



## آغاز مسیری سخت



با گفتارها و نوشتارهایی از:

مهدی کرباسیان، شاهین شایان آرانی، ولی نادی قمی  
روح... حسینی مقدم، عباس وفادار، امیر تقی خان تجریشی  
آلبرت بقیان، فیروزه سلاله دینی، رامین ریعی  
فاطمه مقیمی، محمد مهدی مومنزاده، احسان مرادی  
قاسم محسنی، فریال مستوفی، سلمان خادمالمله و ...



با بهران  
ساعت‌ها، مثل ساعت



شرکت نفت بهران

بزرگ‌ترین تولیدکننده انواع روغن‌های موتور و صنعتی در خاورمیانه

[www.behranoil.co](http://www.behranoil.co)



# شرکت تامین سرمایه کارдан

## پیش رو در بازار سرمایه ایران

[www.kardan.ir](http://www.kardan.ir) |  
info@kardan.ir

تلفن: ۰۱۱ ۹۶۶۲ ۰۰ | تهران، خیابان نلسون ماندلا، خیابان ظفر غربی | پلاک ۲۸۱، کد پستی: ۱۹۶۸۶۳۴۷۷۹ | تلفن: ۰۲۱ ۹۶۶۲ ۱۱ ۳۳

**کاردان** | شرکت تامین سرمایه کاردان

# وب سرویس بازار سرمایه نوآوران امین

«جامع‌ترین پایگاه داده مالی ایران»

اطلاعات لحظه‌ای بازار و تاریخچه

اطلاعات بنیادی و کدال

اطلاعات پردازش شده



۰۲۱-۸۷۷۰۰۸۰۸



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



75 %

35 %

55 %

55 %





## نگاهی بر کارنامه بانک ایران زمین در عمل به مسؤولیت‌های اجتماعی

روابط عمومی: مسؤولیت اجتماعی در ساده‌ترین تعریف، چهارچوبی اخلاقی است که یک فرد یا یک سازمان را به مشارکت فعال در طیفی از امور اجتماعی متعدد می‌سازد؛ اموری که عمل به آن، منتفعی عظیم برای آحاد جامعه ایجاد می‌کند. بانک ایران زمین در جایگاه بانک مردمی و خوش‌آرایی، از سال ۱۳۹۵ با تعریف کردن مسؤولیت خود در حوزه محیط‌زیست، به این امر مهم وارد پیدا کرده است و البته در ابعاد دیگر نیز توانسته حضوری شایسته و قابل‌دفع داشته باشد. در این نوشتار بخشی از فعالیت‌های این نهاد مالی خوش‌نام در عمل به مسؤولیت‌های اجتماعی به اجمال معرفی می‌شود.

مدیران ارشد این نهاد مالی با علم به اینکه وظیفه ذاتی یک بانک در جامعه، کمک به حفظ محیط زیست و جلب مشارکت عمومی است، در گام نخست تلاش کردن چندان به فضاسازی‌های متعارف در این حوزه ورود نکنند و تمام تمرکز خود را به شکلی خلاقانه، بر حفظ و حراست از محیط‌زیست و حمایت از سازمان‌های حامی اقشار آسیب‌دیده، معطوف سازند. حفظ منابع آب، کاهش مصرف انرژی، همکاری با سازمان محیط‌زیست و سازمان جنگل‌ها و مراتع، حمایت از سازمان‌های مردم‌نهادی چون کمیته امداد و سازمان بهزیستی؛ همچنین حفظ مشارکت در ساخت مدرسه در مناطق محروم و آسیب‌دیده از سیل و زلزله و راهاندازی پویش‌های متعدد اجتماعی، تنها بخشی از اقداماتی است که از سوی بانک ایران زمین در دستور کار قرار گرفته است.

### فعالیت‌های زیست‌محیطی

- کمپین محیط‌زیستی «همین یک زمین»
- کمپین محیط‌زیستی #میراب
- کمپین محیط‌زیستی «یک قطره کمتر»
- پویش محیط‌زیستی بلوط ایران‌زمین
- پویش محیط‌زیستی آذربایجانی به مصرف انرژی
- حمایت از پویش من هم یک جنگل‌بان
- حمایت از جایزه یحیی
- پویش محیط‌زیستی پیک زمین
- حمایت از پویش سهم من برای تلالب

### مشارکت‌های عمومی

- حمایت از ۱۰۰۰ کودک کمیته امداد از سال ۱۳۹۸
- ساخت دو باب مدرسه در استان خوزستان
- ساخت یک باب خانه بهداشت در استان خوزستان
- خرید دستگاه لیفتراک حمل بیمار
- خرید اقلام بهداشتی کرونا برای بیمارستان‌ها
- کمک هزینه خرید کانکس برای زلزله میانه
- کمک به زلزله غرب کشور
- اهدا دستگاه همایوگری و تهیه آب مقطر به بیمارستان سریل ذهاب
- کمک هزینه خرید لوازم برای مدرسه مفید خراسان جنوبی



### حمایت از تولید

از سال ۹۷ به این سو، یکی از بزرگ‌ترین دغدغه‌های بانک ایران زمین حمایت همه جانبه از تولید داخلی به ویژه کسب وکارهای نیمه تعطیل یا زودبازده بوده است. سفر مدیران ارشد استانی این بانک به اقصی نقاط کشور و بازدید از بسیاری از واحدهای تولیدی و عقد تفاهمنامه همکاری با مدیران آن مجموعه‌ها؛ همچنین اعطای تسهیلات ارزان قیمت و صدور ضمانت‌نامه و...؛ تنها بخش کوچکی از اقدامات بانک ایران‌زمین در این زمینه بوده است.

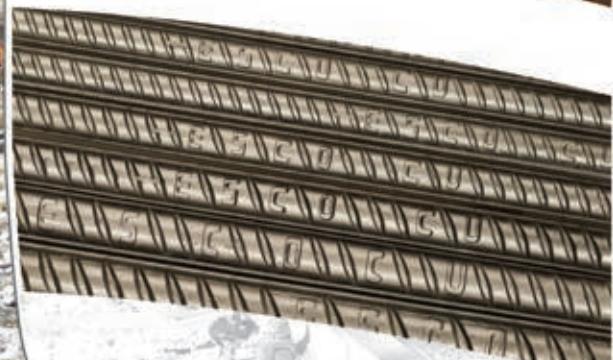
بانک ایران‌زمین برای همیه‌نان عزیز، سلامتی و توفیق آرزو می‌کند و آمده است خدمات خود را به بهترین شیوه در اختیار آن‌ها قرار دهد؛ زیرا از صمیم قلب معتقد است: بانک ایران‌زمین، خانه تمام ایرانیان سرافراز است.

بیش از نیم قرن همت، تلاش و بالندگی در صنعت فولاد  
و تولید بیش از پنجاه نوع محصول منطبق با  
استانداردهای ملی و بین المللی



شرکت سهامی ذوب آهن اصفهان

# ریل ملک فتحار



# چگونه می‌تونیم

## به شما کمک کنیم؟



می‌توانی بـ شماره  
۹۸۲۱۸۹۴۸  
پیامک بزن



فقط سفارش بـ شماره  
۰۳۱-۱۹۴۱  
تغییری اعمال



یا بـ شماره  
۰۹۰۲۴۲۶۵۱۳۰  
واتس‌آپ کن



## فهرست

### سیره مقاله

تداوم سیر نزولی و منفی ۹  
منطقه‌ای و بین‌المللی ۸  
نرخ انباشت سرمایه ۷



### بین‌الملل

دارایی ۸ تریلیون دلاری  
بازارهای مالی ۱۰ در سیطره PEs



### گذارتر

تابلوی ایستاد	چالش‌بی‌اطلاعی <span style="color: red;">۱۷</span>	از خدمات <span style="color: red;">۱۶</span>
پشت‌دهای بسته	سکه‌ای که رونق می‌کیرد <span style="color: red;">۲۱</span>	پشت‌دهای بسته <span style="color: red;">۱۸</span>
تدبیری میمه در	راهبردهای رونق انتشار <span style="color: red;">۲۵</span>	اوراق بدنه <span style="color: red;">۲۲</span>
مسیروی پر فراز و نشیب	تدبیری برای طلبمی <span style="color: red;">۲۸</span>	درانتظار شکستن <span style="color: red;">۲۵</span>
خداحافظ‌گوهای از رونق افتاده	هم‌گامشدن <span style="color: red;">۳۴</span>	پس از نیمه قرن <span style="color: red;">۳۱</span>
الگوهای تاریخی کاربردی می‌شوند	تداوم حاشیه‌نشینی <span style="color: red;">۳۰</span>	تأمین مالی خصوصی <span style="color: red;">۳۷</span>
دست‌انداز اصلاحات	نهاده از اصل اصلاحات <span style="color: red;">۴۳</span>	برای الگوی مدرن <span style="color: red;">۴۳</span>



بروزهای نیمه تمام اقتصادی دیگر به داستانی غم‌انگیز و تکراری ناتمام بدل شده که از گذشته‌های دور بارها در باره اش نوشته شده، اما هیچ وقت به پایان نرسیده است. بروزهایی که به دلیل کمبود تقاضگی و بدبختی دولت‌های گذشته با هر گرایش و سلیقه‌ای بر روی هم انباشته شده و در مناطق مختلف کشورمان خاک می‌خورند. در این میان، موضوع تأمین مالی این بروزهای به بحثی چالش برانگیز تبدیل شده است.

• مشروح این گزارش در صفحه ۲۶ آمده است

### نهاده از اصل اصلاحات



ISSN: 2252 - 0198

سال دوازدهم - شماره ۱۲۴

آبان ۱۴۰۰ - صفحه ۱۱۶



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

صاحب امتیاز: شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه

مدیر مسئول: معراج نادری فضیح

قائم مقام مدیر مسئول: امیر آشتیانی عراقی

رئیس شورای سیاستگذاری: دکتر مهدی کرباسیان

شورای سیاستگذاری: دکتر علی سنتینیان، دکتر علی رحمانی، غلامحسین دوانی، بهروز زارع، دکتر سعید جمشیدی فرد، دکتر ولی نادی قمی، دکتر البرت بجزیان، دکتر سعید اسلامی بیدگلی، دکتر مصطفی امید قائمی، حسین خلی خرازی، دکتر محمد ابراهیم پورزندی، دکتر بهروز خوارزمی، دکتر حسین زارع

سردیر و دبیر تحریریه: علی شریفی نیستانی

تحریریه: ارمغان جوانی، علی دانیال، مژده ابراهیمی، فاطمه اسماعلی، مینا هرمزی، فرزاد مهدی زادگان، ساره صابری، هاجر شادمانی، شبنم عزیزی، سمیرا صلحی، افشین عمرانی، آرین کیانی، عاتکه محمود‌آبادی، زهرا ابراهیمی، محمد مسلمی، سیمین فهیمی، هدیه عظیمی، فهیمه نورمحمد، ارغوان جواهیریان، هدیه محمودی

بین‌الملل: حبیب علیراد

مدیر هنری: سید مهدی لنکرانی

طراح و صفحه آر: مهسا سادات کیائی

ویراستار: سرین اسلامی

دبیر عکس: یلدا معیری

بازارگانی: نسیم بهمنی، معصومه صلحی، فاطمه فراهانی، سارا تاجی

اشتراک: سمیرا صلحی، سارا مهرجو

مالی و اداری: میلاد کرمی، حدیثه مهین رosta، یلدا تاجدار

ناظر چاپ: هادی میرزا

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

تلفن: ۰۲۱ ۴۱۶۷۴۰۰۰ - ۸۸۰ ۱۳۸۷۱ - ۰۲۱ ۴۰۷۷۵۶۵

دورنگار: آینه چاپ تابان

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

مسئولیت آرا و عایقی ابراز شده در مقالات به عهده توییسندگان است و شریه در گزینش، ویرایش و اصلاح مطالب پذیرفته شده آزاد است.

