیه عرضه صندوق دارا یکم مطرح شده بود قرار بر این بود که ۸ میلیون ایرانی هر کدام حداکثر ۲ میلیون تومان در پذیره‌نویسی اولیه صندوق سرمایه‌گذاری کنند. این اعداد به معنی تدارک عرضه‌ای در ابعاد ۱۶ هزار میلیارد تومان بود. با این حال به دلیل محدودیت سرمایه‌گذاری ۲ میلیون تومانی در صندوق، عدم معرفی مناسب صندوق و همچنین ساختار مدیریتی ناکارآمد در نظر گرفته شده برای دارا یکم در عمل جذب کامل منابع برنامه‌ریزی شده محقق نشد.

با توجه به شرایط خاص بازار سرمایه در طول ماه‌های نخست سال جاری صنایع مختلف بازار سرمایه و به خصوص گروه بانک و بیمه که دارایی‌های دارایکم را تشکیل می‌دادند مورد استقبال سرمایه‌گذاران

در بازار هرج و مرج به وجود بیاید. هاشمی با اشاره به اینکه نقش نبود آموزش صحیح به فعالان تازه وارد بازار و کم‌کاری سازمان بورس به عنوان یک نهاد ناظر که وظیفه‌اش ترویج و آموزش در مورد بورس است، مشخص می‌شود می‌گوید: اگر فرهنگ‌سازی و آموزش در بورس به سطح مطلوبی نرسد هم بازار و هم دولت در عرضه صندوق‌های بعدی با چالش‌های بیشتر و حتی لاینحل مواجه می‌شوند و ممکن است بازار برای مدت طولانی از حالت تعادل نیز خارج شود.

## تأثیر مثبت، اما بدون حساسیت لازم

همه ابزارهای بازار سرمایه بنا به نیاز و شرایط اقتصادی جامعه و بنابر برنامه توسعه‌ای بازار شکل گرفته است. هر کدام از این ابزارها بنا به کارکردشان نیز در طول مدت زمان تغییرات زیادی کرده، برخی منسوخ شده، برخی تغییر و رشد کرده و برخی دیگر نیز پایه ابداع و رشد ابزارهای جدید شده‌اند. به هر حال هر ابزار کارکردهای مشخصی دارد و در زمان معین می‌تواند بهترین وسیله برای مدیریت ریسک و حفظ نقدینگی و ارزش آن در بازار شود.

دکتر محمد آزاد مدیر واحد تأمین مالی مشاور سرمایه‌گذاری نیکی گستر در توضیح انتخاب صندوق به عنوان یکی از شیوه‌های عرضه سهام شرکت‌های دولتی می‌گوید: صندوق قابل معامله در بورس یکی از رایج‌ترین ابزارهای موجود در بازارهای سرمایه است که با توجه به نحوه اداره و نظارت‌هایی که بر عملکرد این نوع صندوق‌ها می‌شود بهترین ابزار برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای تلقی می‌شود. او اضافه می‌کند: مهم‌ترین کارکرد این نوع صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران سهولت دسترسی، بازدهی مطلوب و کم کردن ریسک و هزینه است. هاشمی با اشاره به اینکه این نوع صندوق‌ها به عنوان یک واسطه‌گر مالی برای طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران قابل استفاده است، می‌گوید: این نوع صندوق‌ها به عنوان یک واسطه‌گر مالی برای طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، صرف نظر از میزان دارایی‌ها و افق سرمایه‌گذاری آنها، فرصت مناسبی برای تشکیل پرتفوی با ارائه ترکیب متنوعی از دارایی فراهم می‌کند. بنابراین از این جهت ورود صندوق دارا یکم و صندوق‌های بعدی به بازار می‌تواند مثبت تلقی شود.

این کارشناس بازار سرمایه وجود چنین صندوق‌هایی را موجب افزایش نقدشوندگی دانسته و می‌گوید: اگرچه قابلیت معامله واحدهای این نوع صندوق‌ها در بازار سرمایه موجب افزایش نقدشوندگی سرمایه‌گذاری می‌شود، اما با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در واحدهای این نوع صندوق‌ها نوعی سرمایه‌گذاری مستقیم تلقی می‌شود، مدیران این صندوق‌ها باید در کنترل قیمت واحدها همچون قیمت سهام حساسیت داشته باشند. در زمان لازم حمایت و در صورت تقاضا با صدور واحدهای جدید به تعادل قیمت واحدها کمک نمایند. او اضافه می‌کند: همانطور که در مورد دارا یکم مشاهده شد باز بودن دامنه نوسان و عدم کنترل مناسب در ابتدای عرضه رشد قابل ملاحظه‌ای را ایجاد کرد و سپس با افت شدید مواجه شد. بنابراین قابلیت معامله واحدهای این نوع صندوق‌ها در بازار باوجود مزایای فراوان، در صورتی که به شیوه مناسب اداره نشود می‌تواند به عنوان یک نکته منفی و موجب برهم زدن تعادل در بازار تلقی شود.



آنچنان که گفته می‌شود صندوق‌های دوم و سوم نیز قرار است به مانند صندوق اول با تخفیفی معادل ۳۰ درصد قیمت دوره منتهی به پذیره نویسی صندوق عرضه شوند و این تخفیف به نوعی عامل تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها عنوان شده این در حالی است که صندوق دارا یکم در حال حاضر بیش از ۳۰ درصد زیر ارزش دارایی‌های خود خریدار چندانی ندارد. برخی از تحلیلگران بازار سرمایه، بازارگردان این صندوق را عامل این انحراف قیمت معرفی می‌کنند و می‌خواهند با عملکرد بهتر بازارگردان قیمت صندوق به ارزش واقعی دارایی‌هایش نزدیک‌تر شود. با این حال از نظر نگارنده آنچه که موجب فاصله گرفتن صندوق از ارزش واقعی دارایی‌هایش شده ساختار اشتباه تحمیل شده بر صندوق دارا یکم است. مطابق با امیدنامه و اساسنامه صندوق دارا یکم، این صندوق با مدیریت غیرفعال اداره خواهد شد و دارای یک مجموعه واحد سرمایه‌گذاری ممتاز که حق رای دارد و در اختیار دولت خواهد بود و مجموعه واحدهای عادی که تنها مالک منافع صندوق هستند تشکیل شده است. به تعبیری می‌توان گفت دارایی‌ها توسط دولت به فروش رسیده‌اند و پول آن نیز به خزانه رفته اما تصمیم‌گیری و اعمال حق رای در دست دولت باقی مانده است. تحت این شرایط نباید هم انتظار داشت دارا یکم به قیمت NAV خود معامله شود و فاصله گرفتن قیمت از ارزش واقعی دارایی طبیعی‌ترین تصمیم بازار خواهد بود.

حال سئوالی که مطرح می‌شود این است که آیا خرید دارا دوم و سوم با این قیمت‌ها نه چندان ارزان با فرض تخفیف ۳۰ درصدی و با ساختار تعریف شده در این صندوق‌ها جذاب است یا خیر؟ به نظر می‌رسد پاسخ به این سؤال به طور کامل واضح باشد. اما برای رفع این نقص چه می‌توان کرد. به نظر می‌رسد تغییر ساختار صندوق دارا دوم و سوم راه حل کار باشد به نحوی که واحدهای ممتاز صندوق‌ها از بین رفته و واحدهای عادی سرمایه‌گذاری توانایی تصمیم‌گیری کامل در خصوص صندوق داشته باشند و خریداران احتمالی صندوق‌ها در معاملات ثانویه در عمل توانایی مالکیت و اعمال مدیریت بر دارایی‌های هر یک از صندوق‌ها را داشته باشند. احترام به اصول و مکانیزم‌های حاکم بر بازار تنها راه تعامل بلند مدت دولت و بازار سرمایه خواهد بود و چنانچه این اصول به درستی پیاده‌سازی و اجرایی شوند چشم انداز بازار سرمایه می‌تواند با فراز و فرودهای مقطعی همچنان مثبت باشد.

قرار گرفتند. شرایط به نحوی رقم خورد که سرمایه‌گذارانی که در دارا یکم سرمایه‌گذاری کردند در زمان بازگشایی نماد بازدهی در حدود ۱۳۰ درصد را کسب کردند که این موضوع باعث شد کسانی که برای نخستین بار طعم سود بازار سرمایه را می‌چشیدند بیشتر از پیش به ظرفیت‌های این بازار پی ببرند. این کار باعث شد زمینه برای ورود آنها به بازار سرمایه کشور فراهم شود. همچنین کسب این بازدهی بالا باعث می‌شد که شرایط برای فروش دارا دوم و سوم هموارتر شود. با این حال مجموعه اتفاقاتی که پس از عرضه دارا یکم افتاد باعث شد تا سرنوشت صندوق‌های بعدی و نتایجی که می‌تواند در انتظار سرمایه‌گذاران آنها باشد تا حدود زیادی درهاله‌ای از ابهام قرار گیرد.

یکی از مهم‌ترین دلایل این موضوع تاخیری است که در عرضه دارا دوم و سوم پیش آمد. در میان افراد قدیمی‌تر بازار رایج است که می‌گویند بازار اتفاقات آتی را پیش‌خور می‌کند. ورود سرمایه‌گذاران جدید به بازار سرمایه که با دانش حداقلی به دنبال کسب بازدهی‌های بزرگ بودند در کنار تجربه مناسب دارا یکم و احتمال استقبال مناسب از صندوق‌های بعدی باعث شد تا سرمایه‌گذاران قدیمی به دنبال استفاده از فرصت پیش آمده و سرمایه‌گذاران جدید از روی نا آگاهی و پیروی از شرایط مثبت بازار به دنبال خرید سهام شرکت‌هایی باشند که قرار شده بود در دارا دوم و سوم توسط دولت عرضه شوند.

این مسئله در کنار اطلاع رسانی ضعیف دولت و تاخیر در تصمیم‌گیری در خصوص عرضه صندوق‌ها باعث شد تا ارزش سهم‌های موضوع عرضه در صندوق‌ها در برخی موارد رشدهای غیر منطقی را تجربه کند و این شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیارهای ارزش‌گذاری بر اساس سودآوری و حتی ارزش جایگزینی بسیار بیشتر از قیمت‌های تعادلی خود معامله شوند. این مسئله باعث شده است که برخی از تحلیلگران بر این اعتقاد باشند که عرضه این شرکت‌ها با قیمت‌های فعلی نه تنها نتواند طعم شیرین سود دارا یکم را برای سرمایه‌گذاران تکرار کند، بلکه شاید در صورت عدم توجه به مکانیزم‌های مورد نیاز بازار که در ادامه توضیح داده خواهد شد، تجربه تلخی را برای دارا دوم و سوم رقم بزند. تصمیم‌گیران دولتی باید برای استفاده از پتانسیل‌های بازار سرمایه رخوت تصمیم‌گیری پرتاخیر را کنار گذاشته تا از بازار سرمایه جانمانده و تصمیمات درست آنها به ضد خودشان تبدیل نشود.



# مصائب بورسی شدن



نجمه آذربابایی  
خبرنگار

نقل و انتقال سهام، درخواست انتقال قهری به وراثت، اعلام مفقودی یا سرقت گواهی نقل و انتقال سهام و... به تفکیک در این جدول آمده است. اما نکته مهم اینجاست که ثبت نام طی حداقل ۱۸ مرحله نهایی می شود.

این ۱۸ مرحله برای شناسایی و ثبت مشخصات سجلی و مشخصات حساب بانکی و... است. این در حالی است که کدملی مشخصات سجلی، کدپستی و آدرس منطبق بر کدپستی شما را ذخیره دارد! تشخیص هویت سجلی شما حتی در بانک هم قابل اثبات و احراز است و نیاز به احراز هویت شما آن هم با صرف وقت و هزینه لازم نیست. در ضمن این نکته را نیز به یاد داشته باشید که اگر خود شما قادر به انجام این ۱۸ مرحله نباشید، مراجعه به کافی نت یا دفتر پیشخوان دولت باید هزینه جداگانه‌ای علاوه بر آن بین ۱۵ تا ۲۰ هزار تومان نیز هزینه آن را باید پرداخت کنید.

## احراز هویت همچنان حضوری

پس از طی ۱۸ مرحله باید برای فعالیت در بازار سرمایه و استفاده از کد بورسی برای خرید سهام باید یک کارگزاری انتخاب کنید (اجبار شما به انتخاب یک کارگزاری خاص تخلف

برای این افراد ثبت نام کرده و حالا چطور برای این افراد باید کد بورسی گرفت. هرچند که اعلام شد ثبت شدن نام افراد در سامانه سجام (سامانه جامع ثبت اطلاعات مشتریان) برای کد بورسی الزامی است، اما این کار برای مشتریان شروع مراحل بود که شاید کمتر کسی فکر می کرد به جایی که امروز است برسد.

## هزینه های ریز و درشت

اما ثبت نام در سامانه سجام برای همه و در تمام سطوح سواد و دانش به آسانی امکان پذیر است؟ از همین ابتدا به شما اعلام می کنم ثبت نام در سامانه سجام چه در کافی نت چه در دفاتر خدمات دولت برای شما هزینه دارد. هرچند اعلام این هزینه توسط خود شرکت سپرده گذاری و تسویه وجوه و سازمان بورس شده و به طور رسمی هم اعلام شده که نهایت هزینه ثبت نام در سجام دفاتر خدمات پیشخوان دولت به تفکیک اعلام شده است.

هزینه ثبت نام افراد حقیقی در سجام (۱۱ هزار تومان) و درخواست صدور شناسه کاربری اینترنتی (۹ هزار و ۴۰۰ تومان) حدود ۲۰ هزار تومان است. البته جدول کاملی از هزینه های دیگر و احتمالی مانند صدور مجدد درخواست

این روزها که از ورود به بورس صحبت می شود و پرسش از شاخص برای همه فراهم شده، بیشتر افرادی که تا به حال از بورس و سهام فقط نامش را شنیده بودند به سمت این بازار جلب شدند. بازاری ناشناخته و تخصصی که زمان زیادی برای تجربه و آموزش آن باید صرف کرد. اما شرایط در چند ماهه اخیر (بیش از ۶ ماه) طوری پیش رفت که ناگهان اقبال به این بازار رو آورد و دولت قول هایی داد که نشان از توجه به بازار سرمایه بود.

آزاد شدن سهام عدالت برای معامله و فروش دارایی های دولت از جمله شرکت های دولتی در بورس موجب شد تا توجه همه به خصوص دارندگان سهام عدالت به این بازار جلب شود. عمده ترین سهامداران عدالت بیشتر از دو دهک نخست درآمدی و افرادی بودند که هیچ آشنایی با بازار سهام نداشتند. حتی بسیاری از این افراد با وجود داشتن برگه های سهام عدالت کد بورسی نداشتند. بنابراین پس از اعلام دولت برای آزادسازی و امکان فروش سهام عدالت تازه مشکلات خود را نمایان کرد. گرفتن کد بورسی برای افراد کم سواد یا بی سواد (امکان استفاده از رایانه یا گوشی هوشمند را نداشتند) خودش یک مشکل تازه به وجود آورد. چه کسی و چطور

و فشار چندانی به سیستم‌ها یا کارکنان این کارگزاری نیامده است. کارگزاری مفید در اعلام وضعیت کنونی اعلام کرده است: افزایش تعداد کاربران بازار سرمایه در ماه‌های گذشته، فرصت جدیدی برای شکوفایی اقتصادی است و با استقبال همه ارکان بازار مواجه شده است.

چند برابر شدن مراجعه برای کارگزاری مفید، مسئله‌ای را در پذیرش ایجاد نکرد چراکه ۵۰ شعبه و ۴۰۰۰ دفتر پیشخوان در کشور برای امضای قرارداد نهایی، فعال هستند و این امکان از قبل فراهم شده بود. همین موضوع کمک کرد تا در پذیرش مشتری جدید مشکلی احساس نشود. سایر روندهای مثبت نام و فعال شدن سامانه معاملات نیز در ۵ روز پس از امضای قرارداد از سوی کاربر در دفتر پیشخوان برای مشتری ارسال می‌شود.

در حال حاضر وضعیت پذیرش مشتری عادی است. فرآیند افتتاح حساب اینترنتی از طریق سایت رسمی کارگزاری مفید انجام می‌شود و مرحله پایانی نیز امضای قرار داد است که در دفاتر پیشخوان انجام می‌شود. همچنین امکان هماهنگ‌سازی اطلاعات مورد نیاز با اطلاعاتی که مشتری در سامانه سجام ثبت کرده است، موجب شده تا مراحل افتتاح حساب در کارگزاری مفید، بسیار کوتاه و ساده باشد. از این نظر در پذیرش مشکلی وجود ندارد. چالشی که کارگزاری‌ها با آن مواجه بودند، سرعت به روزرسانی زیرساخت‌های فنی و دیتاسنترها برای پشتیبانی کامل از فرآیند معاملات همه مشتریان است.

موج بالای ورود به روند معاملات مشکلاتی را برای هسته معاملات به همراه داشت که تغییرات ساعت در معاملات نمادها، یکی از راهکارها در این زمینه بود اما به طور کلی به روزرسانی زیرساخت‌های فنی متناسب با نیازهای جدید، مسئله کارگزاری‌هاست. کارگزاری مفید به طور دائمی این به‌روزرسانی را انجام می‌دهد و مشکلات اندکی را در سرویس‌دهی به مشتریان داشته است.

با وجود اینکه بیشترین تعداد مشتری مربوط به مفید است، اختلال‌های ایجاد شده در سامانه معاملات اندک و موقتی بوده است. ظرفیت معاملاتی سامانه کارگزاری مفید از چندصد هزار در روز به چند میلیون ارتقا پیدا کرده است همچنین ظرفیت پردازشی دیتاسنتر مفید، چندین برابر شده است. ادامه روند روزافزون افرادی که به مفید می‌پیوندند نشان می‌دهد که همچنان اطمینان بالایی نسبت به عملکرد کارگزاری مفید در این شرایط دشوار وجود دارد.

کمتر و زمان کوتاه‌تری را برای احراز هویت و گرفتن کد بورسی طی کنند. اما ظرفیت محدود سامانه سجام و همین‌طور اصلی، موجب شد تا احراز هویت در سامانه سجام با کاستی‌هایی مواجه باشد. از جمله اینکه سامانه سجام بیش از آنکه برای کارگزاری‌ها خدمات مفیدی داشته باشد، به سهامداران خدمات ارائه می‌کند.

مدیر پذیرش یکی از کارگزاری‌های نیمه دولتی شرایط کنونی را برای کارگزاری‌ها شرایط چندان راحت و کم‌دردسری نمی‌داند. او در توضیح چالش جدید و افزایش تقاضا برای اخذ کد بورسی می‌گوید: در روزهای اخیر که هجوم سهامداران برای ورود به بورس به یکباره افزایش پیدا کرده وجود سامانه سجام با احراز هویت در خارج از کارگزاری نتوانسته آن طور که باید و شاید برای کارگزاری‌ها مؤثر باشد.

او اضافه می‌کند: درواقع سامانه سجام قرار بود روند گرفتن کد بورسی را سرعت بخشیده و مدت زمان آن را کوتاه کند. اما تنها اتفاقی که رخ داده این است که یک حلقه اضافه به حلقه‌های دیگر بوده اضافه شده و روند کار در کارگزاری‌ها هیچ تغییری نکرده است.

این مدیر پذیرش کارگزاری توضیح می‌دهد: یکی از مزیت‌هایی که فکر می‌کردیم زمان اخذ کد بورسی را کوتاه می‌کند، حذف مرحله احراز هویت حضوری مشتریان با راه‌اندازی سجام بود. اما در عمل هیچ تفاوتی برای کارگزاری‌ها رخ نداد، فقط خدمات بهتری به مشتریان داده شد. اما باز هم مشتریان برای بخشی از امور خود باید به کارگزاری‌ها مراجعه کنند. او اضافه می‌کند: موضوع اصلی این بود قوانین تغییر کند اما قوانین تغییری نکرده است. نیروی کارگزاری‌ها محدود است و برای حجم زیاد مشتریان کافی نیست. بهتر بود به جای اینکه فقط سامانه سجام راه‌اندازی می‌شد، برای احراز هویت اگر موضوعی مانند امضای الکترونیک یا چیزی مشابه این وجود داشت کمک بیشتری می‌کرد. این مدیر پذیرش، با اشاره به اینکه تنها مشکل کارگزاری‌ها فقط هجوم مشتریان جدید نیست، می‌گوید: سهام عدالت و مراجعان آن نیز به مشکلات قبلی اضافه شده‌اند.

به‌خصوص اینکه متأسفانه ساختار سهام، یک ساختار مشخص و مرتب نیست و این موضوع فشار بیشتر به نیروهای کارگزاری می‌آورد. امیدوار بودیم که سجام بتواند روال بورکراسی را کم کند اما این اتفاق نیفتاد.

### تشکیل روندهای جدید

اما برای برخی دیگر از کارگزاری‌ها از جمله کارگزاری مفید موضوع گویا متفاوت بوده

است و با آن برخورد می‌شود). البته این در حالی است که برخی از کارگزاری اجازه این را پیدا کرده بودند که در برخی دفاتر پیشخوان فعالیت و حتی به نوعی تبلیغ کنند. (در برخی از دفاتر پیشخوان برکه‌های تبلیغاتی برخی کارگزاری‌ها در دسترس عموم قرار داشته است) حال فرض بر این است که این مراحل انجام شده، تازه آغاز ماجرا از این جاست که باید با اصل شناسنامه، کارت ملی، آخرین مدرک تحصیلی، آدرس و مشخصات پستی، شماره و مشخصات حساب بانکی، به دفاتر پیشخوان دولت مراجعه کنید.

حال با این مدارک باید در دفاتر پیشخوان دولت فرم‌های احراز هویت و همچنین احراز کارگزاری را پر کنید و در این دفاتر احراز هویت شوید. این نکته را هم به خاطر داشته باشید که همه دفاتر پیشخوان امکان احراز هویت را ندارند هر چند در دستورالعمل‌ها محدودیتی برای احراز هویت در دفاتر به ظاهر وجود ندارد. پس وقتی با همه مدارک در دفاتر پیشخوان حاضر شدید اول بپرسید که می‌توانند شما را احراز هویت کنند یا خیر بعد مشغول پر کردن فرم‌هایتان بشوید.

اگر خواهان دانستن وضعیت سهام عدالت یا خرید و فروش آن هستید، به همه این مراحل می‌توانید مرحله مراجعه به سامانه سهام عدالت را هم اضافه کنید. البته اگر مهلت مراجعه به این سایت پایان یافته باید منتظر اعلام بعدی برای مراجعه به سایت باشید.

سایت سجام به بیشتر مشکلات شما پاسخ می‌دهد حتی اگر پیش از این کد سهامداری داشته باشید. اما مشکل از جایی آغاز می‌شود که این سامانه و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجه باید پاسخگوی شما برای کدهای بورسی پیش از سال ۹۶ و سهام‌هایی باشد که قبل از سال ۹۶ خریداری کرده‌اید. اگر از این دسته افراد هستید پیش از هر کاری به ساختمان مرکزی شرکت سپرده‌گذاری مراجعه کنید و تعیین تکلیف شوید. هرچند مراجعه به این شرکت هم مشکلات خود را دارد و ممکن است برای یک روز تمام یا چند روز متوالی (بسته به نوع کاری که دارید) معطل شوید.

این نکته را هم در نظر داشته باشید برای ثبت‌نام در سایت سجام سعی کنید از اینترنت پرسرعت استفاده کنید چون قطعی اینترنت در هر مرحله‌ای باعث می‌شود که شما فرآیند را از ابتدا شروع کنید یا آن را موقوف به زمان دیگری کنید.

### سجام، بار خاطر

راه‌اندازی سامانه سجام یکی از راه‌هایی بود که هم سهامداران جدید و هم کارگزاران مراحل

## پیش‌بینی‌هایی که برای بورس نشد



حافظ عزیزی نقش

کارشناس کارگزاری اردیبهشت ایرانیان

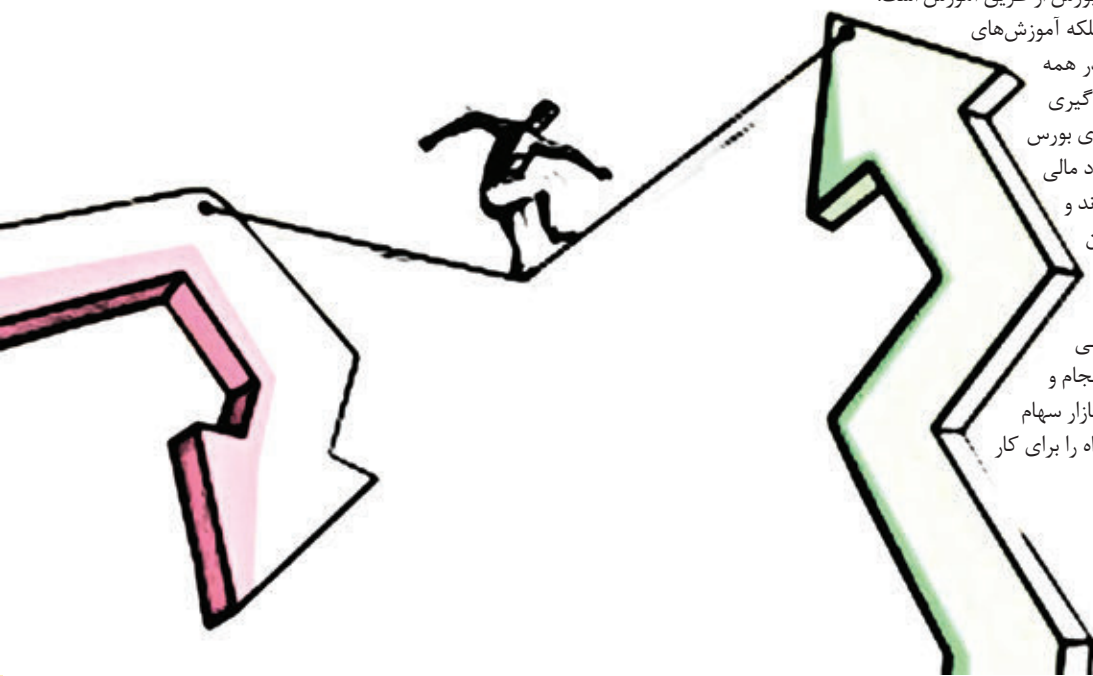
در روزهای اخیر که موج جدیدی برای ورود به بورس و سرمایه‌گذاری در آن ایجاد شده، بسیاری از مسئولان و فعالان بازار سرمایه، هنوز راه درستی برای مدیریت و پاسخگویی به این حجم از سهامداران جدید پیدا نکرده‌اند. از ابتدای سال جاری تا کنون (براساس گفته دکتر قالیباف رئیس سازمان بورس) روزانه به طور متوسط حدود ۱۰۰ هزار نفر به جامعه سهامداران اضافه شده است. با توجه به اینکه حدود ۱۰۸ کارگزاری فعال وجود دارد به طور متوسط روزانه هزار مشتری به تعداد مشتریان هر کارگزاری اضافه می‌شود.

حال محاسبه کنید با تمام کارهایی که برای انجام ثبت نام و... برای هر مشتری انجام می‌شود، فقط بین حدود ۳۰ تا ۴۵ دقیقه وقت لازم است. ببینید که حجم عظیمی از وقت و زمان باید صرف کرد تا پاسخگوی این تعداد مشتری‌ها بود. به این نکته نیز توجه داشته باشید که تعداد نیروهای هر کارگزاری هم محدود است و امکان استخدام نیرو به طور موقت و کمکی هم وجود ندارد. حال ببینید که وجود سامانه‌ای مانند سجام هم نمی‌تواند، از حجم کاری و مراجعه به کارگزاری‌ها کم کند. در ضمن به یاد داشته که مراجعه کنندگان و متقاضیان سهام عدالت هم اضافه می‌شوند. از بخت بد سیستم‌ها و سازوکارهای سهام عدالت نظم خیلی زیادی ندارد و بر حجم کارها اضافه می‌کند. همه این حجم از کار فشردگی را به یاد داشته باشید و به این نکته توجه کنید که بیماری کرونا هم اجازه استفاده تمام وقت یا حضوری همه کارکنان را نمی‌دهد و محدودیت‌ها به خصوص در مورد احراز هویت و مراجعه حضوری مشتریان تا چه اندازه ممکن است کار را برای کارگزاری‌ها سخت کند. به این نکته هم توجه داشته باشید که بسیاری از کارگزاری‌ها شعب شهرستان هم دارند و وضعیت در شهرستان به دلیل محدودیت امکانات بسیار پیچیده‌تر است. این وضعیت در پاییز هم به مراتب با آمدن موج سوم کرونا بدتر خواهد شد. مشکل اصلی در شرایط فعلی زیرساخت‌ها هستند. هیچ کدام از زیر ساخت‌های بازار سرمایه برای ورود این حجم از کاربر و سهامدار پیش‌بینی نشده است. تعداد سهامداران در شش ماه اخیر ۲۳۰۰ درصد (۲۳ برابر) شده است. اما زیرساخت‌ها و برای مثال همین سامانه معاملات برای چه تعداد کاربر ظرفیت داشته، برای افزایش چه تعداد کاربر پیش‌بینی داشته است؟

برای همه این کارها سامانه سجام چه مقدار توانسته از حجم مراجعه کاربران به کارگزاری‌ها کم کند؟ اطلاعات هویتی و بانکی هر فرد که از طریق کد ملی اشخاص تا حدود بسیار زیادی قابل پیگیری و تأیید شدن است. مشکل فقط بر سر احراز هویت فردی است که همچنان باقی است و باید بیشتر افراد حضوری مراجعه کنند.

نکته دیگری که باید به آن توجه داشت موضوع آموزش است که به طور کلی سازمان بورس آن را از یاد برده است، این در حالی است که یکی از وظایف ذاتی سازمان بورس اشاعه سواد مالی و گسترش بورس از طریق آموزش است.

آن هم نه آموزش‌های تخصصی بلکه آموزش‌های اولیه است که برای همه افراد در همه سطوح سواد قابل درک و یادگیری باشد. بیش از ۸۰ درصد تازه واردهای بورس و کاربرهای جدید هیچ‌گونه سواد مالی یا سابقه آشنایی با بورس را ندارند و فقط به دنبال یک‌شبه پول‌دار شدن به بورس آمده‌اند. بیش از نیمی از این ۸۰ درصد هم امکان استفاده کارا از لوازم هوشمند مانند گوشی یا لپ‌تاپ و... را ندارند. سامانه سجام و همه اتفاق‌هایی که قرار بود کمک بازار سهام باشند امروز بیش از کمک فقط راه را برای کار کردن ناهموار کرده است.



تبلیغات غیرقانونی که خبرساز شد؛

تبلیغ سهام یا  
تبلیغ محصول!

در حال حاضر بسیاری از شرکت‌هایی که در بازار سرمایه و بورس حضور دارند تبلیغ محصولات یا خدمات شرکت خود را انجام می‌دهند اما این شرکت‌ها بیشتر خدمات خود را تبلیغ می‌کنند نه فروش سهام‌شان را. هرچند در شرکت‌های خارجی که در بورس هم حضور دارند فرایند و شیوه تبلیغ و محصولات شرکت‌ها به خصوص شرکت‌های دانش محور و فناوریانه مانند اپل بسیار متفاوت است اما به هر حال بیشتر شرکت‌ها خدمات‌شان را تبلیغ می‌کنند نه فروش سهام‌شان به بهانه خرید یا درخواست خدمات از این شرکت‌ها.

صحبث از تبلیغات برای فروش سهم شاید در دنیا سابقه طولانی داشته باشد اما در ایران و در مورد شرکت‌های ایرانی، هم کم‌سابقه و هم اتفاق‌های پیچیده‌ای در این باره رخ داده است. مهم‌ترین و پُرسر و صداترین پروژه‌ای که فروش سهامش و تبلیغ برای آن، دردسرساز شد، پدیده شاندیز بود. شرکتی که خارج از بورس اوراق بهادار اقدام به فروش سهام طرح‌های ساخت و ساز شرکت کرد، در واقع به نوعی شرکت سهامی عام ولی در خارج بورس راه‌اندازی کردند. شیوه‌ای که باعث شد ارزش سهام فروخته شده بیش از ارزش واقعی پروژه باشد، ضمن اینکه بخشی از پروژه که در شهرهای مختلف در حال ساخت بود یا قرار بود اجرا شود، معلق مانده و اجرا نشد.

چیزی می‌فهمد. در نهایت فقط به بهانه برنده شدن شاید فقط همان یک قوطی از تولیدات شرکت تبرک را می‌خرد.