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

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

[bazarosarmaye@gmail.com](mailto:bazarosarmaye@gmail.com)

## گفتماد

به رغم وعده هر ماهه مان برای انتشار ماهنامه،  
شیوع ویروس کرونا چند ماهی ماراز رسالت مان  
دور نگاه داشت؛ حالا هر چند به سختی، اما با  
رعایت پروتکل های پیدا شتن کار را از سر گرفته  
و سعی در ادامه رسالتی داریم که آگاهی سازی  
بخشی از تعهد آن است. ما را در راه توسعه بازار  
سرمایه همچنان همراهی فرمایید.



۵۱	نیمهه تنهامها	رویای زیبای برای
۴۸	جانی دوباره می گیرند	اکو سیستم استارت آپی
۵۲	مسیب دشوار و پر فرازو	تنبیه مولد
۵۲	نشیبی پیش رو قرار دارد	تشویق واسطه

۶۷



بازار آماده جذب

ک پاداشتی از سعدیه امیراحمدی، رئیس هیأت مدیره مشاور سرمایه گذاری سهم آشنا



۶۸	قابل تامل پذیرش	پیش تازی و سبقت
۶۹	دولت و بازار بدهی	پیش از پیش ابزار بدهی
۷۰	درانتظار چالش های جدی	ضرورت آگاهی از مبانی توسعه ابزارها
۷۱	پروژه های ناتمام	تحولی در شفافیت اطلاعات ریسک
۷۲	درانتظار پایان	۷۳ هادر مرحله ابتدایی SME
۷۴	بازاری در سیطره دولت	۷۵ هادر مرحله ابتدایی

۸۷



آرزوی بزرگی در آستانه تحقق

ک پفت و گوا محمد رضا صابی کوچی، رئیس کمیسیون عمران مجلس شورای اسلامی



۹۱	پیداشدن	چشم انداز
۸۲	حلقه مفقوده	رویای چند میلیونی
۹۳	تدابیری	پیش نیازهای تأمین مالی
۹۴	محکوم به شکست	آرمان یک میلیونی

۱۰۴



منافع ملی را بلند مدت بینیم

ک سیده فاطمه مقیمی، عضو هیأت رئیسه اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران و فعال اقتصادی در کفت و گوا ماهنامه بازار سرمایه عنوان کرد



۱۰	همچنان در ابتدای راه	موائع بسیار جدی
۱۱	هستیم	برای حضور در اقتصاد بین الملل
۱۲	فرصتی برای	امکانی برای
۱۳	بین المللی شدن	متعادل شدن
۱۴	چالش های قابل تأمل	سرابی سودآور
۱۵	و تمکن بر	برای خارجی ها
۱۶	FATF	

## بین‌تلکهاد سرداری

### راههای نرفته و ناشناخته

ک فعالیت اصلی و مهم شرکت های تأمین سرمایه، تأمین مالی شرکت هاست. همچنین تأمین مالی به دو صورت خرد و کلان انجام می شود و در تمامی کشورها تأمین مالی خود بر عهده بانک ها و تأمین مالی کلان بر عهده بازار سرمایه است. یا بد گفت در چند سال گذشته روند تأمین مالی از بازار سرمایه به شدت افزایش یافته و از آن جا که در شرایط کنونی، دولت نیز نگاه و پژوهای برای تأمین مالی از بازار سرمایه دارد، بر آن شدیدم با برگزاری پرسمان در خصوص برخی از مهمترین مسائل و راهبردهای رونق تأمین مالی از بازار سرمایه، نظرات فعلان این بخش را جویا شویم.

مشروح این پرسمان را در صفحه ۶، بخوانید



فروش اوراق بدهی جایگزین در آمدها نیست

## قدام سیر نزولی و منفی نرخ انباشت سرمایه



Ali Naderi Qomi

کارشناس بازار سرمایه

انجام شده در گذشته، باید منتظر افزایش تصاعدی تعهدات دولت از بابت سود اوراق بود. ضمناً، با توجه به ظرفیت محدود بازارهای مالی، ناشran بورسی و فرابورسی برای تأمین مالی پژوهه‌ها و اصلاح ساختار مالی خود با محدودیت‌های جدی رو به رو خواهند شد.

### تهدیدها و جدی شدن بحران بدهی

بخشی دیگر کسری بودجه دولت، شاید از طریق افزایش قیمت خوارک پتروشیمی‌ها و قیمت حامل‌های انرژی شرکت‌ها جبران شود. با توجه به افزایش شدید قیمت گاز در دنیا و پیش‌بینی بحران انرژی در طول زمستان، در شرایط عادی اقتصاد، شاید در نظر گرفتن قیمت گاز ۲۰ سنتی برای خوارک، چندان دور از منطق نباشد. این قیمت خوارک به مراتب کمتر از قیمت‌های جهانی گاز است. با این حال و صرف‌نظر از تبعات منفی چنین تصمیمی، در بهترین حالت کمتر از ۵۰ هزار میلیارد تومان از محل این افزایش قیمت‌ها قابل تأمین است و این کار تبعات جدی بر روی اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران خواهد داشت. این در شرایطی است که علاوه بر ریسک افزایش نرخ بهره، افزایش قیمت خوارک پتروشیمی‌ها و قیمت نهاده‌های انرژی، نوع تهدیدهای خرد و کلان نظیر احتمال قطع شدن گاز و برق کارخانجات در نیمه دوم سال جاری و جدی شدن بحران بدهی شرکت «اورگراند» و ترسی آن به بازارهای جهانی، بازار سهام را تهدید می‌کند.

### افزایش هزینه استقرار

با فرض تداوم شرایط فعلی از لحظه فروش نفت، به نظر می‌رسد که عمدۀ کسری بودجه دولت از محل پول پر قدرت تأمین خواهد شد. بدین ترتیب برآورد می‌شود که نرخ تورم در شش ماه دوم سال جاری با نرخ صعودی مواجه شود. با افزایش نرخ تورم و افزایش تنگی مالی بانک‌ها و نهاده‌های مالی بازار سرمایه، می‌توان انتظار داشت که نرخ بهره بین بانکی و نرخ سود سپرده‌ها افزایش یابد. این موضوع به نوبه خود موجب افزایش هزینه استقرار تأمین مالی شوندگان می‌شود و عملیات بازار باز بانک مرکزی هم نمی‌تواند کاهش نرخ سود را موجب شود.

### تأثيرات منفی بر بازار سهام

افزایش فشار بر بازار سرمایه جهت خرد اوراق بدهی دولتی از طریق افزایش سهم اوراق بدهی در ترکیب دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت از دو طریق بر بازار سهام تاثیر منفی خواهد داشت. از یک طرف حضور این صندوق‌ها را در پرتفوی دارایی‌های شان قرار خواهد داد. از جانب عرضه سهام موجود در پرتفوی دارایی‌های مالی بازار سرمایه، نرخ طرف دیگر بالافزایش تنگی مالی بانک‌ها و نهاده‌های مالی بازار سرمایه، نرخ بهره افزایش یافته که این موضوع نیز بر بازار سهام اثر منفی خواهد داشت. به علاوه انتشار اوراق بدهی دولتی برای تأمین مالی مخارج جاری است و سرمایه‌گذاری در سرمایه ثابت از آن سهمی نمی‌برد. لذا، نرخ انباشت سرمایه به عنوان مهمترین محرك رشد اقتصادی و رشد حقیقی بورس که طی ۱۰ سال اخیر همواره منفی بوده است، همچنان به سیر نزولی خود ادامه خواهد داد.

در سال‌های اخیر و همراه با کاهش درآمدهای دولت از محل فروش نفت، استفاده دولت از ظرفیت‌های بازار سرمایه جهت تأمین مالی از طریق انتشار انواع اوراق بدهی سرعت یافت، گویی که فروش اوراق بدهی به غلط جایگزین درآمدهای دولتی در نظر گرفته شده است. در حالی که انتشار اوراق بدهی جایگزین درآمدهای نیست بلکه ابزاری است جهت مدیریت تاخیر در دریافت درآمدها، افزایش مخارج عملیاتی و عمرانی در شرایط رکود اقتصادی که درآمدهای حاصل از مالیات و فروش نفت کاهش می‌یابد. همچنین با عنایت به عدم تحقق درآمدهای نفتی برنامه ریزی شده در بودجه سال ۱۴۰۰ و وا استگی درآمدهای مالیاتی به رونق اقتصادی ناشی از تزریق درآمدهای نفتی، توجه به نکات زیر ضروری به نظر می‌رسد.

### چالش‌های بر جسته و مسیری بسیار سخت

کسری بودجه دولت برای سال جاری بین ۴۰۰ تا ۵۰۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود. تأمین این میزان از کسری بودجه با وجود برآورد رشد ۳۲ درصدی نقدینگی در سال جاری، چالش جدی برای سیاست‌گذار به وجود می‌آورد. میزان افزایش نقدینگی اقتصاد در سال ۱۴۰۰ حدود ۱۱۰۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود تا به رقم حدود ۴۶۰۰ هزار میلیارد تومان در پایان سال جاری برسد. سهم صندوق‌های با درآمد ثابت که بار اصلی خرد اوراق بدهی دولتی را در بازار سرمایه به دوش می‌کشند از نقدینگی کشور حدود ۱۰ درصد است و حدود ۴۵ درصد از پرتفوی این صندوق‌ها را انواع اوراق بدهی تشکیل می‌دهد. در بهترین حالت کمتر از ۱۰۰ هزار میلیارد تومان از کسری بودجه سال جاری را می‌توان از محل افزایش حجم صندوق‌ها و افزایش درصد اوراق بدهی در ترکیب دارایی‌های این نوع از صندوق‌ها تأمین مالی کرد. البته اگر تجربه شش ماهه اول سال جاری را ملاک قرار دهیم دستیابی به تأمین مالی یکصد هزار میلیارد تومانی دولت از طریق بازار سرمایه بسیار سخت است. به علاوه این حجم از تأمین مالی دولت از بازار سرمایه که به نظر می‌رسد خارج از ظرفیت بازار بوده، می‌تواند منجر به افزایش نرخ بهره، بی‌ثباتی بازار سهام و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران شود. همچنین در صورت تحقق این حجم از تأمین مالی توسط دولت و تأمین مالی‌های



# الزام توسعه تعاملات منطقه‌ای و بین‌المللی



**کارشناس ارشد بازارهای مالی و بین‌المللی**

تأمین مالی پروژه‌های دولتی معمولاً حجم بالا، ماهیت بلندمدت و استراتژیک دارند. اکثر پروژه‌های دولتی مرتبط با طرح‌های زیر بنایی و ساختاری بوده که منابع موردنیاز آن‌ها کمتر از طریق بازارهای سرمایه جذب می‌شود. ماهیت بلندمدت، رسیک نسبی بالا و سوددهی نسبتاً پایین عامل اصلی عدم توان جذب منابع مالی برای طرح‌های دولتی از طریق بازار سرمایه است. عده روش‌های جذب منابع مالی برای این‌گونه طرح‌ها از طریق انتشار اوراق بدھی یا قرضه در سطح داخلی و یا بین‌المللی، تضمین شده توسط دولتها و یا از طریق جذب منابع از بانک‌های توسعه‌ای بین‌المللی صورت می‌گیرند. اکثر دولتهای موفق در جذب منابع از بازار سرمایه، از طریق ایجاد شرکت‌های جانبی در جهت به مشارکت گرفتن بخش‌های خصوصی، عمومی و بین‌المللی و ارائه تضمین‌های لازم (Public Private Partnership) اقدام کرده‌اند.

حجم فعل و انفعال جذب منابع جدید در بازار سرمایه ایران در حد و اندازه‌ای نیست که بتواند منابع حجمی و بلندمدت موردنیاز طرح‌های دولتی را تأمین کند. گرایش برای جذب منابع مالی برای طرح‌های دولت از طریق بورس‌های منطقه‌ای و بین‌المللی هم حرکت موققی نخواهد بود. این بورس‌ها برای جذب منابع دولتی و بلندمدت مناسب نمی‌باشند، مگر اینکه از طریق به مشارکت گرفتن بخش‌های خصوصی در داخل کشور و ایجاد مشارکت‌های بین‌المللی در خارج مدنظر قرار گیرند. همچنین با توجه به محدودیت‌های تحریم و ساختاری برای جذب منابع مالی لازم دولت، اقدامات زیر به ترتیب اهمیت می‌توانند صورت پذیرند.

- \* انتشار اوراق مشارکت و صکوک تضمین شده دولتی با ساختارهای متنوع ریالی و ارزی میان تا بلندمدت با نزدیکی جذب و مورد طلب بازار در داخل کشور (استفاده از تخصص مهندسی مالی برای این منظور واجب است).
- \* مذاکره و تعامل فعال با بانک‌های توسعه‌ای منطقه‌ای و بین‌المللی در جهت جذب منابع مالی لازم. این بانک‌ها شامل بانک توسعه اسلامی، بانک توسعه آسیایی، بانک توسعه آفریقایی و بانک جهانی و غیره می‌شوند.
- \* سعی در مذاکره و تعامل فعال با نهادهای رتبه بند اعتباری بین‌المللی در جهت کسب رتبه اعتباری مقبول برای کشور و شرکت‌های داخلی در جهت انتشار اوراق متنوع مشارکت، صکوک و قرضه بین‌المللی.
- \* توسعه بخش خصوصی واقعی و نه خصوصی، همراه با به مشارکت گرفتن بخش خصوصی واقعی در پیشبرد اهداف توسعه اقتصادی.

## ضعف انضباط و بی نظارتی

در مورد تبعات مختلف تمرکز دولتها برای جبران کسری بودجه با استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه باید اعلام داشت که کسری بودجه در یک دولت پدیده بسیار منفی محاسب شده و عامل مهمی برای استقراض ری رویه و افزایش تورم در کشورها تلقی می‌شود. کسری بودجه علامت جدی در مورد عدم وجود انضباط مالی و مدیریتی در ساختار مدیریتی دولت‌هاست. همچنین افزایش این کسری دلیل بر بی‌توجهی دولتها به این ضعف و عدم توان نهادهای ناظر از قبیل مجلس و دیگر نهادهای نظارتی در نظارت بر برنامه‌بودجه کشور است. البته این موضوع در کشور ما، با توجه به افزایش کسری بودجه، پیام جدی اقتصادی دال بر ضعف انضباط مالی و مدیریتی دولتها و بی‌توجهی نهادهای مسئول بر نظارت یا مجلس، دیوان محاسبات و بازارسی کل کشور تلقی می‌شود.

## عامل تلاطم و به هم ریختن تعادل بازار

همان‌طور که توضیح داده شد، عده روش‌های جذب منابع مالی برای طرح‌های اوراق انتشار اوراق بدھی یا قرضه تضمین شده دولتی در سطح داخلی یا بین‌المللی و یا از طریق جذب منابع مالی از بانک‌های توسعه‌ای بین‌المللی می‌تواند صورت گیرد. بر این اساس به هیچ‌ عنوان کسری بودجه نباید از طریق بازار سرمایه که دنبال بازدهی و سوددهی است، تأمین شود. گذشته از این، حجم فعل و انفعال جذب منابع موردنیاز دولتی در بازار سرمایه ایران در حد و اندازه‌ای نیست که بتواند منابع موردنیاز طرح‌های دولتی را تأمین کند. ورود دولت به بازار سرمایه به این منظور به‌غیراز مثلاً تعادل بازار و ایجاد قیمت‌های صوری هیچ تأثیر مثبتی نخواهد داشت. بر این اساس، با توجه به کسری قابل توجه بودجه ۱۴۰۰ و شرایط کنونی اقتصاد کشور، راه حل‌های قابل استفاده و راهبردی به ترتیب اولویت پیشنهاد می‌شود.

- \* کاهش جدی هزینه‌های دولت در کوتاه‌مدت از طریق برون‌سپاری اکثر فعالیت‌ها و اگذاری دارایی‌ها به بخش‌های خصوصی. در کنار این اقدام، باید با جدیت نسبت به ایجاد نظم و انضباط مالی در کلیه وزارتخانه‌ها و نهادهای وابسته به دولت اقدام داشت.
  - \* سعی در اصلاح نظام جمع‌آوری مالیات و عوارض گمرکی بهصورت عادلانه در جهت افزایش درآمدهای دولت.
  - \* سعی در جذب منابع مالی خارجی از طریق استقراض از بازارهای مالی بین‌المللی (اوراق صکوک ارزی)، بانک‌های تجاری و توسعه‌ای و مشارکت با شرکای خارجی.
  - \* سعی در جذب منابع مالی داخلی از طریق انتشار اوراق مشارکت و صکوک ریالی و ارزی، فروش اموال منقول و غیرمنقول و اگذاری سهام شرکت‌های دولتی.
- در مجموع با عملیاتی شدن تدبیر مذکور می‌توان از طریق جذب منابع مالی غیر تورمزا، کاهش هزینه‌ها و افزایش درآمدها به هدف کاهش کسری بودجه و تأمین منابع لازم برای پروژه‌های دولتی رسید.

## آینده اقتصاد جهانی متحول خواهد شد

# بازارهای مالی در سیطره‌ها PE

فرصت‌های بزرگی، پیش روی  
صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی قرار دارد



حبيب علیزاده  
روزنامه‌نگار



## Blackstone

### ۲۱۲ «The Blackstone Group» میلیارد دلاری

پیتر پترسون و استفان شوارتسمن از مدیران ارشد بانک لمن برادرز در سال ۱۹۸۵ صندوق The Blackstone Group را اصل برای راهبردی انتخاب کنند و از فرصت تسهیل مالی و پولی دولت‌ها بیشترین بهره را ببرند، وارد مسیر موفقیت خواهند شد. در این نوشتار، بزرگترین صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی جهان بر اساس میزان دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) معرفی شده‌اند.



### ۶۵۰ «KKR» میلیارد دلاری

در سال ۱۹۷۶، جروم کولبرگ، هنری کراویس و جورج رابرتس کارکنان پیشین بانک «بر استرنز» این صندوق را راهاندازی کردند. در ۱۹۸۹ این شرکت بزرگترین خرید تاریخ در این زمینه را با تصاحب شرکت RJR

وضعیت بازار صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی جهان در سال ۲۰۲۰ به دلیل کاهش فعالیتهای اقتصادی از سه ماه دوم که تحت تاثیر همه‌گیری بیماری کرونا رخ داد، بسیار پیچیده بود. کارشناسان پیش‌بینی می‌کنند که این روند تا اوایل سال ۲۰۲۲ ادامه داشته باشد. تاکنون بسیاری از کسبوکارها به ورطه ورشکستگی سقوط کرده‌اند. در این میان، صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی نیز از پیامدهای بحران کرونا در امان نبوده‌اند.

### فراز و فرود در بحران

از بحران مالی ۲۰۰۸ تاکنون، صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی روندی صعودی و رو به گسترش داشته‌اند. البته در جریان بحران مالی اخیر، این صندوق‌ها نتوانستند از فرصت خرید دارایی‌هایی که به دلیل بحران با سقوط قیمت روبه‌رو شده بودند، استفاده مناسبی ببرند. در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ اقتصاد واقعی از کمبود اعتبارات رنج می‌برد اما در سال ۲۰۲۰، این تقاضای مصرفی بود که به شدت کاهش یافت و منجر به بروز «شوک ناشی از تقاضا» شد. با آنکه شوک‌های «عرضه» و «تقاضا» از نظر بنیادی تفاوت دارند، اما در جریان همه‌گیری کرونا، ما شاهد هر دو شوک به طور همزمان بودیم. با این حال از آن زمان تاکنون، صنعت صندوق‌ها در مسیر تحول قرار گرفته و با رشد خوبی مواجه شده‌اند. به گفته کارشناسان، بحران اخیر نیز فرصت‌های بزرگی را ایجاد کرده است. در واقع با مداخله دولتها و حمایت از اقتصادها به روش‌های مختلف که به تقویت دو طرف عرضه و تقاضا منجر شده، فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری برای این صندوق‌ها به وجود آمده است. کارشناسان می‌گویند: آن دسته از صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی که انعطاف‌پذیر باشند، حمایت موثری از پرتفوی خود به عمل آورند، حوزه‌های سرمایه‌گذاری را به صورت راهبردی انتخاب کنند و از فرصت تسهیل مالی و پولی دولت‌ها بیشترین بهره را ببرند، وارد مسیر موفقیت خواهند شد. در این نوشتار، بزرگترین صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی جهان بر اساس میزان دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) معرفی شده‌اند.



### ۸۷ میلیارد دلاری «CVC»

این شرکت یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی است که در سال ۱۹۸۱ تاسیس شده و دفتر مرکزی آن در لوگامبورگ قرار دارد. ریشه شکل‌گیری این CVC را می‌توان از شرکت Citicorp Venture Capital (Citicorp) بازیو سرمایه‌گذاری بانک (بعدها تبدیل به بانک Citigroup شد) دانست که به جذب بیش از نیمی از سرمایه اولیه صندوق CVC کمک کرد. این دو مجموعه در سال ۱۹۹۳ جدا شدند. امروز پلتفرم صندوق خصوصی CVC که ارزش آن بالغ بر ۸۷ میلیارد دلار است، مدیریت دارایی در حوزه استراتژیک اروپا-آمریکا، آسیا، فرسته‌های راهبردی و رشد شرک را به عهده دارد. یکی از اقدامات مهم این شرکت، تصرف سهام حداکثری گروه «فرمول یک» بین سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۰۶ و برنامه‌ریزی برای عرضه اولیه سهام آن بوده است. اما برنامه عرضه اولیه سهام فرمول یک در سال ۲۰۱۷ با شکست روبرو شد و CVC سهم خود در این شرکت را به قیمت ۴,۴ میلیارد دلار به شرکت رسانه‌ای Liberty واگذار کرد.