در مورد شرکت افق کوروش (فروشگاه زنجیره‌ای افق کوروش) هم از همین شیوه حتی در مواردی بدتر، مردم عادی را به خرید بیشتر از فروشگاه دعوت کرد و در ازای امتیاز بیشتر و قرعه‌کشی، وعده «دادن سهام» شرکت را دادند. به این نکته هم توجه داشته باشید که در مورد این مجموعه، خرید حضوری افراد از شعب فروشگاه بیشتر مورد توجه بوده و با مراجعه به سایت و خرید از این مجموعه متوجه می‌شوید در عمل فقط خرید حضوری می‌تواند شانس برنده شدن شما را افزایش دهد. به این نکته هم توجه داشته باشید که خرید بیشتر لزوماً شما را سهامدار نمی‌کند و فقط برنده شدن در قرعه‌کشی ملاک است. نکته مهم دیگر اینکه در شرایطی که هنوز کرونا موج دوم و سوم و چهارم پیش‌بینی می‌شود، تشویق مردم به حضور در اماکن عمومی و فروشگاه‌های زنجیره‌ای، چه معنایی دارد؟ این نکته که تبلیغ خدمات برای شرکت‌ها مانعی ندارد، اما تبلیغ چنین خدماتی آن هم در شرایط خاص، آیا تضادی با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ندارد و دعوت سهامدار بی‌تجربه و کم‌دانش از بازار سرمایه و بازارهای مالی چه نتیجه‌ای خواهد داشت؟

این گزارش به طور مشخص «تبلیغات خرید سهام» را بررسی می‌کند، کاری که در همین اواخر و با گرم شدن بازار سهام، دو شرکت تازه وارد بورس آن را انجام داده‌اند. هر دو شرکت هم در ازای خرید بیشتر از محصولات شرکت‌شان، قول قرعه‌کشی و دادن سهام شرکت‌شان به برنده را می‌دهند. شرکت «تبرک» و «افق کوروش» دو مجموعه‌ای هستند که در تبلیغات‌شان به طور مستقیم اشاره به فروش و هدیه سهام خود کرده‌اند. ما سعی کردیم از برنامه‌ریزی و فکری که پشت این ایده بوده و چرایی این نوع تبلیغ از هر دو شرکت پرسش‌هایی انجام دهیم اما باوجود همه پیگیری‌هایی که انجام شد، هر دو شرکت هیچ پاسخی به سؤالات ندادند.

شاید چنین پیشنهادی اگر در زمان عادی و پیش از رونق بازار سهام بود نه جلب توجه چندانی می‌کرد نه مشکل خیلی خاصی را پیش می‌آورد و در نهایت بیشتر افراد توجه‌شان به شرکت جلب می‌شد و شاید هم سهام شرکت را برخی از فعالان بازار سرمایه می‌خریدند اما در شرایط فعلی وضع به طور کامل متفاوت است و بیشتر به نظر می‌رسد این دو شرکت با استفاده از شرایط قصد دارند سهام خود را بیش از ارزش واقعی آن معامله کنند و در نهایت سهامداری را به بازار سرمایه دعوت می‌کنند که نه از سهامداری چیزی می‌داند، نه از ارزش واقعی و نحوه سنجش ارزش واقعی سهام

البته هم‌زمان با این اتفاق پروژه دیگری به نام «پردیسبان» با همین شیوه در حال شکل‌گیری بود. پروژه‌ای که اگر به‌موقع در مورد آن اطلاع‌رسانی و ازفروش سهام آن جلوگیری نمی‌شد ممکن بود فاجعه‌ای بزرگ‌تر از پدیده شان‌دیز را رقم بزند و داستان تکراری صندوق‌ها و تعاونی‌های اعتباری پیش بیاید. با این تفاوت که این بار دیگر نمی‌شد گفت که بدون اطلاع یا خارج از روال اتفاق افتاده است. چالش یا مشکل اصلی در پروژه‌هایی که نام برده شد فروش سهام به طور غیر قانونی و خارج از بورس و رعایت قوانین بود. اما اتفاق جدید بازم سهام‌فروشی و تبلیغ آن است اما این بار با دور زدن قانون.

### اغواگری برای افزایش قیمت

جعفر جمالی، معاونت حقوقی سازمان بورس اوراق بهادار در مورد وظایف بخش حقوقی سازمان بورس می‌گوید: یکی از اموری که بخش حقوقی سازمان بورس اوراق بهادار به آن رسیدگی و پیگیری می‌کند نحوه فعالیت شرکت‌های حاضر در بورس و تطابق آن با قوانین موجود و قوانین خاص سازمان بورس اوراق بهادار است.

معاونت حقوقی سازمان بورس اوراق بهادار با اشاره به اینکه تبلیغات بخشی از فعالیت‌های جدا نشدنی هر شرکتی است و تفاوتی نمی‌کند که شرکت بورسی باشد یا غیر بورسی، توضیح می‌دهد: ضوابط و قوانین بورس اوراق بهادار بر پایه شفافیت هرچه بیشتر است. در بسیاری از تبلیغات هم ممکن است برنامه‌های آینده شرکت یا خیلی از نکات ریز و درشت خاص یک شرکت زیر ذره‌بین برود که تا اینجا مشکلی نیست. او اضافه می‌کند: اما در مورد شرکت‌های بورسی موضوع کمی متفاوت است چون هر فعالیت شرکت می‌تواند بر سودآوری یا زیان شرکت تأثیرگذار باشد و در نتیجه بر سود یا زیان سهامدار و سرمایه‌گذار تأثیرگذار باشد. جمالی با اشاره به اینکه اصل تبلیغات بر پایه بزرگنمایی فعالیت‌های مثبت یک شرکت پایه‌گذاری و منتشر می‌شود، توضیح می‌دهد:

حال اگر فعالیتی در یک شرکت بورسی تأثیر بر سود یا زیان شرکت داشته باشد، باید پیش از هر اقدامی شرح این فعالیت در یک اطلاعیه رسمی از طرف خود شرکت در سایت کدال اعلام شود. معاون سازمان بورس اوراق بهادار در مورد تأثیر تبلیغات و نحوه تأثیر آن بر سهام می‌گوید: حال اگر هر تبلیغی موجب اغوای قیمتی ایجاد کند یا ظاهری گمراه‌کننده داشته و بر معاملات تأثیرگذار باشد و در نتیجه ایجاد تقاضای کاذب کند لازم است که جلوی

این اقدام گرفته شده و یا تصحیحات لازم در این رفتار انجام شود یا حداقل نتیجه این اقدام مانند هر عمل تأثیرگذاری در سود و زیان شرکت در سایت کدال اعلام شود.

او اضافه می‌کند: طبیعی است، تبلیغات هر شب در صدا و سیما می‌آید، وعده قرعه‌کشی یا دادن سهام و جایزه‌های هنگفت به طور قطع تأثیر در معاملات سهام شرکت دارد. ضمن اینکه هزینه تبلیغات در صدا و سیما که هزینه آن ثانی‌های محاسبه می‌شود و قیمت آن هم کم نیست باید به طور شفاف در کدال اعلام شود و تأثیرش در سودآوری شرکت هم اعلام شود.

جمالی با بیان اینکه حتی در کسب‌وکارهای کوچک هم یکی از بخش‌هایی که در محاسبه سود و زیان در نظر گرفته می‌شود، هزینه تبلیغات است، توضیح می‌دهد: در رویه معمول هزینه تبلیغات و تأثیر آن در میزان سود و زیان مطرح است و نکته تازه‌ای نیست. اما در مورد شرکت‌های بورسی که در واقع هیأت‌مدیره و اعضای آن به نمایندگی از سهامداران شرکت را اداره می‌کنند، باید حساسیت‌های بیشتری وجود داشته باشد. معاون حقوقی سازمان بورس اوراق بهادار معتقد است: در شرایط فعلی که بازار به حد کافی در تلاطم است، هر تلنگری ممکن است تأثیر چندین برابری روی خرید یا فروش یک سهم داشته باشد. او در این باره توضیح می‌دهد: تبلیغ برای تشویق به خرید بیشتر محصول و قرعه‌کشی برای برنده سهام شرکت و... مسیرهایی است که برای عرضه و پذیره‌نویسی یک شرکت چندان عقلانی یا صحیح نیست و بر قیمت سهام یا میزان خرید و فروش سهم به طور مستقیم تأثیر می‌گذارد. این رفتار از جمله مواردی است که با قوانین بورس اوراق بهادار مغایرت داشته و شامل تذکر می‌شود. او اضافه می‌کند: ایجاد تقاضای کاذب برای خرید و فروش سهم به طور مستقیم بر EPS و P/E سهام تأثیرگذار است. سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان ناظر لازم است بر این موارد رسیدگی کند و پس از بررسی به این شرکت‌ها تذکرها را ابلاغ کند.

### جای ناظر بازار کجاست؟

در موارد پیش از این، فروش سهام با تبلیغ و بدون مجوز سازمان بورس اوراق بهادار اتفاق افتاده اما در جایی که قانون وجود دارد یا قانون نواقصی دارد چه باید کرد؟ حتی این نقص و خلأ قانونی وجود دارد که در چه مواردی باید سازمان بورس به عنوان ناظر بازار دخالت کند. این نکات همه موضوعاتی است که باید بار دیگر بررسی شود. محمد شیروی خوزانی، کارشناس حقوقی بازار سرمایه معتقد است

که تأثیر تبلیغات بر سهام آنچه که به نظر می‌رسد یا گفته شده نیست. او در این باره توضیح می‌دهد: در مورد تبلیغات شرکت‌ها و تأثیر آن بر حضور شرکت‌ها در بازار سهام به یک نکته مهم باید توجه داشت، تبلیغات بر قیمت سهم تأثیری ندارد و بیشتر قیمت سهم تحت تأثیر عملکرد شرکت و عوامل مختلف دیگری است.

این کارشناس حقوقی با اشاره به اینکه بر اساس قانون برخی مشاغل مجاز به تبلیغ نیستند، می‌گوید: یکی از مشاغلی که اجازه تبلیغ ندارند، دفاتر ثبت اسناد رسمی هستند، کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار (هرچند برخی از آن‌ها در روزهای اخیر این قانون را نادیده گرفته و به وضوح در دفاتر پیشخوان دولت هم باجه دارند و هم تبلیغ می‌کنند) و... شیروی خوزانی با بیان اینکه مدتی است برخی شرکت‌های جدید بازار سهام شروع به تبلیغات گسترده برای سهام خود کرده‌اند، گفت: هرچند اشکالاتی به تبلیغات آنها در صدا و سیما یا تابلوهای تبلیغات شهری گرفته شده است اما در قانون بورس اوراق بهادار به طور مشخص آیین‌نامه، یا بند خاصی وجود ندارد که اجازه تبلیغات به شرکت‌های بورسی را ندهد.

این کارشناس حقوقی معتقد است که رفتار سازمان بورس به عنوان ناظر بازار بسیار کنترل‌گر و نه یک ناظر است. او در این باره می‌گوید: بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس (شرکت‌هایی که خدمات محور هستند و بسیار هم مشهورند) الان تبلیغاتشان در سطح شهر و کشور وجود دارد و شنیده هم نشده که تذکری برای این تبلیغات دریافت کرده باشند. بیشتر به نظر می‌رسد که رفتار سازمان بورس در این موارد گزینشی و بسیار کنترل‌گرانه است و این شیوه و راه درستی برای کنترل بازار نیست. او اضافه می‌کند: متأسفانه سازمان بورس اوراق بهادار به جای اینکه برای کنترل بازار به معنای پرهیز از رفتار هیجانی عمل کند، کنترل را به معنای دخالت در بازار و امور شرکت‌ها معنی و عمل می‌کند. شیروی خوزانی با اشاره به اینکه تبلیغ و حتی اعلام برنامه‌های آینده یک شرکت آن هم شرکت بورسی نکته تازه و جدیدی نیست، می‌گوید: در تمام دنیا تبلیغ و اعلام برنامه‌های آینده، برای شرکت یک سرنوشت‌ساز است. شرکت اهل میلیون‌ها دلار برای تبلیغ و اعلام برنامه‌های آینده‌اش هزینه می‌کند. بزرگترین نویسندگان و پژوهشگران و خبرنگاران حوزه فناوری برای شرکت در این اتفاق و رونمایی از برنامه‌های آینده شرکت دعوت می‌شوند و نهادی هم جلوی آنها را نمی‌گیرد و اتفاقی هم

# هفت خوان خصوصی سازی پرسپولیس و استقلال

خصوصی سازی باشگاه استقلال و پرسپولیس در همه دولت ها دست به دست شد تا به دولت آقای روحانی رسید. اما کلید حل مشکل واگذاری این باشگاه در حل زیرساخت ها، صورت های مالی و نحوه واگذاری این دو باشگاه است که هیچ دولتی بدون حل این مشکلات نمی تواند مدعی واگذاری این دو باشگاه در دولت خود شود.

باشگاه استقلال و پرسپولیس باید شرایط پذیرش در بورس را داشته باشند و نحوه واگذاری این دو باشگاه هم باید مشخص باشد که به چه افرادی می خواهند واگذار کنند؟ آیا ۱۰ درصد سهم را واگذار می کنند یا ۵۰ درصد + ۱۰ سهم را می فروشند؟ بنابراین تا این موضوع تعیین تکلیف نشود شروع این واگذاری امکان پذیر نیست. در ضمن، خرید باشگاه استقلال و پرسپولیس ابعاد سیاسی دارد، زیرا خریدار می داند که بعد از خرید معروف و حاشیه ساز خواهد شد مثل خریدار تراکتور که هنوز با حاشیه مواجه است. موضوع اصلاح زیرساخت موضوع مهمی است که باید در کلیه باشگاه های ورزشی درست شود. به گونه ای که اسپانسرهای آنها مشخص شوند، حق پخش تلویزیونی و رادیویی باشگاه ها هم باید در بودجه مشخص شود که در این زمینه صدا و سیما زیبار نمی رود. از طرف دیگر دو تیم استقلال و پرسپولیس، باشگاه ندارند و عایدی زیادی هم در این زمینه نصیبشان نمی شود، دولت و سازمان های مختلف به این تیم ها کمک می کنند. همچنین رقم اسپانسر ها هم بالاست. قیمتی که برای پرسپولیس گذاشته اند حدود ۸۰۰ میلیارد تومان است اما با این قیمت چه چیزی نصیب خریدار می شود؟

موضوع مهم دیگر قراردادهای بازیکنان است. چگونه است که دیوان محاسبات رقم قرارداد بازیکنان دو باشگاه پرسپولیس و استقلال که ۱۰۰ درصد دولتی هستند را کنترل نمی کند؟ چرا قرارداد بازیکن منعقد نمی شود؟ آیا کسی می داند بدهی این دو باشگاه به چه میزان است؟ آیا از نظر حقوقی شکی دارند؟ با همین دلایل صورت های مالی این باشگاه ها مردود اعلام می شود و وقتی صورت های مالی مردود است ورود این باشگاه ها به بورس به چه معنی است؟ بنابراین زیرساخت ها، صورت های مالی و نحوه واگذاری باشگاه پرسپولیس و استقلال باید مشخص شود.

این نحوه واگذاری چگونه است؟ اگر می خواهند ۵۱ درصد

به فروش برسانند نقش سهامداران چیست؟ باشگاه باید

یک سهامدار عمده داشته باشد که ۵۰ درصد سهام

را از آن خود کند و حدود ۲۰ درصد سهم هم به

پیشکسوتان داده شود که این موضوع تصویب

قانونی می خواهد و ۱۰ درصد سهام متعلق به

کانون هواداران باشد. در این میان ۲۰ درصد

سهم هم باید در اختیار دولت به منظور کنترل

بنابر قانون اصل ۴۴ باشد. بنابراین هر زمان این

مسائل حل شد، باشگاه استقلال و پرسپولیس

می توانند از شرایط سوم بازار فرابورس استفاده

کنند، در غیر این صورت گفت و گو در این باره

بیراهه است.

در بازار سرمایه شان رخ نمی دهد.

شیروی با اشاره به اینکه برخی شیوه ها برای کنترل بازار پاسخگوی شرایط نیست، توضیح می دهد: کنترل بر رفتارهای شرکت های حاضر در بورس با رفتارهای فراقانونی حاصل نمی شود. سازمان بورس می تواند با تصویب قانونی و اجرای صحیح و بدون استثنای قانون اقدام های لازم را انجام دهد. بقیه امور نیز فقط با همان آموزش و جلب اعتماد عمومی حل می شود و مردم خودشان انتخاب می کنند.

او اضافه می کند: آموزش یکی از وظایف ذاتی سازمان بورس است اما در این مدت که در ظاهر مردم به بازار سهام دعوت شده اند، یک آموزش منسجم، ساده و قابل دسترس برای افراد انجام شده است؟

این کارشناس حقوقی بازار سرمایه معتقد است: هیچ شیوه ای به اندازه شفاف سازی در بازار تأثیر ندارد و به جای هر سیاسی یا کنترلی باید مسئولان در پاسخگویی سریع و شفاف عمل کنند. او در این باره می گوید: چندی پیش با خبر توقیف چند کشتی حامل بنزین سهام پالایشی برای یکی دو روز به شدت افت داشت. اما به جای اینکه مسئولان وزارت نفت، دولت یا خود سازمان بورس در این مورد صحبت کنند یا اطلاعیه ای بدهند، بازار را به حال خود رها کردند.

او اضافه می کند: بازار کنونی نیز تعداد زیادتیری سهامدار خرد و بی تجربه دارد، همین نکته باعث بروز رفتار هیجانی و تشکیل صف های فروش شد و مشکلات سامانه معاملات و بروز شایعات هم به این مسئله کمک کرد تا وضعیت بازار به شدت آشفته و در مدت یک یا دو روز (و در روزهای بعد چندین روز متوالی) با کاهش رقم شاخص و از بین رفتن ارزش سهام، سهامداران خرد شد. شیروی خوزانی با اشاره به اینکه در شرایط فعلی که پس از مدتها سهامداران خرد با امید وارد بازار شده اند، بهترین سیاست برای حفظ سرمایه های خرد، آموزش و جلب اعتماد است، می گوید: اجرای سیستم های سلبی و قهری و تذکرهای فراقانونی دردی از بورس ما درمان نمی کند. در هفته های گذشته ریزش های پی در پی و سقوط شاخص ۳۰ درصد از سرمایه های بورس را کاهش داد. یعنی ۳۰ بازار سرمایه ایران کوچکتر شد، ۳۰ درصد سرمایه های مردم (بیشتر آنها سهامداران خرد بوده اند) سوخت و از بین رفت و صدای آنها جایی شنیده نشد. او اضافه می کند: در حالی که سازمان بورس می توانست با آموزش جلوی رفتار هیجانی و توده وار سهامداران را بگیرد. اگر چنین رفتارهایی ادامه پیدا کند، اعتماد عمومی از سازمان نیز سلب می شود.



مصطفی هاشمی طبا در گفت و گو با بازار و سرمایه مطرح کرد:

## درباره چیزی که قابل واگذاری نیست حرف نزنیم!

مجمع باشگاه‌های استقلال و پرسپولیس کشک است!



حجت صالحی  
خبرنگار

حدود ۱۹ سال است که حرف از خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس زده می‌شود، اما تا امروز حتی یک درصد این دو باشگاه پرطرفدار نیز واگذار نشده است. رئیس سابق سازمان تربیت بدنی در گفت و گو با بازار و سرمایه می‌گوید: خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس امکان پذیر نیست و تا امروز نیز عزمی برای رها کردن این دو باشگاه وجود نداشته است. مصطفی هاشمی طبا مجامع این دو باشگاه را کشکی! می‌داند و ادامه می‌دهد که کم به یاد دارم که مجمع سالانه این باشگاه‌ها برگزار شود؛ چراکه حسابرسی آنها درست نیست. او تصریح می‌کند: بدهی این باشگاه‌ها مشخص نیست و هر کسی عددی اعلام می‌کند و نهادی نیست که صحت اعداد اعلامی را تایید کند. وقتی هزینه و درآمد باشگاه مشخص نباشد چطور می‌توان از آزادسازی و خصوصی‌سازی آن سخن گفت؟! در گپی دوستانه کهنه داستان خصوصی‌سازی دو باشگاه پرطرفدار کشور واگوبه شد.

### ■ تأمین مالی در باشگاه‌های ایرانی با باشگاه‌های اروپایی چه تفاوتی دارد؟

باشگاه‌های فوتبال در ایران پولی در نمی‌آورند و بیشتر هزینه می‌کنند. مگر آنکه بازیکنی که پرورش داده‌اند را به باشگاه‌های خارجی انتقال دهند. در ایران باشگاه‌ها معمولاً هزینه‌های خود را از منابعی خاص تأمین می‌کنند. برای مثال باشگاه پیکان از ایران خودرو، باشگاه سایپا از شرکت خودروسازی سایپا، باشگاه سپاهان از فولاد مبارکه و باشگاه ذوب آهن از صنعت مربوطه تأمین مالی می‌شوند و استقلال و پرسپولیس نیز از منابع دولتی استفاده می‌کنند. البته مقداری از درآمدها حاصل از قراردادهای اسپانسرینگ است. تأمین مالی در ورزش ایران با اروپا بسیار متفاوت است. در اروپا باشگاه‌ها از لباس، پخش تلویزیونی، بلیت فروشی، حق عضویت هواداران، سهام بورس، شبکه‌های اجتماعی و... درآمد کسب می‌کنند.

### ■ مدیران باشگاه‌های ورزشی در ایران خیلی زود بر کنار می‌شوند اما حتی کسانی که بدهی هنگفتی به باشگاه متحمل کردند دوباره رئیس هیأت مدیره باشگاه می‌شوند. شیوه انتخاب مدیران باشگاه‌ها چگونه است؟

اساسنامه‌ای که وجود دارد تابع قانون تجارت است. بر اساس قانون تجارت برای یک شرکت اقتصادی ابتدا باید هیأت مدیره تشکیل شود و هیأت مدیره مدیرعامل را تعیین کند، اما در ایران اینطور نیست. در استقلال و پرسپولیس ابتدا وزیر مدیرعامل را تعیین می‌کند و بعد هیأت مدیره را هم وزیر انتخاب می‌کند. این الگو فرمایشی است و اشکال هم همین جاست. مدیرعامل باشگاه سپاهان و ذوب آهن نیز از طرف مدیرعامل صنایع بالادستی انتخاب می‌شود. با این شیوه هیأت مدیره



یک جزیره و مدیرعامل جزیره دیگری است.

### ■ درآمدهای حاصله متعلق به چه فرد یا افرادی است؟

درآمدها صرف هزینه‌ها می‌شود. در اکثر مواقع دخل و خرجشان یکی نمی‌شود و هر چه حاصل می‌شود را هزینه می‌کنند. بلیت فروشی یا در اختیار نهاد بیرونی و بالادستی قرار می‌گیرد یا به اندازه‌ای اندک است که نمی‌توان روی آن حساب کرد. حق پخش هم ندارند. لباس را هم در نظر بگیرید. هر لباسی از هر باشگاهی بخواهید در منیریه تهران وجود دارد. لباس مسی هم هست. نمایندگی وجود ندارد. باشگاه‌های ما در ایران از تمام این درآمدها محرومند، فقط پولی از جاهایی می‌آید و آنها خرج می‌کنند.

### ■ استقلال و پرسپولیس ردیف بودجه‌ای دارند؟

ممکن است دولت بودجه‌ای برای این دو باشگاه در نظر بگیرد. ممکن است وزارت ورزش به دو باشگاه پولی پرداخت کند. اینطور نیست که استقلال و پرسپولیس مانند شرکت‌های دولتی اول سال مالی بودجه دریافت کنند. درست است که می‌نویسند چقدر بودجه داریم، اما لزوماً در آغاز سال مالی تأمین نمی‌شود.

### ■ اعتراضی به وضعیت کنونی باشگاه‌ها نمی‌شود؟ اعضای مجمع از باشگاه‌ها نمی‌خواهند که صورت‌های مالی و گزارش سالانه خود را ارائه دهند؟

خیلی اوقات صورت مالی ندارند! مجمع وزارتخانه است! سال‌هاست که مجمعی برگزار نمی‌شود. حساب و کتابی وجود ندارد. زمانی که من در ورزش بودم پرسپولیس زیر پوشش سازمان لیگ نبود. وقتی عضو مجمع

بداند صورت وضعیت‌ها چگونه است؟ ترازها و صورت حساب‌های گذشته باشگاه به چه صورت است؟ مصوبات هیأت رئیسه و مجمع باشگاه چطور است؟ همین الان که از واگذاری صحبت می‌کنند نیز بلد نیستند.

■ یکی از راهکارهای بنگاه‌هایی که در تنگنای مالی قرار می‌گیرند فروش دارایی است. چرا دولتی که نمی‌تواند این دارایی را مدیریت کند آن را نمی‌فروشد؟

کسی که پول ندارد زن دوم نمی‌گیرد. دولت هم باید هر چه سریع‌تر این دو باشگاه را بفروشد. اگر زنجیر باز شود کسانی هستند که این باشگاه‌ها را بخردند. رئیس سازمان خصوصی‌سازی به تازگی در مصاحبه‌ای عنوان کرد که سه شرط گذاشته بود؛ ابتدا اینکه این دو باشگاه باید برای سه سال آینده خود برنامه هزینه - درآمد داشته باشند. دوم اینکه باید از ماده ۱۴۱ قانون تجارت خارج شوند و سوم نیز دلایل جانبی دیگر بود. بنابراین معلوم می‌شود که گرفتاری در کار وجود دارد. جان کلام این است که نباید درباره چیزی که قابل واگذاری نیست حرف زد.

■ شما موافق واگذاری نیستید؟  
موافق هستیم، اما این دو باشگاه را نمی‌تواند واگذار کنند.

■ استقلال و پرسپولیس برند هستند.

نمی‌دانم. گاهی می‌گویند برند هستیم، اما یک برند در مقایسه با دیگر موارد مشابه معنی پیدا می‌کند. ابتدا باید مشخص شود که ارزش آن برند چقدر است؟ قیمت‌گذاری را هم جامعه انجام می‌دهد. البته نمی‌توانند برند را جدا از باشگاه به فروش برسانند چراکه یکپارچه است.

■ با وجود همه صحبت‌ها، عده‌ای مخالف خصوصی‌سازی در ایران هستند، فکر می‌کنید دلیل مخالفت آنها چیست؟

هیچ کس به طور مطلق مخالف واگذاری و خصوصی‌سازی در ورزش نیست. مخالفت عده‌ای درباره واگذاری بخشی از ورزش است که من هم با آنها هم عقیده‌ام. فرض کنید در شهری سالن ورزشی وجود دارد که در آن ورزش می‌کنند. عده‌ای به دنبال واگذاری این سالن ورزشی هستند که من مخالف این نوع واگذاری هستم.

■ به نظر عده‌ای از عدم واگذاری منتفع می‌شوند. چراکه وقتی باشگاه آزاد شود مالک آن هوادارانی می‌شوند که امروز فقط تماشاگرند.

البته استقبالی برای خرید این باشگاه‌ها نشده است. هواداران نیز نمی‌توانند مالک باشگاه شوند. من معتقدم باید این دو باشگاه طبق قانون تجارت منحل و دو باشگاه با دو اسم قبلی تشکیل شود. حال سهام دو باشگاه تازه تاسیس را به مردم بفروشند. آن وقت می‌توانیم از مالکیت هواداران حرف بزنیم یعنی هواداران سهامدار باشگاه بشوند.

■ با این تفاسیر حرف امروز آزادسازی این دو باشگاه بر چه اساسی است؟

نمی‌دانم با چه مکانیزی حرف از آزادسازی زده‌اند. آنها می‌گویند پنج درصد این دو باشگاه را وارد بورس می‌کنیم تا قیمت مشخص شود. برای همین پنج درصد هم باید از هفت خوان عبور کنند. اصلاً حرف از آزادسازی نیست. آنطور که من می‌دانم فقط می‌خواهند بدانند مظنه بازار چقدر است؟

دو باشگاه باید طبق قانون تجارت منحل

و دو باشگاه با دو اسم قبلی تشکیل

شود حال سهام دو باشگاه تازه تاسیس

را به مردم بفروشند آن وقت می‌توانیم

از مالکیت هواداران حرف بزنیم یعنی

هواداران سهامدار باشگاه بشوند

استقلال شدم از آنها خواستم صورت‌های مالی شان را ارائه دهند و هیچگاه اجازه ندادم پولی به آنها داده شود. مجمع، هم نهاد نظارتی است هم صاحب باشگاه. در ایران مجمع باشگاه‌ها کشک است! مجمع به عنوان صاحب مال وظیفه دارد به مسائل مالی و اقتصادی باشگاه رسیدگی کند.

■ مجمع یک باشگاه باید کلیدی ترین بخش باشد.

بله اما دلیل اصلی تسامح و کم کاری است.

■ در این بین «نظارت» کجای معادله قرار می‌گیرد؟

نظارت یعنی آنکه مثلاً وزارتخانه مدیریت کند تا کسانی که در باشگاه هستند درست کارشان را انجام دهند. نظارت دو معنا دارد؛ زمانی نظارت اجرایی است که مثلاً مجمع ناظر است و این نظارت وظیفه‌مند است. بعد دیگر نظارت از سوی وزارتخانه درباره فدراسیون‌هاست که وظیفه مند نیست، هدایت گر است. وزارتخانه حق ندارد به فدراسیون دستور دهد.

■ نهاد نظارتی بر باشگاه‌ها و فدراسیون کجاست؟

نهاد نظارتی فدراسیون مجمع و ناظر باشگاه استقلال و پرسپولیس وزارتخانه است.

■ وقتی تسامح وجود دارد و نظارتی هم نیست چرا استقلال و پرسپولیس را رها نمی‌کنند؟

دو سال پیش دولت اعلام کرد به دلیل فرهنگی بودن این باشگاه‌ها نمی‌توان آنها را واگذار کرد. پارسال دوباره اعلام کردند که می‌توان این باشگاه‌ها را واگذار کرد! از سال ۱۳۸۱ تا امروز درباره واگذاری استقلال و پرسپولیس صحبت می‌کنند. این دو باشگاه را نمی‌توان واگذار کرد. در این شرایط هر شخصی از واگذاری حرف بزند هدف دیگری دارد!

■ فکر می‌کنید چرا نمی‌توان واگذار کرد؟

یک کالا را در نظر بگیرید که قصد فروش آن را دارید. زنجیری به آن وصل است. تا زمانی که این زنجیر به کالا متصل است می‌توانید آن را بفروشید؟ یک زنجیر به استقلال و پرسپولیس وصل است. ماده ۱۴۱ قانون تجارت می‌گوید هر بنگاهی که زیان آن دو برابر سرمایه پرداخت شده‌اش باشد یا باید منحل شود یا صاحب بنگاه آن را از نظر مالی تأمین بکند. این دو باشگاه بر اساس قانون تجارت ثبت شده‌اند و مشمول قانون تجارت هستند. به عبارت دیگر هر دو بنگاه اقتصادی هستند، اما حسابرسی درستی ندارند. وقتی این دو باشگاه صورت وضعیت ندارد، زیان انباشته دارد، مشخص نیست بدهی‌های هنگفت از کجا نشأت می‌گیرد، نه تنها مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت می‌شود بلکه مشمول بسیاری از ماده‌ها نیز می‌شود. زنجیر هم به دولت وصل است. وقتی زنجیر وجود دارد چطور می‌توان آن را فروخت؟ از نظر قانونی این دو باشگاه شخصیت فروش ندارند. اول باید مسائل مالی این دو باشگاه را حل کنند بعد بابت فروششان تصمیم‌گیری کنند.

■ مشکلات مالی مربوط به باشگاه می‌شود؟ مثلاً سازمان لیگ تعهد می‌کند که امسال دو میلیارد تومان به باشگاه‌های پرداخت کند اما به هر ترتیب پرداخت نمی‌کند.

این مشکل متوجه هیأت مدیره است. اگر کسی بلد نیست نباید. چطور زمان ژست گرفتن و جام بالای سر بردن هستند، اما زمان اداره کردن باشگاه نیستند! کسی که مدیرعاملی باشگاه را به عهده می‌گیرد ابتدا باید

پرونده خصوصی سازی استقلال و پرسپولیس در دولت روحانی بسته می شود؟

## دولت ها سال آخرشان پابه توپ می شوند

دولت ها برای اینکه این کار در دولت آنها انجام نشود در آخرین سال شان آن را بیان می کنند و به دلیل عدم وقت کافی این کار به دولت بعدی موکول می شود

ساره صابری

خبرنگار

### فرآیند واگذاری، زمان کار را طولانی کرد

ابوالقاسم شمسی جامخانه، عضو هیأت عامل و معاون شرکت ها و قیمت گذاری بنگاه های سازمان خصوصی سازی هم در پاسخ به این پرسش که چرا دولت ها در سال آخر دولت خود به یاد خصوصی سازی دو باشگاه استقلال و پرسپولیس می افتند، گفت: اصلا



اینگونه نیست، بلکه فرآیند این واگذاری به گونه ای پیش رفت که زمان کار را طولانی کرد. در حال حاضر با توجه به عزمی که در وزارت ورزش و پیگیری های مستمر وزیر اقتصاد و همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت فرابورس ایران وجود دارد، امیدواریم دو شرکت استقلال و پرسپولیس در شهریورماه در بازار دوم فرابورس پذیرش شوند و پس از آن عرضه اولیه صورت خواهد گرفت.