### ۵۶ میلیارد دلاری «Advent International»

این شرکت در سال ۱۹۸۴ راهاندازی شد و از آن زمان تاکنون، از طریق بیش از ۳۷۵ سرمایه‌گذاری مختلف حدود ۵۶ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری کرده است. این شرکت که دفتر مرکزی آن در شهر بوستون قرار دارد، تخصیص‌های صندوق خود را در سال ۱۹۸۷ راهاندازی و بیش از ۲۲۵ میلیون دلار نقدینگی جذب کرد. در حال حاضر، این شرکت در ۵ حوزه صنایع اصلی (از جمله خدمات مالی و تجاری، خدمات درمانی، خردفروشی و محصولات مصرفي، فناوری) سرمایه‌گذاری انجام داده است. آخرین فعالیت این صندوق در سال ۲۰۱۹ و با جذب ۱۷,۵ میلیارد دلار نقدینگی رقم خورد.



### ۷۵ میلیارد دلاری «Thoma Bravo»

ریشه‌های شکل‌گیری این شرکت به دهه ۱۹۸۰ و شرکت GTCR (حروف اختصاری نام چهار بنیانگذار) بازمی‌گردید. در ۱۹۹۸، دو تن از بنیانگذاران یعنی کارل توما و برایان کریسی شرکت خود را نام Thoma Cressey راهاندازی کردند و صندوق این شرکت ۴۵۰ میلیون دلار نقدینگی جذب کرد که عمدتاً در بخش نرمافزار و فناوری سرمایه‌گذاری شد. تا سال ۲۰۰۸، کریسی از توما جدا شد و با پیوستن اورلاندو براوو به این شرکت، Thoma Bravo شکل گرفت که دفتر مرکزی آن در شهر شیکاگو قرار دارد. در حال حاضر براوو مدیر اجرایی این شرکت است. امروز ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت بیش از ۷۵ میلیارد دلار است. این شرکت در تاریخ ۴۰ ساله خود بیش از ۳۰۰ پرتفوی شرکتی را خریداری کرده است. اویل ماه ژوئن امسال، این شرکت از معامله ۶,۶ میلیارد دلاری خرید شرکت Stamps خبر داده بود. انتظار می‌رود با نهایی شدن این معامله تمام نقد، ارزش سهام شرکت Stamps به ۳۳۰ میلیارد دلار افزایش پیدا کند.

Nabisco تولیدکننده تنباقو و غذا به ارزش ۲۵ میلیارد دلار انجام داد. نکته جالب اینکه، KKR تنها ۱۵ میلیون دلار از پول خود را که معادل ۶,۰۰ درصد ارزش کل معامله بود، سرمایه‌گذاری کرد و بقیه پول از طریق KKR ۲۰۱۰ و مشارکت سرمایه‌گذاران حقوقی تأمین شد. در جولای ۲۰۱۰ نکته جالب اینکه، KKR کل معامله بود، سرمایه‌گذاری کرد و بقیه پول از طریق KKR ۲۰۱۰ در بورس نیویورک پذیرفته شد و در نخستین روز معاملات، قیمت هر سهم آن به ۶,۰۸ دلار رسید. امروز قیمت هر سهم این شرکت به ۶۰ دلار رسیده است. در سه ماه نخست ۲۰۲۱ درآمد خالص KKR به ۱,۶۴ میلیارد دلار افزایش یافت و این در حالی است که در مدت مشابه سال ۲۰۲۰ این شرکت ۱,۲۹ میلیارد دلار زیان شناسایی کرده بود. ارزش کل سرمایه‌گذاری‌های این شرکت معادل ۱۴۹ میلیارد دلار است. تا ۳۱ مارس ۲۰۲۱ (پایان سه ماه نخست) ارزش کل معاملات KKR از ابتدای فعالیت (حدود ۴۵ سال) به ۶۵ میلیارد دلار بالغ شد. از سرمایه‌گذاری‌های مهم این شرکت می‌توان به شرکت‌های ByteDance و TikTok اشاره کرد.

## THE CARLYLE GROUP

### ۲۶۰ میلیارد دلاری «The Carlyle Group»

شرکت CG در سال ۱۹۸۷ به دست پنج شریک تجاری از جمله دیوید روینشتاین، سرمایه‌گذار معروف و رئیس فعلی شرکت در واشنگتن تأسیس شد. تا سال ۱۹۹۰ این شرکت برای راهاندازی نخستین صندوق خود بیش از ۱۰۰ میلیون دلار نقدینگی جذب کرد. در حال حاضر، CG حدود ۲۶۰ میلیارد دلار دارایی در ۲۵۶ پرتفوی شرکتی را تحت مدیریت دارد. همچنین ارزش سرمایه‌گذاری این شرکت در تجارت جهانی صندوق‌های خصوصی بالغ بر ۱۳۷ میلیارد دلار است. اگرچه دو شرکت قبلی، CG هم در می‌۲۰۱۲ تبدیل به سهامی عام شد و در بورس نزدک پذیرش شد، اما از نظر تاریخی، این شرکت بیشترین سود تقسیمی را در سال ۲۰۲۰ به سهامداران خود ارائه کرده است. در این سال ۷۶۲ CG میلیون دلار بین سهامداران خود تقسیم کرد که بالاترین رقم از سال ۲۰۱۵ بود. یکی از نمونه‌های موفق فعالیت CG، جذب نقدینگی برای شرکت Golden Goose (برند مد معروف جهان) بود. با این کار، این برنده معروف بیش از ۱۰۰ فروشگاه در سراسر جهان افتتاح کرد و درآمدش دو برابر شد. در پایان سال ۲۰۲۰، شرکت CG بیش از ۱۱ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری از طریق پلتفرم صندوق خصوصی خود انجام داد و بیش از ۲۷ میلیارد دلار سرمایه جدید جذب کرد.

## APOLLO

### ۸۹ میلیارد دلاری «Apollo Global Management»

از زمان راهاندازی در سال ۱۹۹۰، شرکت APO از طریق ۹ صندوق مختلف در بیش از ۱۵۰ شرکت سرمایه‌گذاری کرده است. در حال حاضر میزان دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت در تجارت صندوق‌های خصوصی به بیش از ۸۹ میلیارد دلار رسیده است. این شرکت برای سرمایه‌گذاری از استراتژی‌های مختلفی استفاده می‌کند. عرضه اولیه سهام APO در بورس نیویورک ۵۶۵ میلیون دلار سرمایه‌گذاری جذب کرد. در حال حاضر قیمت هر سهم این شرکت نسبت به روز عرضه اولیه بیش از ۷۰۰ درصد رشد کرده است. شهرت APO بیش از همه مديون مشارکت با شرکت Metropoulos جهت تصاحب سهام حداکثری برنده Hostess (که بعدها منحل شد) است. این معامله در سال ۲۰۱۳ و به ارزش ۴۱۰ میلیون دلار انجام شد. به تازگی، APO در معامله‌ای به ارزش ۵ میلیارد دلار، شرکت رسانه‌ای Verizon (شامل AOL، Yahoo و خدمات رسانه‌ای AOL) را تصاحب کرده است.



بازارهای خصوصی وارد مرحله پیشود شدند

# دارایی ۵,۸ تریلیون دلاری

افزایش چشمگیر دارایی‌های  
تحت مدیریت صندوق‌های PE  
در جهان محقق خواهد شد

علی دانیال  
روزنامه‌نگار

تأمین مالی همواره یکی از دغدغه‌های اصلی شرکت‌ها و کسب‌وکارهای کوچک و بزرگ بوده است. در واقع ادامه فعالیت و حتی حیات آنها به تأمین مالی به روش‌های مطمئن و کم‌هزینه بستگی دارد. برای رفع این نیاز، کسب‌وکارهای مختلف در سراسر جهان عموماً به دو روش تأمین مالی از سیستم بانکی و تأمین مالی از بازار سرمایه اقدام می‌کنند.

## چالش مطلوب نبودن

تأمین مالی از سیستم بانکی به دلایل مختلف از جمله روند طولانی مدت و بوروکراسی حاکم، نرخ بالای سود بازپرداخت، وثیقه‌های سنگین، مدت زمان محدود در اختیار داشتن وام دریافتی و... معمولاً مطلوب شرکت‌ها (به ویژه شرکت‌های نوپا و استارت‌آپ‌ها) نیست و عموماً برای سرمایه در گردش و تنها به مدت کوتاه مورد استفاده قرار می‌گیرد. در مقابل، تأمین مالی از بازار سرمایه به دلایل متعدد با اقبال خوبی روی رو است.



## ۷۲ «TPG Capital» میلیارد دلاری

این شرکت در سال ۱۹۹۲ با نام Texas Pacific Group را اندازی شده بود، نخستین و مشهورترین سرمایه‌گذاری خود را در سال ۱۹۹۳ در شرکت خطوط هوایی کانتینانتال ایرلاینز (که بعدها ورشکست شد) انجام داد. دیوید باندرمن و جیم کولت، بنیانگذاران TPG که مطمئن بودند این خرید بسیار جذاب خواهد بود، شغل خود را ترک کردند و برای تصاحب سهام حداکثری این شرکت خطوط هوایی، ۶۴ میلیون دلار سرمایه جذب کردند. تا سال ۱۹۹۷، با این سرمایه‌گذاری، باندرمن و کولت بیش از یک هزار درصد بازده کسب کردند. در حال حاضر ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت ۷۲ میلیارد دلار است. به علاوه، دیگر سرمایه‌گذاری‌های مهم TPG شامل خرید ۲,۳ میلیارد دلاری شرکت «برگر کینگ» و انجام سرمایه‌گذاری اولیه در شرکت‌های «اوبر» و Airbnb بوده است. این شرکت همچنان در فوریه ۲۰۲۱ توافقی برای خرید ۳۰ درصد سهام یک شرکت تازه تاسیس در حوزه رسانه (متشکل از DirectTV, U-verse و تلویزیون AT&T) منعقد کرد.



## ۶۳ «Warburg Pincus» میلیارد دلاری

بنیاد شکل‌گیری این شرکت از بانک سرمایه‌گذاری E.M. Warburg ریشه می‌گیرد. این بانک در سال ۱۹۳۹ به دست اریک واربورگ در نیویورک تأسیس شده بود. در سال ۱۹۶۶، شرکت سرمایه‌گذاری جسورانه Lionel I. Pincus مستقر در نیویورک این شرکت را خریداری کرد و این شرکت با نام جدید شکل گرفت. از آن زمان تاکنون، این شرکت بیش از ۹۰ میلیارد دلار در بیش از ۹۳۰ شرکت سرمایه‌گذاری کرده است. حوزه‌های سرمایه‌گذاری این شرکت از افزایش سرمایه برای استارت‌آپ‌ها تا خرید شرکت‌های بزرگ و بالغ را شامل می‌شود. تیموتوی گایتنر، وزیر خزانه‌داری پیشین آمریکا، ریاست این شرکت را به عهده دارد. ستاد مرکزی این شرکت در نیویورک قرار دارد، با این حال به شکل گسترهای در قاره‌های آمریکا، اروپا و آسیا فعال است. در حال حاضر ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت ۶۳ میلیارد دلار است.



## ۶۰ «Bain Capital» میلیارد دلاری

میت رامنی، تی. کولمن اندرزو و اریک کریس از شرکت مشاوره Bain&Company این شرکت را در سال ۱۹۸۴ را اندازی کردند. این شرکت که بخش مجزای گروه مشاوره‌ای Bain&Company به شمار می‌رود، تحلیل‌های استراتژیک مشاوره‌های مدیریتی را با حجم بالای سرمایه‌های بخش خصوصی ترکیب و سرمایه‌گذاری می‌کند. امروز، بیشتر مدیران این شرکت که دارای سوابقه فعالیت در حوزه مشاوره هستند، با تکیه بر تجربیات خود در این زمینه به ارزیابی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتمالی و تعییرات مدیریتی می‌پردازند. ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این شرکت بالغ بر ۶۰ میلیارد دلار است. یکی از نخستین سرمایه‌گذاری‌های Bain یعنی سرمایه‌گذاری ۴,۵ میلیون دلاری در شرکت Staples چند سال بعد در زمان عرضه اولیه سهام این شرکت، بازده ۵,۷۵ برابر را نصیب کرد. از دیگر سرمایه‌گذاری‌های مهم این شرکت می‌توان به خرید چندین شرکت بزرگ از جمله فروشگاه‌های Michaels و Burlington اشاره کرد.

\*توضیح: آمار و اطلاعات ارائه شده در این گزارش در ۱۲ جولای ۲۰۲۱ به روزرسانی شده است.  
U.S.News منبع:

در بورس‌ها لغو پذیرش می‌شوند، با کمک تأمین مالی از طریق صندوق‌های خصوصی می‌توانند دویاره روى پاي خود بايستند و در مسیر رشد قرار گيرند.

### داشتمن چندچالش

با وجود مزیت‌های فراوان، صندوق‌های خصوصی با چالش‌های خاصی نیز مواجه هستند. نخست اینکه نقد کردن دارایی‌ها در صندوق‌های خصوصی با دشواری انجام می‌شود چون برخلاف بازار سهام، سازوکار آماده‌ای برای همتایابی خریدار و فروشنده وجود ندارد. چالش دوم اینکه تعیین قیمت سهام یک شرکت در صندوق‌های خصوصی بر پایه مذاکرات بین خریدار و فروشنده انجام می‌شود و نیروهای بازار در آن دخالتی ندارند و نکته بعدی اینکه در صندوق‌های خصوصی برخلاف شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای سهام، حقوق صاحبان سهام عموماً از طریق مذاکره موردنی تعیین می‌شود.

### ۷۹۶ میلیارد دلار

#### تأمین مالی ۲۵ صندوق

در بازارهای مالی بسیاری افراد درباره صندوق‌های خصوصی شنیده‌یا خوانده‌اند اما کمتر کسی به بزرگی آنها فکر کرده است. بررسی‌های وبسایت Visual Capitalist نشان می‌دهند که در بازه زمانی ۵ ساله منتهی به نوامبر ۲۰۲۰، حجم تأمین مالی ۲۵ صندوق خصوصی بزرگ جهان به ۷۹۶ میلیارد دلار رسیده است.

یک صندوق فرانسوی، یک صندوق سوئیسی، دو صندوق انگلیسی، یک صندوق کانادایی، یک صندوق هنگ کنگ و یک صندوق سوئیسی به ۷۹۶ میلیارد دلار رسیده است. این حجم از تأمین مالی در حوزه‌های مختلف شامل هتل‌ها، صنایع غذایی، فناوری، نیمه‌رسانه، بازی‌های رایانه‌ای، شرکت‌های چندرشته‌ای، خطوط هوایی و... انجام شده است. سهم بزرگترین صندوق خصوصی جهان یعنی Blackstone Group (آمریکا) در این مدت نزدیک به ۹۶ میلیارد دلار و سهم کوچکترین صندوق در این گزارش، یعنی Partners Group (سوئیس) حدود ۱۸ میلیارد دلار بوده است.

### افزایش اقبال سرمایه‌گذاران

تازه‌ترین برآوردها از رشد چشمگیر صندوق‌های خصوصی طی ۵ سال آینده خبر می‌دهند. پیش‌بینی می‌شود، تا سال ۲۰۲۵ ارزش دارایی‌های تحت مدیریت PE‌های جهان با چهشی ۵۵ درصدی به ۵.۸ تریلیون دلار افزایش پیدا کند.

سال ۲۰۲۰ برای بازارهای خصوصی هم سالی پر تلاطم بود. به طور معمول، ما تغییرات چشمگیر این صنعت طی سال‌ها یا دهه‌ها را ارزیابی می‌کنیم اما همه‌گیری کرونا باعث شد، بازه زمانی این ارزیابی‌ها به فصل یا حتی ماه کاهش پیدا کند. پس از سه ماه دوم ۲۰۲۰، بازارهای خصوصی نیز وارد مرحله بهبود شدند. بررسی‌ها نشان می‌دهند که از آن زمان تاکنون، صندوق‌های خصوصی (PE) عملکردی قویتر و بهتر از سایر بازارهای خصوصی داشته‌اند. سرعت و قدرت بهبود صندوق‌های خصوصی نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری و تداوم حرکت آنها در شرایط بحرانی کنونی است.

### بازگشت روند صعودی

بررسی‌های کلی نشان می‌دهند که در مجموع، ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران صندوق‌های خصوصی نسبت به یک دهه قبل افزایش یافته است. در جریان بحران مالی سال ۲۰۰۸، بسیاری از سرمایه‌گذاران اقدام به خروج سرمایه‌های خود از صندوق‌های PE کردند، اما

### Visual Capitalist

بررسی‌های سایت Visual Capitalist نشان می‌دهند که در بازه زمانی ۵ ساله منتهی به نوامبر ۲۰۲۰، حجم تأمین مالی ۲۵ صندوق خصوصی بزرگ جهان به ۷۹۶ میلیارد دلار رسیده است.

در بحران کرونا این اتفاق را کمتر شاهد بودیم. در مجموع، سال ۲۰۲۰ از نظر جذب نقدینگی سالی نسبتاً خوب برای این صندوق‌ها بوده است. در سه ماه نخست، تحت تاثیر گسترش ویروس کووید ۱۹ میزان تأمین مالی از طریق این صندوق‌ها با افت زیادی رویه و شد اما در سه ماه چهارم این روند تغییر کرد. در واقع، در نیمه دوم سال گذشته میزان دارایی‌های تحت مدیریت و حجم سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها به روند صعودی بازگشت.

### مزیت‌های قابل توجه

صندوق‌های خصوصی مزیت‌های فراوانی برای شرکت‌ها و استارت‌آپ‌های دارند. این مزیت‌ها مورد توجه شرکت‌ها هستند و به آنها امکان می‌دهند به جای تأمین مالی از طریق سازوکار مالی مرسوم از جمله بانک‌ها (که نرخ بهره بالایی دارند) و پذیرش در بورس‌ها، به نقدینگی مورد نیاز دست یابند. برخی از این صندوق‌ها حتی برای ایده‌ها و شرکت‌های تازه تاسیس هم تأمین مالی انجام می‌دهند. همچنین شرکت‌هایی که

### داشتمن ابزارهای مختلف

برای تأمین مالی از بازار سرمایه تاکنون ابزارهای مختلفی ابداع و عرضه شده است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری از مهمترین آنها به شمار می‌رود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری پوششی یا تأمینی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی از جمله این نوع ابزارها هستند. بین این صندوق‌ها از نظر ساختار، نوع فعالیت و اهداف سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران تفاوت‌هایی وجود دارد. در اینجا، صندوق‌های خصوصی مورد نظر هستند.

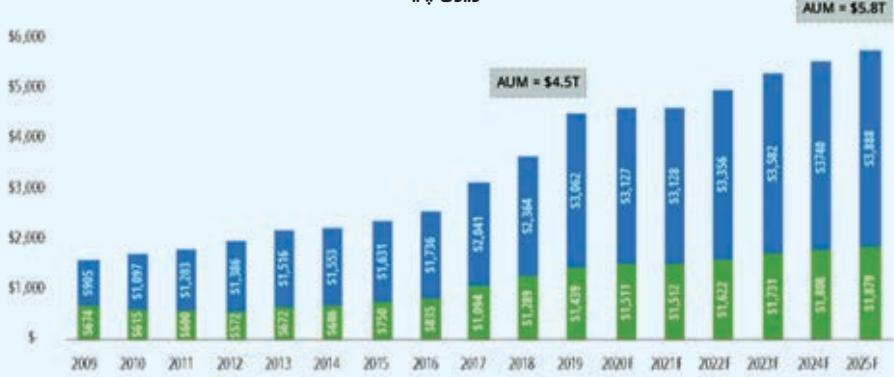
### تحقیق مدیریت خصوصی

اساساً سرمایه‌گذاری خصوصی نوعی تأمین مالی است که در آن، منابع نقدی و سرمایه در یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود. به طور معمول، سرمایه‌گذاری‌های خصوصی روی کسب و کارهای بالغ در صنایع سنتی انجام می‌شود. صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، ابزار فعالیت چنین شرکت‌هایی است. شکل کلی فعالیت این صندوق‌ها چنین است که سرمایه‌گذاران خصوصی برای سرمایه‌گذاری در یک شرکت، سرمایه را از شرکای سرمایه‌گذار جمع آوری می‌کنند تا صندوقی تشکیل دهند که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی نامیده می‌شود. زمانی که آنها به میزان موردنظر، سرمایه جذب کردن، صندوق را می‌بنند و آن سرمایه را روی شرکت‌های هدف و معمولاً آینده‌دار سرمایه‌گذاری می‌کنند.

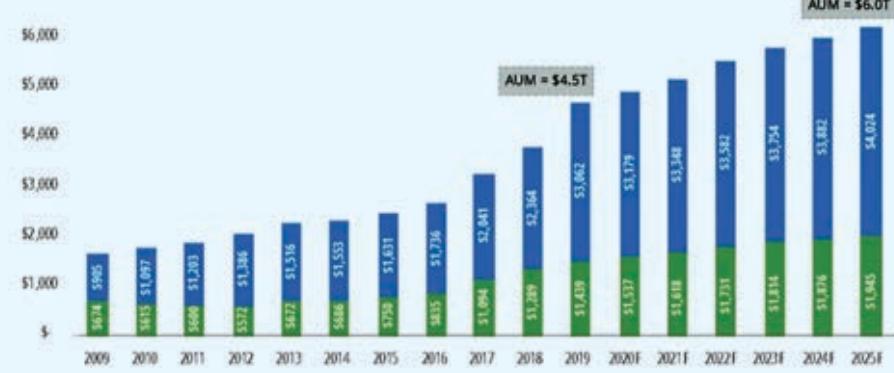
معمولًا صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (که به اختصار PE نامیده می‌شوند) ابزارهای سرمایه‌گذاری هستند که به وسیله شرکت‌های خصوصی و به نامیدنگی از گروهی از سرمایه‌گذاران تاسیس و مدیریت می‌شوند. سرمایه‌ای این صندوق‌ها با این دیدگاه تأمین می‌شود که بخشی از سهام شرکت‌های خصوصی تملک و سپس در یک بازه زمانی واگذار شود. البته باید توجه داشت که بازار ثانویه برای ایندهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های خصوصی نیز در حال توسعه است که می‌تواند باعث نقدشوندگی برای سرمایه‌گذارانی شود که قصد فروش منافعشان در یک صندوق خصوصی را دارند. این بازار ثانویه در دهه گذشته با رشدی چشمگیر رو به رو بوده که دلیل آن را باید ایجاد صندوق‌های تخصصی دانست که برای خرید ثانویه ایندهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های خصوصی ایجاد شده‌اند.