وی افزود: واگذاری این دو باشگاه در دولت ها با فراز و نشیب هایی همراه بوده است. تا قبل از نیمه دوم سال ۹۳ قرار بود استقلال و پرسپولیس بصورت دو شرکت واگذار شوند اما پس از بررسی هایی که صورت گرفت در نیمه دوم سال ۹۳ سازمان خصوصی سازی به جمع بندی می رسد که آنها را به صورت دو شرکت واگذار نکند و برند این دو شرکت یعنی استقلال و پرسپولیس به

خصوصی سازی باشگاه استقلال و پرسپولیس قدمتی ۳۰ ساله دارد که با توجه به اخبار های ضد و نقیض در این خصوص، کارشناسان بعید می دانند این خصوصی سازی در دولت دوازدهم هم به سرانجام برسد. اما مسئولان وزارت ورزش و سازمان خصوصی سازی عنوان می کنند که سرانجام، این پرونده در سال ۹۹ بسته خواهد شد!

### در مقطع فعلی رهاسازی است؛ نه خصوصی سازی

سید کاظم اولیایی، مدیرعامل اسبق باشگاه استقلال درباره واگذاری باشگاه استقلال و پرسپولیس معتقد است: از سال ۵۸ و حاکمیت شورای انقلاب، برخی از افراد در سازمان تربیت بدنی که افکار توده ای داشتند در نامه ای به شورای انقلاب درخواست ملی شدن باشگاه ها را دادند که شورای انقلاب در آن زمان ملی شدن باشگاه ها را تصویب می کند که البته بعدها متوجه شدند این کار اشتباه است. وی افزود: اما در سال ۶۸ قرار بود دو بازی بین تیم ژاندارمری با پرسپولیس و استقلال با پاس انجام شود که به دلیل خرابی هوا انجام نشد و این امر تجمع تماشاگران را به تظاهرات تبدیل کرد و دوباره طبق مصوبه شورای امنیت ملی قرار شد این دو باشگاه به مردم واگذار شود.



اولیایی اظهار داشت: خصوصی سازی دو باشگاه ۳۰ سال است که پیگیری می شود اما در حوزه اجرا به دست غیر کارشناسان می افتد و کار روی زمین می ماند. در این روند مجلس چند مصوبه متضاد با هم تصویب کرد و دولت ها به دلیل ناقص بودن مصوبه علاقه مند به اجرای آن نبودند. مدیرعامل اسبق باشگاه استقلال با بیان اینکه اگر به دلیل فشار زیاد اصرار دارند که این خصوصی سازی رخ دهد در واقع یک رهاسازی است نه خصوصی سازی، افزود: به نظر من، ما در مسیر توسعه حرکت می کنیم و در هیچ کشور توسعه یافته ای به خصوص در ورزش حرفه ای دولت ها مجری نیستند. مغایر شان حرفه ای گری است که دولت ها تیم داری کنند بنابراین خصوصی سازی باید اتفاق بیفتد اما ریل گذاری خصوصی سازی باید درست باشد. نداشتن قانون صحیح، مانع این کار است و مجلس از احساس خود در این زمینه استفاده می کند نه منطق. وی عنوان کرد: چهار نوع روش واگذاری به صورت مزایده، بورس، مدیریت پیمان و اجاره به شرط تملیک به مجلس ارائه شده است. روش مزایده جواب نداد. در حال حاضر واگذاری از طریق بورس پیگیری می شود در حالی که اولویت در واگذاری، واگذاری از طریق مدیریت پیمان است اما مصوبه ای از مجلس بیرون آمد که قابلیت اجرایی ندارد. در ضمن باید بگویم که دولت ها یک نهاد سیاسی هستند که به افکار عمومی نیاز دارند که برای جلب افکار عمومی همیشه از تبلیغات فوتبال استفاده شده است، به این دلیل دولت ها همیشه در سال آخر دولت خود به یاد خصوصی سازی باشگاه استقلال و پرسپولیس می افتند.



مستندسازی اسناد مالکیتی مجموعه‌های ورزشی که داده شد زمانبر بوده است، این کار از دولتی به دولت دیگر منتقل می‌شود نه اینکه دولت‌ها در سال آخر تصمیم به واگذاری آنها داشته باشند.

### دولت‌ها شجاعت خصوصی‌سازی ندارند

غلامرضا کردزنگنه، رئیس اسبق سازمان خصوصی‌سازی و واکنش به خصوصی‌سازی دو باشگاه استقلال و پرسپولیس گفت: دولت‌ها در خصوصی‌سازی باشگاه‌های استقلال و پرسپولیس ترسو هستند. واگذاری این دو باشگاه هیچ مشکلی ندارد و فقط شجاعت می‌خواهد.



وی در ادامه بیان داشت: عده‌ای جوسازی و دولت‌ها فوری عقب نشینی می‌کنند. دولت‌ها برای اینکه این کار در دولت آنها انجام نشود در آخرین سال شان آن را بیان می‌کنند و به دلیل عدم وقت کافی این کار به دولت بعدی موکول می‌شود. کردزنگنه تصریح کرد: زمانی که من رئیس سازمان خصوصی‌سازی بودم، قرار بود تعاونی سهامی عام تاسیس شود تا ۴۹ درصد سهم این دو باشگاه به هواداران فوتبال و ۵۱ درصد هم به خریداران داده شود. در آن دوره کار به اتمام رسید، اما به دلیل عوض شدن دولت این کار نیمه تمام باقی ماند. رئیس اسبق سازمان خصوصی‌سازی با بیان اینکه مهم براند این دو باشگاه است، افزود: برای خصوصی‌سازی این دو باشگاه، مهم براند آنهاست که باید قیمت‌گذاری شود در غیر این صورت دارایی‌ها و بدهی‌های این دو باشگاه قابل اصلاح است و اصلاً واگذاری این دو باشگاه کار سختی نیست که مدام به تعویق می‌افتد. با یک کار کارشناسی شده این کار می‌تواند در اولین فرصت انجام شود.

### دولت‌ها برای فراکنی

#### افکار عمومی را درگیر واگذاری می‌کنند

مهدی حاجی‌وند، کارشناس اقتصاد فوتبال در پاسخ به پرسشی مبنی بر اینکه آیا امسال خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس اتفاق می‌افتد، گفت: اگر خصوصی‌سازی مترادف با عرضه سهام در بورس و فرابورس باشد، ممکن است این اتفاق رخ دهد. اما اگر خصوصی‌سازی مترادف با



بهبود کارایی از مالکیت و مدیریت دولت در باشگاه استقلال و پرسپولیس است نه تنها امسال بلکه بعید است در سال‌های آینده هم این اتفاق رخ دهد. وی ادامه داد: باید دو نگاه به این خصوصی‌سازی داشت؛ یکی اینکه خصوصی‌سازی و واگذاری به این مفهوم است که ۱۰۰ درصد سهام این دو باشگاه را با قیمت‌گذاری بسیار مناسب در بستری شفاف به فروش برسانند که خیلی آرمانی است و معمولاً اتفاق نمی‌افتد و نگاه دوم اینکه آیا بخش خصوصی کشور به قدری توانمند است که خصوصی‌سازی را به سرانجام برساند؟ یعنی بسترهای درآمدزایی و اقتصاد ورزش در کشور کامل است که وقتی شیر نفت دولت بر روی این دو باشگاه بسته شد این بخش بتواند درآمدزایی برای دو باشگاه داشته باشند که قطعاً امکان پذیر نیست. این کارشناس فوتبال عنوان کرد: در این سال‌ها دولت‌ها در خصوصی‌سازی این دو باشگاه بلامتکلیف بوده‌اند زیرا نمی‌دانند که آیا از طریق بورس و فرابورس، مزایده یا چه روشی می‌خواهند این واگذاری را انجام دهند و این موارد نشان می‌دهد دولت‌ها اصلاً نمی‌دانند که چه کاری می‌خواهند انجام دهند.

حاجی‌وند تصریح کرد: با توجه به هواداران بیشمار که باشگاه‌های استقلال و پرسپولیس دارند دولت‌ها برای اینکه در مورد مشکلات اقتصادی که معمولاً تورم زیاد در سال آخر دولتشان است، فراقکنی کنند، افکار عمومی را درگیر واگذاری این دو باشگاه می‌کنند، اما نکته مهم این است که با واگذاری دو باشگاه در بازار سرمایه به یقین شفافیت، رنگ و بوی بیشتری می‌گیرد که همه به همان عرضه ۵ تا ۱۰ درصد آن هم راضی هستند.

همراه مجموعه‌های ورزشی "درفشی‌فر" و "مرغوبکار" از طریق مزایده واگذار شوند، اما با وجود برگزاری مزایده و وجود متقاضی برای یکی از آنها این موضوع هم بنا به دلایلی به نتیجه نرسید و متعاقب آن دولت تصمیم گرفت که نام دو شرکت استقلال و پرسپولیس را از فهرست واگذاری‌ها خارج کند. شمسی جامخانه گفت: بار دیگر در اواخر سال ۹۷ و بنابر درخواست وزارت ورزش و با بررسی‌هایی که در دولت صورت گرفت مجدداً در فهرست واگذاری قرار گرفت ضمن آنکه یک تکلیف قانونی هم توسط مجلس در قانون بودجه سال ۹۸ قرار گرفت که براساس آن دو شرکت باید وارد بازار پایه فرابورس شده و واگذار شوند. شمسی جامخانه عنوان کرد: اما مشکلات همچنان ادامه دار بود و در شهریور ۹۸ مجلس، وزارت ورزش، سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان خصوصی‌سازی به این نتیجه می‌رسند که بنا به مشکلات ساختاری و ابهاماتی که در صورت‌های مالی و دارایی‌های این دو باشگاه وجود دارد، اجرای حکم قانون بودجه در مهلت مقرر عملاً امکان پذیر نیست. وی تصریح کرد: در نهایت تصمیم گرفته شد که این دو باشگاه به صورت دو شرکت و پس از اصلاح ساختار مالی، افزایش سرمایه و رفع ابهاماتی که در گزارش صورت‌های مالی آنها وجود دارد، و پذیرش در بازار سرمایه واگذار شوند. در این راستا از شهریور ماه ۹۸ تاکنون جلسات هفتگی برای حل مشکلات یاد شده برگزار و تا حصول نتیجه ادامه خواهد داشت.

عضو هیأت عامل سازمان خصوصی‌سازی در ادامه بیان داشت: امیدواریم در شهریور ماه امسال بتوانیم با توجه به اینکه در اسناد مالکیت مجموعه‌های ورزشی واگذار شده به آنها مشکلی وجود ندارد و ارزیابی‌ها صورت گرفته و هم اکنون در حال تهیه گزارش توجیهی افزایش سرمایه هستند و پس از اخذ گزارش حسابرس و بازرس قانونی، مجمع عمومی فوق العاده با موضوع تصویب افزایش سرمایه و اصلاح اساسنامه برگزار خواهد شد و با توجه به اینکه سایر الزامات پذیرش نیز به موازات پیش رفته است، درخواست به هیأت پذیرش داده شود تا دو باشگاه در بازار دوم فرابورس پذیرش شوند. معاون شرکت‌ها و قیمت‌گذاری بنگاه‌های سازمان خصوصی‌سازی خاطرنشان کرد: از آنجا که باشگاه استقلال و پرسپولیس شرایط ویژه‌ای برای واگذاری دارند و اصلاح ساختار مالی آنها از لحاظ سود و زیان انباشته نامناسب و همچنین تعیین تکلیف و رفع بندهای حسابرس و بازرس قانونی این دو شرکت و بحث



واعظ آشتیانی با بیان اینکه وزارت ورزش  
فرق دخالت و نظارت را نمی‌داند؛

## خریداران استقلال و پرسپولیس؛ مهمان يك ساله هستند!

دولت کنونی با ۱۰ درصد خصوصی‌سازی  
به دنبال ایجاد چالش اجتماعی برای دولت بعد است

امیر دانش  
خبرنگار

خصوصی‌سازی دو باشگاه استقلال و پرسپولیس به آیینی تبدیل شده است که هر سال در مقطعی مطرح می‌شود و دوباره روی تاقچه فراموشی قرار می‌گیرد تا سال آینده مثل چیدن سفره عید نوروز! یکی از مدیران سابق ورزشی که شاید بتوان او را یکی از موفق‌ترین مدیران عامل استقلال دانست، می‌گوید: "خصوصی‌سازی بن بست کامل است و دور باطل". امیررضا واعظ آشتیانی باشگاه‌داری در ایران را بی‌معنی می‌داند و معتقد است: "ما در ایران باشگاه نداریم". او اضافه می‌کند: "مدیران ناکارآمد، ورزش ایران را به یک ماشین مصرف‌کننده تبدیل کردند که بیت المال تاوان آزمون و خطای آنها را پرداخت می‌کند". وی خصوصی‌سازی را چالشی اجتماعی می‌داند که دولت روحانی می‌خواهد برای دولت آینده به وجود بیاورد!

آیا خصوصی‌سازی ورزش در ایران یک خواب محال است؟! آیا هواداران در سال‌های آینده هم فقط تماشاگر هستند یا آنها هم سهمی از باشگاه دارند؟ آیا باید فوتبال ایران را محلی برای پولشویی و شرط‌بندی بدانیم یا نوری در پایان تونل دیده می‌شود؟ پاسخ این پرسش‌ها و چندین سؤال دیگر را در گفت‌وگو با مدیرعامل سابق استقلال تهران، امیررضا واعظ آشتیانی جویا شدیم.

### ■ منابع درآمدی در باشگاه‌های ایرانی چیست و باشگاه‌ها از چه راه‌هایی در آمد کسب می‌کنند؟

در شرایط فعلی باشگاه‌ها منابع درآمدی به آن معنایی که در فضای حرفه‌ای وجود دارد، ندارند. اولین فاکتور درآمدزایی بلیت فروشی است. بلیت فروشی نیازمند امکانات اولیه و ساز و کار است. در برخی از بازی‌های لیگ داخلی یا لیگ قهرمانان آسیا، وقتی میزبان هستیم، به یکباره می‌گویند این بازی مجانی است! در فضای حرفه‌ای اصلاً بازی مجانی بی‌معناست. فیفا چهار فاکتور را برای قدرتمند شدن باشگاه‌ها از لحاظ اقتصادی معین کرده است؛ بلیت‌فروشی، کپی‌رایت، حق پخش و اسپانسرینگ. البته تنها به اینها خلاصه نمی‌شود. هرچند وقتی در موضع تحلیل قرار می‌گیرید باشگاه‌ها راه‌های دیگری برای درآمدزایی پیدا می‌کنند، اما همه راه‌ها به این چهار راه ختم می‌شوند. در دربی‌های ما هنوز هواداران ۵۰ - ۵۰۰ ورزشگاه‌ها را پر می‌کنند پس میزبانی چه می‌شود؟

### ■ بلیت فروشی در کشور ما با دیگر کشورها مانند انگلیس، آلمان، اسپانیا و ایتالیا چه تفاوت‌هایی دارد؟

ما ساز و کار منطقی بلیت فروشی برای باشگاه‌ها نداریم. بلیت فروشی در ایران در اختیار سازمان لیگ است؛ مبلغ ناچیزی هم البته به باشگاه‌ها می‌دهند. در سال‌هایی که مدیرعامل استقلال بودم نسبت به این موضوع اعتراض کردیم و می‌خواستیم بلیت فروشی در اختیار باشگاه قرار گیرد. جالب اینجا بود که تمام باشگاه‌ها به استناد گفته‌های سازمان لیگ و کالت داده بودند تا سازمان لیگ برایشان بلیت فروشی کند. حتی باشگاه‌ها از حقشان گذشته بودند. در کشورهای صاحب سبک و سیاق حرفه‌ای قبل از اینکه فصل شروع شود صندلی‌های تمام بازی‌ها را به هواداران باشگاه فروخته‌اند. حال اگر کسی به ورزشگاه نیاید آن صندلی خالی می‌ماند. باشگاه‌های اروپایی بلیت تمام مسابقات فصل را پیش از شروع فصل می‌فروشند. باشگاه‌ها روی پول حاصل از فروش بلیت کل فصل حساب باز می‌کنند. با پول آن بازیکن‌های مورد علاقه‌شان را خریداری می‌کنند.

### ■ وضعیت اسپانسرینگ استقلال و پرسپولیس عجیب است. این دو باشگاه رقیبان دیرینه یکدیگر هستند، اما حامیان مالی آنها یک کمپانی یا شرکت است؟

### ■ باشگاه داری در ایران در چه مرحله‌ای است؟

اصلا ما در ایران باشگاه نداریم، تیم فوتبال داریم. کسانی هم که در این وادی قدم بر می‌دارند مدیرعامل تیم می‌شوند و آگاهی‌های لازم به لحاظ مدیریتی نسبت به نظام باشگاه داری ندارند. برای همین است که در عرصه مدیریتی‌شان داریم یک دور باطل را تکرار می‌کنیم و هر بار یک چالش جدی در مدیریت تیم‌های ورزشی ایجاد می‌شود. در نظام مدیریت ورزشی ما بستر فرهنگی وجود ندارد. ما بدون بستر فرهنگی و آموزش و تعلیم به موضوعات جدید ورود می‌کنیم و شکست می‌خوریم. موضوع درست است شیوه اما اشتباه است و آمادگی نداریم.

### ■ منظور شما از بستر فرهنگی چیست؟

یکی از اصلی‌ترین بحث‌ها در فوتبال ما حق پخش است. ما در ایران یک صدا و سیما داریم. صدا و سیما هم می‌گوید به استناد قانونی که مجلس شورای اسلامی تصویب کرده پولی را پرداخت نمی‌کنم که مجوز نداشته باشم. در ارتباط با بستر فرهنگی در زمان آقای کفایشان باشگاه‌ها می‌گفتند اگر حق پخش را به ما ندهید ما پخش بازی‌ها را به بخش خصوصی واگذار می‌کنیم. این حرف‌ها منطقی نیست. اصلا این کار در کشور ما ممکن است؟ فرض کنید به شبکه‌ای خصوصی اجازه فعالیت داده شده که بازی استقلال و پرسپولیس را پخش کند. اگر این کار را کند مردم باید برای تماشای بازی پول پرداخت کنند. مردم جامعه ما پول پرداخت می‌کنند؟ سال‌هاست مردم ایران بازی‌ها را مجانی تماشا کرده‌اند. با توجه به اینها اگر بخواهیم حق پخش را پولی کنیم باید مردم بتوانند برای دیدن فوتبال در سبد هزینه‌هایشان پول کنار بگذارند. یک بررسی ساده نشان می‌دهد بیشتر هواداران فوتبال در ایران بین سنین ۱۵ تا ۲۵ سال هستند. شرایط اقتصادی جامعه طوری است که هوادار حق پخش را پرداخت کند؟ در بسیاری از کشورها مردم برای دیدن فیلم باید پول پرداخت کنند. در ایران ۳۰ شبکه تلویزیونی مجانی محتوا تولید می‌کنند. باید گفت صدا و سیما از طرف حکومت به مردم یارانه دیدن پرداخت می‌کند.

### ■ باشگاه‌های استقلال و پرسپولیس برند هستند؟

بسیاری بر این باورند، اما به نظر من برند نیستند. چراکه بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی اعم از کبابی و نجاری و خیاطی و آبمیوه فروشی و لباس فروشی و... نامشان را از استقلال و پرسپولیس وام گرفته‌اند. استقلال و پرسپولیس تیم‌های هواداری هستند اما نه برند هستند، نه باشگاه. یکی از منابع درآمدی که فیفا به آن اشاره کرده کپی رایت است. برخی می‌گویند در ایران قانون کپی رایت وجود ندارد در حالی که اشتباه است. مدیران این باشگاه‌ها حتی حوصله ندارند به استناد قانون حق باشگاه را استیفا کنند. مجری قانون می‌تواند حقی که نخواستند را استیفا کند؟ لباس باشگاه‌های ما را راحت در منیره می‌فروشند! مدیران ورزشی در ایران راحت طلبند.

### ■ تناقض عجیبی است بین اینکه مدیر باشی و راحت طلب؟

علت اصلی این است که بسیاری از مدیرانی که می‌آیند بی کفایتند، شایستگی مدیریت ندارند. توان ناکارآمدی این افراد را نیز بیت المال پرداخت می‌کند! اگر روزی رسید که این افراد مواخذه شدند باید درخواست کنیم که مقام بالاتر اینها نیز مواخذه شوند. بخشی از انتخاب‌ها باند بازی است، اما بخشی اصلی به اعتقاد من نفوذ است. بزرگی می‌گوید اگر می‌خواهید کشوری را به اضمحلال بکشید افراد کوچک را به کارهای بزرگ بگمارید و افراد بزرگ را به کارهای کوچک. جهل نوع عامل نفوذ است. ما در ایران مدیرانی داریم که بین المللی هستند و می‌توانیم آنها را برای موقعیت‌های مدیریتی کلان قاره‌ای و جهانی معرفی کنیم، اما علاوه بر اینکه

دلیل این موضوع این است که با فشار دولت حامی مالی را قبول کرده‌اند. بعضی باشگاه‌ها آگهی خودشان هستند. مثلا سپاهان و ذوب آهن که دو صنعت خود را تبلیغ می‌کنند و حامی مالی‌شان هم همین دو شرکت هستند. بسیاری از باشگاه‌های شهرستانی حامی مالی ندارند که دلیل آن این است که عقبه‌شان به دولت باز می‌گردد. شیوه انتخاب مدیرعامل این باشگاه‌ها نیز مانند وزیر ورزش است! وزیر ورزش آخرین وزیر کابینه است که از مجلس رای اعتماد می‌گیرد. ورزش در این کشور اهمیتی ندارد. وقتی بالای هرم مدیریت اینطور است چه انتظاری از پایین آن دارید؟ اساسا مدیریت ورزش در ایران حیاتی است. باشگاه پیکان را که زیر نظر ایران خودرو است، در نظر بگیرید. شرکت ایران خودرو به قدری درگیری دارد که اصلا نمی‌رسد به باشگاه پیکان فکر کند، در چنین شرایطی طبیعی است که برای مدیریت باشگاه نیز اهمیتی قائل نمی‌شود. ما در این کشور شورای عالی ورزش داریم. هفت سال است که دولت آقای روحانی که رئیس این شورا است، رئیس جمهور هم هست اما تا به حال یک بار شورای عالی ورزش تشکیل شده است؟ این دولت نه، دولت قبل و ما قبل هم همین رویه را داشتند. اینها همه نشان دهنده این است که اهمیتی نیست.

### ■ با این شرایط چرا ورزش را رها نمی‌کنند تا خود را سامان دهند؟

آنها تصور می‌کنند مردم با همین شرایط راضی هستند. آنها به ورزش به چشم سرگرمی مردم نگاه می‌کنند. اصلا ورزش برایشان مهم نیست. من بارها با مسئولان ورزشی دولت‌ها حرف زدم و از آنها پرسیدم که ورزش از نگاه شما هدف است یا وسیله؟ اگر هدف است به کجا رسیده‌ایم؟ اگر وسیله است، با ورزش به چه جایگاهی رسیده‌ایم؟ پاسخ مشخص است: به دلیل ناآگاهی موجود کشورمان را از این پتانسیل محروم کرده‌ایم. ورزش هم هدف است، هم وسیله؛ امروز ورزش در دنیا ابزار سیاست، اقتصاد و فرهنگ است. جالب است بدانید زمانی که اروپا از نظر اقتصادی به مشکل بزرگی برخورد تنها جایی که صدمه ندید ورزش بود. گردش مالی ورزش در اقتصاد جهان در سال ۲۰۱۶،۷۰۰ میلیارد یورو بوده که سهم فوتبال ۳۲ تا ۳۵ میلیارد یورو بوده است. برخی از کشورها سه تا چهار درصد از تولید ناخالص داخلی‌شان از اقتصاد ورزش است.

ایران چقدر از این بازار سهم دارد؟ هیچ. به این دلیل که ما فقط خرج می‌کنیم؛ درآمدی نداریم. برخی کشورها برای آشتی با کشورهای دیگر ابزار ورزش را انتخاب می‌کنند.

### ■ وضعیت کلی باشگاه داری اروپایی‌ها با ما چه تفاوت‌هایی دارد؟

بسیار زیاد. آنها هدف‌گذاری و بر اساس هدف‌هایشان برنامه‌ریزی می‌کنند. در ایران اینطور نیست نه هدفی وجود دارد نه برنامه‌ای! وقتی هم برنامه‌ریزی نباشد دچار روزمرگی می‌شوید. در چنین شرایطی معلوم است که ترافیک عزل و نسب‌ها به وجود می‌آید.

بسیاری از آنها می‌گویند که توانایی مدیریتی دارند خسته می‌شوند و استعفا می‌دهند. وقتی وظیفه باشگاه فراموش می‌شود و اختیارات به فدراسیون داده می‌شود نشان دهنده آن است که ما به جای اقتصادی کردن باشگاه‌ها، فدراسیون فوتبال را اقتصادی می‌کنیم. فیفا در کجا تاکید می‌کند که اولویت ایجاد اقتصاد در فدراسیون‌های ورزشی است؟ وقتی که جای باشگاه‌ها با فدراسیون عوض شود در درآمدزایی چالش ایجاد می‌شود. اروپایی‌ها با برخی از کشورهای آسیایی شرایط نرم افزاری و زمینه‌های فرهنگی را مهیا کردند تا بتوانند کار حرفه‌ای که مبتنی بر درآمدزایی و فاز اقتصادی برای فوتبال یا هر رشته ورزشی باشد را انجام دهند. ما نمی‌توانیم راه صد ساله را یک شبه طی کنیم.

افراد کارآمد را انتخاب نمی‌کنیم علیه آنها گزارش نیز می‌دهیم تا به کرسی دست پیدا نکنند. جالب است بدانید بسیاری از مدیران ورزشی در ایران قانون تجارت را نمی‌دانند. اصلاً تعهداتی که قانون تجارت به عهده‌شان گذاشته را نمی‌دانند. به دلیل ندانستن تصمیماتی می‌گیرند که در حوزه اختیارشان نیست. جالب اینجاست که رئیس مجمع هم خواب است!

**بسیاری از مدیران ورزشی در ایران قانون تجارت را نمی‌دانند. اصلاً تعهداتی که قانون تجارت به عهده‌شان گذاشته را نمی‌دانند. به دلیل ندانستن تصمیماتی می‌گیرند که در حوزه اختیارشان نیست. جالب اینجاست که رئیس مجمع هم خواب است!**

است؟ به شهرداری چقدر باید پول بدهید؟ حال که ساختید قیمت بازار چطور است؟ آیا برای شما سود دارد یا نه؟ چندین سؤال از خود می‌پرسید. آیا ورزش در ایران اینطور است که بتوانیم به پاسخ سؤال‌های اقتصادی‌مان برسیم؟ رشته‌های دیگر جز فوتبال را بررسی کنید. مگر تیم والیبال بانک سرمایه‌قهرمان آسیا نشد؟ امروز کجاست؟ هندبال و کشتی را بررسی کنید. در تمام رشته‌ها به پاسخ یکسان می‌رسید. به خصوصی‌سازی در تیم‌های فوتبال‌مان نگاه کنید. داماش گیلان، ابومسلم خراسان، برق شیراز، بهمن کرج، استقلال اهواز، سیاه‌جامگان مشهد، پدیده خراسان، ملوان بندر انزلی، پاس، استیل آذین و ده‌ها باشگاه دیگر. پاسخ سؤال‌تان با همین مثال‌ها روشن می‌شود. به عقیده من تبلی دولت‌ها و مجالس شورای اسلامی را رکن اساسی عدم پیشرفت فوتبال در ایران می‌دانم.

■ **چند سالی است که صحبت از این می‌شود که استقلال و پرسپولیس را وارد بازار سرمایه کنیم. این مسئله چقدر امکان‌پذیر است؟**

بازد و بند که نمی‌توانیم استقلال و پرسپولیس را خصوصی کنیم. قانون بورس می‌گوید یک باشگاه باید سه سال متوالی سود ده باشد. بازار سرمایه می‌گوید باید اهداف پنج ساله تعیین شده باشد. فرض می‌کنیم اهداف پنج ساله مشخص شد؛ چطور می‌توانید تکلیف سه سال متوالی سوددهی را مشخص کنید؟ این باشگاه‌ها چه سالی بوده است که زیان نداده باشند؟ رئیس سازمان خصوصی‌سازی به تازگی از بدهی ۳۷۰ میلیارد تومانی این دو باشگاه خبر داده است. با این بدهی چطور می‌توانید این دو باشگاه را وارد بورس یا خصوصی کنید؟ به عقیده من خصوصی‌سازی استقلال و پرسپولیس یک بحث انحرافی است. وزرای ورزش باید گزارش دهند که در این باشگاه‌ها چه اتفاقاتی رخ داده است.

■ **مگر گزارش‌ها به مجمع ارائه نشده؟**

خیر. اصلاً مجمعی برگزار نشده است! اگر ادعا می‌کنند که مجمع دارند اسامی حساب‌رسان قانونی مجمع را اعلام کنند. آن حساب‌رس گزارش سالانه مالی را ارائه داد؟ در اواخر دهه ۷۰ و اوایل دهه ۸۰ تعداد زیادی از بازیکنان استقلال و پرسپولیس به ترنسفر (انتقال داده) شدند. پول این انتقال‌ها چه شد؟ نه نظارت نهادهای درون سازمانی وجود داشته نه نظارت برون سازمانی. به طور کلی حلقه مفقوده در اقتصاد ورزش نظارت است. وزارت ورزش فرق دخالت و نظارت را نمی‌داند.

■ **با این حال خصوصی‌سازی به بن بست می‌خورد؟**

فرض بر این می‌گیریم تمام راه‌هایی که برای وارد شدن این دو باشگاه به بورس مورد نظر است هموار شود. می‌گویند برای آزمایش پنج تا ۱۰ درصد را می‌فروشیم تا ببینیم قیمت حقیقی چقدر است؟ در چنین شرایطی مدیران همان‌هایی هستند که در گذشته انتخاب می‌کردید؟ افرادی که آن ۱۰ درصد را خریداری می‌کنند سر سال مالی از شما سود می‌خواهند. از کجا می‌خواهید به آنها سود بدهید؟ اصلاً باشگاه سود می‌دهد که بتوانیم سود سهامدار را بدهیم؟ فرض می‌گیریم قیمت مشخص می‌شود و ۴۰ درصد باشگاه به فروش رسید. باز هم اتفاقی نمی‌افتد. حتی اگر ۵۱ درصد باشگاه برای دولت باشد باز هم انتخاب مدیرعامل با دولت است. اگر مدیر پنج نفره باشد آرا سه به دو می‌شود. به نظر من دولت کنونی با ۱۰ درصد خصوصی‌سازی به دنبال ایجاد یک چالش اجتماعی برای دولت بعد است.

■ **اما بسیار گفته می‌شود که در راه مدیران کارآمد سنگ اندازی می‌شود.**

گاهی می‌گویند در فلان کنفدراسیون یا فدراسیون جهانی حضور داریم، اما اعتباری نداریم. برخی افراد به اسم ایران منافع شخصی برای خودشان ایجاد می‌کنند. به اسم ایران در فدراسیون جهانی نشسته، اما به گونه‌ای اظهار نظر می‌کنند که منافع خودشان حفظ شود نه منافع ایران! دلیل هم این است که برای بار دوم رای بیاورند. زمانی که عضو هیأت رئیسه کنفدراسیون دوچرخه سواری آسیا و رئیس پیست آسیا بودم عده‌ای به من می‌گفتند که طوری صحبت نکنم به من رای ندهند! مشابه این مسئله در بسیاری از سطوح مدیریتی ورزش کشورمان وجود دارد.

■ **اقتصاد ورزش در بسیاری از کشورها مثل برزیل نقش اساسی را در تصمیم‌گیری‌های کشوری ایفا می‌کند. به طوری که حاکمیت روی عایدی حاصل از آن حساب باز می‌کند. اقتصاد ورزش در ایران در کدام مسیر است؟**

این موضوع درست است که اقتصاد ورزش برگرفته از اقتصاد کلان است، اما امروز صنعت منت ورزش را می‌کشد! این معادله در گذشته برعکس بود. برای مثال شرکت‌های هواپیمایی قطر و امارات حامیان مالی بزرگترین باشگاه‌های جهان می‌شوند. امروز ورزشگاه باشگاه آرسنال انگلستان را شرکت هواپیمایی امارات ساخته است. بنابراین خدمات و تولید منت کش ورزش است. در ایران اما شرایط تولید مطلوب نیست. تولیدکنندگان آن اندازه بضاعت ندارند که بتوانند از باشگاه‌های ورزشی حمایت کنند.