تمامی این ابزارهای مختلف در شرایط بحرانی همچون بسیاری از صنایع و بازارهای جهان،

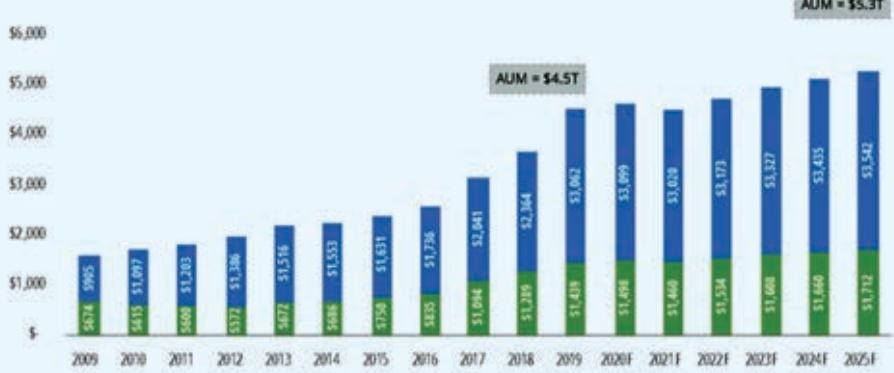
## سناریوی پایه



## سناریوی خوشبینانه



## سناریوی بدیننانه



در سناریوی خوشبینانه، میزان دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها تا سال ۲۰۲۵ معادل ۶ تریلیون دلار برآورد شده است. سناریوی پایه این رقم را ۵۸ تریلیون دلار نشان می‌دهد. در همین حال بر اساس سناریوی بدیننانه، میزان دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها تا ۵ سال بعد به ۵۵ تریلیون دلار خواهد رسید. تحقق هر یک از این سناریوها به معنای افزایش چشمگیر میزان دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های PE در جهان خواهد بود.

منابع:

\*Deloitte Insight  
\*Pricewaterhouse Coopers  
\*McKinsey & Company  
Visual Capitalist

صندوق‌ها رو به افزایش است. در سال ۲۰۲۰ حدود ۶۶ درصد از سرمایه‌گذاران نهادی در صندوق‌های خصوصی سرمایه‌گذاری کردند. این رقم در سال ۲۰۱۶ معادل ۵۷ درصد بوده است. این موضوع نشان‌دهنده اقبال سرمایه‌گذاران به صندوق‌های خصوصی است.

## سناریوهای محتمل

بررسی‌های کارشناسان درباره حجم دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های خصوصی نشان‌دهنده روند صعودی است. حال سه سناریو برای این صندوق‌ها تا سال ۲۰۲۵ ارائه شده است که میزان دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق‌ها تا ۵ سال بعد را نشان می‌دهد.

اگرچه از زمان همه‌گیری بیماری کرونا در اوایل سال ۲۰۲۰ بیشتر صندوق‌های خصوصی به روش‌های متنوع به حمایت از شرکت‌های تحت پرتفوی خود پرداخته‌اند، اما به نظر می‌رسد که این شرکت‌ها (به ویژه شرکت‌های کوچکتر) به افزایش ورودی صندوق‌ها کمک کرده‌اند. البته در این میان، شکل‌گیری همکاری بین شرکت‌ها و صندوق‌های خصوصی به ایجاد ارتباط و ارائه تجربیاتی منجر شده که پیش از این سابقه نداشته است.

همچنین به دلیل بازده بالا و بی ثباتی اندک که به رشد جریان نقدینگی به سمت صندوق‌های خصوصی منجر شده، تقاضای سرمایه‌گذاران نهادی برای سرمایه‌گذاری در این

ابزاری که احیاگر اقتصاد خصوصی خواهد شد

# همکامشدن پس از نیم قرن

۳۱۴





مسیر جدیدی  
برای اکوسیستم  
شرکت‌های کوچک  
باز می‌شود

## تابلوی ایست برای استارت آپ‌ها

محمود رضا خواجه نصیری، مدیرعامل تأمین سرمایه تمدن نیز پس از این اظهار نظر گفته بود: در نظر داریم تا شرکت‌های نت‌برگ و تخفیفان را طی یکی، دو سال آینده وارد بورس کنیم. با این اظهارات اما هنوز این دو شرکت نتوانسته‌اند وارد بورس شوند.

### اعلام آمادگی و سکوت

 دیجی‌کالا بزرگترین فروشگاه اینترنتی ایران است که از سال ۹۷ به بازار فین تک‌های مالی نیز ورود کرد و با اپ دیجی‌پی در این بازار درخشش خوبی داشت. بسیاری از فعالان بازار سهام در نیمه ابتدایی سال ۹۹ منتظر بورسی شدن دیجی‌کالا بودند اما تاکنون خبری از بورسی شدن آن نیست. حمید محمدی، مدیرعامل دیجی‌کالا در ۲۱ فروردین ۱۴۰۰ اعلام کرد: این شرکت فعال در حوزه دیجیتال آماده ورود به بورس است و در صورت تایید نهایی مسئولان بازار سرمایه با تمامی زیرمجموعه‌های خود با نام گروه اینترنتی دیجی‌کالا به بورس می‌آید. محمدی ۱۷ اسفند ۹۹ هم گفته بود مراحل پذیرش دیجی‌کالا در حال انجام است. البته تاکنون اتفاق جدیدی رخ نداده و بسیاری منتظر ورود این شرکت در بازار سرمایه هستند.

 **پاسخ شفافی دریافت نشد**  
تپسی یک سامانه آپ موبایل هوشمند درخواست خودرو یا تاکسی است که در هر زمان و هر نقطه‌ای از شهر، شما را به مقصدتان می‌رساند. تپسی نخستین شرکت از چهار استارت آپی بوده که برای ورودشان به بورس تلاش شده است. مسعود خوانساری، رئیس اتاق بازرگانی تهران آذر ماه سال ۹۹ در توییتر خود اعلام کرد: نماد تپسی به زودی در بازار فرابورس عرضه خواهد شد. میلاد منشی‌پور، بنیان‌گذار تپسی هم در توییتر رسماً ورود این استارت آپ به بازار بورس را تایید کرد. امیر ناظمی، معافون وزیر ارتباطات نیز با اشاره به قرار گرفتن نماد تپسی روی تابلوهای فرابورس، گفته بود: ورود تپسی به بورس یک مسیر جدیدی برای کل اکوسیستم استارت آپی خواهد بود. با این وجود اما هرچند نزدیک به ۹ ماه از خبر پذیرش تپسی در فرابورس می‌گذرد اما خبری از عرضه اولیه تپسی نیست. متولیان این شرکت تاکید دارند با توجه به اینکه تمام اقدامات لازم و مراحل قانونی را برای عرضه اولیه پشت سر گذاشته‌ایم و تمام شروط و درخواست شرکت را برای درج نماد را دارا هستیم، اما هیچ پاسخ شفافی از فرابورس دریافت نکردند.

 سیمین فهیمی  
خبرنگار

**شرکت‌های تخفیفان، نت برگ، دی جی کالا، اسنپ،**  
تپسی، شیپور، کافه بازار و فیلیمو از جمله شرکت‌های بزرگ استارت آپی هستند که آمادگی خود را برای حضور در بازار سرمایه اعلام کرده‌اند اما با توجه به وعده‌های مسئولان برای ورود به بورس هنوز نتوانسته‌اند راهی این بازار شوند. معرفی اجمالی این شرکت‌ها مدنظر قرار می‌گیرد.

**بازیگران تخفیف گروهی در انتظار**  
تخفیفان و نت برگ دو بازیگر اصلی حوزه تخفیف گروهی در ایران بوده که مردادماه ۱۳۹۰ فعالیت خود را آغاز کردند. در ابتدا رقابت شدیدی با هم داشتند که این موضوع موجب کاهش سودآوری و رشد آن‌ها شد. اگرچه این دو مجموعه در سال ۹۵، فعالیت‌هایی در کلان‌شهرهایی نظیر مشهد، کرج، اصفهان و تبریز داشتند، اما در سال ۹۸ به دلیل کاهش هزینه‌ها و ارائه قابلیت‌های جدید به بازارها هم ادغام و فعالیت‌های خود را گسترش دادند. البته مردانه میراث تخفیفان و نت برگ، بهمن ۹۸ در نشستی خبری از اعلام آمادگی مجموعه‌هایشان برای ورود به بورس خبر دادند.



## چالش‌بی اطلاعی از خدمات



علی عمیدی  
 مدیرعامل سامانه تأمین مالی جمعی کارن

بسیاری از شرکت‌ها با روش‌های تأمین مالی در بورس آشنا نیستند اما قطعاً بازار سرمایه با توجه به موقعیت هر شرکتی یک یا چند راه برای تأمین مالی سرراه مدیر شرکت خواهد گذاشت. به عنوان نمونه برخی از شرکت‌ها می‌توانند با استفاده از اوراق مشارکت متعددی که تعريف شده، و برخی از شرکت‌های دیگر در فرآیندهای ارزی می‌توانند تأمین مالی کنند. همچنین برخی از شرکت‌ها روش کراوفاندینگ را برای تأمین مالی بر می‌گزینند. بنابراین هر شرکتی با توجه به نیاز خود می‌تواند از بازار سرمایه یک نوع ابزار برای تأمین مالی خود انتخاب کند.

البته یک مدل کلی در بازار سرمایه وجود ندارد که گفته شود این ابزار در این بازار از حمه ابزارها برای تأمین مالی بهتر است، اما بازار سرمایه سعی کرده که ابزارهای مختلف برای شرکت‌های استارت‌آپ‌های کوچک گرفته تا شرکت‌های بزرگی که عرضه عمومی شده‌اند را به وجود آورد.

یکی از راههای تأمین مالی شرکت‌ها، از طریق کراوفاندینگ امکان پذیر بوده، البته شرکت‌هایی که نیازشان سرمایه در گردش و نیاز مالی آنها تا ۱۰ میلیارد تومان است. اما این یک فیلتري بوده که باعث می‌شود بسیاری از شرکت‌ها سراغ این روش تأمین مالی نیایند، زیرا ممکن است رقمی که نیاز داشته باشند بالاتر از رقم مذکور باشد. اما به هر حال این روش هم برای شرکت‌های کوچک وجود دارد و این شرکت‌ها باید حتماً سایقه فروش داشته باشند و به شرکت‌های کراوفاندینگ ثابت کنند که سرمایه مردم را به قول معروف به باد نمی‌دهند و این سرمایه برای توسعه فعالیت‌های شرکت و گسترش تولید جذب می‌شود. همچنین شرکت‌هایی که گزارش‌های مالی درستی دارند یعنی اظهارنامه رد می‌کنند تا نشان دهند که شرکت فعل بوده و ورشکسته نیست این شرکت‌ها می‌توانند از تأمین مالی جمعی استفاده کنند.