■ **در سال‌های گذشته چند نفر از تاجران بزرگ و سرشناس خواستار خرید پرسپولیس و استقلال بودند. یکی از آنها توانایی خرید ۵۱ درصد سهام باشگاه را داشت، اما نشد. حال که دولت روز به روز فربه تر می‌شود چرا حاکمیت تصمیم به رهاسازی این دو باشگاه نمی‌گیرد؟**

همه افرادی که می‌خواهند استقلال و پرسپولیس را بخردن مهمان یک ساله هستند! وقتی این دو باشگاه سالانه نزدیک به ۱۰۰ میلیارد تومان هزینه دارند، خریدار اگر روی گنج هم خوابیده باشد به مشکل بر می‌خورد. مگر اینکه به دنبال پولشویی باشد. چندین نفر به فوتبال آمدند و پولشویی هم کردند، محبوب هم شدند. تا نظام مالیاتی و ساختار اقتصادی کشورمان اصلاح نشود هر تهدیدی با عنوان پولشویی وجود دارد. بسیاری از سرمایه‌داران نیز وقتی می‌بینند توجیه اقتصادی برایشان ندارد فرار می‌کنند. درباره مسئله خصوصی‌سازی این دو باشگاه باید گفت "اینها از ته قیف وارد می‌شوند". عقیده من این است که در ورزش خصوصی‌سازی بی‌معنی است.

■ **چرا خصوصی‌سازی در ورزش جهان معنی دارد در ایران بی‌معنی است؟**

زمانی معنا دار می‌شود که توجیه اقتصادی داشته باشد. برای مثال شما می‌خواهید زمینی را خریداری کنید. حساب می‌کنید که قیمت زمین چقدر



# سبدگردان هدف HAMC

☎ ۰۲۱-۹۱۰۰۴۷۷۰

## بهترین روش سرمایه گذاری در بورس

ارسال عدد ۱۰۱۰ به سامانه ۱۰۰۰۰۶۰۴

نگدان نباش، سبد تو می گردونیم!!!

با این کار دیگه نگران تورم

نیستی، چون یه قدم ازش

جلوتری...



هدف سبد :

ثروت سازی



سود آوری بیشتر از  
بانک، ارز، طلا، مسکن



مجوز رسمی و  
قانونی



تحلیل گران  
متخصص

hadaf\_hamc  
hadafamc  
ihadaf.com

دفتر مرکزی: تهران، خیابان بهشتی،  
نبش متروی میرزای شیرازی،  
پلاک ۴۳۶

## ماهیت و فعالیت جداگانه بازار مشتقه از بازار نقدی



علی صادقین  
مدرس و پژوهشگر بازار سرمایه

در روزهای اخیر رشد قیمت سکه طلا و طلای خام بحث‌های متعددی را به وجود آورده است. ورود قیمت سکه به کانال ۱۰ میلیون تومان آن هم در مدت بسیار کوتاه موجب نگرانی فعالان بازار شده است. این نگرانی زمانی بیشتر شده که بخشی از فعالان بازار به خصوص فعالان بازار سرمایه به این موضوع توجه نشان می‌دهند که فعالان بازار نقدی سکه و طلا افزایش قیمت سکه و طلا را ناشی از فعالیت بازارهای آتی و مشتقه می‌دانند. اما دانستن این نکته پیش از هرگونه سخنی لازم است؛ اتفاقاتی که امروز در بازارهای مختلف ارز، طلا، خودرو، زمین و ساختمان و حتی بورس روی می‌دهد به طور کامل از اتفاق‌های بازار مشتقه و آتی جداست.

آنچه در بازارهای گفته شده رخ می‌دهد که نتیجه‌اش افزایش قیمت در آنها بوده، براساس شاخص افزایش شدید نقدینگی، افزایش قیمت ارز و تورم انتظاری ناشی از افزایش قیمت ارز است. در واقع افزایش قیمت ارز بخش مهمی از این افزایش قیمت در بخش‌های گفته شده را بر عهده دارد. اما آنچه در بازارهای آتی و مشتقه رخ می‌دهد به طور کامل مستقل از بازارهای دیگر است. نقدینگی موجود در صندوق‌های قابل معامله و صندوق‌های با پشتوانه طلا در حدی نیست که بتواند تأثیر بر قیمت گذاشته یا بتواند آن را افزایش یا کاهش دهد. بیش از هر شاخصی افزایش قیمت اونس جهانی طلا، تورم انتظاری ناشی از افزایش قیمت ارز و موج نقدینگی در اقتصاد است. ابزارهای متداول در بازار مشتقه و آتی بیشتر کارکردشان در نوسان‌گیری و مدیریت بازار است و تأثیرشان ثانویه است، اما نقدینگی موجود در بازارهای نقدی طلا، مسکن خودرو و... شبه پول است و تأثیر مستقیم در اقتصاد دارد. بازارهای موجود در بازار سرمایه، صندوق‌های قابل معامله و... بیشتر نقش ضربه‌گیر در اقتصاد را دارند. ابزارهای بازار مشتقه بیشتر به شیوه اهرم عمل کرده و تنظیم‌کننده هستند. تعطیل کردن ابزارها فقط کارایی بازار را از بین می‌برد.

درواقع اتفاق‌های بازار نقدی و افزایش قیمت سکه و طلا بیشتر نتیجه انتظارات تورمی و افزایش قیمت ارز است و توسعه ابزارهای مالی می‌تواند به سامان‌دهی بازار کمک کرده و از به هم ریختگی آن جلوگیری کند. آنچه امروز به عنوان افزایش بی‌محابای ارز و رشد فزاینده نقدینگی در حال رخ دادن است عامل اصلی افزایش قیمت سکه و طلاست.

گزارش ماهنامه بازار و سرمایه  
از وضعیت کنونی بازار طلا و سکه

## بازار سکه با حباب مثبت



شیرین سعیدی  
خبرنگار

حدود یک سال و نیم پیش زمانی که معاملات آتی سکه متوقف شد نهادهای فعال در بازار نقدی و حتی بانک مرکزی به عنوان متولی اصلی و ناظر بر بازار سکه عنوان کردند معاملات آتی به دلیل اینکه منوط به تحویل سکه نبوده و دارنده می‌توانست پیش از موعد مقرر سکه یا حواله آن را بفروشد موجب شده بازار سکه حباب پیدا کند و به اصطلاح «بازار داغ» شود. به همین دلیل این معاملات در تابلوهای کارگزاری‌های کالایی خاموش شد. در آن زمان قیمت یک سکه تمام بهار آزادی حدود پنج میلیون تومان بود. اما قیمت سکه بهار آزادی در زمان‌های مختلف با جهش‌های نجومی در کمتر از دو سال دو برابر شد و امروز در کانال ۱۰ میلیون تومان نوسان می‌کند و تنها ابزاری که هم‌زمان با بازار نقدی سکه فعالیت می‌کند، ابزار گواهی سپرده طلاست. در حال حاضر بنا به دلایلی دامنه نوسان گواهی سپرده طلا محدود به یک درصد شده و این بار هم همان دلایل پیشین یعنی پیشرو بودن بازار سرمایه و ابزارهای آن برای قیمت‌گذاری و ایجاد حباب احتمالی آورده شد. این در حالی است که تمامی فعالان بازار سرمایه و بورس که با ابزارهای آتی آشنایی دارند معتقدند که بازار آتی و ابزارهای مشتقه تأثیر مستقیم بر بازار ندارند. این شیوه‌ها فقط ابزاری برای پوشش ریسک

افزایش یا کاهش ناگهانی قیمت در بازار نقدی هستند. ضمن اینکه این بازارها تأثیرشان فقط در قیمت‌گذاری و کشف قیمت واقعی کالاها از جمله طلا و سکه طلا هستند.

هرچند با توجه به شرایط فعلی گفته می‌شود که ممکن است دوباره معاملات آتی سکه برقرار شود اما همچنان در بازار سکه ابهام‌های زیادی وجود دارد که به نظر می‌رسد مطمئن‌ترین راه برای شفاف شدن بازار سکه و طلا، فقط راهاندازی و توسعه بازارهای مشتقه هستند. با همه این احوال بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار اصلی در بازار طلا در قبول این موضوع مهم تردید دارد و به نظر می‌رسد شاید عزمی برای شفاف شدن بازار نیز وجود ندارد.

### تأثیر بازارها بر یکدیگر

وجود حباب در بازارهایی مانند

طلا که از چند شاخص برای

قیمت‌گذاری تأثیر می‌گیرند کار آسانی

نیست اما اینکه گفته می‌شود بازار مشتقه یعنی

فروش آتی یا گواهی سپرده تأثیر بر افزایش قیمت طلا

دارند یک ایده اشتباه است. احمد امینی‌خواه، مدیر سرمایه‌گذاری‌های جایگزین تأمین سرمایه لوتوس پارس بیان معتقد است که تأثیر بازارها درست



گرفت. او در این باره توضیح می‌دهد: در پنج سال گذشته حباب قیمت سکه نزدیک به صفر بوده است. اما انتظارات تورمی، افزایش قیمت ارز، افزایش قیمت اونس جهانی و گذر از قیمت ۱۸۰۰ دلار باعث شده قیمت سکه افزایش داشته باشد و این یک روند طبیعی است. امینی خواه در خصوص مشکل موجود در مورد افزایش قیمت سکه و حباب قیمتی آن که هنوز بانک مرکزی موفق به کنترل آن نشده است، می‌گوید: باتوجه به وضعیت فعلی که دولت توانایی مهار نقدینگی را به درستی ندارد، برای کاهش کسر بودجه و جذب نقدینگی مورد نیازش دچار سردرگمی و بی‌تصمیمی است. فروش سهام، فروش اوراق قرضه، تغییر نرخ سود سپرده، هر کدام راهایی هستند که می‌توانند برای کاهش یا جبران کسر بودجه به دولت کمک کند اما دولت هیچ راهکار مشخص و برنامه‌ریزی دقیقی برای این کار ندارد.

مدیر سرمایه‌گذاری‌های جایگزین تأمین سرمایه‌های لوتوس پارسین در مورد وضعیت کنونی بازار و دلایل اتفاق‌های اخیر این گونه توضیح می‌دهد: نکته مهم اینجاست که به نظر می‌رسد دولت برای جبران کسر بودجه از طریق رشد پایه پولی اقدام کرده، چراکه رشد پایه از سال گذشته بیشتر شده و به ماهی ۵ تا ۶ درصد رسیده و سرعت بیش از این برای رشد پایه پولی خطر و نزولایی شدن ایران را به دنبال دارد. مجموعه این اتفاق‌ها به معنای کاهش سریع ارزش پول ملی است. او اضافه می‌کند: دولت به شدت تحت فشار کاهش درآمدهای ارزی است و باید برای درآمدهای جدید راهکار درستی بیندیشد در غیر این صورت موج نقدینگی و انتظارات تورمی بدون راهکار صحیح و اقدام درست، نتیجه‌ای جز سرعت بیشتر در رشد پایه پولی و کاهش سریع‌تر ارزش پول ملی و گرانی بیشتر نخواهد داشت.

#### بازارگردانی حرفه‌ای راه حل اصلی

«سکه ۱۰ میلیون تومانی و پیامدهایش هیچ ارتباط مستقیمی با بازار مشتقه یعنی فروش آتی سکه یا گواهی سپرده طلا نداشته و ندارد.» این اعتقاد و حرف بسیاری از کارشناسان بازار سرمایه از جمله احسان عسکری، مدیر سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری آسمان امید است. او بیش از هر چیزی قیمت سکه را تابع دو شاخص مهم یعنی قیمت اونس جهانی طلا و قیمت ارز در داخل کشور دانسته و می‌گوید: اونس جهانی با توجه به کشمکش و جنگ اقتصادی بین چین و آمریکا و همچنین شیوع کرونا روند صعودی داشته و به نظر می‌رسد این روند ادامه داشته باشد. در مورد قیمت ارز هم با توجه به تحریم‌ها و کاهش شدید درآمدهای ارزی و شیوع کرونا در ایران باعث شد تا قیمت ارز در کانال ۲۰ هزار تومان نوسان کند. او اضافه می‌کند: حال سکه و طلا نیز به عنوان یک بازار برای سرمایه‌گذاری هم در ایران و هم در دنیا مورد توجه است. ولی قیمت سکه بیش از شاخص تابع افزایش قیمت ارز و گذر از ۲۰ هزار تومان است. عسکری با اشاره به اینکه در مورد ابزارهای مشتقه یعنی فروش آتی سکه یا گواهی سپرده طلا، می‌توان به طور قاطع گفت هیچ تأثیری بر افزایش قیمت سکه ندارد، توضیح می‌دهد: فروش از طریق ابزارهای بورس بسیار شفاف و قابل پیگیری و کنترل هستند. برای دلایل افزایش قیمت یا حتی افزایش قیمت کاذب سکه (حباب) باید جای دیگری را جستجو کرد. ابزارهای بازار مشتقه در بورس درواقع ابزار مدیریت ریسک هستند و نقشی در تعیین قیمت ندارند. فروش آتی یا گواهی سپرده سکه طلا ابزار پوشش ریسک هستند.

مدیر سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری آسمان امید تنها راه معقول کاهش نوسان قیمت سکه یا از بین بردن حباب قیمت سکه را استفاده از گواهی سپرده دانسته و می‌گوید: برای کنترل قیمت نیز بانک‌ها می‌توانند تعداد بیشتری سکه را با گواهی سپرده عرضه کنند. اگر بانک‌های عامل به اندازه کافی سکه در خزانه‌هایشان داشته باشند می‌توانند در موقع لزوم و

برعکس است به این معنا که بازار نقدی می‌تواند قیمت را تغییر دهد و نقش بازارهای مشتقه و ابزارها فقط کنترل‌کنندگی است. او در این باره توضیح می‌دهد: تعطیلی یا تغییر در بازارهای مشتقه به هیچ‌وجه تأثیری بر بازارهای اصلی از جمله بازار نقدی یک کالا ندارد! بلکه این تأثیر برعکس است. این نکته‌ای است که گردانندگان و سیاست‌گذاران بازارها به نظر می‌رسد از یاد برده یا قصد ندارند به آن توجه کنند. او اضافه می‌کند: این اتفاق یعنی افزایش قیمت سکه در بازار آزاد ارتباط چندانی با بازار مشتقه یعنی گواهی سپرده طلا یا فروش آتی سکه (از سال ۹۷ متوقف شده) ندارد. این استدلال که بازار گواهی سپرده طلا و فروش آتی تأثیر در افزایش حباب قیمت سکه یا طلای نقد دارند، حقیقت ندارد.

امینی خواه افزایش قیمت کنونی سکه در بازار که در این روزها در کانال ۱۰ میلیون تومان نوسان می‌کند را حاصل تورم انتظاری و تأثیر افزایش قیمت ارز در بازار آزاد می‌داند و می‌گوید: زمانی که نرخ سپرده پایین‌تر از تورم است، امکان ذخیره یا حفظ ارزش پول برای افراد گزینه‌های زیادی ندارد طبیعی است که به سمت سرمایه‌گذاری سنتی بروند و بخشی از سرمایه مردم در طلا و سیسپس ارز ذخیره شود. مدیر سرمایه‌گذاری‌های جایگزین تأمین سرمایه لوتوس پارسین، با بیان اینکه بانک مرکزی به عنوان بازیگر اصلی در بازار طلا مهم‌ترین نقش را ایفا می‌کند، می‌گوید: بانک مرکزی به عنوان سیاست‌گذار برای کنترل بازار می‌تواند با پیش‌فروش یا گواهی سپرده گواهی سکه در بازار طلا بازارگردانی کرده و قیمت طلا را تا حدودی کنترل کند. او اضافه می‌کند: جایی که هر روز تورم روز افزون داریم و انتظارات تورمی هم وجود دارد بستن بازار مشتقه تأثیری بر بازار نقدی ندارد. مطالعاتی که فدرال رزرو در این باره انجام داده نشان می‌دهد که بازارهای مشتقه بر بازارهای نقدی تأثیر مستقیم ندارد.

این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه بستن بازار مشتقه مثل فروش آتی سکه یا گواهی سپرده سکه و طلا یک برداشت کاملاً سطحی‌نگر بوده و پایه و اساس علمی ندارد، توضیح می‌دهد: درواقع تأثیر بازار مشتقه و نقد برعکس است یعنی بازار نقدی بر قیمت‌های بازار مشتقه تأثیر دارد. حضور یک بازارگردان قوی و قابل اطمینان در بازار و فروش آتی یا گواهی سپرده با عرضه‌های یک یا دو ساله می‌تواند بخش مهمی از بازار و حتی دارایی‌ها را مدیریت کرده و به حفظ ارزش دارایی‌ها کمک کند. او در مورد اشتباهات سیاست‌گذاران این بخش یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس می‌گوید: بانک مرکزی و سازمان بورس این اشتباه را در مورد توقف فروش آتی سکه کردند و دامنه نوسان گواهی سپرده سکه را نیز از ۵ به یک کاهش دادند، معاملات حقوقی‌ها را ممنوع کردند، اما همچنان قیمت در بازار نقدی در حال صعود است.

امینی خواه با اشاره به اینکه مسیر در بازار نقدی همان عرضه و تقاضاست و قیمت با عرضه و تقاضا مشخص می‌شود، توضیح می‌دهد: این اتفاق‌ها در حالی رخ می‌دهد که بانک مرکزی برای نقل و انتقالات (حتی پول) قوانین بسیار سخت‌گیرانه اعمال کرده به طور مثال برای نقل و انتقال بیش از چند میلیون باید سند بگذارد به راحتی نمی‌توانید تراکنش انجام دهید و در مورد ارز هم حجم معاملات بسیار محدود و فضا برای فعالیت در بخش ارز امنیتی است. او در مورد دلایل وجود حباب در قیمت سکه و طلا اضافه می‌کند: حبابی که در حال حاضر روی قیمت سکه وجود دارد بیشتر ناشی از انتظارات تورمی و بسته شدن بازار مشتقه است تا فعالیت بازارهای مشتقه! با توجه به حجم نقدینگی و بازارهای محدود طبیعی است که تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بازار طلا که یک بازار سنتی سرمایه‌گذاری در ایران است، بیشتر شود.

این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه تا پیش از بسته شدن بازار آتی و محدودیت در گواهی سکه، حباب سکه نزدیک به صفر بود اما با توقف فروش آتی و محدودیت در گواهی سپرده سکه بازار سکه حباب مثبت



اینکه به شفافیت بازار کمک می‌کند، می‌تواند با توجه به میزان نقل و انتقالات مالیات آن، درآمد جدید و مستمری ایجاد کند و هم‌زمان عمق بازار را بیشتر کرده و جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاری ایجاد کند.

وی با اشاره به اینکه فعالیت ابزارهای مشتقه سفته‌باز سودجویانه را کاهش داده و از حبایی شدن بازار نیز جلوگیری می‌کند، می‌گوید: به طور کلی بازارهای مشتقه و ابزارهای آن یک عامل بازدارنده برای عدم شفافیت است و اجازه نمی‌دهد قیمت‌ها از بازه واقعی خارج شده و سودهای غیر واقعی شکل بگیرند. در حال حاضر تنها ابزار پوشش ریسک و قیمت‌گذاری واقعی (یا حداقل نزدیک به واقعی) در بازار سپرده گواهی شکل گرفته است. او اضافه می‌کند: فعالیت این بازار در حال حاضر محدود شده و شایعاتی نیز مبنی بر تعطیلی این بازار هم به گوش می‌رسد اما تعطیلی این بازار هم مانند توقف معاملات آتی سکه هیچ تأثیر مثبتی برای روند کنونی افزایش قیمت نخواهد داشت. تنها نتیجه‌اش تعیین قیمت در کوجهای فردوسی و بازارهای نقدی و بدون ضابطه است. هیچ بازاری در دنیا برای کنترل قیمت بازارهای مشتقه و ابزارهای آن تعطیل نمی‌شود بلکه با تقویت این بازارها و ورود بازگردان‌های حرفه‌ای سعی در کاهش ریسک و کنترل بهینه قیمت‌ها دارند.

### امیدهای تازه برای احیا

حمیده صادقی، کارشناس بازار سرمایه و ابزارهای آتی و مشتقه از جمله کارشناسانی است که معتقد است توقف معاملات آتی سکه و محدودیت دامنه در گواهی سپرده طلا در عمل هیچ تأثیری بر رشد قیمت سکه نداشته و ندارد. او توضیح می‌دهد: تجربه نیز این موضوع را ثابت کرده است. در میانه‌های سال ۹۷ قیمت سکه حدود ۵ میلیون تومان بود و علت آن را فروش آتی سکه در بورس اعلام کردند، به همین دلیل فروش آتی سکه متوقف شد اما رشد قیمت سکه متوقف نشد به طوری که الان قیمت سکه در بازار نقدی حدود ۱۰ میلیون تومان معامله می‌شود و در ضمن نوسان‌های آن نیز قابل کنترل نیست. او اضافه می‌کند: رشد قیمت سکه بیش از هر چیزی وابسته به قیمت اونس جهانی طلا، قیمت ارز در داخل کشور و تورم انتظاری است.



صادقی با اشاره به اینکه ما به عنوان کارشناسان بازارهای مشتقه و آتی به این نکته بارها در جلسات متعددی که تشکیل شده، اشاره کردیم که کنترل بازار فقط با ابزارهای بازار سرمایه امکان پذیر است، توضیح می‌دهد: ما همه این توضیحات را ارائه کردیم اما بخشی از بازار که از فروش نقدی و گسترش بازار نقدی سود می‌برد به طور مداوم سعی در القاء کردن عکس این مفاهیم را دارند. او اضافه می‌کند: در جلسات اخیر به نظر می‌رسد که سیاست‌گذاران به ویژه کارشناسان بانک مرکزی به عنوان نهاد اصلی بازار به این موضوع توجه نشان داده و حتی امکان این وجود دارد که فروش آتی سکه نیز دوباره راه‌اندازی شود. این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه در شرایط فعلی با توجه به شروع موج دوم کرونا و مبهم بودن فضای اقتصادی در تمام دنیا، تنها بازار من برای سرمایه‌گذاری بازار طلاست، می‌گوید: در داخل نیز علاوه بر مشکل کرونا مشکلات دیگر اقتصادی هم وجود دارد، بازار طلا جذابیت بیشتری دارد ضمن اینکه بازار سنتی ایران برای سرمایه‌گذاری است. بنابراین باید با توجه به شرایط برای کنترل قیمت و تنظیم عرضه و تقاضا به جای توقف ابزارهای موجود یا بازارهای مشتقه سرمایه‌گذاری برای افزایش انبارهای خزانه بانک‌ها و بورس کالا برای نگهداری سکه بیشتر شود. صادقی اضافه می‌کند: این اتفاق به فعالان بازار این اجازه را می‌دهد که دست‌شان برای کنترل بازار و پاسخ دادن به تقاضا و بازارگردانی باز بوده و به درستی عمل کنند. در شرایط فعلی مداخله بانک مرکزی اگر به غیر از این شیوه باشد هیچ کمکی به کنترل قیمت و پوشش ریسک نمی‌کند. در حال حاضر با وجود کاهش دامنه نوسان گواهی سپرده هنوز حباب قیمت سکه حدود مثبت ۲۰ درصد است.

با افزایش قیمت سکه‌های بیشتری را گواهی سپرده کنند و قیمت کنترل می‌شود. او اضافه می‌کند: می‌بینید که بانک‌ها با وجود افزایش قیمت، عرضه گواهی سکه را افزایش نمی‌دهند. این اتفاق تنها دو دلیل دارد یا بانک‌ها سکه به اندازه کافی سکه برای عرضه گواهی سکه ندارند یا قیمت تمام شده سکه‌های موجود در خزانه بانک‌ها بیش از قیمت بازار است که بانک‌ها تمایل به عرضه بیشتر ندارند. این کارشناس بازار سرمایه معتقد است: بانک مرکزی به عنوان نهاد ناظر بر بازار می‌تواند مهم‌ترین و اصلی‌ترین نقش را در کنترل بازار ایفا کند. او توضیح می‌دهد: تعریف بازار مشخص است و قیمت بر اساس عرضه و تقاضا مشخص می‌شود. تجربه نشان داده که بازار با تهدید بخر یا فروش واکنش خوبی نشان نمی‌دهد و به تعادل هم نمی‌رسد. تنها راه فروکش کردن التهابات همان برنامه‌ریزی میان مدت و بلند مدت، استفاده از ابزارهای پوشش ریسک و ابزارهای مشتقه مثل فروش آتی یا گواهی سپرده است. او اضافه می‌کند: در ضمن به این نکته بسیار مهم نیز توجه داشته باشید که قیمت کالاها نشان می‌دهد، قیمت ارز حدود ۲۵ هزار تومان محاسبه می‌شود. با توجه به ارز ۲۵ هزار تومانی قیمت ۱۰ تا ۱۰ میلیون و ۵۰۰ هزار تومانی یک قیمت معقول و درست است. عسکری معتقد است برای کنترل بهتر بازار در شرایط فعلی فقط باید عرضه از طریق ابزارهای موجود را افزایش دهد. او اضافه می‌کند: معامله از طریق بازارهای مشتقه و ابزارهای آن یک بازار شفاف، کارآمد و قابل اعتماد است. گردش مالی مشخصی دارد، مالیاتش پرداخت می‌شود و سازوکار مشخصی هم دارد. اما به نظر می‌رسد ناظر و گردانندگان بازار اعتقادی به شفافیت در بازار ندارند و گسترش بازارهای نقدی را ترجیح می‌دهند.

او اضافه می‌کند: در میانه‌های سال ۹۷ تصمیم بر این شد که بازار فروش آتی سکه به دلیل تأثیر بر قیمت سکه و افزایش دادن آن متوقف شود! اما در همان زمان قیمت سکه حدود ۵ میلیون تومان بود ولی الان قیمت سکه حدود ۱۰ تا ۱۰ میلیون و ۵۰۰ هزار تومان است. عسکری معتقد است: تعطیلی بازار آتی سکه و محدود کردن بازار گواهی سپرده طلا یک اشتباه تاکتیکی و تاریخی در بازار بود که هیچ نتیجه مثبتی نداشت و البته افزایش تاریخی قیمت سکه که در کمتر از دو سال دو برابر شده نتیجه همین تصمیم است.

### تاکتیک اشتباه در موقع لزوم!

بازار نقدی و بازار آتی بر یکدیگر تأثیر دارند اما فعالیت بازار مشتقه نمی‌تواند به عنوان پیش‌ران بازار یا تعیین کننده قیمت و جهت بازار باشد. شایان کرمی، کارشناس بازار سرمایه و ابزارهای مشتقه و آتی، تحلیل و ارتباط بین بازار آتی و بازار نقدی را خیلی ساده و مشخص



می‌داند. او در این باره توضیح می‌دهد: قیمت طلا در کشور ما تابع قیمت اونس جهانی طلا و قیمت ارز است. در همان زمان که تصمیم بر توقف معاملات آتی سکه گرفته شد نیز فعالان بازار سرمایه هشدار به اشتباه بودن این استدلال دادند. او اضافه می‌کند: در حال حاضر نیز تصمیم بر محدودیت فعالیت ابزار گواهی سپرده طلا نیز یک تاکتیک اشتباه است و تأثیری بر کنترل قیمت ندارد. این کار فقط مبنای قیمت‌گذاری شفاف را از بین می‌برد و نقدشوندگی بازار را نیز ممکن است با اشکال مواجه کند. در شرایط فعلی فقط بازار نقدی تعیین کننده قیمت است و بازارهای مشتقه تأثیر مستقیمی بر آن ندارند. کرمی با اشاره به اینکه افزایش قیمت سکه شاید تا حدودی مربوط به عرضه گواهی سپرده باشد، اما برای آن راهکاری وجود دارد، توضیح می‌دهد: بورس کالا می‌تواند برای مثال با افزایش هزینه و کارمزد انبارداری انگیزه برای بانک‌های عرضه کننده گواهی سپرده طلا ایجاد کند تا بانک‌ها عرضه از طریق گواهی سپرده را بیش از شیوه نقدی دنبال کنند. او اضافه می‌کند: عرضه سکه و طلا به شیوه گواهی سپرده یا فروش آتی علاوه بر



کارشناسان مسکن و تحلیلگران بازار سرمایه بررسی کردند:

# ملاحظات راه اندازی بورس مسکن ۸۲



بایدها و نبایدهای  
توسعه‌گری  
در ساخت مسکن



۸۴

امکانات  
بورس مسکن  
برای دولت



۸۳

راه‌اندازی بورس  
املاک و مستغلات  
تجربه جهانی ندارد



۸۲

کارشناسان مسکن و تحلیلگران بازار سرمایه بررسی کردند:

# ملاحظات راه اندازی بورس مسکن

ابهام کارشناسان بر سر سرمایه ۵ هزار میلیارد تومانی

شبنم عزیزی  
خبرنگار



و برای این موضوع چند دلیل عمده ذکر می‌کند. عده تبریزی می‌گویند: در دنیا و در کشورهای پیشرفته در حوزه بازار مسکن و بازار سرمایه هیچ تجربه مشابهی از راه اندازی بورس جداگانه برای مسکن وجود ندارد در حالی که اساساً هیچ محصول جدیدی نیز در قالب بورس املاک و مستغلات پیشنهاد شده برای راه اندازی در ایران معرفی نشده است و فعالیت‌هایی که در قالب بورس املاک و مستغلات مدنظر پیشنهاددهندگان قرار دارد در سایر بورس‌های موجود از جمله فرابورس و بورس کالا قابل ارائه است. وی با بیان اینکه همه افراد فعال در بازار سرمایه، گسترش این بازار و تأمین مالی از این طریق در حوزه‌های مختلف از جمله بازار مسکن را خواستار هستند و آن را ضروری و در بردارنده فواید بسیار می‌دانند، خاطرنشان کرد: با وجود این در صورتی که گسترش بازار سرمایه، منطقی نباشد مشکلات بسیار زیادی را به وجود می‌آورد. این کارشناس ارشد بازار افزود: بخش ساختمان بخش بزرگی از اقتصاد کشورمان است که در بازار سرمایه حضور فعالی ندارد و تنها در چند مورد محدود و اندک بازار سرمایه در تأمین مالی حوزه مسکن حضور داشته است. وی تأکید کرد: با این حال هنوز هم روش‌هایی در این حوزه برای تأمین مسکن مالی مسکن وجود دارد و شناخته شده و تجربه شده است که قابلیت و ظرفیت گسترش دارد و تصور می‌شود توسعه و گسترش این بخش‌ها و تمرکز بر روی آن‌ها اثرات مفیدتری نسبت به راه اندازی بورس مسکن بر جای خواهد گذاشت. این اقتصاددان ادامه داد: از آن جمله می‌توان به صندوق‌های زمین و ساختمان اشاره کرد که در مواردی تجربه تأمین مالی حوزه مسکن از طریق آن‌ها وجود دارد و پیش از این نیز برای تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی از آن‌ها استفاده شده است. این صندوق‌ها امکان، ظرفیت و قابلیت گسترش بسیار دارند. همچنین صندوق‌های ریت یا مستغلات را می‌توان نام برد که سمت تقاضای مسکن را تقویت می‌کند. بازار ثانویه اوراق رهنی نیز از دیگر روش‌های تأمین مالی با اتکا به بازار سرمایه است که این روش نیز قابلیت گسترش دارد و می‌توان برای تأمین مالی بخشی از بازار مسکن بر آن تکیه کرد.

وی با بیان اینکه از دیگر ظرفیت‌ها و قابلیت‌های قابل گسترش در بازار سرمایه به منظور تأمین مالی بازار مسکن می‌توان از اوراق تسه یا همان اوراق گواهی حق تقدم تسهیلات مسکن یاد کرد، گفت: با وجود چنین ظرفیت‌هایی و در حالیکه می‌توان در قالب بورس‌های موجود، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برای بازار مسکن و ساختمان را دنبال کرد برخی به دنبال راه اندازی یک بورس مجزا برای بازار مسکن تحت عنوان بورس املاک و مستغلات هستند. در حالی که پیشنهاددهندگان راه اندازی این بورس هیچ محصول جدیدی که منطقی جدید و محکم برای راه اندازی بورس جدید باشد را معرفی نکرده‌اند. تنها براساس این قضاوت که بورس‌های موجود در حوزه مسکن، املاک و مستغلات کم کاری کرده و می‌کنند نمی‌توان منطق محکمی برای راه اندازی یک بورس جدید ایجاد کرد. در واقع بورس املاک و مستغلات قرار است تنها بخشی از فعالیت‌های بورس کالا و فرابورس را به صورت جداگانه پیگیری کند که این موضوع به هیچ وجه توجیه ندارد.