باید اشاره کنم که در اکوسیستم دانش‌بنیان و در صندوق نوآوری و شکوفایی، سرویس‌های مختلف برای شرکت‌های دانش‌بنیان وجود دارد. از لیزینگ، وام و هزینه اجاره مکان گرفته تا کمک‌های بلاعوض. در واقع یکی میز خدمتی وجود دارد و کارشناسان ابزارهایی را که شرکت متقاضی می‌تواند دریافت کند به آنها ارائه می‌کند. زیرا برخی از شرکت‌ها نمی‌دانند که صندوق چه سرویس‌هایی را ارائه می‌دهند، کارشناسان ما، شرکت‌ها را در جریان امور قرار می‌دهند. این کار بهتر است در بورس هم اجرا شود، زیرا کمک کننده است. هنوز شرکت‌ها نمی‌دانند که در بورس چه مدل‌های تأمین مالی وجود دارد. هنوز شرکت‌ها نمی‌دانند که آیا نهاد خاصی در بورس وجود دارد که اگر نیاز به تأمین مالی دارند از آن نهاد مشورت بگیرند؟

اگرچه شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که در بازار سرمایه فعل هستند، ممکن است همه سرویس‌های سرمایه‌گذاری را ارائه دهند اما اگر نهادی در بورس باشد که شرکت‌ها بتوانند از آن استعلام بگیرند و دانند چه ابزارهایی وجود دارد و چگونه می‌توانند از آن ابزار استفاده کنند، قطعاً استفاده از سرویس و خدمات بازار چند برابر خواهد افزایش خواهد یافت.

### در حال شناسایی معایب و مزایا



اسنپ، اولین و بزرگ‌ترین تاکسی اینترنتی ایران است که شش سال از فعالیتش می‌گذرد. محمد خلچ مدیرعامل اسنپ تیر ۹۹ گفته بود: اسنپ فعلاً تمايلی برای ورود به بورس ندارد. خلچ با اشاره به اینکه ورود به بورس مستلزم آمادگی است افزود: در حال مطالعه و ارزیابی هستیم، همچنین ریسک‌ها، معایب و مزایای بورسی شدن اسنپ را شناسایی می‌کنیم.

### عرضه شیپوری



شیپور یکی از مطرح‌ترین شرکت‌های نوپا در حوزه نیازمندی‌های آنلاین کشور است که پس از گذشت ۵ سال از شروع فعالیت، کماکان به صورت رایگان، خدمات خود را به خریداران و فروشنده‌گان در تمام استان‌های کشور ارائه می‌کند. هیأت مدیر این شرکت در اردیبهشت ۹۹ با انتشار بیانیه‌ای از ورود شیپور به بازار سرمایه خبر داده و گفت: این شرکت در حال جذب حجم اینویه از نقدینگی در کشور است. رضا اربابیان، مدیرعامل شیپور در همان زمان اعلام کرده بود؛ عرضه عمومی سهام شیپور یکی از اهداف این شرکت است. مجید آرت، مدیرمالی شیپور نیز با بیان اینکه مجموعه‌هایی چون سرمایه‌گذاری اعتبار ایران، صندوق سرمایه‌گذاری رویش لوتوس، سرمایه‌گذاری ایران و فرانسه و سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران، سهامدار این استارت‌آپ هستند، بیان داشت: با توجه به اختصار مالی خوبی که در شیپور برقرار است، روند بورسی شدن این شرکت سریع‌تر از دیگران خواهد بود. با همه این اظهارات، اما این شرکت هنوز نتوانسته پذیرش شود.

### تحقیق شرط سودآوری



کافه بازار یک فروشگاه نرم‌افزار اندروید است که در بهمن ماه ۱۳۸۹ توسط محمدجواد کوپایی، حسام میرآمنده‌ی و تعدادی از دانشجویان دانشگاه شریف طراحی شد. در کافه بازار بیش از ۱۳۰ هزار نرم‌افزار کاربردی اندرویدی ایرانی تولید شده که توسط ۲۱ هزار توسعه‌دهنده، به بیشتر از ۴۵ میلیون کاربر ارائه می‌شود. حسام میرآمنده‌ی، بیان گذار و مدیرعامل این شرکت در فوریه‌ی سال ۹۹ گفته بود: کافه بازار و دیوار سه سال است که به سوددهی رسیده‌اند و سودده بودن، شرط ورود شرکت‌ها در بورس محسوب می‌شود. آمنده‌ی افزود: سهام کافه بازار که حاصل ۱۰ سال تلاش صدها نفر بود در سال جاری در بورس ایران عرضه خواهد شد.

### نگرانی‌های اقتصادی



فیلیمو یا آپرات فیلیمو اولین سامانه نمایش درخواستی (VOD) اشتراکی ایرانی است که در بهمن ۱۳۹۳ آغاز به کار کرد. این سامانه یکی از محصولات شرکت فناوران ایده‌پرداز صبا است. هم‌اکنون اپراتور نمایش جدی‌ترین رقیب فیلیمو در سامانه نمایش درخواستی یا همان (وی‌او‌دی) است و بر اساس رتبه‌بندی الکسا فیلیمو چهاردهمین سایت پریازدید ایران است. فیلیمو نیز از دیگر شرکت‌هایی است که قرار بود در فرایورس عرضه شود اما تاکنون خبری از پذیرش این شرکت نیست. محمدجواد شکوری مقدم مدیرعامل هلدینگ صبا ایده درباره ورود این شرکت به بورس گفته بود: امیدوارم نگرانی‌ها جهت ورود ما به بورس اقتصادی باشد.



## بحث ورود استارت‌آپ‌ها به بورس باز می‌شود؟

**START UP**

طراحی بازارهای خاص برای رونق عرضه‌های کوچک ضروری است

هدیه عظیمی  
خبرنگار

# پشت درهای بسته

دیجی‌کالا، کافه بازار، تپسی، شیپور، فیلیمو به بورس خبر داده بود. براساس گفته‌های دژپسند، قرار بود سهام دیجی‌کالا در هفته نخست مرداد ماه و فیلیمو نیز تا هفته پایانی شهریور ماه ۹۹ به فرابورس راه پیدا کنند.

### حذف ضرورت سودآوری



علی عبدالهی، رئیس سابق مرکز فناوری اطلاعات و توسعه اقتصاد هوشمند وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز در شهریور ۹۹ گفته بود: ورود به بورس و فرابورس مقررات خاص خود را دارد که شاید رسیدن به این خطوط برای تمامی شرکت‌ها، به خصوص شرکت‌های دانش‌بنیان و استارت‌آپی مقدور نباشد. البته بازار سرمایه امکانی برای این شرکت‌ها فراهم خواهد کرد تا توانند ساده‌تر جذب سرمایه‌کنند و توسعه یابند. از همین رو مقرر شد بازاری تحت عنوان «هدف» در فرابورس شکل گیرد که مهمترین خط قرمز برای ورود شرکت‌ها به آن شفافیت مالی و داشتن چشم‌انداز برای سودآوری باشد. وی بیان اینکه شرکت‌های استارت‌آپ‌هایی که از شفافیت مالی لازم برخوردار باشند می‌توانند وارد این بازار شوند، توضیح داده بود: لزوم سودآور بودن این شرکت‌ها یا ندانشتن زیان اینباشته که از ملزومات ورود به بورس و فرابورس است در این بازار حذف شده است.

معاون علمی و فناوری ریاست جمهوری همواره در اظهار نظراتش از تلاش این معاونت برای ورود استارت‌آپ‌ها به بورس خبر داده بود.

### خط و نشان کشیدن قابل تأمل

چند شرکت استارت‌آپی بزرگ تا یک سال آینده وارد بورس خواهند شد. این خبری بود که امیرهامونی مدیرعامل فرابورس در جلسه فینتک ۹۷ مطرح کرد. او در این جلسه خط و نشانی هم برای ورود این شرکت‌ها به بورس کشید و گفت: بورس روی صورت‌های مالی حسابداری شده تأکید فراوان دارد. همچنین برای عضویت در فرابورس لازم نیست که شرکت‌ها حتماً ۳ سال سودآور باشند بلکه یک سال بعد از آغاز فعالیت نیز می‌توانند وارد فرابورس شوند و نام شرکتشان روی تابلو قرار گیرد.

### الزام اصلاح و ارائه وعده

بحث اصلاح ساختار استارت‌آپ‌ها موضوع دیگری است که برای ورود آنها به بورس لازم است. از نگاه مدیر فرابورس در سیاری از استارت‌آپ‌ها، پدیدآورنده ایده، مدیرعامل و حتی کارمند یک نفر است. همچنین سیاری از آن‌ها ثبت شرکتی نشده‌اند و قایم به فرد بوده اما روند مذکور درست نیست که این استارت‌آپ‌ها باید ساختار شرکت خود را اصلاح کنند. همچنین در این روند فرهاد دژپسند وزیر امور اقتصادی و دارایی در تیر ماه ۹۹ از ورود پنج شرکت

از زمانی که بحث ورود استارت‌آپ‌های بزرگ به بورس مطرح شد تا امروز که سه سال و شش ماه می‌گذرد، بنا به آنچه که سخت‌گیری‌های مدیران بازار سرمایه نامیده می‌شود، راه ورود این شرکت‌ها به بورس بسته شده است. تا جایی که ورود این شرکت‌ها به بورس شبیه به کلافی شده که هر روز پیچیدگی اش بیشتر می‌شود. حتی علی رغم وعده‌های مستولان تاکنون قرعه به اسم هیچ کدام از شرکت‌ها نیفتداده است. تنها از میان استارت‌آپ‌هایی چون ایرانسل، رایتل، شاتل، تپسی، آسیاتک، دیجی‌کالا، کافه بازار و شیپور که از آمادگی خود برای ورود به بورس خبرداده‌اند و مدت‌هast پشت درهای بسته بورس به انتظار نشسته‌اند، شرکت پیشگامان فن آوری دانش آرامیس با علامت تجاری تپسی نمره قبولی گرفته که این شرکت هم در صفحه اعرضه اولیه قرار دارد. چشم انتظاری این شرکت‌ها برای ورود به بورس در حالی است که متولیان بازار سرمایه همچنان وعده حضور این شرکت‌ها به بورس را می‌دهند اما آنچه مشخص است اینکه متولیان امر روى خوش به روی این شرکت‌ها نشان نداده‌اند و تنها تأکید دارند که ورود شرکت‌های استارت‌آپی به بورس دیر یا زود اتفاق می‌افتد. با وجود همه سخت‌گیری‌هایی که تاکنون برای ورود شرکت‌های استارت‌آپی به بورس شده است، پاید دید امسال قرعه ورود به بورس به نام کدام یک از شرکت استارت‌آپی می‌افتد؟ این مسائل در حالی مطرح است که سورنا ستاری

## در حال بررسی



### الزام تصمیم حاکمیتی و کاهش سختگیری

رامین رییی، مدیر  
عامل گروه مالی فیروزه با  
اشاره به اینکه شرکت‌های  
استارت‌آپی را باید

دستبندی کرد، گفت: یک  
سری از این شرکت‌ها با نام  
شرکت‌های بزرگ فناوری

محور ملی هستند که  
نمی‌توان نام اسما استارت‌آپ  
را به آنها اطلاق کرد. بر

این اساس شرکت‌های  
شیپور، دیجی‌کالا، کافه  
بازار، دیوار و اسنپ که

شرکت‌های بزرگ و فعال  
اینترنتی موجود در کشور

به شمار می‌آیند. همچنین

کاربرها و افراد زیادی در این

شرکت‌ها مشغول فعالیت  
هستند، می‌توانند صنعت

جدیدی را در بورس و فرابورس ایجاد کنند  
و سهامداران خرد زیادی سهامدارانشان شوند.  
به همین دلیل وارد چنین شرکت‌هایی به بازار  
سرمایه باید نسبتاً راحت و بدون مشکل باشد.