در حالی که اساسنامه اولیه راه اندازی بورس املاک و مستغلات که این روزها با عنوان بورس مسکن در رسانه‌ها و در میان صاحبان حوزه مسکن مورد اشاره قرار می‌گیرد تهیه شده است، بسیاری از کارشناسان خبره و برجسته حوزه مسکن و بازار سرمایه معتقدند راه اندازی این بورس در شرایطی که امکان حضور املاک و مستغلات در تابلوی معاملاتی سایر بورس‌های موجود وجود دارد، امری غیر ضروری است.

اگر چه تاکنون نظرات موافق و مخالف زیادی در این حوزه و بر سر راه اندازی بورس املاک و مستغلات یا همان بورس مسکن مطرح شده است اما تازه‌ترین جمع بندی کارشناسان و صاحبان ارشد این حوزه در خصوص راه اندازی بورس مسکن آن است که دست کم طرح اولیه یا همان اساسنامه اولیه تهیه شده برای این موضوع نیاز به موشکافی و مطالعات کارشناسی دقیق‌تری دارد. هر چند هنوز هم برخی از کارشناسان برجسته مسکن و بازار سرمایه معتقدند هیچ تجربه جهانی در خصوص راه اندازی بورس املاک و مستغلات در شکلی که هم اکنون برخی به دنبال راه اندازی آن هستند، وجود ندارد و اساساً راه اندازی این بورس نه تنها کمکی به بازار مسکن نمی‌کند که منجر به بروز مشکلاتی از جمله درگیری نهادهای نظارتی، ضعف نظارت، نحوه پاسخگویی به متقاضیان به جهت سرمایه اولیه بالای در نظر گرفته شده برای آن - سرمایه ۵ هزار میلیارد تومانی - می‌شود. با این حال برخی دیگر می‌گویند اساساً از آنجا که بازار مسکن در ایران با بازار مسکن در بسیاری از کشورها متفاوت است به خصوص در شرایط کنونی که جهش قیمت مسکن و نابسامانی شرایط اقتصادی منجر به تبدیل بازار مسکن به محل سفته بازی و مکانی برای ورود سرمایه‌های انباشته شده و عملاً متقاضیان مصرفی به دلیل ضعف قدرت خرید از این بازار به حاشیه رانده شده‌اند راه اندازی بورس مسکن یا بورس املاک و مستغلات به منظور عرضه انبوه واحدهای مسکونی تحت نظارت نهادهای نظارتی و ایجاد فضای رقابتی در حوزه عرضه مسکن، زیانی ندارد و احتمالاً بتواند در شرایط ملتهب فعلی موثر و مفید واقع شود.

هر چند هنوز هم اعتقاد عمده کارشناسان بر این است که طرح اولیه یا اساسنامه اولیه راه اندازی بورس املاک و مستغلات و بسیاری از موارد مندرج در آن با ابهامات، نواقص و اشکالات زیادی مواجه است که اگر تصمیم نهایی بر راه اندازی این بورس گرفته شود باید تمام آنها شفاف و برطرف شود. موافقان و پیشنهاددهندگان راه اندازی بورس املاک و مستغلات همچنین از استقبال فعالان حوزه مسکن و ساختمان از راه اندازی این بورس خبر می‌دهند و می‌گویند باید بازار مسکن ایران را بیش از آنکه با فرآیندهای جهانی مورد قیاس قرار داد از ناحیه تحولات و نیازهای داخلی ارزیابی کرد. از این رو صرفاً با استناد به اینکه در دنیا چنین تجربه‌ای وجود ندارد نمی‌توان حکم به زیان آور بودن راه اندازی این بورس داد.

## راه اندازی بورس املاک تجربه جهانی ندارد

حسین عبده تبریزی، کارشناس مسکن و بازار سرمایه در خصوص راه اندازی بورس مسکن معتقد است راه اندازی بورس املاک و مستغلات امری بی‌معناست

است و به همین علت باید مشخص شود نظام ارزش گذاری در بورس املاک و مستغلات به چه نحوی خواهد بود که همه این ملاحظات را تأمین کند. چرا که حتی در حوزه ارزش گذاری، کارشناسان رسمی دادگستری هم با یکدیگر اختلاف نظر دارند.

وی با بیان اینکه هنوز موضوع شیوه ارزش گذاری املاک در بازار بورس شکل نگرفته است، افزود: بهتر بود روندها در بازارهای فعلی از جمله بورس کالا شکل گیرد و امتحان شود و پس از سپری شدن این امتحان و با توجه به تجربه‌ها اگر نیاز بود بورس املاک و مستغلات ایجاد شود. بنابراین لازم است مطالعات سازمان بورس در این باره بیشتر شود.

و کیلی با اشاره به آنکه موضوع دیگر در این زمینه توجه به دامنه عرضه در بازار از طریق بورس املاک و مستغلات است، گفت: از سوی دیگر باید مشخص شود که در بازار نحوه عرضه این املاک و نظام عرضه‌ای که قرار است برای این املاک شکل بگیرد چگونه است و تمام این موارد باید به طور واضح و کامل شفاف سازی شود.

### امکانات بورس مسکن برای دولت

نماینده اتاق بازرگانی در شورای عالی بورس اما معتقد است: راه اندازی بورس املاک و مستغلات می‌تواند آثار و پیامدهای مثبتی برای اقتصاد کشور، دولت و متقاضیان بازار مسکن و همچنین فعالان این عرصه داشته باشد. به شرط آنکه تمام ملاحظات در این باره در نظر گرفته شود و بورس مسکن پس از انجام مطالعات کارشناسی دقیق و کافی راه اندازی شود.



حسین سلاح ورزی، نماینده اتاق بازرگانی در شورای عالی بورس یکی از فواید راه اندازی و فعالیت بورس املاک و مستغلات را کمک به تأمین مالی و تولید انبوه مسکن با قیمت تمام شده مناسب، اعلام کرد. وی در عین حال تأکید کرد: مطالعات انجام شده در خصوص شرایط اقتصاد کشور و مقایسه آن با سایر کشورها نشان می‌دهد که بین متغیرهای کلان اقتصادی و متغیرهای بخش مسکن ارتباط بسیار قوی وجود دارد. از سوی دیگر حدود ۱۲۰ رشته فعالیت با حوزه ساختمان ارتباط مستقیم دارند. بنابراین و براساس شاخص‌های مختلف اقتصادی رونق در بخش ساختمان با رونق یا رکود کل اقتصاد، ارتباط دارد و از طرفی موضوع مسکن برای مردم نه تنها اقتصادی بلکه موضوع اجتماعی است و از سوی دیگر دولت هم حجم انبوهی از املاک و طرح‌های نیمه تمام دارد که قرار بود آن‌ها را برای بهره برداری و مولدسازی به بخش خصوصی واگذار کند. بورس املاک و مستغلات می‌تواند در این زمینه به دولت نیز کمک کند.

سلاح ورزی گفت: راه اندازی بازاری به عنوان بازار املاک و مستغلات می‌تواند امکان تأمین مالی از طریق صندوق پروژه‌ها برای تکمیل طرح‌های نیمه تمام دولت را فراهم کند و از سوی دیگر برای مردم فرصت برای پیش خرید در بستر شفاف به حساب می‌آید. به نظر می‌رسد موضوع راه اندازی بورس املاک و مستغلات در تحلیل‌های عامیانه به بورس مسکن تقلیل داده شده است در حالی که این گونه نیست و بورس املاک و مستغلات کارکردهای گوناگون بیشتری دارد. وی با بیان اینکه مطالعات نشان می‌دهد املاک مسکونی و تجاری در ایران بیش از ۸۰ درصد خالص ثروت را تشکیل می‌دهد، گفت: بنابراین و با توجه به تنوع کارکردها در این بخش، راه اندازی بورس تخصصی حوزه املاک و مستغلات اقدامی بی ضرر خواهد بود.

نماینده اتاق بازرگانی در شورای عالی بورس ورزی راه اندازی و فعالیت بورس املاک و مستغلات را یکی از عوامل ایجاد تعادل در بازار مسکن به لحاظ عرضه و تقاضا عنوان کرد. وی گفت: ممکن است در ابتدا آثار این راه اندازی در جامعه محسوس نباشد اما به مرور زمان عرضه و تقاضا خود را در این بستر تعادل می‌بخشد.

در دنیا نیز چنین تجربه‌ای وجود ندارد. ضمن آنکه با ایجاد هر نهاد جدید در بازار سرمایه باید دستگاه نظارتی قوی‌ای بر آن اعمال نظارت کند که در شرایط فعلی می‌بینیم که نظارت بر عملکرد نهادهای مالی موجود نیز به جهت تعدد این نهادها و سایر موارد، نظارت قوی‌ای نیست و نهادهای نظارتی در شرایط فعلی با مشکلاتی مواجه اند و مشخص نیست با اضافه شدن یک بورس جدید موضوع نظارت‌ها به چه صورتی پیش خواهد رفت؟ از سوی دیگر اگر سرمایه اولیه برای راه اندازی چنین بورسی ۵ هزار میلیارد تومان تعریف شده است باید هزینه معاملات به قدری بالا برود که بتوان جواب مردم و سرمایه‌گذاران را داد و این موضوع نیز قابل تامل است.

### ناهماهنگی با قوانین بورسی

محمد اسکندری، کارشناس بازار سرمایه نیز معتقد است: آنچه در اساسنامه اولیه تهیه شده برای بورس مسکن آمده است نشان می‌دهد که این اساسنامه و برخی موارد مندرج در آن با قانون اوراق بهادار و سایر قوانین حوزه بورس مطابقت ندارد.



به گفته وی آنچه مسلم است این که در این زمینه نباید به صورت شتاب زده برخورد کرد و تصمیم گرفت و لازم است اساسنامه بورس املاک و مستغلات در صورت اصرار برای تشکیل این بورس، با دقت و نگاه کارشناسی تر تدوین شود. اسکندری تأکید کرد: برخورد شتاب زده در این زمینه می‌تواند منجر به شکست این طرح شود. همان گونه که دو سال است که امیدنامه پیش فروش متری مسکن تهیه شده است و در بازار فرعی بورس کالا، عرضه املاک دولت و بانک‌ها نیز بسیار مورد تبلیغ قرار گرفت اما در عمل نتوانست موفقیتی حاصل کند. در خصوص بورس مسکن یا بورس املاک و مستغلات هم؛ هم اکنون قواعد صندوق‌های املاک و مستغلات به صورت پیش نویس تهیه شده است. نکته مهم در این زمینه آن است که باید بین بورس و نهادهای مالی و همچنین بورس و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تفاوت قائل شد بورس باید واسطه معاملات اوراق بهادار و کالا باشد اما به نظر می‌رسد تعریف جدیدی از بورس در قالب اساسنامه بورس مسکن در حال ارائه است که با قانون اوراق بهادار همخوانی ندارد. به این معنا که محتویات این اساسنامه نشان می‌دهد ضوابط تدوین و تهیه شده برای بورس مسکن با قوانین بورسی مطابقت ندارد. از آن جمله باید در نظر گرفته شود که تأمین سرمایه تخصصی باید در کنار پذیره نویسی باشد. اسکندری با اشاره به سرمایه بسیار بالایی که برای تشکیل بورس املاک و مستغلات در نظر گرفته شده است پیش‌بینی سرمایه ۵ هزار میلیارد تومانی برای این بورس را رقم بسیار بالایی اعلام کرد و گفت: سایر بورس‌های این چنینی با سرمایه‌های بسیار کمتر شکل گرفته اند و رقم سرمایه ۵ هزار میلیارد تومانی برای بورس املاک و مستغلات رقم بسیار بالایی است و می‌تواند مخاطره آمیز باشد. در واقع این رقم ۵ هزار میلیارد تومانی سرمایه در نظر گرفته شده برای تشکیل این بورس را می‌توان به ابهام بزرگ این طرح تعبیر کرد و نکته مهم آن است که اساسنامه با ماهیت و قوانین بورس سازگار نیست. وی تأکید کرد: معتمد بورس مسکن باید تشکیل شود و از موافقان تشکیل بورس مسکن هستیم اما قطعاً این راه اندازی باید با دیدگاه قوی‌تر و بررسی کارشناسی بیشتری صورت گیرد.

### مطالعات کامل شود

یک کارشناس بازار سرمایه می‌گوید: در زمینه راه اندازی بورس املاک و مستغلات ابتدا باید به فلسفه این بازار توجه شود و مطالعات موجود در این باره کامل شود. ضمن آنکه همه ملاحظات مربوط به ناهمگن بودن مسکن مورد توجه واقع شود. چرا که بازار مسکن بازاری ناهمگن است. قیمت یک ملک حتی در شرایط مشابه، با ملک دیگر متفاوت



بنیان‌گذار توسعه‌گری مسکن و ساختمان

در گفت و گو با بازار و سرمایه تشریح کرد:

## بایدها و نبایدهای توسعه‌گری در ساخت مسکن

عکس: مهرداد نیکروان

انبوه‌ساز برتر کشور و بنیان‌گذار توسعه‌گری مسکن و ساختمان، بایدها و نبایدهای توسعه‌گری در نظام ساخت و عرضه مسکن و ساختمان را تشریح کرد. سید مجید نیک نژاد، در گفت‌وگو با خبرنگار ماهنامه بازار و سرمایه با تشریح موانع موجود در مسیر توسعه‌گری در عرصه ساخت و عرضه مسکن و ساختمان، نظام فعلی تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی را نظامی ناکارآمد توصیف کرده و راهکارهایی به منظور استفاده از ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه برای تأمین مالی بخش مسکن ارائه کرد. وی همچنین با اشاره به موارد مغفول مانده در نظام ساخت و ساز، راه‌اندازی بازار اجاره داری حرفه‌ای به منظور توسعه فعالیت توسعه‌گران و انبوه‌سازان حرفه‌ای مسکن از یک سو و حل مشکلات بیشمار مستاجران از سوی دیگر را از ضرورت‌های مهم توصیف و خاطرنشان کرد: وقت آن رسیده است که قوانین موجود در این زمینه از جمله تاکیده‌های درج شده در قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن و آیین‌نامه اجرایی آن در خصوص راه‌اندازی بازار اجاره داری حرفه‌ای از سوی انبوه‌سازان دارای صلاحیت حرفه‌ای، اجرایی شود. مشروح گفت‌وگو با وی در ادامه آمده است:

توسعه طرح‌های تأمین مالی تولید و عرضه مسکن استفاده کرد.

■ **طرحی با عنوان طرح صندوق‌های مسکن و ساختمان توسعه‌گران مسکن، ساختمان و گردشگری از سوی شما به متولی بخش مسکن پیشنهاد شده است، در این طرح نظام تأمین مالی ساخت به چه صورتی است؟**

در قالب این طرح به عنوان مثال پروژه‌ای که دارای ۱۰۰ سهم می‌باشد و به صورت «سهام پروژه» تأمین مالی می‌شود، ۸۸ سهم مربوط به خریداران و ۱۲ «سهام ویژه» متعلق به شرکت توسعه‌گری است. پس از محاسبه سود توافقی، مبالغ اقساط به موقع به حساب مادر (حساب موجود در نزد بانک) واریز می‌شود البته اگر سهام‌دارانی پیشاپیش مبالغ چند قسط را به حساب صندوق خود واریز کنند سود توافقی به حسابشان واریز می‌شود.

■ **اجرای این طرح و تشکیل این صندوق‌ها چه منافعی برای افراد و نهادهای درگیر در آن دارد؟**

یکی از اصلی‌ترین منافع تشکیل این صندوق‌ها متوجه بانک خواهد بود. این طرح قطعاً با ضریب بالای امنیت و بدون ریسک برای بانک خواهد بود که در طول دو، سه سال طول دوره ساخت پروژه، چند صد میلیارد تومان چرخش مالی سهامداران و شرکت در بانک متمرکز شده و از این میان ۳ درصد کارمزدهای بانک هم، ارقام قابل توجهی خواهد بود. شرکت‌های ساختمانی نیز که هیچ نگرانی از تأمین مالی پروژه در هیچ مقطعی پیدا نخواهد کرد و دقیقاً می‌توانند مراحل مختلف پروژه را در زمان‌های پیش‌بینی شده اجرا کنند. سهامداران نیز می‌توانند اموال و املاک خود را در بهترین شرایط به فروش رسانده و به حساب صندوق فرعی خود واریز کنند، در زمان‌هایی هم که شرایط تأمین مبالغ پرهزینه باشد، با استفاده از اعتبار صندوق خود می‌توانند با آرامش خیال چندین قسط را پشت سر بگذارند. این طرح تحول بزرگی در تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی

■ **در شرایط فعلی چه نظامی را برای تأمین مالی پروژه‌های ساخت مسکن پیشنهاد می‌کنید؟ آیا روش‌های سنتی موجود برای تأمین مالی همچون تسهیلاتی که از گذشته تا هم اکنون در حوزه ساخت مسکن پرداخت می‌شده و می‌شود برای شرایط فعلی و تأمین مالی پروژه‌های ساخت مسکن کماکان کارآمد و مناسب است؟**

واقعیت آن است که در شرایط فعلی دیگر تسهیلات به روش سنتی موجود به هیچ وجه جوابگو نیست. بلکه لازم است شرایطی مهیا شود که تسهیلات یا به صورت خط اعتباری و یا اشکال دیگری به حوزه ساخت و ساز تعلق گیرد؛ از آن جمله می‌توان به اختصاص خط اعتباری جهت تعریف (پدیدآوری طرح) و طی مراحل تا صدور پروانه ساختمانی نام برد. همچنین اختصاص خط اعتباری جهت ساخت و تولید مسکن و ساختمان (با هر کاربری) و تخصیص خط اعتباری سرمایه در گردش توسعه‌گر یا انبوه‌ساز از دیگر اشکال آن است. استفاده از ظرفیت‌های بیشمار بازار سرمایه همچون راه‌اندازی صندوق پروژه‌ها نیز در شرایط فعلی امری ضروری و اجتناب‌ناپذیر است. مشکل بزرگی که در مورد تسهیلات بانکی ساخت مسکن وجود دارد آن است که بانک تسهیلات را به نام مالک یا مالکان صادر و پرداخت می‌کند و عملاً چنین تسهیلاتی به خصوص در حوزه نوسازی بافت‌های فرسوده غیرقابل اجراست. بهترین شکل ارائه چنین تسهیلاتی، پرداخت تسهیلات به سازنده با قابلیت انتقال به خریدار پس از اتمام دوره ساخت است. در قالب این طرح یک هدف مهم نیز دنبال می‌شود. در واقع می‌توان گفت هدف طرح متمرکز نمودن تمامی فعالیت‌های مالی و بانکی توسعه‌گران (حقیقی و حقوقی) و پروژه‌های توسعه‌گری و انبوه‌سازی در بانک مسکن، به عنوان بانک تخصصی این حوزه است. با این اقدام در هر صورت چه استفاده از تسهیلات بانک در پروژه بشود یا نشود، زمینه تأمین مالی در حوزه بخش مسکن به میزان قابل توجهی فراهم می‌شود و سرمایه‌سازنده‌ها نیز در یک مکان متمرکز می‌شود که می‌توان از آن در جهت

## ■ ماده ۷۷ قانون مالیات‌های مستقیم ناظر بر چه موردی است؟

این ماده نوعی مالیات بر مشاغل است. یعنی اشخاص حقیقی و حقوقی که در ساخت و فروش مسکن و ساختمان دخالت دارند نسبت به درآمد خود از پروژه، طبق قانون مالیات‌های مستقیم، مالیات بر درآمد مشاغل بدهند. مثل مهندسان مشاور، پیمانکاران کل و جزء کارآفرین، توسعه‌گر یا انبوه‌ساز که صفر تا ۱۰۰ پروژه را مدیریت می‌کنند! سازمان مالیاتی در این زمینه انحراف بزرگی ایجاد کرده است و قصد دارد بخشی از قیمت فروش ساختمان را ناشی از سود در نظر بگیرد. یعنی تولید و عرضه مسکن و ساختمان را همان بسازو به فروشی سابق در نظر می‌گیرند. و این در تضاد با ماده ۷ تصویب‌نامه هیأت وزیران در خصوص سیاست‌ها و خط مشی‌های سازماندهی، حمایت و نظارت بر بازار تولید و عرضه مسکن و ساختمان است. در صورتی که وزیر راه و شهرسازی آئین نامه اجرایی ماده ۷ تصویب‌نامه هیأت وزیران را در این خصوص زودتر ابلاغ کند بسیاری از موانع و مشکلات حقوقی، ثبتی و مالکیتی حل و فصل خواهند شد. همچنین لازم است نظام فنی و اجرایی یکپارچه کشور که حکم قانون برنامه ششم توسعه است و سال قبل براساس خواسته معاونت مسکن و ساختمان و مدیرکل ذی ربط تهیه و ارائه شده است تعیین تکلیف شود.

## ■ یکی از مهم‌ترین زمینه‌های فعالیت انبوه سازان و توسعه گران مسکن و ساختمان در کشور ورود به پروژه‌های اجاره داری حرفه‌ای و ساخت و سازهایی به منظور عرضه به بازار اجاره با هدف ایجاد تعادل در این بازار است. آیا زمان آن نرسیده است که این بازار نیز به منظور توسعه فعالیت سازندگان و انبوه سازان حرفه‌ای و همچنین حمایت از مستاجران و بازار تقاضای اجاره ایجاد شود؟

درست است. در این زمینه نیز تاکیدات قانونی زیادی وجود دارد و به لحاظ قانونی نیز دولت مکلف به ایجاد چنین بستری است. مطابق با قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن براساس بند اول ماده ۲ این قانون، حمایت از تولید و عرضه مسکن اجاره‌ای توسط بخش غیردولتی متناسب با مدت بهره برداری از واحد مسکونی به صورت اجاره‌ای مورد تاکید قرار گرفته است. همچنین در بند ۱۰ از ماده یک آیین نامه اجرایی قانون ساماندهی نیز به صورت مجدد این امر مورد تاکید قرار گرفته است. بر این اساس و براساس این بند و ماده قانونی، نظام اجاره داری حرفه‌ای به عنوان نظامی که براساس آن اشخاص حقوقی یا حقیقی به سرمایه‌گذاری، تولید و عرضه واحدهای مسکونی اجاره‌ای به صورت انبوه مبادرت می‌کنند، تعریف شده است. بنابراین زیرساخت‌های قانونی در این زمینه وجود دارد و ضرورت ایجاد این نظام ساخت و عرضه مسکن نیز که تاکنون در کشور مورد توجه قرار نگرفته است کاملاً احساس می‌شود. با توجه به تاخیر ۱۰ ساله در اجرایی کردن اهداف آیین نامه اجرایی و قانون ساماندهی و اراده وزارت راه و شهرسازی بر به نتیجه رسیدن نظام فنی و اجرایی صنعت ساختمان کشور که نتیجه آن ایجاد جایگاه قانونی صنوف ساختمانی است، وقت آن رسیده است که نظام اجاره داری حرفه‌ای هم به عنوان تشکیلات صنفی حرفه‌ای اجاره داری در ۳۱ استان توسط بخش خصوصی و با حمایت‌ها و نظارت‌های قید شده در آیین نامه اجرایی قانون ساماندهی تشکیل شوند همان گونه که لازم است صنوف real estate و property در زمینه املاک و مستغلات جهت خرید، فروش، اجاره و مشارکت در ساخت، هر چه زودتر به موازات سایر صنوف ساختمانی و رعایت الزامات نظام فنی و اجرایی صنعت ساختمان کشور و با همکاری شورای هماهنگی صنوف ساختمانی در ۳۱ استان کشور تشکیل شود.

و عمرانی ایجاد خواهد کرد و «برد» برای بانک مسکن و سایر بانک‌ها، توسعه‌گران و انبوه‌سازان، شهروندان و دولت خواهد شد.

## ■ علاوه بر مسائل مربوط به نحوه و روش‌های تأمین مالی و کمبودها و نواقص موجود در این زمینه، هم‌اکنون مهم‌ترین مشکلاتی که در مسیر فعالیت توسعه گران، انبوه سازان و سازنده‌ها وجود دارد چیست؟

موارد حقوقی، مالکیتی و قانونی که در تعریف و پدیدآوری طرح‌ها در شهرها به طور عمومی و به خصوص در بافت‌های فرسوده، حاشیه‌ای و ناکارآمد وجود دارند و چند مورد را می‌توان به عنوان موانع اصلی تولید و عرضه مسکن و ساختمان مورد اشاره قرار داد. از آن جمله می‌توان گفت، ورود توسعه گر به عنوان پدیدآورنده طرح و مدیریت کننده کلیه امور فنی، مالی، تسهیلاتی، ساخت، پشتیبانی، اداری، پیش فروش و در نهایت عرضه و فروش مسکن و ساختمان با هر کاربری و پروژه‌های مختلف گردشگری، تولیدی، صنعتی، کشاورزی و... با موانع مهمی مواجه است که می‌توان آن را در نهایت در سه دسته کلی طبقه بندی کرد. یک دسته از این موانع همان گونه که در ابتدا مورد اشاره قرار گرفت مربوط به نحوه تأمین مالی پروژه‌ها و پاسخگو نبودن روش‌های سنتی تأمین مالی تولید و عرضه مسکن و ساختمان است. در این زمینه در سئوالات قبلی توضیحات مورد نیاز ارائه شد و ذکر شد که لازم است در سه شکل عمده اقدام به اختصاص خط اعتباری مناسب و کارآمد برای توسعه نظام تأمین مالی مسکن شود و همچنین از ظرفیت‌های بازار سرمایه همچون امکان ایجاد و راه اندازی صندوق پروژه‌ها استفاده شود. مورد و مانع دومی که در مسیر فعالیت توسعه گران مسکن و ساختمان وجود دارد مربوط به نحوه تخصیص عرصه و یا زمین‌هایی است که قرار است ساخت و ساز روی آن‌ها انجام شود و مورد سوم نیز مربوط به برخی از ابهامات، نارسایی‌ها و نواقص قانونی همچون قانون مالیات‌ها، قوانین بیمه‌ای و... است.

## ■ لطفاً در مورد دو مانع مربوط به نحوه تخصیص زمین از یک سو و موانع موجود قانونی که در فوق مورد اشاره قرار دادید، توضیح دهید.

در خصوص عرصه طرح‌های تولید و عرضه مسکن، این سئوال وجود دارد که عرصه طرح که در مالکیت اشخاص حقیقی و حقوقی است چگونه در اختیار توسعه گر قرار می‌گیرد؟ و کالتی کاری یا انتقال سند قطعی یا به صورت وکالت تام الاختیار؟ مشکل اصلی این است که در ایران اصالت بر عرصه حاکم است. به رغم وجود قانون و مصوبات دولت مبنی بر اصالت اعیانی و جایگاه قانونی توسعه گر، در عمل توسعه گر هیچ جایگاه رسمی در دستگاه‌های ذی ربط، شهرداری‌ها و قوانین مربوط در حال اجرا ندارد. در واقع در شرایطی که اصالت با زمین است مالک زمین از جایگاه رسمی برخوردار است و توسعه گری که در حال فعالیت بر روی آن عرصه است و اعیانی را احداث می‌کند فاقد جایگاه رسمی است. این موضوع یکی از موانع عمده ساخت و ساز برای توسعه گران و انبوه‌سازان است. از سوی دیگر و در خصوص مانع سوم یعنی نواقص، کمبودها و نارسایی‌های قانونی نیز می‌توان به طور خلاصه اعلام کرد که قانون بیمه کارگران ساختمانی، قانون مالیات‌های مستقیم به خصوص ماده ۷۷ و مالیات بر ارزش افزوده، قانون پیش فروش و مشکلات ناشی از عدم اجرای ماده ۲۹ قانون نظام مهندسی مربوط به صنوف حرفه‌ای ساختمانی و انحراف سازمان‌های نظام مهندسی از جایگاه قانونی آن‌ها مطابق با ماده ۳ قانون نظام مهندسی، در حال حاضر مهم‌ترین موانع قانونی موجود در مسیر فعالیت انبوه سازان و توسعه گران مسکن و ساختمان هستند.

## صعود تابستانی اجاره بهای مسکن

نرخ‌های پیشنهادی و قطعی در بازار اجاره مسکن در حالی تابستان امسال به میزان قابل توجهی نسبت به مدت مشابه سال قبل و حتی ماه‌های قبل از آغاز تابستان افزایش یافت که بسیاری از کارشناسان مسکن دلیل این صعود تابستانی را تلاش بازار اجاره برای کاهش فاصله نرخ رشد قیمت در بازار معاملات خرید و فروش مسکن و همچنین نرخ رشد اجاره بهای مسکن طی دست کم دو سال اخیر عنوان می‌کنند.

بازار معاملات خرید و فروش واحدهای مسکونی در حالی به دنبال رونق ایجاد شده در پایان سال ۹۶ و ادامه آن در سال‌های ۹۷ و بهار ۹۸ با جهش قیمتی شدید مواجه شد که نرخ اجاره بهای مسکن در همین بازه زمانی با فاصله بسیار کمتری از نرخ رشد قیمت فروش واحدهای مسکونی افزایش یافت. در حالی که در برخی از مقاطع زمانی نرخ رشد قیمت مسکن به حدود ۱۰۰ درصد در مقایسه با مدت مشابه سال قبل از آن رسید و نرخ رشد اجاره بها تنها در محدوده رشد ۳۰ درصدی باقی ماند. هر چند از همان زمان یعنی از سال ۹۷ پیش‌بینی‌های کارشناسی مبنی بر کاهش فاصله این دو نرخ رشد در آینده مطرح شد.

تابستان امسال و به دنبال شروع فاز جدیدی از افزایش قیمت مسکن تحت تأثیر چند علت عمده درونی و بیرونی اثرگذار بر قیمت مسکن، نرخ‌های پیشنهادی اجاره مسکن نیز با رشد قابل ملاحظه مواجه شد. طوریکه در برخی از فایل‌های اجاره این میزان حتی تا افزایش ۴۰ تا ۵۰ درصدی در مقایسه با سال قبل و حتی ماه‌های قبل از شروع تابستان نیز رسید. کارشناسان عمده ترین دلیل این موضوع را تلاش بازار اجاره مسکن برای کاهش فاصله نرخ رشد اجاره بها با نرخ رشد قیمت مسکن می‌دانند. چرا که همواره بازار اجاره مسکن معمولاً با تأخیر زمانی به لحاظ نرخ رشد، خود را با تحولات قیمتی بازار معاملات خرید و فروش واحدهای مسکونی هماهنگ می‌کند.

هر چند هیچگاه تجربه افزایش اجاره بهای مسکن به میزان افزایش قیمت مسکن و برابری این دو نرخ رشد وجود نداشته است. به همین علت نه فعالان بازار، نه موجران و مستاجران و نه کارشناسان بازار مسکن هیچ انتظاری از بابت رسیدن نرخ رشد اجاره بها به نرخ رشد قیمت مسکن را مطرح نمی‌کنند. علت این موضوع حساسیت و آسیب‌پذیر بودن بیشتر بازار اجاره مسکن نسبت به تحولات قیمتی است. از آنجا که مستاجران همواره با دشواری قادر به تأمین اجاره بهای واحدهای مسکونی هستند کوچکترین تغییر و تحول در نرخ اجاره بها منجر به واکنش آن‌ها می‌شود. بنابراین در عمده موارد این امکان وجود ندارد که نرخ رشد اجاره بها با نرخ رشد قیمت مسکن سر به سر شود. اما همواره نوعی فاصله متعارف بین این دو نرخ وجود دارد و معمولاً پس از هر دوره جهش قیمت در بازار معاملات خرید و فروش واحدهای مسکونی، اجاره بها نیز با افزایش مواجه شده تا این فاصله متعارف حفظ شود. با این حال و علاوه بر این موضوع، تابستان امسال نوسانات شدید قیمت ارز، طلا و به خصوص جهش‌های پی‌درپی در شاخص کل بازار سهام در رشد اجاره بهای مسکن اثرگذار بوده است. ادامه روند رشد قیمت مسکن و ثبت تورم ماهانه بی‌سابقه مسکن در خرداد ماه -تورم ماهانه حدود ۱۲ درصدی- از دیگر دلایل تلاش موجران برای بهره‌گیری هر چه بیشتر از بازار اجاره است. تابستان امسال همچنین تحت تأثیر بازدهی بسیار زیاد بازار سهام، فایل‌های رهن کامل در بازار اجاره افزایش یافت و متقاضیان رهن کامل با دشواری کمتری قادر به یافتن این نوع از فایل‌های اجاره مسکن شدند.

جزئیات اجاره بهای اعلامی واحدهای مسکونی واقع مناطق مختلف شهر تهران

| محدوده                                                         | حدود مساحت<br>مترمربع | اجاره ماهیانه<br>تومان | مبلغ رهن<br>تومان      |
|----------------------------------------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| شهران، طوقانی                                                  | ۷۰                    | -                      | ۲۳۰ میلیون             |
| اجاره‌دار، قیداری                                              | ۶۷                    | ۳ میلیون               | ۵۰ میلیون              |
| خ سرباز، سمیعی                                                 | ۵۱                    | ۱ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۷۰ میلیون              |
| انتهای اشرفی، خ معین                                           | ۱۲۰                   | -                      | ۴۰۰ میلیون             |
| ستارخان، حبیب‌اللهی                                            | ۷۰                    | ۳ میلیون               | ۳۵ میلیون              |
| پاسداران، بالاتراز چهارراه                                     | ۹۸                    | -                      | ۴۵۰ میلیون             |
| نظام آباد، خ مدنی جنوبی                                        | ۶۳                    | -                      | ۱۴۰ میلیون             |
| قیطریه، بلوار ۳۵ متری                                          | ۱۲۰                   | -                      | ۱۵۰ میلیون             |
| سعادت آباد، سرو غربی                                           | ۱۰۵                   | ۵ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۱۸۰ میلیون             |
| کوی فراز، بلوار برق                                            | ۱۲۵                   | ۱۱ میلیون و ۸۰۰ هزار   | ۳۰۰ میلیون             |
| اوین، خ کجویی                                                  | ۱۰۰                   | ۱۱ میلیون              | ۱۰۰ میلیون             |
| سعادت آباد، بالاتر از میدان سرو                                | ۹۵                    | ۱ میلیون و ۹۰۰ هزار    | ۲۵۰ میلیون             |
| شمس آباد، خ شهید کرد                                           | ۵۷                    | ۲ میلیون               | ۱۰۰ میلیون             |
| خواج نصیر، خ سرباز                                             | ۸۴                    | -                      | ۲۵۰ میلیون             |
| جشنواره خ درختی                                                | ۵۸                    | ۱ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۶۰ میلیون              |
| خواج نظام، اجاره دار                                           | ۵۰                    | ۲ میلیون و ۲۰۰ هزار    | ۲۰ میلیون              |
| سعادت آباد، خ سرو شرقی                                         | ۱۶۰                   | -                      | ۱ میلیارد و ۵۰۰ میلیون |
| امیر آباد، خ کارگر شمالی                                       | ۸۷                    | ۶ میلیون               | ۲۰۰ میلیون             |
| گاندی، بالاتر از ک بیستم                                       | ۱۳۵                   | -                      | ۴۵۰ میلیون             |
| جمنازاده شمالی، خ فرصت شیرازی                                  | ۱۱۰                   | -                      | ۲۱۰ میلیون             |
| ازگل، خ گلچین                                                  | ۲۰۰                   | ۶ میلیون               | ۶۵ میلیون              |
| اشرفی اصفهانی، سیمون بولیوار، خ معین                           | ۸۸                    | -                      | ۲۳۰ میلیون             |
| نارمک، خ دردشت                                                 | ۵۷                    | ۲ میلیون               | ۶۰ میلیون              |
| نارمک، خ ثانی، میدان ۷۸                                        | ۷۱                    | -                      | ۲۳۰ میلیون             |
| ولنجک بلوار دانشجو                                             | ۱۲۵                   | -                      | ۴۶۰ میلیون             |
| نارمک، چهارراه تلفنخانه، خ طاهری                               | ۳۰                    | -                      | ۵۰ میلیون              |
| مطهری، خ لارستان                                               | ۱۴۰                   | ۴ میلیون               | ۱۰۰ میلیون             |
| پیروزی، خ بروجردی، ۸ متری فلاحیان                              | ۵۰                    | ۱ میلیون               | ۷۰ میلیون              |
| دزاشیب، خ رمضان، خ رهبری                                       | ۱۳۰                   | ۶ میلیون               | ۲۱۰ میلیون             |
| نیاوران، خ سعیدی، خ ارباب کامرانیه، بلوار اندرزگو، میدان صالحی | ۷۰                    | ۴ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۸۰ میلیون              |
| بلوار مرزداران، خ بهار، یگانه شرقی                             | ۱۲۵                   | ۶ میلیون               | ۲۵۰ میلیون             |
| شهران، خ یکم، خ شیخ الاسلام                                    | ۹۵                    | -                      | ۲۶۰ میلیون             |
| جنت آباد، خ گوروش شرقی، خ قائم                                 | ۷۳                    | ۴ میلیون و ۹۰۰ هزار    | ۵۰ میلیون              |
| نارمک، خیابان گلستان ک بیات نیروی هوایی، خ شورا بین مسیل       | ۱۴۰                   | ۵ میلیون               | ۲۵۰ میلیون             |
| جارجود و مسیل منوچهری تهران نو، نرسیده به خ شورا               | ۸۰                    | -                      | ۱۸۰ میلیون             |
| هنگام، شمیران نو، بین ک ۶ و ۷ غربی                             | ۱۰۲                   | -                      | ۲۳۰ میلیون             |
| پیروزی، خ پرواز، کوچه گرگان زاده                               | ۲۵                    | -                      | ۴۰ میلیون              |
| پیروزی، پاسدارگمتام، برادران واضحی فرد                         | ۴۳                    | -                      | ۱۰۰ میلیون             |
| تهرانپارس، ۱۶۲                                                 | ۶۵                    | -                      | ۱۳۰ میلیون             |
| بلوار فردوس غرب، خ بهار جنوبی                                  | ۹۲                    | ۵ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۱۰۰ میلیون             |
| شهر زیبا، خ مرادی، خ زیتعلی                                    | ۴۲                    | -                      | ۲۰۰ میلیون             |
| آیت الله کاشانی، خ بهنام                                       | ۹۵                    | ۲ میلیون               | ۱۲۰ میلیون             |
| بزرگراه رسالت، خ کرمان                                         | ۱۳۰                   | -                      | ۵۰۰ میلیون             |
| ستاری، خ مجاهد کبیر، خ بنفشه                                   | ۶۷                    | -                      | ۱۷۵ میلیون             |
| ستاری، خ مجاهد کبیر، خ بنفشه                                   | ۱۱۰                   | ۱ میلیون و ۵۰۰ هزار    | ۶۱ میلیون              |
| فرجام، خ حیدرخانی                                              | ۹۰                    | ۳ میلیون               | ۱۰۰ میلیون             |
| بلوار فردوس غرب، سازمان برنامه جنوبی                           | ۹۵                    | -                      | ۳۵۰ میلیون             |
| لویزان، خ فرشادی، کوچه تجلو                                    | ۴۵                    | ۲ میلیون               | ۳۵۰ میلیون             |
| بلوار فردوس غرب، سازمان برنامه جنوبی                           | ۱۰۵                   | -                      | ۲۱۰ میلیون             |



# گران قیمت ها در صف مالیات ملکی



نرگس رزبان  
کارشناس اقتصاد مسکن

| مالیات متعلقه<br>(میلیون تومان) | ارزش ملک (میلیون تومان) |
|---------------------------------|-------------------------|
| ۱۰                              | ۱۰,۰۰۰                  |
| ۳۰                              | ۲۰,۰۰۰                  |
| ۷۵                              | ۳۵,۰۰۰                  |
| ۱۳۵                             | ۵۰,۰۰۰                  |
| ۲۱۰                             | ۶۵,۰۰۰                  |

این مالیات در واقع به نوعی مالیات بر املاک گران قیمت محسوب می شود. سئوالی که در این باره مطرح می شود آن است که مالیات بر املاک گران قیمت چیست؟ در پاسخ به این سؤال می توان گفت: مالیات پیشنهاد شده در این ماده در واقع مالیات بر املاک گران قیمت است که در بخش مسکن بسیاری از کشورها مسبوق به سابقه بوده است. مالیات بر خرید املاک گران قیمت در واقع نوعی حق تمیر است که در معاملات اسنادی مختلف بر حسب ارزش سند اخذ می شود. بدیهی است افرادی که در واحدهای مسکونی گران قیمت که اغلب دارای متراژ بالا (۵۰۰ متر به بالا) می باشد، سکونت دارند، به صورت خودکار بخش زیادی از یارانه های دولت (یارانه انرژی، به منظور تهویه، گرمایش و سرمایش) و خدمات شهری را به خود اختصاص می دهند که در مقایسه با سهم سایر خانوارها قابل ملاحظه می باشد. طبیعی است که در چنین مواردی فرد بایستی هزینه استفاده بالاتر از نرم خدمات شهری را بپردازد. به منظور وضع این مالیات می توان املاک را در محدوده های قیمتی مشخص طبقه بندی کرد و سپس برای محدوده های قیمتی بالاتر، نرخ مالیاتی بیشتری در نظر گرفت. بدیهی است تمامی املاک موجود در کشور که از یک محدوده قیمتی خاص پایین تر باشند مشمول معافیت خواهند بود.

دریافت این نوع مالیات یعنی مالیات از املاک مسکونی گران قیمت چند مزیت عمده به همراه دارد که می توان به آن ها اشاره کرد. از جمله آنکه:

- مالیات بر خرید املاک گران قیمت عمدتاً کارکردهای تخصیصی مالیات را

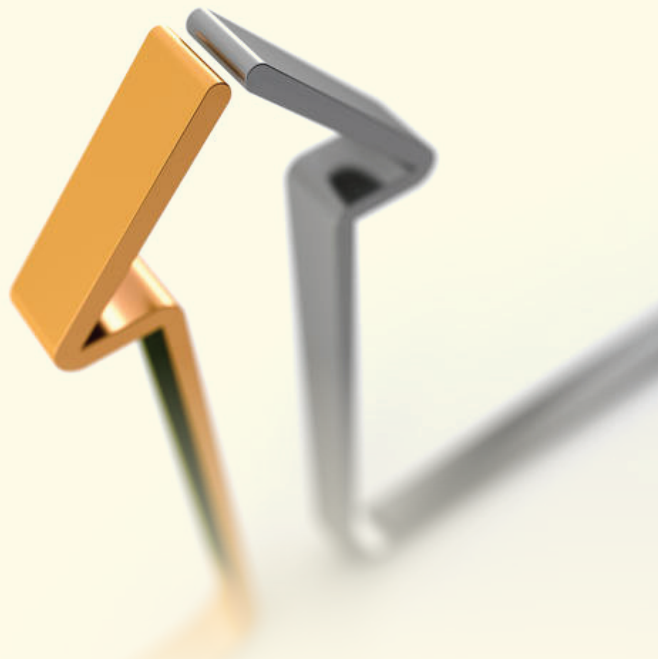
قانون بودجه سال ۹۹ درحالی واحدهای مسکونی گران قیمت را در صف دریافت شکل جدیدی از مالیات قرار داده است که براساس تکلیف قانون، مالکان این واحدهای مسکونی مشمول پرداخت مالیات سالانه شده اند. املاک گران قیمت مسکونی مطابق با تعریف قانون بودجه ۹۹ به دارایی های ملکی با ارزش بالاتر از ۱۰ میلیارد تومان اطلاق می شود و مالکان آن ها باید براساس دستورالعملی که به همین منظور طراحی شده است اقدام به پرداخت مالیات کنند.

هر چند با توجه به وضعیت متغیر اقتصاد کشور و نوسانات تورمی، برخی این نوع مالیات را ابهام آمیز دانسته و با آن مخالفت می کنند اما برخی دیگر نیز معتقدند این روش مالیاتی می تواند در نهایت منجر به آثار مطلوب اقتصادی برای دولت از یک سو و بازار مسکن از سوی دیگر شود. مخالفان و موافقان دریافت این نوع مالیات هر کدام دلایل خاص خود را در این زمینه ابراز می کنند که می توان هر کدام از این دلایل را به عنوان معایب و مزایای این برنامه مالیاتی مورد توجه قرار داد.

به موجب بند ۲ الحاقی تبصره ۶ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، واحدهای مسکونی گران قیمت مشمول مالیات سالانه شده اند. مطابق با مفاد تبصره مذکور واحدهای مسکونی با ارزش بالای ۱۰ میلیون تومان مشمول مالیات سالانه به نرخ های مندرج در جدول ذیل خواهند شد.

| قیمت واحد مسکونی (میلیون تومان) | درصد مالیات |
|---------------------------------|-------------|
| تا ۱۰۰۰۰                        | ۰,۰۰۱       |
| نسبت به مازاد ۱۵۰۰۰ تا ۲۵۰۰۰    | ۰,۰۰۲       |
| نسبت به مازاد ۲۵۰۰۰ تا ۴۰۰۰۰    | ۰,۰۰۳       |
| نسبت به مازاد ۴۰۰۰۰ تا ۶۰۰۰۰    | ۰,۰۰۴       |
| نسبت به مازاد ۶۰۰۰۰             | ۰,۰۰۵       |

براساس جدول فوق مالیات متعلقه به یک واحد مسکونی برای چند نمونه ملک به شرح جدول زیر می باشد:



## بازی قیمت مسکن با امنیت روانی جامعه

محمد سعید حیدری  
کارشناس مسکن

تحلیلگران بسیاری از جمله بنده گمان می‌کردند پس از رشد سنگین قیمت مسکن در سال‌های ۹۶ و ۹۷ و با توجه به رکود سنگین در معاملات، اختلاف فاحش بین نرخ اجاره با میانگین منطقی و بلندمدت آن، هجوم سرمایه‌ها به سمت بازار سرمایه و در نهایت با عنایت به سوابق تاریخی دوره‌های رشد و رکود، به این سرعت وارد یک دوره جدید رشد قیمت نگردیم. اما این اتفاق رخ داد و در برخی مناطق نسبت قیمت مسکن به اجاره سالانه آن عدد ۵۰ را نیز به خود دیده است، یعنی به لحاظ تئوریک سرمایه‌گذار در چنین ملکی باید ۵۰ سال منتظر بماند تا اصل سرمایه خود را بازیافت کند و این علامت سؤال بزرگی را ایجاد کرده است چرا در چنین بازار کم‌حرکی به این سرعت چنین حباب سنگینی ایجاد شده است؟ سعی می‌شود در این یادداشت به صورت مختصر چرایی این ماجرا و منطق یا بی‌منطقی که در پس آن نهفته است تا حدی شفاف شود.

### بررسی سهم نهاده‌های دلار محور در قیمت ساختمان

دو روش عمده برای ارزش‌گذاری هر دارایی عبارتند از روش ارزش‌جایگزینی و روش جریان نقد (بررسی درآمدهای آتی)، در مقدمه بیان شد بر مبنای روش جریان نقد یا به عبارت بهتر بررسی قدرت درآمدزایی مستقیم، قیمت مسکن درگیر حباب است. اما روش ارزش جایگزینی چه؟ شاید پاسخ و دلیل قسمتی از رشد قیمت مسکن در اینجا نهفته باشد. همانطور که در نمودار دیده می‌شود، هر چند روند رشد درآمدها (اثرگذار بر قدرت پرداخت اجاره) و نرخ اجاره در حد تورم عمومی بوده است، اما قیمت نهاده‌های ساختمان مسکونی با سرعتی بیشتر رشد قیمتی داشته‌اند. در این میان به این نکته باید توجه کرد که برخی نهاده‌ها (نظیر گروه آهن آلات میلگرد و...) با

محقق می‌سازد و نقش چندانی در مولفه‌های اصلی بازار مسکن ایفا می‌کند.

- کارکردهای تخصصی و توزیعی این نوع مالیات در کنترل شکاف طبقاتی مؤثر خواهد بود.

- با توجه به عدم شفافیت درآمد افراد و در نتیجه عدم اخذ مالیات درآمدی بهینه و کارآمد، نقص مالیات بر درآمد افراد ثروتمند تا حدودی پوشش داده می‌شود.

در خصوص دریافت این نوع مالیات همچنین چند نمونه از معایب و ملاحظات را می‌توان مدنظر قرار داد؛ از آن جمله می‌توان گفت:

- اخذ این نوع مالیات با تغییر رویکرد از مالیات بر دارایی به مالیات بر درآمد تطابق ندارد. البته شایان توجه است که اخذ مالیات بر درآمد در ایران نواقص و مشکلات فراوانی دارد که صرفاً درصد ناچیزی از اهداف مورد نظر را پوشش می‌دهد.

- حد قیمتی در نظر گرفته شده برای املاک مشمول مالیات، بسیار بالاست. در حال حاضر تعداد واحدهای مسکونی که حداقل ۱۰ میلیارد تومان ارزش دارند، بسیار اندک است. حتی در شهر تهران که بالاترین قیمت مسکن را دارد، تنها حدود ۳٫۵ درصد از املاک بالای ۱۰ میلیارد تومان ارزش دارند. بدیهی است که در سایر مناطق کشور این عدد بسیار پایین تر است. بنابراین دامنه شمول این پایه مالیات و درآمد حاصل از آن قابل توجه نخواهد بود.

- به موجب بند ۳ ذیل تبصره مذکور، وزارت راه و شهرسازی موظف به ارائه اطلاعات برخط مالکیت املاک شده است. این در حالی است که هیچگونه سامانه اطلاعاتی که حاوی اطلاعات مالکیت باشد در وزارت راه و شهرسازی وجود ندارد و اساساً به دلیل مشکلات موجود امکان راه‌اندازی چنین سامانه‌ای نیز فراهم نیست. بنابراین چنانچه اجرای این تبصره منوط به ارائه اطلاعات سامانه مذکور باشد، به واقع تحقق چنین امری امکان‌پذیر نخواهد بود.

- تعیین قیمت املاک خود یک ابهام اساسی است. از یک سو مسکن یک کالای کاملاً ناهمگن و قیمت‌گذاری در آن دشوار است و از سوی دیگر مرجع رسمی در کشور برای قیمت‌گذاری املاک وجود ندارد.

- با توجه به نقص و فقدان سامانه‌های اطلاعات و ارزش‌گذاری املاک، شناسایی و اخذ این نوع مالیات برای دولت واجد هزینه زیادی خواهد بود.

- اجرای این نوع پایه مالیاتی منوط به تدوین آیین‌نامه‌ای توسط سازمان امور مالیاتی شده است، با عنایت به اینکه تدوین آیین‌نامه به ویژه در حوزه شناسایی و قیمت‌گذاری املاک فرآیندی زمان‌بر است و از سوی دیگر قوانین بودجه سنواتی صرفاً برای یک سال برقرار است، این احتمال وجود دارد که عملاً موفقیت چندانی در اجرای این تبصره حاصل نشود.

همچنین، به موجب بند الحاقی تبصره ۶ قانون بودجه سال ۱۳۹۹، وظیفه شناسایی خانه‌های خالی به سازمان امور مالیاتی و شهرداری‌ها واگذار شده است. همچنین ۵۰ درصد منابع حاصل از اجرای این ماده به شهرداری‌ها اختصاص یافته است.

در این زمینه نیز چند ملاحظه عمده وجود دارد که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- با عنایت به اینکه شهرداری‌ها اطلاعات دقیق‌تری از املاک سطح شهر در اختیار دارند (به واسطه اخذ عوارض املاک) این تصمیم می‌تواند موجب تسریع و تسهیل در اخذ مالیات از خانه‌های خالی گردد.

- نکته قابل توجه این است که تکلیف راه‌اندازی سامانه ملی املاک و اسکان (در راستای اجرای مالیات بر خانه‌های خالی) مطابق با مفاد تبصره ۷ ماده ۱۶۹ مکرر قانون مالیات‌های مستقیم به وزارت راه و شهرسازی محول شده بود، در تبصره پیشنهادی روشن نشده است.

- اجرای این نوع پایه مالیاتی منوط به تدوین آیین‌نامه‌ای توسط سازمان امور مالیاتی شده است، با عنایت به اینکه قوانین بودجه سنواتی صرفاً برای یک سال برقرار است، این احتمال وجود دارد که عملاً موفقیت چندانی در اجرای این تبصره حاصل نشود.

که دارندگان واحدهای مسکونی زمانی که نیاز مصرفی آنها را وادار به واگذاری ملک خود نکند، ارزش جایگزینی ملک خود را نسبت به این بازارها سنجیده (سال ۹۶ میانگین قیمت هر متر مربع بنای مسکونی چند دلار بود و امروز چند دلار) و انتظار رشدی معادل آن را دارند.

### انتظارات تورمی

تورم یگانه پیشران قطعی و فراگیر همه بازارهاست. طبق تحقیقی که سال گذشته در همایش تأمین مالی و سرمایه‌گذاری مطرح گردید میانگین نرخ بازده زمین، مسکن و دلار طی ۲۷ سال اخیر عملاً با اختلاف حداکثر دو درصدی، حول میانگین نرخ تورم (حداکثر دو درصد پایین تر یا بالاتر) قرار داشته است. قحطی ارزی شاید واژه مناسبی برای دلیل اصلی انتظارات تورمی این روزها باشد، قحطی که منجر به افزایش قیمت ارز (کاهش ارزش ریال) شده است، در کنار این بحران، کاهش درآمدهای دولت (ناشی از تحریم) و افزایش هزینه‌های آن (ناشی از بحران کرونا) با تشدید کسری بودجه باعث افزایش انتظارات تورمی و افزایش استفاده از کلید واژه و نزولنایی شدن اقتصاد شده است، در چنین شرایطی نگه داری دارایی بر نگه‌داری نقدینگی ارجحیت یافته و لذا صاحبان واحدهای مسکونی حاضر نیستند به قیمت‌های قبل ملک خود را روانه بازار کنند. چون حدس می‌زنند بواسطه تورم سنگین شاهد رشد مجدد قیمت‌ها در اندک زمانی باشند، و خریداران واقعی نیز با همین دید و نگرانی از کاهش قدرت خرید خود (خریداران مصرفی) و یا از دست دادن فرصت‌های کسب سود و استفاده بهینه از نقدینگی خود (خریداران غیرمصرفی) آمادگی پذیرش نرخ‌های جدید را ندارند.

البته اگر دولت بتواند همچنان بازار بورس را سرپا نگه داشته و از مسیر آن (بر مبنای محاسبات صورت گرفته در مورد ارزش سهام خودرویی و فلزی و پتروپالایشی در تملک دولت) سهام خود را واگذار کند، ظاهراً قادر خواهد بود کل کسری بودجه امسال خود را پوشش دهد و این اتفاق در نهایت می‌تواند حداقل در کوتاه‌مدت و طی یک سال آینده به کنترل تورم کمک کند.

ضریب اهمیت ۱۸ درصد)، گروه لوازم برقی (ضریب اهمیت ۳ درصد)، گروه لوازم مکانیکی (ضریب اهمیت ۳ درصد) و... بصورت مستقیم از نرخ ارز تاثیر پذیرفته و لذا قسمتی از رشد قیمت مسکن ناشی از انتظار رشد بیشتر قیمت نهاده‌ها از این مسیر است.

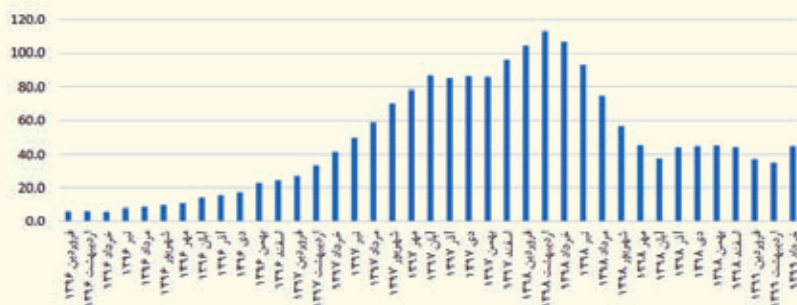
### اثر ثروت و سرریز بازار بورس و طلا به بازار مسکن

در مسیر حرکت صعودی جدید بورس، طبق نظر تحلیلگران و خبرگان بازار یکی از گروه‌هایی که با تزریق نقدینگی علاوه بر اینکه خود از این رشد بازار سرمایه منتفع شدند و در توسعه و تداوم آن نقش داشتند، فعالان بخش زمین و ساختمان بودند. امروز به مدد رشد بازار و افزایش حجم گردش مبادلات که به نوعی باعث خلق نقدینگی درون‌زا شده و همچنین با ایجاد اثر ثروت در فعالان این بازار، بر روی رشد قیمت‌ها در سایر بخش‌ها اثر گذار بوده است، توجه شود بواسطه رکود شدید در بازار مسکن و پایین بودن حجم معاملات، سرریز حجم کوچکی از سودهای ایجاد شده در بازار سرمایه می‌تواند بر این بازار اثرگذار باشد.

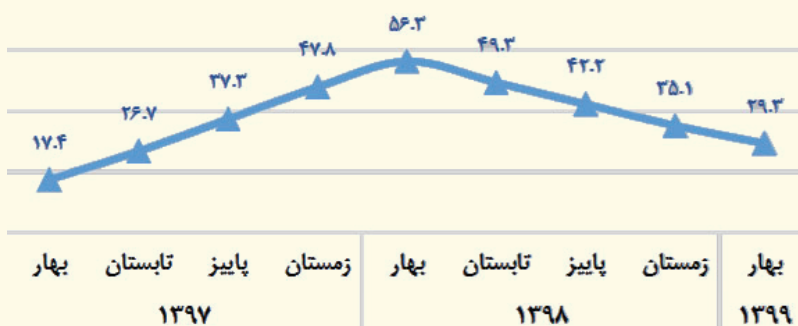
### اثرات متقابل بازارهای اصلی اقتصاد ایران

در سایه وجود تحریم‌ها و سال‌ها و دهه‌ها عدم رشد و توسعه اقتصادی جدی قسمت زیادی از سرمایه‌های جامعه در گیر سفته بازی در زمین، ساختمان، طلا/ارز و اخیراً سهام شده است. این بازارها عملاً قسمت اعظم نقدینگی فعال کشور را جذب خود کرده اند و نقدینگی منفعل نیز در سیستم بانکی و اورق بدهی به آرامی جا خوش کرده است. در چنین محیطی قسمت اعظم حرکت نقدینگی بین این بازارها بوده و عملاً داخل حیطه این چندبازار چیزی به نام خروج نقدینگی نداشته و با تزریق نقدینگی از بیرون (از جمله خلق پول توسط دولت) و یا جابه‌جایی نقدینگی از یک بازار به بازار دیگر شاهد رشد دسته‌جمعی و یا نوسانات الکلنگی این بازارها خواهیم بود. با وجود رشد سنگین ارز و طلا، بازار سرمایه و... طبیعی است

شکل ۱ تورم نقطه به نقطه قیمت مسکن شهر تهران (از ابتدای ۱۳۹۶ تا انتهای خرداد ماه ۱۳۹۹)



شکل ۲ روند تغییرات شاخص قیمت نهاده‌های ساختمان مسکونی شهر تهران طی ۹ فصل اخیر (۱۳۹۷ تا بهار ۱۳۹۹ - هر فصل نسبت به فصل مشابه سال قبل)



## کم متراژهای میلیاردي در بازار مسکن

متوسط قیمت خرید یک آپارتمان کوچک متراژ ۶۰ مترمربعی در شهر تهران از یک میلیارد تومان عبور کرد.

داده‌های رسمی در خصوص میانگین قیمت فروش هر مترمربع آپارتمان در شهر تهران در ابتدای تابستان سال جاری نشان می‌دهد در حالی میانگین قیمت هر مترمربع آپارتمان در ابتدای تابستان در شهر تهران به ۱۹ میلیون تومان رسید که با احتساب این رقم هزینه خرید یک آپارتمان معمولی ۶۰ مترمربعی در مناطق معمولی شهر تهران به طور متوسط یک میلیارد و ۱۴۰ میلیون تومان برآورد می‌شود.

این در حالی است که این رقم در مناطق مرغوب تر شهر تهران به مراتب بیشتر است و در برخی از مناطق خاص و ویژه شمال شهر تهران از ۲ میلیارد نیز فراتر می‌رود. آمارها نشان می‌دهد هم اکنون میانگین قیمت خرید یک آپارتمان ۴۰ مترمربعی به عنوان کم متراژترین آپارتمان‌های قابل جستجو از سوی خانوارها در شهر تهران ۷۶۰ میلیون تومان است. این در حالی است که این میزان، به طور میانگین، برای خرید یک آپارتمان ۵۰ مترمربعی در مرز یک میلیارد تومان قرار گرفته و به طور متوسط معادل ۹۵۰ میلیون تومان برآورد می‌شود.

این ارقام هم اکنون به عنوان کف قیمتی برای خرید یک آپارتمان معمولی در مناطق متوسط شهر تهران تلقی می‌شود که عمده آن‌ها میانسال بوده و جزو واحدهای مسکونی نوساز نیز محسوب نمی‌شوند. هم اکنون میانگین قیمت فروش هر واحد مسکونی نوساز در مناطق عادی و متوسط شهر تهران به طور معمول حدود ۲۰ درصد گرانتر از واحدهای مسکونی میانسال است. این فاصله قیمتی میان نوسازها با کهنسال‌های بازار مسکن بیشتر است و بعضاً تا بیش از ۳۰ درصد نیز می‌رسد.

بررسی‌های انجام شده بر پایه آخرین آمارهای رسمی در خصوص میانگین قیمت هر مترمربع آپارتمان در مناطق شهر تهران نشان می‌دهد

هم اکنون میانگین قیمت خرید یک آپارتمان کم متراژ ۶۰ مترمربعی در منطقه یک شهر تهران که قیمت هر مترمربع آپارتمان در آن به طور متوسط ۴۲ میلیون تومان است، معادل ۲ میلیارد و ۵۲۰ میلیون خواهد بود. منطقه یک شهر تهران گران ترین منطقه بازار مسکن پایتخت محسوب می‌شود که میانگین قیمت هر مترمربع آپارتمان در آن از سایر مناطق شهر تهران گران تر است.

این در حالی است که هم اکنون ارزان ترین منطقه شهر تهران به لحاظ میانگین قیمت فروش هر مترمربع مسکن منطقه ۱۸ است. در این منطقه میانگین قیمت هر مترمربع آپارتمان در آغاز تابستان معادل حدود ۹ میلیون تومان اعلام شده است. بنابراین متقاضیان خرید یک واحد مسکونی معمولی ۶۰ مترمربعی در این منطقه باید به طور متوسط رقمی حدود ۵۴۰ میلیون تومان پرداخت کنند. این رقم به طور متوسط به عنوان کف قیمتی خرید آپارتمان در شهر تهران در شرایط فعلی، برای خرید یک واحد مسکونی ۶۰ مترمربعی محسوب می‌شود.

در منطقه ۵ شهر تهران که پرمعامله ترین منطقه پایتخت به لحاظ تعداد و حجم تقاضا برای انجام معاملات خرید مسکن است و حدود ۱۵ درصد از حجم کل معاملات خرید مسکن در هر ماه در این منطقه انجام می‌شود میانگین قیمت خرید هر مترمربع آپارتمان در آستانه تابستان ۲۴ میلیون تومان گزارش شده است. خانوارهای متقاضی خرید مسکن نیز در این منطقه برای خرید یک واحد مسکونی معمولی ۶۰ مترمربعی باید به طور متوسط بودجه‌ای در حدود یک میلیارد و ۴۴۰ میلیون تومان در اختیار داشته باشند.

با ادامه روند رشد قیمت‌ها در بازار تابستانی خرید و فروش مسکن بودجه مورد نیاز برای خرید واحدهای مسکونی در سه ماهه دوم سال از این ارقام فراتر خواهد رفت.



| محدوده آدرس                                  | حدود مساحت-<br>مترمربع | سن-سال | حدود قیمت هر مترمربع-تومان | حدود قیمت کل-تومان     |
|----------------------------------------------|------------------------|--------|----------------------------|------------------------|
| نیاوران خ صادقی قمی البرز خ همایون           | ۴۰                     | ۱      | ۵۰ میلیون                  | ۲ میلیارد              |
| پیروزی خ نبردشمالی                           | ۶۰                     | ۲۰     | ۱۲ میلیون                  | ۷۲۰ میلیون             |
| کریم خان خ نجات الهی خ اراک                  | ۶۰                     | ۱۸     | ۱۸ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۸۰ میلیون  |
| شهران خ پالیک فلکه دوم                       | ۵۷                     | ۱۶     | ۲۷ میلیون و ۱۹۰ هزار       | ۱ میلیارد و ۵۵۰ هزار   |
| جشنواره خ زهدی                               | ۵۲                     | ۴      | ۱۸ میلیون و ۲۶۰ هزار       | ۹۵۰ میلیون             |
| مجدیه جنوبی خ استاد حسن بن‌اجنوبی            | ۴۶                     | ۱۸     | ۱۳ میلیون و ۴۳۰ هزار       | ۶۰۰ میلیون             |
| نارمک خ ملایری بین خ میرفخرانی و خ آغمیونی   | ۴۴                     | ۲۰     | ۱۸ میلیون و ۱۸۱ هزار       | ۸۰۰ میلیون             |
| پلیس خ ادیبی                                 | ۳۰                     | ۲۶     | ۱۶ میلیون و ۳۰۰ هزار       | ۴۹۰ میلیون             |
| جشنواره خ میرزازاده                          | ۵۳                     | ۱۶     | ۲۴ میلیون و ۵۲۰ هزار       | ۱ میلیارد و ۳۰۰ میلیون |
| پیروزی خ شکوفه                               | ۴۶                     | ۱۹     | ۱۰ میلیون و ۴۳۴ هزار       | ۴۸۰ میلیون             |
| نظام آباد خ مدنی شمالی                       | ۴۰                     | نوساز  | ۱۶ میلیون                  | ۶۴۰ میلیون             |
| دروازه شمیران خ ناطق زلع غربی چهارراه خورشید | ۵۵                     | ۱۵     | ۱۳ میلیون                  | ۷۲۰ میلیون             |
| خواجه نظام اجاره دار                         | ۶۰                     | ۱۲     | ۱۱ میلیون و ۳۰۰ هزار       | ۶۸۰ میلیون             |
| یوسف آباد جهان آرا                           | ۵۴                     | ۳۰     | ۳۴ میلیون و ۲۰۰ هزار       | ۱ میلیارد و ۸۵۰ میلیون |
| شهر زیبا بلوار آلاله                         | ۵۰                     | نوساز  | ۳۰ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۵۰۰ میلیون |
| مجدیه جنوبی ک کاظمی                          | ۵۲                     | ۱۹     | ۱۵ میلیون                  | ۷۸۰ میلیون             |
| دربند خ اسداللهی خ حسینی                     | ۵۶                     | ۱      | ۳۵ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۹۶۰ میلیون |
| هنگام بالاتراز میدان الغدیر                  | ۵۵                     | ۱۴     | ۶ میلیون و ۳۶۰ هزار        | ۳۵۰ میلیون             |
| نظام آباد بعداز خ حسینی                      | ۴۰                     | ۱۰     | ۱۵ میلیون و ۵۰۰ هزار       | ۶۲۰ میلیون             |
| نارمک خ ۴۶ متری غربی                         | ۵۸                     | ۱۵     | ۱۸ میلیون و ۱۰۳ هزار       | ۱ میلیارد و ۵۰ میلیون  |
| وحیدیه میدان تسلیحات                         | ۶۰                     | ۸      | ۱۹ میلیون و ۱۶۶ هزار       | ۱ میلیارد و ۱۵۰ میلیون |
| دارآباد خ هاشمی                              | ۶۰                     | نوساز  | ۴۰ میلیون                  | ۲ میلیارد و ۴۰۰ میلیون |
| وحیدیه ۱۵ متری تسلیحات                       | ۵۲                     | ۸      | ۱۷ میلیون و ۶۰۰ هزار       | ۹۲۰ میلیون             |
| دبستان نرسیده به خ خیامش                     | ۴۷                     | ۱۷     | ۲۵ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۲۰۰ میلیون |
| فرجام خ عبادی                                | ۵۱                     | ۱۷     | ۱۹ میلیون و ۶۰۰ هزار       | ۱ میلیارد              |
| بزرگراه رسالت خ احد زاده                     | ۶۱                     | ۱۵     | ۱۵ میلیون و ۵۷۳ هزار       | ۹۵۰ میلیون             |
| گلبرگ غربی خ صفایی خیابان عباس مرادی         | ۴۸                     | نوساز  | ۱۷ میلیون                  | ۸۱۶ میلیون             |
| درکه ک نوفرستی                               | ۵۱                     | ۷      | ۳۵ میلیون و ۲۹۴ هزار       | ۱ میلیارد و ۸۰۰ میلیون |
| نظام آباد مدنی شمالی خ آهن دوست              | ۶۱                     | ۱      | ۱۸ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۱۰۰ میلیون |
| نیرو هوایی خ پنجم                            | ۶۰                     | ۱۶     | ۲۵ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۵۰۰ میلیون |
| وحیدیه میدان تسلیحات                         | ۵۲                     | نوساز  | ۱۷ میلیون و ۶۰۰ هزار       | ۹۲۰ میلیون             |
| اشرفی اصفهانی خ ناطق نوری                    | ۶۱                     | ۲      | ۳۲ میلیون و ۷۸۶ هزار       | ۲ میلیارد              |
| بنی‌هاشم خ رحیمی کلور                        | ۳۳                     | ۲۰     | ۲۲ میلیون و ۷۲۷ هزار       | ۷۵۰ میلیون             |
| بزرگراه رسالت کرمان جنوبی ک صافی             | ۶۰                     | ۱۹     | ۱۴ میلیون                  | ۸۴۰ میلیون             |
| خواجه نصیر میدان سپاه                        | ۴۵                     | ۲۰     | ۱۲ میلیون و ۲۰۰ هزار       | ۵۵۰ میلیون             |
| تهران پارس بلوار پروین                       | ۸۵                     | ۱۷     | ۱۶ میلیون و ۳۰۰ هزار       | ۹۵۰ میلیون             |
| نظام آباد شمالی جنب بازار روز                | ۴۷                     | ۷      | ۱۴ میلیون                  | ۶۵۸ میلیون             |
| سبلان شمالی خ حیدری                          | ۳۷                     | نوساز  | ۱۴ میلیون و ۵۹۰ هزار       | ۵۴۰ میلیون             |
| خواجه نظام خ اجاره دار                       | ۵۸                     | ۲۰     | ۱۱ میلیون و ۷۰۰ هزار       | ۶۸۰ میلیون             |
| مجدیه شمالی خ استاد حسن بنا شمالی            | ۴۸                     | ۱۹     | ۲۴ میلیون و ۵۸۳ هزار       | ۱ میلیارد و ۱۸۰ میلیون |
| نارمک خ ثانی ک کرلبلی مهریزی                 | ۶۰                     | ۱۴     | ۱۸ میلیون و ۳۴۰ هزار       | ۱ میلیارد و ۱۰۰ میلیون |
| لويزان شیان                                  | ۶۰                     | ۱۲     | ۳۹ میلیون و ۱۶۶ هزار       | ۲ میلیارد و ۳۵۰ میلیون |
| فرجام نرسیده به میدان ۲۵                     | ۵۵                     | ۱۸     | ۱۸ میلیون                  | ۹۹۰ میلیون             |
| اشرفی اصفهانی باغ فیض                        | ۵۵                     | نوساز  | ۳۵ میلیون                  | ۱ میلیارد و ۹۲۵ میلیون |
| امیرآباد کارگر شمالی خ فکوری                 | ۴۵                     | ۳۰     | ۴۴ میلیون و ۴۰۰ هزار       | ۲ میلیارد              |
| تهران پارس سه راه کوی نیروهوایی              | ۵۰                     | ۱۶     | ۱۸ میلیون                  | ۹۰۰ میلیون             |
| پیروزی خ شکوفه میدان شکوفه خ دورودیان        | ۴۶                     | ۲۰     | ۱۱ میلیون و ۹۵۶ هزار       | ۵۵۰ میلیون             |
| دربند خ گلاب دره                             | ۵۰                     | ۳      | ۱۴ میلیون                  | ۷۰۰ میلیون             |
| جشنواره خ درختی                              | ۵۷                     | ۱۸     | ۱۴ میلیون و ۵۶۲ هزار       | ۸۳۰ میلیون             |
| قیطریه نرسیده به پارک قیطریه                 | ۵۰                     | ۲۰     | ۵۰ میلیون                  | ۲ میلیارد و ۵۰۰ میلیون |
| صادقیه بلوار گلاب                            | ۵۵                     | ۲۷     | ۴۴ میلیون و ۷۰۵ هزار       | ۱ میلیارد و ۹۰۰ میلیون |

# فولادی‌های سود ساز

را همه روزه شاهد هستیم. شرکت‌های بزرگی همچون فولاد مبارکه اصفهان، فولاد خراسان، فولاد خوزستان و ذوب آهن اصفهان از جمله مهم‌ترین شرکت‌های فعال در بازار سرمایه محسوب می‌شوند. البته شرکت‌های کوچکتری همچون فولاد ارفع، صنایع فولاد آلیاژی یزد و لوله و تجهیزات سدید نیز جزء این گروه به حساب می‌آیند. گروه فلزات اساسی در بورس ایران به دو گروه تولید محصولات اولیه فولاد و تولید محصولات نهایی فولاد طبقه بندی می‌شوند. شرکت‌های تولید کننده محصولات اولیه فولاد در بازار سرمایه به شرح زیر است. (جدول یک) و شرکت‌های تولید کننده محصولات نهایی صنعت فولاد شامل جدول زیر است: (جدول ۲)

## مواد اولیه صنعت فولادسازی

مواد اولیه تولید فولاد عمدتاً از سنگ آهن، کنسانتره، گندله و کلوخه آهن است. کنسانتره از آسیاب کردن سنگ آهن به دست می‌آید و گندله نیز در کارخانه‌های گندله‌سازی تولید شده و به عنوان ماده اولیه محصولات فولادی به حساب می‌آیند. تولید فولاد عموماً به دو روش کوره بلند و احیای مستقیم انجام می‌شود. در روش کوره بلند گندله آهن به همراه آهن و کک وارد کوره بلند شده و پس از ذوب در دمای بالا آهن خام تولید می‌شود. کربن اضافی آهن خام گرفته شده و فولاد خام حاصل می‌شود. از این روش در شرکت ذوب آهن اصفهان استفاده می‌شود. در روش احیای مستقیم که از دو بخش تولید آهن اسفنجی و سپس ذوب در کوره‌های الکتریکی تشکیل می‌شود با استفاده از جریان قوی برق تولید می‌شود. در این روش سنگ آهن در تماس با گازهای احیاکننده مثل هیدروژن و مونواکسید کربن در دمای ۷۵۰ تا ۹۰۰ درجه سانتی‌گراد احیا شده و به آهن اسفنجی تبدیل می‌شوند. سپس آهن اسفنجی به دست آمده در کوره‌های الکتریکی بسیار بزرگی قرار گرفته و با استفاده از جریان بالای برق فرآیند ذوب و فولادسازی صورت می‌گیرد. در روش احیای مستقیم به دلیل عدم نیاز به کک و استفاده از جریان برق، آلودگی‌های زیست محیطی کمتر است.

## انواع محصولات در گروه فولادسازی

اولین محصول در کارخانجات فولادسازی شمش فولاد است، این

فولاد و محصولات فولادی که عموماً به محصولات آهنی معروف هستند شامل محصولاتی همچون شمش، میلگرد، تیرآهن، لوله، ورق، فولادهای آلیاژی و ضد زنگ و غیره می‌باشند. این محصولات ترکیباتی از آهن، کربن و مقادیری از عناصر دیگر مثل سیلیسیم، منگنز، نیکل کروم و چند عنصر دیگر هستند.

فولاد را پس از نفت خام دومین ماده پر مصرف جهان می‌دانند و کاربردهای زیادی از جمله استفاده در صنایع ساختمان، خودروسازی، لوازم خانگی تولید قطعات و غیره دارد. رشد مصرف فولاد در کشورهای مختلف را حتی نشان از رشد اقتصادی آن کشور می‌دانند به این معنا که هریک درصد رشد مصرف محصولات فولادی در یک کشور، به معنای رشد اقتصادی ۰.۸۵ درصدی آن کشور است. در سال‌های اخیر میزان مصرف فولاد خام در جهان با افزایش رو به رو شده است. به گونه‌ای که در سال ۲۰۱۹ تولید فولاد خام در دنیا به حدود ۱۸۷۰ میلیون تن رسیده است. چین بزرگترین تولید کننده فولاد خام در جهان و در سال ۲۰۱۹ با تولید ۹۹۶ میلیون تن فولاد خام بوده است. پس از چین، هلند و سپس ژاپن با تولید ۱۱۱ و ۹۹ میلیون تن بزرگترین تولید کنندگان فولاد در جهان محسوب می‌شوند.

## صنعت فولاد در ایران

ایران با تولید ۳۲ میلیون تن فولاد در سال ۲۰۱۹ در رتبه دهم تولید فولاد خام جهان قرار دارد. صنعت فولاد در ایران علاوه بر تأمین نیاز داخل توانسته به کشورهای جهان نیز صادرات داشته باشد که فروش محصولات داخلی این صنعت عموماً در بورس کالا انجام می‌شود. صادرات فولاد خام کشور علاوه بر توجیه افزایش تولید شرکت‌ها منجر به تأمین ارز مورد نیاز کشور نیز می‌شود. با توجه به عدم صادرات یا سختی صادرات نفت خام ایران به نظر می‌رسد صنعت فولاد به دلیل ارزآوری مورد توجه دولت جهت افزایش صادرات قرار گیرد. این موضوع علاوه بر ارزآوری برای کشور منجر به سودآوری بر سهامداران شرکت‌های فولادسازی نیز خواهد شد.

## شرکت‌های بورسی فعال در صنعت فولاد

شرکت‌های فعال در حوزه فولادسازی و تولید محصولات فولادی در گروه فلزات اساسی در بازار سرمایه هستند که معاملات سهام آن‌ها

دلیل اینکه جمع فروش با جمع فروش داخلی و صادراتی در برخی شرکت‌ها برابر نیست به تخفیفات و برگشت از فروش‌ها مربوط است.

### عوامل موثر بر قیمت‌گذاری محصولات صنعت

قیمت محصولات یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر سودآوری شرکت‌های فولادسازی است، قیمت فروش صادراتی این شرکت‌ها براساس قیمت‌های جهانی بلوم، بیلت و اسلب تعیین می‌شود که با توجه به نرخ دلار نیمه سودآوری شرکت‌های این گروه را متاثر می‌کند. نرخ فروش داخلی نیز در بورس کالا می‌باشد. البته قیمت‌های بورس کالا نیز از قیمت‌های جهانی تأثیر می‌گیرند اما عموماً این تأثیر با تأخیر حدود یک ماهه است، اگر قیمت‌های جهانی بالا رود و قیمت محصولات داخلی با آن هم‌سو نشود صادرات ارجحیت می‌یابد و در نتیجه قیمت‌های داخلی به دلیل نیاز به محصول احتیاج به اصلاح دارند.

محصول ماده اولیه محصولاتی از قبیل تیرآهن، میلگرد، فولادهای آلیاژی ورق و غیره است. شمش شامل بلوم بیلت و اسلب است که به ابعاد اشکال و مقطع آن بستگی دارد.

محصولات شرکت‌های عنوان شده در دو گروه به شرح جداول زیر است: (جدول ۳ و ۴)

### میزان سودسازی شرکت‌های فعال در گروه فولادسازی

در جدول زیر به میزان سود ناخالص و همچنین حاشیه سود ناخالص شرکت‌های فعال در صنعت فولادسازی پرداخته شده است. (جدول ۵ و ۶)

### میزان فروش شرکت‌های فولادسازی

میزان فروش شرکت‌های فعال در صنعت فولادسازی به شرح جدول زیر است. (جدول ۷ و ۸)

جدول ۳

| ردیف | نام شرکت                    | نماد  | سرمایه<br>میلیون ریال | Market cap<br>B Rial |
|------|-----------------------------|-------|-----------------------|----------------------|
| ۱    | فولاد مبارکه اصفهان         | فولاد | ۲۰۹,۰۰۰,۰۰۰           | ۴,۰۳۳,۷۰۰            |
| ۲    | فولاد خوزستان               | فخوز  | ۱۹,۰۴۸,۶۹۷            | ۷۶۳,۲۸۱              |
| ۳    | فولاد خراسان                | فخاس  | ۹,۰۰۰,۰۰۰             | ۳۸۳,۶۵۶              |
| ۴    | ذوب آهن اصفهان              | ذوب   | ۶۱,۵۰۳,۵۳۹            | ۵۴۴,۹۸۳              |
| ۵    | فولاد هرمزگان جنوب          | هرمز  | ۲۵,۰۰۰,۰۰۰            | ۳۸۴,۷۷۵              |
| ۶    | فولاد کاوه جنوب کیش         | کاوه  | ۱۵,۰۰۰,۰۰۰            | ۳۰۷,۵۰۰              |
| ۷    | تولیدی فولاد سپید فراب کویر | کویر  | ۲,۴۰۰,۰۰۰             | ۲۰۳,۴۳۶              |
| ۸    | آهن و فولاد ارفع            | ارفع  | ۹,۰۰۰,۰۰۰             | ۲۰۴,۶۸۷              |
| ۹    | فولاد آلیاژی ایران          | فولاز | ۶,۰۰۰,۰۰۰             | ۱۸۹,۳۰۰              |
| ۱۰   | فولاد امیرکبیر کاشان        | فجر   | ۸۵۸,۰۰۰               | ۴۹,۴۶۴               |
| ۱۱   | صنایع فولاد آلیاژی یزد      | فولای | ۱۳۴,۰۰۰               | ۴,۰۶۲                |

جدول ۴

| ردیف | نام شرکت                | نماد   | سرمایه /<br>میلیون ریال | Market cap/B Rial |
|------|-------------------------|--------|-------------------------|-------------------|
| ۱    | نورد و لوله اهواز       | فاهواز | ۳,۷۶۶,۰۰۰               | ۹۳,۵۳۰            |
| ۲    | سپینا                   | فسپا   | ۶۵۰,۰۰۰                 | ۳۴,۳۹۸            |
| ۳    | گروه صنعتی سپاهان       | فپتا   | ۵۴,۱۷۳                  | ۱۲,۶۶۷            |
| ۴    | غلتک سازان سپاهان       | فسازان | ۶۰۰,۰۰۰                 | ۲۳,۱۸۴            |
| ۵    | لوله و ماشین‌سازی ایران | فلوله  | ۵۰۰,۰۰۰                 | ۱۹,۳۸۰            |
| ۶    | نورد و قطعات فولادی     | فنورد  | ۱۴۴,۰۰۰                 | ۱۵,۱۵۵            |
| ۷    | لوله و تجهیزات سدید     | فسدید  | ۹۷,۸۰۰                  | ۷,۴۹۷             |
| ۸    | ماداکتو استیل کرد       | فماک   | ۴۰۵,۰۰۰                 | ۱۱,۶۸۵            |

جدول ۳

| ردیف | نام شرکت                    | نماد  | سرمایه<br>میلیون ریال | Market cap<br>B Rial | محصولات                                                                                                                                        |
|------|-----------------------------|-------|-----------------------|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | فولاد مبارکه اصفهان         | فولاد | ۲۰۹,۰۰۰,۰۰۰           | ۴,۰۳۳,۷۰۰            | محصولات گرم، محصولات پوشش‌دار، محصولات سرد                                                                                                     |
| ۲    | فولاد خوزستان               | فخوز  | ۱۹,۰۴۸,۶۹۷            | ۷۶۳,۲۸۱              | گندله، اسلب، آهن اسفنجی، بلوم، بیلت، بریکت سرد                                                                                                 |
| ۳    | فولاد خراسان                | فخاس  | ۹,۰۰۰,۰۰۰             | ۳۸۳,۶۵۶              | گندله، محصولات سبک ساختمانی، شمش، آهن اسفنجی، بریکت                                                                                            |
| ۴    | ذوب آهن اصفهان              | ذوب   | ۶۱,۵۰۳,۵۳۹            | ۵۴۴,۹۸۳              | "تیرآهن، میلگرد و کلاف، ریل، شمش، کلاف، میلگرد، محصولات فولادی، سایر (نبشی، چهارگوش، ناودانی و...) محصولات فرعی (قطران، چدن، بژن، تولون و...)" |
| ۵    | فولاد هرمزگان جنوب          | هرمز  | ۲۵,۰۰۰,۰۰۰            | ۳۸۴,۷۷۵              | اسلب، آهن اسفنجی، آهک، بریکت، قراضه                                                                                                            |
| ۶    | فولاد کاوه جنوب کیش         | کاوه  | ۱۵,۰۰۰,۰۰۰            | ۳۰۷,۵۰۰              | شمش بیلت، آهن اسفنجی                                                                                                                           |
| ۷    | تولیدی فولاد سپید فراب کویر | کویر  | ۲,۴۰۰,۰۰۰             | ۲۰۳,۴۳۶              | انواع میلگرد شاخه و کلاف                                                                                                                       |
| ۸    | آهن و فولاد ارفع            | ارفع  | ۹,۰۰۰,۰۰۰             | ۲۰۴,۶۸۷              | شمش فولادی، آهن اسفنجی                                                                                                                         |
| ۹    | فولاد آلیاژی ایران          | فولاز | ۶,۰۰۰,۰۰۰             | ۱۸۹,۳۰۰              | محصولات مهندسی و ساختمانی، آلیاژی                                                                                                              |
| ۱۰   | فولاد امیرکبیر کاشان        | فجر   | ۸۵۸,۰۰۰               | ۴۹,۴۶۴               | محصولات و خدمات نورد سرد، محصولات و خدمات اسید شویی، خدمات گالوانیزه                                                                           |
| ۱۱   | صنایع فولاد آلیاژی یزد      | فولای | ۱۳۴,۰۰۰               | ۴,۰۶۲                | محصولات تمام کاری شده، محصولات تابگری شده                                                                                                      |

جدول ۴

| ردیف | نام شرکت                | نماد   | سرمایه /<br>میلیون ریال | Market cap/B Rial | محصولات                                               |
|------|-------------------------|--------|-------------------------|-------------------|-------------------------------------------------------|
| ۱    | نورد و لوله اهواز       | فاهواز | ۳,۷۶۶,۰۰۰               | ۹۳,۵۳۰            | ورق گرم فولادی، لوله سیاه فولادی                      |
| ۲    | سپینا                   | فسپا   | ۶۵۰,۰۰۰                 | ۳۴,۳۹۸            | قوطی و پروفیل، ورق، بندل، کلاف، لوله‌های گازی و صنعتی |
| ۳    | گروه صنعتی سپاهان       | فپتا   | ۵۴,۱۷۳                  | ۱۲,۶۶۷            | لوله سیاه، لوله گالوانیزه                             |
| ۴    | غلتک سازان سپاهان       | فسازان | ۶۰۰,۰۰۰                 | ۲۳,۱۸۴            | شمش، کوکیل، پاتیل، قطعات، فول مولد                    |
| ۵    | لوله و ماشین‌سازی ایران | فلوله  | ۵۰۰,۰۰۰                 | ۱۹,۳۸۰            | پکیج                                                  |
| ۶    | نورد و قطعات فولادی     | فنورد  | ۱۴۴,۰۰۰                 | ۱۵,۱۵۵            | لوله‌های نشکن، دیگ شوافز، محصولات چدنی                |
| ۷    | لوله و تجهیزات سدید     | فسدید  | ۹۷,۸۰۰                  | ۷,۴۹۷             | لوله اسپیرال شرکتی، پوشش سه لایه                      |
| ۸    | ماداکتو استیل کرد       | فماک   | ۴۰۵,۰۰۰                 | ۱۱,۶۸۵            | استیل کورد، سیم برنج                                  |

پیگیری قیمت‌های بورس کالا و قیمت‌های جهانی برای بررسی تک تک شرکت‌های فولادسازی بسیار مهم است. قیمت‌های جهانی نیز متاثر از عوامل کل اقتصاد جهان، میزان تقاضا، سیاست‌های بانک مرکزی آمریکا (افزایش یا کاهش نرخ بهره) و همچنین شرایط بحرانی ناگهانی همچون شرایط شیوع کرونا وابسته است.

### نرخ‌گذاری و تأمین مواد اولیه

همان‌طور که عنوان شد مواد اولیه محصولات فولادسازی گندله، کسنانتره و سنگ‌آهن است بنابراین قیمت‌گذاری و تأمین این مواد برای

شرکت‌های فولادسازی مهم است. بخش قابل توجهی از بهای تمام شده محصولات فولادی نیز مربوط به این محصولات است. طی سال‌های اخیر قیمت این مواد اولیه براساس فرمول قیمت‌گذاری به شرکت‌ها اعلام می‌شد که درصدی از شمش فولاد را برای آن در نظر می‌گرفتند. بر روی این درصد نیز بین شرکت‌ها مباحثی مطرح بوده و به نظر روش قابل قبولی است، این فرمول به گونه‌ای طراحی شده که حاشیه سود شرکت‌های فولادسازی و تأمین کنندگان سنگ آهن و گندله به خوبی حفظ شود. آخرین تغییرات آن به شرح زیر است (صحبت‌هایی در خصوص تغییر آن وجود دارد):

جدول ۵

| ردیف | نام شرکت                    | نماد  | ۱۳۹۶            |                | ۱۳۹۷            |                | ۱۳۹۸            |                |
|------|-----------------------------|-------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|      |                             |       | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد |
| ۱    | فولاد مبارکه اصفهان         | فولاد | ۷۲,۶۷۰,۳۷۱      | ۴۶,۰           | ۱۰۹,۹۵۴,۰۹۰     | ۴۶,۸           | ۱۶۵,۹۹۲,۰۷۴     | ۴۲,۴           |
| ۲    | فولاد خوزستان               | فخوز  | ۲۱,۷۱۳,۱۲۴      | ۳۰,۲           | ۳۷,۴۸۵,۱۹۳      | ۳۳,۱           | ۴۰,۴۱۹,۷۹۰      | ۲۵,۵           |
| ۳    | فولاد خراسان                | فخاس  | ۲,۸۱۱,۶۸۲       | ۱۵,۸           | ۶۰,۳۳۷,۴۶۸      | ۲۰,۲           | ۷,۹۱۴,۴۴۶       | ۱۷,۸           |
| ۴    | ذوب آهن اصفهان              | ذوب   | ۸,۸۳۵,۰۶۹       | ۱۹,۸           | ۱۸,۲۸۹,۶۰۵      | ۲۵,۴           | ۱۵,۴۳۴,۸۷۴      | ۱۴,۲           |
| ۵    | فولاد هرمزگان جنوب          | هرمز  | ۴,۸۸۳,۸۶۸       | ۱۷,۸           | ۹,۶۲۸,۳۹۳       | ۲۵,۸           | ۱۵,۳۵۸,۱۴۶      | ۲۵,۰           |
| ۶    | فولاد کاوه جنوب کیش         | کاوه  | ۵,۷۸۵,۶۹۹       | ۳۰,۵           | ۱۰,۲۰۱,۳۹۶      | ۳۰,۲           | ۱۲,۶۲۷,۷۳۴      | ۲۳,۷           |
| ۷    | تولیدی فولاد سپید فراب کویر | کویر  | ۱,۶۲۳,۱۸۰       | ۱۳,۱           | ۵,۴۵۴,۴۶۲       | ۲۳,۰           | ۶,۷۴۵,۶۶۱       | ۱۵,۹           |
| ۸    | آهن و فولاد ارفع            | ارفع  | ۳,۲۴۳,۱۹۵       | ۲۴,۲           | ۷,۷۱۴,۲۹۵       | ۲۹,۴           | ۷,۸۴۲,۴۷۵       | ۲۳,۰           |
| ۹    | فولاد آلیاژی ایران          | فولاز | ۱,۵۳۳,۶۰۹       | ۱۵,۰           | ۴,۰۷۹,۳۱۴       | ۲۲,۳           | ۷,۸۰۶,۴۸۲       | ۲۷,۹           |
| ۱۰   | فولاد امیرکبیر کاشان        | فجر   | ۵۸۹,۳۱۶         | ۱۲,۷           | ۲,۱۲۳,۲۵۴       | ۲۴,۱           | ۲,۴۸۰,۸۸۲       | ۲۰,۸           |
| ۱۱   | صنایع فولاد آلیاژی یزد      | فولای | ۵۶,۳۴۸          | ۸,۸            | ۹۵,۲۹۳          | ۸,۶            | ۱۲۲,۱۵۱         | ۷,۳            |

جدول ۶

| ردیف | نام شرکت                | نماد   | ۱۳۹۶            |                | ۱۳۹۷            |                | ۱۳۹۸            |                |
|------|-------------------------|--------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|      |                         |        | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد | سود ناخالص/ریال | حاشیه سود/درصد |
| ۱    | نورد و لوله اهواز       | فاهواز | -               | -              | -               | -              | -               | -              |
| ۲    | سپنتا                   | فسپا   | ۵۸,۹۰۸          | ۱,۴            | ۱,۱۵۲,۸۶۹       | ۱۵,۶           | ۱,۱۰۰,۰۰۶       | ۱۱,۰           |
| ۳    | گروه صنعتی سپاهان       | فپنتا  | ۶۲,۷۴۵          | ۲,۹            | ۱۴۳,۶۹۸         | ۳,۸            | ۲۶۸,۱۳۶         | ۴,۲            |
| ۴    | غلظتک سازان سپاهان      | فسازان | ۱۳۹,۸۸۲         | ۹,۶            | ۴۵۷,۴۱۲         | ۱۲,۶           | ۶۹۴,۲۸۶         | ۱۲,۳           |
| ۵    | لوله و ماشین‌سازی ایران | فلوله  | ۶۸۲,۶۳۲         | ۳۷,۶           | ۵۱۰,۲۰۱         | ۲۴,۷           | ۵۴۸,۵۳۹         | ۲۷,۶           |
| ۶    | نورد و قطعات فولادی     | فنورد  | ۳۰۴,۴۱۱         | ۱۲,۲           | ۱۷,۸۸۹          | ۰,۵            | ۸۳۹,۲۵۷         | ۱۳,۰           |
| ۷    | لوله و تجهیزات سدید     | فسدید  | ۳۳۶,۲۴۹         | ۳۷,۹           | ۳۱۱,۸۹۶         | ۲۹,۸           | ۱۲۸,۶۳۶         | ۱۶,۵           |
| ۸    | ماداکتو استیل کرد       | فماک   | -               | -              | -۵۹۸            | (۳۰,۷)         | ۱۵,۳۶۵          | ۳۰,۱           |

جدول ۷

| ردیف | نام شرکت                    | نماد  | ۱۳۹۸                      |                             |                         |                       |
|------|-----------------------------|-------|---------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|
|      |                             |       | فروش داخلی<br>میلیون ریال | فروش صادراتی<br>میلیون ریال | جمع فروش<br>میلیون ریال | درصد فروشی<br>صادراتی |
| ۱    | فولاد مبارکه اصفهان         | فولاد | ۳۲۷,۳۷۶,۹۵۴               | ۶۴,۰۶۰,۵۹۸                  | ۳۹۱,۴۳۷,۵۵۲             | ۱۶%                   |
| ۲    | فولاد خوزستان               | فخوز  | ۲,۳۶۴,۶۱۶                 | ۱,۸۷۷,۴۷۹                   | ۴,۲۴۲,۰۹۵               | ۴۴%                   |
| ۳    | فولاد خراسان                | فخاس  | ۳۴,۸۳۸,۰۷۶                | ۹,۵۹۴,۸۲۶                   | ۴۴,۴۳۲,۹۰۲              | ۲۲%                   |
| ۴    | ذوب آهن اصفهان              | ذوب   | ۶۰,۱۵۷,۶۷۷                | ۴۸,۴۹۹,۶۴۱                  | ۱۰۸,۶۵۷,۳۱۸             | ۴۵%                   |
| ۵    | فولاد هرمزگان جنوب          | هرمز  | ۲۹,۱۸۰,۵۷۵                | ۳۲,۱۸۶,۲۰۰                  | ۶۱,۳۶۶,۷۷۵              | ۵۲%                   |
| ۶    | فولاد کاوه جنوب کیش         | کاوه  | ۱۲,۵۷۶,۴۶۵                | ۴۰,۵۲۹,۹۶۶                  | ۵۳,۱۰۸,۸۱۵              | ۷۶%                   |
| ۷    | تولیدی فولاد سپید فراب کویر | کویر  | ۲۳,۵۰۷,۴۸۴                | ۱۸,۹۸۳,۴۸۶                  | ۴۲,۴۹۰,۹۷۰              | ۴۵%                   |
| ۸    | آهن و فولاد ارفع            | ارفع  | ۲۴,۳۶۷,۳۷۲                | ۹,۷۳۶,۲۹۹                   | ۳۴,۱۰۳,۶۷۱              | ۲۹%                   |
| ۹    | فولاد آلیاژی ایران          | فولاز | ۲۵,۷۳۰,۹۱۱                | ۲,۶۸۰,۷۵۷                   | ۲۸,۴۱۱,۶۶۸              | ۹%                    |
| ۱۰   | فولاد امیرکبیر کاشان        | فجر   | ۹,۵۸۵,۴۲۳                 | ۲,۰۲۹,۵۱۱                   | ۱۱,۹۵۰,۹۶۰              | ۱۷%                   |
| ۱۱   | صنایع فولاد آلیاژی یزد      | فولای | ۱,۶۸۰,۳۹۶                 | ۰                           | ۱,۶۸۰,۳۹۶               | ۰%                    |

جدول ۸

| ردیف | نام شرکت                | نماد   | ۱۳۹۸                      |                             |                         |                       |
|------|-------------------------|--------|---------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|
|      |                         |        | فروش داخلی<br>میلیون ریال | فروش صادراتی<br>میلیون ریال | جمع فروش<br>میلیون ریال | درصد فروشی<br>صادراتی |
| ۱    | نورد و لوله اهواز       | فاهواز | -                         | -                           | -                       | -                     |
| ۲    | سپنتا                   | فسپا   | ۹,۴۲۰,۲۷۸                 | ۶۴۲,۵۹۱                     | ۱۰,۰۶۲,۸۶۹              | ۶%                    |
| ۳    | گروه صنعتی سپاهان       | فپنتا  | ۶,۲۱۸,۰۱۵                 | ۰                           | ۶,۲۱۸,۰۱۵               | ۰%                    |
| ۴    | غلظتک سازان سپاهان      | فسازان | ۵,۳۳۹,۷۶۱                 | ۲۹۳,۱۶۵                     | ۵,۶۳۲,۹۲۶               | ۵%                    |
| ۵    | لوله و ماشین‌سازی ایران | فلوله  | ۱,۷۱۴,۲۲۴                 | ۳۰۷,۱۵۸                     | ۲,۰۲۱,۳۸۲               | ۱۵%                   |
| ۶    | نورد و قطعات فولادی     | فنورد  | ۶,۴۴۴,۰۵۳                 | ۰                           | ۶,۴۴۴,۰۵۳               | ۰%                    |
| ۷    | لوله و تجهیزات سدید     | فسدید  | ۷۷۷,۵۷۰                   | ۰                           | ۷۷۷,۵۷۰                 | ۰%                    |
| ۸    | ماداکتو استیل کرد       | فماک   | ۵۴,۱۸۱                    | ۰                           | ۵۴,۱۸۱                  | ۰%                    |

# قیمت گذاری دستوری چالش بزرگترین صنعت بورس

آهن یکی از عناصر مهم و فراوان در روی زمین بوده به گونه‌ای که حدود ۵ درصد از پوسته زمین را اکسید آهن تشکیل می‌دهد. کانی‌های معدنی رایج سنگ آهن شامل هماتیت و مگنتیت هستند. کانسارهای آهن در سنگ‌های ماگمایی و رسوبی یافت می‌شوند و کانسارهای آهن رسوبی ۹۰ درصد ذخیره آهن دنیا را شامل می‌شوند. آهن از با ارزش ترین مواد معدنی فلزی بوده که به عنوان ماده اولیه در بسیاری از صنایع کاربرد دارد و سنگ آهن نیز به عنوان ماده اولیه تولید فولاد است.

مجموع ذخایر سنگ آهن جهان حدود ۱۷۰ میلیارد تن است که عمده آن یعنی حدود ۴۸ میلیارد تن از آن در کشور استرالیا می‌باشد. پس از استرالیا برزیل، روسیه و چین در رتبه‌های بعدی قرار دارند، که به ترتیب با ۲۹، ۲۵ و ۲۰ میلیارد تن معادن رو به رو هستند.

ایران نیز با داشتن ۲،۷ میلیارد تن ذخایر در رتبه نهم جهان قرار دارد، که عیار سنگ آهن جهان به طور میانگین ۴۸ درصد و عیار سنگ آهن ایران معادل ۵۶ درصد است. براساس آخرین آمار منتشر شده در سال ۲۰۱۹ حدود ۲۵۴۲ میلیون تن سنگ آهن در جهان تولید شده است. استرالیا ۳۶ درصد، برزیل ۱۹ درصد و چین ۱۴ درصد از این آمار را در اختیار گرفتند، ایران نیز با تولید ۳۸ میلیون تن در رتبه یازدهم جهانی به لحاظ تولید قرار گرفت.

مقدار تولید سنگ آهن در جهان طی ۵ سال گذشته روند صعودی خود را ادامه داده و به طور میانگین هر سال حدود ۴ درصد افزایش داشته است. در ایران نیز روند تولید در سال ۲۰۱۹ با افزایش مقدار جهانی همسو بوده است.

## موارد مصرف سنگ آهن

چهار عرضه کننده بزرگ سنگ آهن در جهان به ترتیب شامل شرکت‌های Fortescue و Vale، Rio Tinto، BHP Billiton و Metal Group است. عمده سنگ آهن جهان برای تولید فولاد در چین مورد استفاده قرار می‌گیرد. چین با داشتن تولید ۹۹۶ میلیون تن فولاد

| فولاد | آهن اسفنجی | گندله | کنسانتره | سنگ آهن |
|-------|------------|-------|----------|---------|
| ۱     | ۱.۱۴       | ۱.۶۶  | ۱.۶۶     | ۲.۵۶    |



قیمت کنسانتره = براساس ۱۶ درصد نرخ شمش فولاد خوزستان  
قیمت گندله = براساس ۲۳،۵ درصد شمش فولاد خوزستان  
قیمت آهن اسفنجی = براساس ۵۰ درصد شمش فولاد خوزستان  
محصول پر مصرف دیگر در صنایع فولادسازی الکترو گرافیتی است، از الکترو گرافیتی در روش احیای مستقیم استفاده می‌شود، ایران الکترو گرافیتی تولید نمی‌کند و تمام الکترو کشور از طریق واردات تأمین می‌شود. الکترو گرافیتی جزو موارد تحریمی بوده و واردات آن روز به روز سخت‌تر می‌شود، سال گذشته نیز این موضوع بار دیگر مطرح شد که شرکت‌های فولادسازی اعلام کردند انبار مواد ما تماماً از الکترو گرافیتی پر بوده و نگرانی به جهت تولید محصولات وجود ندارد. نکته قابل توجه در مورد الکترو گرافیتی این است که، طرح الکترو گرافیتی اردکان با ظرفیت ۳۰ هزار تن در سال به زودی به بهره‌برداری خواهد رسید که با به بهره‌برداری رسیدن این طرح بسیاری از نیازهای الکترو ایران برآورده خواهد شد و می‌توان گفت کشور به جهت تأمین این ماده مشکل آن چنانی نخواهد داشت.

## نرخ ارز

نرخ ارز در ایران همیشه از جمله پارامترهای کلان و بسیار تاثیرگذار در اقتصاد محسوب می‌شود. افزایش نرخ ارز طی سال‌های اخیر به شدت مشاهده شده و تاثیر قابل ملاحظه آن در بازارهای مختلف به خصوص بازار سرمایه و سودآوری شرکت‌های صادراتی مشاهده شده است. افزایش تحریم‌ها و ریسک‌های بین‌المللی منجر به افزایش نرخ ارز شده (به دلیل کاهش صادرات و کاهش ارز وارداتی به کشور) و سود شرکت‌های صادراتی از ناحیه تبدیل ارز به ریال را افزایش می‌دهد. این موضوع نیز بر قیمت سهام آن‌ها بر روی تابلوی بورس تاثیر می‌گذارد.

## برنامه‌های توسعه

ایران با داشتن ۲ میلیارد و ۷۰۰ میلیون تن ذخایر سنگ آهن یکی از ۱۰ کشور برتر در این حوزه به حساب می‌آید، بنابراین از پتانسیل کافی جهت توسعه صنعت فولادسازی برخوردار بوده و این ظرفیت در کشور قرار دارد. به نظر می‌رسد به دلیل شرایط تحریمی و همچنین وجود این پتانسیل توجه به صنعت فولاد بیش از پیش صورت گیرد. همان طور که عنوان شد رشد صنایع فولادسازی منجر به رشد اقتصادی در کشور می‌شود.

## عوامل موثر بر قیمت سهام صنعت فولاد سازی

با توجه به تمام موارد بالا موارد زیر را می‌توان از عوامل موثر بر قیمت سهام صنعت فولادسازی دانست:

## قیمت‌های بورس کالا و نحوه قیمت گذاری محصولات داخل

میزان فروش صادراتی و داخلی

نرخ ارز

قیمت‌های جهانی محصولات فولادی

قیمت مواد اولیه

و برنامه‌های توسعه‌ای شرکت‌ها

سیاست‌های دولت

## نتیجه گیری

صنعت فولاد یکی از صنایع مهم و تاثیرگذار بر اقتصاد کشورها به خصوص کشورهای در حال توسعه است. ایران نیز به عنوان یکی از کشورهای در حال توسعه و با داشتن پتانسیل‌ها و منابع در دسترس می‌تواند با برنامه ریزی به یکی از قطب‌های بزرگ جهان تبدیل شود. از طرف دیگر صنعت فولادسازی به دلیل ارز آوری و همچنین تحریم‌ها و سختی صادرات نفت خام می‌تواند با توسعه‌های زیادی رو به رو باشد. شرکت‌های فعال در این صنعت نیز می‌توانند به یکی از سودآورترین شرکت‌ها طی سال‌های آتی تبدیل شوند.

خام در سال ۲۰۱۹ رتبه اول جهانی را دارد. ایران نیز در این سال با تولید ۳۲ میلیون تن فولاد خام که معادل ۱۰٫۷ درصد از کل تولیدات جهانی است در رتبه دهم جهان قرار دارد. سنگ آهن به عنوان ماده اولیه در بسیاری از شرکتها مورد استفاده قرار میگیرد از جمله آنها می توان به صنعت مواد صنعتی و معدنی اشاره کرد، سنگ آهن طی عملیات بهره برداری به کنسانتره، گندله، آهن اسفنجی و فولاد تبدیل می شود.

سنگ آهن از معدن گرفته می شود و تبدیل به کنسانتره سنگ آهن می شود، کنسانتره سنگ آهن به طور متوسط عیار پایین تری از سنگ آهن دارد به همین دلیل برای پریارسازی با استفاده از روش های پیچیده تری به کنسانتره و گندله تبدیل می شوند.

گندله محصول نهایی فرآیند گندله سازی بوده و ماده اولیه برای فرآیند تولید آهن خام در کوره بلند و تولید آهن اسفنجی به روش های متعدد احیای مستقیم است. گندله به معنای گلوله های تولید شده از سنگ آهن و سایر مواد افزودنی که ابتدا خام و سپس سخت یا پخته می شود و برای احیا به روش سنتی تولید آهن در کوره بلند و یا روش های متعدد احیای مستقیم کاربرد دارد. از آنجایی که گندله ماده اولیه برای تولید آهن خام است لذا باید در کوره های احیا ویژگی مکانیکی شیمیایی و حرارتی مطلوبی را داشته باشد. آهن اسفنجی که از عملیات احیای مستقیم سنگ آهن بدست می آید و از آنجایی که عیار بالای سنگ آهن را دارد، می تواند جایگزین مناسبی برای قراضه جهت ذوب باشد. تولید آهن اسفنجی از سنگ آهن معمولاً به دو روش صورت می گیرد، روش اول استفاده از زغال سنگ و روش دوم گازی است. شرکت هایی که در حوزه صنعت و معدن در ایران و در بازار سرمایه فعالیت می کنند عموماً شامل صنعتی و معدنی گل گهر، چادر ملو، توسعه معدنی صبا نور و... است که به بررسی آنها می پردازیم.

### نگاهی به فعالیت شرکت های این صنعت در بازار سرمایه

یکی از بزرگترین صنایع بورسی ایران، صنعت استخراج کانه های فلزی است که شرکت های فعال در این صنعت پس از استخراج سنگ آهن و بالا بردن عیار (تلفیظ کردن) آن را تبدیل به کنسانتره کرده و سپس به گندله یا آهن ۶۵ درصد تبدیل شده و در واحد اسفنجی با گرفتن اکسیژن گندله و یا اصطلاحاً واحد احیای گندله به آهن اسفنجی تبدیل شده که ماده اولیه جهت تولید شمش های فولادی است. البته در برخی شرکت ها گندله و کنسانتره به صورت خام فروخته می شود.

بررسی فرصت ها و تهدیدات هر صنعت امری بسیار مهم است. مهم ترین چالش پیش روی این صنعت قیمت گذاری دستوری محصولات این صنعت می باشد. طبق قانون، قیمت گذاری گندله و کنسانتره تولید شرکت ها بر اساس نرخ محصول شمش فولاد خوزستان است. به این ترتیب که قیمت هر تن گندله مساوی است با ۲۳/۵ درصد قیمت یک تن شمش فولاد خوزستان و قیمت یک تن کنسانتره برابر با ۱۶ درصد بهای یک تن شمش فولاد خوزستان. اما از سوی دیگر فراوانی و تولید داخل بودن مواد اولیه که همان معادن سنگ آهن در کشور است از اصلی ترین مزایای این صنعت بوده که می تواند باعث کاهش ریسک های مهمی از جمله نوسانات نرخ ارز، تحریم و... را به صفر برساند. همچنین نزدیک بودن شرکت های بزرگ فعال در این حوزه به خطوط حمل و نقل ریلی نیز باعث کاهش هزینه حمل و نقل مواد اولیه شده است.

در جدول زیر محصولات هر شرکت فعال در صنعت مذکور به تفکیک نشان داده شده است. (جدول یک)

و در ادامه جدول زیر به ارزش بازاری این شرکت ها پرداخته است. (جدول ۲) تاریخ داده ها: ۱۳۹۹/۰۵/۰۱

همچنین حاشیه سود و سود ناخالص شرکت ها به شرح زیر است. (جدول ۳)

سال مالی شرکت گهر زمین منتهی به ۰۹/۳۰ است.

### درآمد حاصل از فروش

فروش شرکت ها به تفکیک صادراتی و وارداتی بدین شرح است. (جدول ۴)

### عوامل موثر بر قیمت گذاری محصولات صنعت

نرخ گذاری محصولات این صنعت کاملاً دستوری و براساس درصدی از شمش فولاد خوزستان است که مطابق با جدول زیر است.

| نرخ جدید       | نرخ قدیم       | محصول    |
|----------------|----------------|----------|
| ۱۶٪ شمش فخوز   | ۱۳٪ شمش فخوز   | کنسانتره |
| ۲۳٫۵٪ شمش فخوز | ۲۱٫۵٪ شمش فخوز | گندله    |

البته خوشبختانه اخیراً زرمه های در خصوص تغییرات قیمت این دو محصول به گوش رسیده که خبر بسیار مهمی برای شرکت های این صنعت می باشد و در صورت آزادسازی باعث افزایش سودآوری شرکت بوده که بالطبع با افزایش قیمت سهم شرکت ها توام خواهد شد.

### عوامل موثر بر بهای تمام شده شرکت های معدنی

عضو اصلی بهای تمام شده این شرکت ها مواد مستقیم مصرفی و در نتیجه سنگ آهن است. قیمت سنگ آهن به طور قانونی نسبتی از قیمت شمش فولاد است در نتیجه قیمت این محصول برای این صنعت بسیار مهم است. ایران تا کنون سنگ آهن مصرفی خود را به دلیل دسترسی به معادن تأمین کرده است و به همین دلیل تاکنون نیازی به سنگ آهن وارداتی تا کنون نداشته است. ضمن اینکه براساس تحقیقات به عمل آمده قیمت سنگ آهن عموماً با قیمت نفت همبستگی تقریباً بین ۷۰ تا ۸۰ درصدی دارد در نتیجه نوسانات این ماده می تواند باعث افزایش یا کاهش بهای تمام شده شرکت های معدنی شود. سایر عوامل همچون اتفاقات ناگهانی مانند شکستن سد در برزیل ممکن است طرف عرضه را با مشکلاتی در سطح جهانی رو به رو کند، که با توجه به عدم نیاز فعلی ایران به سنگ آهن وارداتی می توان گفت در بازه ۱ تا ۲ ساله ایران از تأثیر این اتفاقات مصون است.

### نرخ ارز

نرخ ارز در ایران همیشه از جمله پارامترهای کلان و بسیار تأثیرگذار در اقتصاد محسوب می شود. افزایش نرخ ارز طی سال های اخیر به شدت مشاهده شده و تأثیر قابل ملاحظه آن در بازارهای مختلف به خصوص بازار سرمایه و سودآوری شرکت های صادراتی مشاهده شده است. افزایش تحریم ها و ریسک های بین المللی منجر به افزایش نرخ ارز شده (به دلیل کاهش صادرات و کاهش ارزش وارداتی به کشور) و سود شرکت های صادراتی را از ناحیه تبدیل ارز به ریال را افزایش می دهد. این موضوع نیز بر قیمت سهام آن ها بر روی تابلوی بورس تأثیر می گذارد.

### نتیجه گیری

ایران با داشتن منابع بزرگ سنگ آهن تاکنون توانسته سنگ آهن مورد نیاز زنجیره فولاد کشور را تأمین کند، در سال های آتی و همزمان با بهره برداری رسیدن طرح های توسعه در صنعت فولاد (همچون طرح شماره ۲ فولاد کاوه) ممکن است نیاز به سنگ آهن وارداتی در کشور احساس شود.

شرکت های فعال در حوزه صنعتی و معدنی که در گزارش عنوان شد نیز به دلیل بهره گیری از فروش صادراتی و تسعیر ارز می توانند سودهای قابل قبولی را محقق سازند.

(در این گزارش شرکت های سرمایه گذاری فعال در صنعت لحاظ نشده است)

جدول یک

| ردیف | نام شرکت                    | نماد   | محصولات                                                                                                        |
|------|-----------------------------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | باما                        | کاما   | کنسائتره سولفور روی-کنسائتره سولفور سرب-شمش روی-کربنات روی-کنسائتره کربنات سرب                                 |
| ۲    | گل گهر                      | کگل    | کنسائتره سنگ آهن-کنسائتره سنگ آهن مادرانی-گندله صادراتی-گندله ریزدانه داخلی-گندله داخلی-گندله ریز دانه صادراتی |
| ۳    | معادن بافق                  | کبافق  | کنسائتره روی-کنسائتره سرب-شمش روی-شمش سرب                                                                      |
| ۴    | معادن منگنز ایران           | کمنگنز | سنگ منگنز دانه بندی-خاک سرخ-مخلوط شن و ماسه کوهی-محصولات بازرگانی                                              |
| ۵    | سنگ آهن گهر زمین            | کگهر   | کلوخه سنگ آهن-کنسائتره سنگ آهن-سنگ آهن دانه بندی شده-کنسائتره سنگ آهن صادراتی                                  |
| ۶    | توسعه معدنی و صنعتی مینانور | کنور   | سنگ آهن دانه بندی شده-کنسائتره-گندله-کنسائتره خشک-گندله نیمه پخته-ضایعاتی                                      |
| ۷    | چادرملو                     | کچاد   | کنسائتره آهن(خشک)-سنگ دانه بندی شده-گندله-فولاد(انواع)-آپاتیت-آهن اسفنجی-کنسائتره مصرفی گندله-نرمه گندله       |
| ۸    | معدنی دماوند                | کدما   | سنگ بر-پوکه معدنی-کنسائتره سرب-سنگ تراورتن                                                                     |

جدول ۲

| ردیف | نام شرکت                    | نماد   | سرمایه/میلیون ریال | Market cap/B Rial |
|------|-----------------------------|--------|--------------------|-------------------|
| ۱    | صنعتی و معدنی گل گهر        | کگل    | ۴۸,۰۰۰,۰۰۰         | ۱,۶۲۱,۱۷۶         |
| ۲    | صنعتی و معدنی چادرملو       | کچاد   | ۴۴,۰۰۰,۰۰۰         | ۱,۱۸۴,۳۷۰         |
| ۳    | سنگ آهن گهر زمین            | کگهر   | ۱۲,۳۰۰,۰۰۰         | ۱,۷۹۲,۸۷۵         |
| ۴    | توسعه معدنی و صنعتی مینانور | کنور   | ۲,۹۳۶,۴۲۲          | ۱۴۹,۴۳۵           |
| ۵    | معدن بافق                   | کبافق  | ۱,۲۱۵,۰۰۰          | ۵۰,۵۲۰            |
| ۶    | باما                        | کاما   | ۱,۰۰۰,۰۰۰          | ۲۶۰,۴۵۰           |
| ۷    | معادن منگنز ایران           | کمنگنز | ۲۰۲,۴۰۰            | ۱۸,۱۶۳            |
| ۸    | معدنی دماوند                | کدما   | ۳۰,۰۰۰             | ۱۷,۳۷۶            |

جدول ۳

| ردیف | نام شرکت                    | نماد   | ۱۳۹۶       |                  | ۱۳۹۷       |                  | ۱۳۹۸       |                  | ۱۳۹۹/۰۳/۳۱ |                  |
|------|-----------------------------|--------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|------------|------------------|
|      |                             |        | سود ناخالص | حاشیه سود ناخالص | سود ناخالص | حاشیه سود ناخالص | سود ناخالص | حاشیه سود ناخالص | سود ناخالص | حاشیه سود ناخالص |
| ۱    | صنعتی و معدنی گل گهر        | کگل    | ۲۶,۰۴۳,۲۸۴ | ۴۶,۳۰            | ۴۵,۳۹۰,۵۳۷ | ۴۷,۴۰            | ۷۱,۷۳۴,۸۸۲ | ۵۰,۲۰            | ۱۸,۱۲۹,۹۲۴ | ۴۴,۱۰            |
| ۲    | صنعتی و معدنی چادرملو       | کچاد   | ۱۰۴۵۰۵۴۹   | ۳۰,۲             | ۲۷۲۰۴۱۳۷   | ۳۸               | ۴۷۲۳۸۸۴۸   | ۴۸,۲             | ۱۳۴۱۵۶۹۴   | ۵۶,۶             |
| ۳    | سنگ آهن گهر زمین            | کگهر   | ۶,۶۷۷,۵۰۳  | ۴۴               | ۱۵۵۷۶,۱۷۱  | ۵۰               | ۲۸,۵۶۳,۰۲۴ | ۵۳,۸۰            | ۹۰,۶۲۹,۹۵۳ | ۵۷               |
| ۴    | توسعه معدنی و صنعتی مینانور | کنور   | ۱,۰۲۱,۹۳۳  | ۳۶,۶۰            | ۲,۲۳۴,۲۹۲  | ۵۴,۷۰            | ۴,۴۴۵,۲۵۱  | ۵۸,۱۰            | ۱,۷۹۸,۱۵۰  | ۵۷,۵۰            |
| ۵    | معدن بافق                   | کبافق  | ۶۷۶,۷۴۶    | ۷۲,۵۰            | ۱۳۴,۰۰۳    | ۸۲,۳۰            | ۹۰۵,۱۵۳    | ۷۳,۲۰            | -          | -                |
| ۶    | باما                        | کاما   | ۸۲۰,۲۹۵    | ۴۵,۷۰            | ۱,۴۴۰,۱۹۱  | ۶۶,۴۰            | ۱,۰۲۳,۵۷۳  | ۴۰,۲۰            | ۶۲۸,۶۹۵    | ۷۱,۲۰            |
| ۷    | معادن منگنز ایران           | کمنگنز | ۶۶۲,۲۶۲    | ۲۳,۷۰            | ۳۵۴,۷۶۷    | ۵۵,۲۰            | ۶۶۸,۳۵۰    | ۶۶,۰۰            | ۱۷۷,۴۶۶    | ۶۴,۶۰            |
| ۸    | معدنی دماوند                | کدما   | ۲۰,۴۰۲     | ۲۵,۴۰            | ۴۴,۰۳۰     | ۳۹,۴۰            | ۲۷۲,۴۹۵    | ۶۶,۵۰            | ۴,۸۴۱      | ۵۰               |

جدول ۴

| ردیف | نام شرکت                    | نماد   | ۱۳۹۸        |              |             |                 |
|------|-----------------------------|--------|-------------|--------------|-------------|-----------------|
|      |                             |        | فروش داخلی  | فروش صادراتی | جمع فروش    | درصد فروش داخلی |
| ۱    | صنعتی و معدنی گل گهر        | کگل    | ۱۲۳,۸۴۰,۹۰۴ | ۷,۳۸۵,۸۴۱    | ۱۳۱,۲۲۶,۷۴۵ | ۹۴,۳۷%          |
| ۲    | صنعتی و معدنی چادرملو       | کچاد   | ۸۰,۱۶۸,۵۰۲  | ۱۷,۷۵۸,۸۷۷   | ۹۷,۹۲۷,۳۷۹  | ۸۱,۰۸%          |
| ۳    | سنگ آهن گهر زمین            | کگهر   | ۴۴,۸۰۷,۱۹۴  | ۰            | ۴۴,۸۰۷,۱۹۴  | ۱۰۰%            |
| ۴    | توسعه معدنی و صنعتی مینانور | کنور   | ۶,۹۷۳,۹۷۲   | ۶۸۱,۷۱۷      | ۷,۶۵۵,۶۸۹   | ۹۱,۱۰%          |
| ۵    | معدن بافق                   | کبافق  | ۰           | ۱,۲۳۶,۸۴۹    | ۱,۲۳۶,۸۴۹   | ۰%              |
| ۶    | باما                        | کاما   | ۴۵۳,۴۴۸     | ۱,۸۱۰,۲۳۰    | ۲,۲۶۳,۶۷۸   | ۲۰,۰۳%          |
| ۷    | معادن منگنز ایران           | کمنگنز | ۱,۰۱۲,۲۰۲   | ۰            | ۱,۰۱۲,۲۰۲   | ۱۰۰%            |
| ۸    | معدنی دماوند                | کدما   | ۱۳۲,۸۸۹     | ۱,۰۱۲        | ۱۳۳,۹۰۱     | ۹۹,۲۴%          |



## ۷۵ هزار میلیارد ریال سرمایه گذاری چادرملو در معدن و فولاد کشور

شرکت معدنی و صنعتی چادرملو به عنوان یکی از بزرگترین شرکت‌های معدنی قصد دارد تا در سال جهش تولید اقدامات گسترده‌ای را در جهت توسعه فعالیت‌های خود انجام دهد، مهمن ناصر تقی زاده مدیرعامل شرکت معدنی و صنعتی در این خصوص

گفت: چادرملو در برنامه امسال استخراج باطله ۴۶ میلیون تنی، استخراج سنگ آهن ۱۵ میلیون تنی، تولید کنساتره آهن ۹۰۵ میلیون تنی، تولید سنگ آهن دانه بندی ۵۰۰ هزار تنی، تولید گندله ۳۰۷ میلیون تنی، تولید آهن اسفنجی ۱۰۵ میلیون تنی و تولید شمش فولاد ۱ میلیون تنی را دارد. وی در ارتباط تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای گفت: کلیه طرح‌های شرکت از محل منابع داخلی بوده است که شامل آورده سهامداران (افزایش سرمایه) و اخذ تسهیلات از سیستم بانکی کشور می‌باشد.

همچنین این شرکت به نرخ تاریخی تاکنون مبلغ ۴۸۵۰۰ میلیارد ریال به طور مستقیم در اجرای طرح‌ها و مبلغ ۲۶۵۱۳ میلیارد ریال به صورت مشارکت و خرید سهام سایر شرکت‌های تولیدی و کلاً مبلغ ۷۵۰۰۰ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری نموده است.

### تولیدکنندگان سنگ آهن خام فروشی نمی‌کنند

وی در ارتباط با اصلاح عوارض صادراتی برای سنگ آهن و تعریف مشخص از مقوله خام‌فروشی در کشور گفت: از نظر تولیدکنندگان سنگ آهن، خام فروشی یعنی صادرات سنگ آهن خام استخراجی از معدن که در کل کشور تاکنون چنین کاری صورت نگرفته است.

سنگ آهن جهت مصرف در صنایع فولاد عمدتاً به روش کوره بلند و احیاء مستقیم به ترتیب به صورت دانه بندی شده در اندازه‌های ۱۰-۰ میلیمتر (Fine Ore) و ۲۵-۱۰ میلیمتر (Lump Ore)، پرعیارسازی به صورت پودر کنساتره سنگ آهن قابل تبدیل به گندله (Pellet Feed) تولید و به بازار عرضه می‌شود. تقی‌زاده گفت: در ایران بیش از ۸۵ درصد صنایع فولاد به روش احیاء مستقیم بوده که مصرف‌کننده





کنسانتره سنگ آهن با عیار (Fe) بیش از ۶۷ درصد است. همچنین تنها مصرف‌کننده سنگ آهن دانه بندی ذوب آهن اصفهان است. وی ادامه داد: از طرفی تولیدکنندگان کنسانتره سنگ آهن حدود ۱۰ شرکت بزرگ هستند که ۸۵ درصد تولیدات کشور توسط آنها صورت می‌گیرد و همچنین صادرات کنسانتره سنگ آهن به علت نیاز صنایع فولاد داخل صادرات کنسانتره آهن صورت نمی‌گیرد.

#### موافق صادرات مواد اولیه نیستیم

مدیر مجتمع چادرملو گفت: به طور کلی، ما موافق صادرات مواد اولیه نیستیم لیکن اگر موجودی مازاد بر مصرف داخلی داشتیم بهتر است بدون وضع عوارض آن را صادر کنیم تا ضمن ارز آوری و اجرای طرح‌های توسعه، از تعطیلی و توقف تولید معادن و بیکاری (باتوجه به اینکه عمده معادن در مناطق دورافتاده می‌باشد) جلوگیری نماییم.

وی در ارتباط با آینده صنعت سنگ آهن در کشور در ارتباط با تولید، عرضه، تقاضا، تأمین مواد اولیه و مصرف داخلی و جهانی آینده نگری آن گفت: براساس اطلاعات و آمارهای اعلام شده در طرح جامع فولاد جهت تحقق ۵۵ میلیون تن فولاد در افق ۱۴۰۴ نیاز به حدود ۸۰ میلیون تن کنسانتره سنگ آهن داریم.

ظرفیت تولید تا پایان سال ۱۳۹۸ به میزان ۵۹ میلیون تن بوده است و از طرفی برآوردهای انجام شده نشان می‌دهد که در افق ۱۴۰۴ می‌بایست ۱۶۲ میلیون تن سنگ آهن خام استخراج شود در صورتی که در سال ۱۳۹۷ مقدار استخراج سنگ آهن ۸۷ میلیون تن و درامسال حدود ۹۳ میلیون تن بوده است.

تقی‌زاده گفت: ذخائر زمین شناسی سنگ آهن در ایران حدود ۵ میلیارد تن محاسبه و ذخیره قطعی آمارهای اعلام شده متفاوت و بین ۲۰۵ تا ۳۰۳ میلیارد تن می‌باشد. لذا چنانچه ذخائر جدیدی کشف نگردد تأمین سنگ آهن صنایع فولاد تا پس از ۱۴۰۴ کمتر از ۲ دهه خواهد بود.

وی ادامه داد: البته با فرض آنکه ۸۰ درصد از ظرفیت ۵۵ میلیون تنی فولاد تولید نماییم (این ضریب در جهان در سال ۲۰۱۸ حدود ۷۶.۵ درصد بوده است)، سنگ آهن خام مورد نیاز به مقدار ۱۳۰ میلیون تن و با فرض رشد سالیانه ۱.۵ درصد ذخائر قطعی کشور، طی سال‌های آتی مشکل تأمین سنگ آهن نداریم.

لیکن در هر صورت توجه به امر اکتشافات و استمرار آن با حمایت‌های دولت و بخش خصوصی می‌بایست در سرلوحه برنامه‌های کشور قرار گیرد. با توجه به اینکه مزیت اصلی زنجیره تولید فولاد در کشور، وجود ماده اولیه اصلی مصرفی آنها یعنی سنگ آهن می‌باشد و با توجه به پراکندگی کارخانه‌های فولاد در کشور و مسائل حمل‌ونقل ریلی نمی‌بایست روی واردات سنگ آهن تمرکز کنیم.

البته احداث واحدهای فولادسازی جدید در سواحل جنوبی کشور که هدف اصلی از اجرای آنها صادرات محصولات تولیدی است در دستور کار شرکت‌ها بزرگ از جمله چادرملو است. که یکی از این طرح‌ها در بندر چابهار است و تأمین سنگ آهن آن هم از کشور استرالیا در نظر گرفته شده است.

وی در پایان گفت: تولیدکنندگان سنگ آهن پیشنهاد کرده‌اند که دولت در مسائل مربوط به شرکت‌های خصوصی سنگ آهن و تولیدکنندگان معادن کوچک از قبیل قیمت‌گذاری، سهمیه بندی، عوارض صادراتی دخالتی نکند.

همچنین ما توانایی داریم با فولاد سازان توافق کنیم نه اینکه دولت برای بخش خصوصی مبنای نرخ تعیین کند، قیمت‌ها را آزاد نماید، ما خودمان بازار داخل و صادرات را درکنار هم حفظ می‌کنیم و نیازی به وضع عوارض صادراتی نیست.





# فروش تلفنی بیمه کرونا

۰۲۱ - ۴۱۷ ۵۲ ۳۴۳

 [farzaminsurance.com](http://farzaminsurance.com)  
 [bimehfarzam](https://www.instagram.com/bimehfarzam)



## چشم انداز جهش تولید در صنعت مس

۲۱ طرح توسعه ای شرکت ملی صنایع مس ایران تا سال ۱۴۰۲





## خدمات بانکداری شرکتی

**سامانه پارس** (ارائه خدمات بانکی متناسب با نیاز مشتریان)

صدور انواع ضمانت نامه (تخفیف در کارمزد و تسهیل در اخذ وثائق)

اعتبار اسنادی داخلی - ریالی (تسهیل شرایط گشایش اعتبار برای طیف وسیعی از ذینفعان)



مرکز تماس و صدای پارسیان: ۸۱۱۵۱۰۰۰  
[www.parsian-bank.ir](http://www.parsian-bank.ir)