او اضافه کرد: بحث دیگریه استارت‌آپ‌های  
کوچک در مرحله رشد برمی‌گردد. طبیعتاً با  
توجه به ریسک بالای این شرکت‌ها و زیان ده  
بودن آنها سختگیری برای ورود این شرکت‌ها  
به بورس بیشتر است، بنابراین طبیعی بوده که

حساسیت براین شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

ربیعی با بیان اینکه نباید نام شرکت‌های  
بزرگ را استارت‌آپ گذاشت، تصریح کرد: وقتی  
نام استارت‌آپ براین شرکت‌ها گذاشته می‌شود  
در ذهن متبار می‌شود که این‌ها شرکت‌هایی  
هستند که از سوی تعدادی جوان را ناندازی  
شده که گرددش مالی چند میلیاردی دارند و  
گاه‌ها زیان ده هستند، در حالی که این شرکت‌هایی  
بزرگ که برای پذیرش در فرابورس درخواست  
داده‌اند، شرکت‌های ملی هستند که تاثیرگذاری  
آنها حتی بیش از شرکت‌های فولادی و معدنی  
است که در هر روتایی از خدمات آنها استفاده  
می‌شود. او این را هم توضیح داد که این شرکت‌ها  
هزاران شغل مستقیم و غیر مستقیم ایجاد  
کرده‌اند. بنابراین به نظر می‌رسد این اتفاق در  
کشور ما نیز رخ دهد. اکنون شرکت‌های فناور  
محور بلوغ کافی را برای بورسی شدن دارند و  
شاید در چند سال آینده اگر وارد بازار سرمایه  
شوند به بزرگترین شرکت‌های فناور می‌رسند  
تبدیل شوند. اما همانطور که گفته شد در این باره  
باید حاکمیت تصمیم یکار چه بگیرد.

ربیعی درباره روندی که فرابورس برای پذیرش  
این شرکت‌ها در نظر گرفته نیز اضافه کرد: اگر

رضاعلامعلی پور، در زمانی  
که معاون پذیرش و بازاریابی  
فرابورس بود اظهار داشت:  
شرکت‌های تپسی، دیجی‌کالا،  
کافه‌بازار و شبیور برای ورود به  
فرابورس درخواست داده‌اند و  
صورت‌های مالی سالانه آن‌ها آمده شده است. وی  
گفته بود: در حال بررسی ورود شرکت‌های حائز  
شرایط برای ورود در فرابورس هستیم.

**واکاوی دلایل تاخیر پذیرش و عرضه**  
بحث ورود استارت‌آپ‌ها به بورس از  
سال ۹۷ مطرح شد؛ زمانی که شرکت‌ها از  
نظر شفافیت صورت‌های مالی و حاکمیت  
شرکتی آمادگی لازم را نداشتند. اما بعد  
از گذشت دو سال اتفاقات چشمگیری رخ  
داد به گونه‌ای که حداقل الزامات ورود به  
بازار سرمایه از سوی این شرکت‌ها رعایت  
شد. بر این اساس شرکت‌ها شفاف‌تر و  
هم‌زمان با این تغییرات حسابرسان معتمد  
سازمان بورس جایگزین حسابرسان این  
شرکت‌ها شدند. با این وجود اما پای این  
شرکت‌ها بنا به دلایلی هنوز به بورس باز  
نشده است.

سورنا ستاری، معاون علمی و فناوری  
ریاست جمهوری نامشهود بودن دارایی‌ها  
را بزرگ‌ترین چالش در قیمت‌گذاری این  
شرکت‌ها و حضور آنها در بورس می‌داند.  
امیرهادیونی مدیرعامل فرابورس نیز علت  
طولانی شدن روند استارت‌آپ‌ها در بورس  
را دارایی‌های نامشهود بدخی شرکت‌ها  
را ذکر کرده بود. به گفته او، قرار بود  
استارت‌آپ‌ها در مرداد و شهریور سال ۹۹  
وارد بورس شوند اما به دلیل شرایط بازار  
این عرضه‌ها اتفاق نیفتاد. همچنین مشکل  
دیگری که برای ورود استارت‌آپ‌ها به بازار  
سرمایه وجود داشت، اختلاف نظر در مورد  
شفافیت صورت‌های مالی و ابهاماتی در مورد  
نحوه شناسایی درآمدها و هزینه‌های بدخی  
از این استارت‌آپ‌ها بود که در نهایت با  
استعلام این موضوع از سازمان حسابرسی و  
رهنمودهای سازمان، حسابرسان شرکت‌ها  
مجبور به حسابرسی ویژه این استارت‌آپ‌ها  
شدند که با این اقدام توائیستیم از این  
مرحله عبور کنیم. البته ناگفته نماند مشکل  
یافتن شرکت استارت‌آپ خوب برای پذیرش  
و رعایت نشدن ساختار سرمایه در این  
شرکت‌ها و شفاف نبودن صورت‌های مالی از  
دیگر دلایلی است که ورود این شرکت‌ها به  
بورس را به تاخیر انداخته است.

گفت‌برای این گروه از شرکت‌ها باید بازارهایی  
طراحی شود که از رسیک‌پذیری بالاتری برخوردار  
باشند. البته براساس وعده‌های داده شده، قرار  
بود در یک سال گذشته بازار جداینهای با نام  
«هدف» برای این نوع استارت‌آپ‌ها طراحی و  
برنامه‌ریزی شود اما هنوز به نتیجه نرسیده است.  
او تأکید کرد: شرکت‌های بزرگی چون  
دیجی‌کالا حتی از شرکت‌های فولادی، فلاتر  
و سیمان بهتر هستند، بنابراین دلیلی ندارد این  
شرکت‌ها را بازار دیگری ورود کنند. البته گاه‌ها  
بهانه‌هایی مبنی براینکه این شرکت‌ها سودده  
نیستند، آورده می‌شود، در حالی که بسیاری از  
شرکت‌های خودروسازی و بانک‌ها نیز سودده  
نیستند. با این توضیح، سودده نبودن به تنها یکی  
معیار درستی نیست ضمن‌اینکه این شرکت‌ها از  
سوددهی قابل توجهی هم برخوردارند.

ربیعی درباره دلایل پذیرش نشدن شرکت‌های  
استارت‌آپ در فرابورس اظهار داشت: کسی به  
دلایل اصلی و واقعی این موضوع واقع نیست  
اما مسئله‌ای که مطرح می‌شود این است که  
از اردیهش سال گذشته بحث بورسی شدن  
استارت‌آپ‌ها مطرح شد. حتی وزیر اقتصاد  
اعلام کرد تا شهریور ماه چهار تا پنج استارت‌آپ  
وارد فرابورس می‌شوند اما تاکنون هیچ کدام به  
این بازار راه پیدا نکرده‌اند. حتی برخی از آنها  
همانند تبیینی نیز که پذیرش لازم را برای ورود  
به فرابورس گرفته هنوز وارد این بازار نشده است.  
مدیر عامل گروه مالی فیروزه با بیان اینکه ورود  
این استارت‌آپ‌ها به بازار سرمایه نیازمند تصمیم  
حاکمیتی است، گفت: همچنین تاکنون معلوم  
نیست که استارت‌آپ‌ها وارد فرابورس می‌شوند  
یا خیر. اما اگر استارت‌آپ‌های بزرگ قابلیت ورود  
به بازار سرمایه را دارند باید این اقدام در اولویت  
قرار بگیرد که امید می‌رود در دولت سیزدهم این  
کار با سهولت بیشتری انجام شود.

ربیعی در پخش دیگری از صحبت‌هایش درباره  
مزایای ورود این شرکت‌ها به بازار سرمایه تصریح  
کرد: در بازارهای توسعه‌یافته دنیا مثل آمریکا،  
اروپا و حتی چین در طول سی سال اخیر صنایع  
برتری چون کامودیتی‌ها، فولاد، معدنی، نفتی  
و خودروسازی همگی به سمت شرکت‌های  
تکنولوژی محور و فناوری‌های مختلف حرکت  
کرده‌اند. بنابراین به نظر می‌رسد این اتفاق در  
کشور ما نیز رخ دهد. اکنون شرکت‌های فناور  
محور بلوغ کافی را برای بورسی شدن دارند و  
شاید در چند سال آینده اگر وارد بازار سرمایه  
شوند به بزرگترین شرکت‌های فناور می‌رسند  
تبدیل شوند. اما همانطور که گفته شد در این باره  
باید حاکمیت تصمیم یکار چه بگیرد.

ربیعی درباره روندی که فرابورس برای پذیرش  
این شرکت‌ها در نظر گرفته نیز اضافه کرد: اگر



**با توجه به محدودیتی که در جذب منابع خارجی داشتیم، از نظر مالی خود کفای شدیم و توансیم ظرف مدت دو سال به سودآوری بررسیم و از محل رشد در آمددها پژوهش‌ها را جلو ببریم.**

آن‌ت با تاکید بر اینکه تاکنون پیگیری‌ها از فرابورس و سازمان‌های حاکمیتی دیگر نتیجه مانده است. اضافه کرد: تاکنون پاسخ مشخص و راهگشایی از سوی این سازمان‌ها دریافت نکرده‌ایم، او با این‌که سال گذشته درخواست پذیرش شرکت‌های شیپور، تیسی، کافه بازار و دیجی کالا برای عرضه در بورس داده شد، تصریح کرد: حتی چند جلسه به صورت مشترک بین استارت‌آپ‌ها در فرابورس برگزار شد. البته از آنجایی که این جلسات نتیجه‌ای در برنداشت، به صورت مکتوب پیگیری‌های خود را دنبال کردیم. اما فرابورس اعلام کرد که درخواست شما در دست بررسی است. آن‌ت با تاکید بر اینکه به جنرال پیشی که موفق شد برای عرضه در بورس پذیرش پیگیرد و کارهای مقدماتی را برای عرضه در بورس انجام دهد، استارت‌آپ دیگری از هیأت پذیرش جوای دریافت نکرده است، افزود: بعدی است امسال درخصوص پذیرش استارت‌آپ‌ها اتفاقی بیفتند. در خوشبینانه ترین حالت ممکن است یکی از استارت‌آپ‌ها در بورس عرضه شود.

مدیر مالی شرکت شیپور در خصوص اهداف این شرکت برای عرضه در بورس نیز اظهار داشت: عرضه سهام شرکت‌ها در بورس به معنای تقدیشوندگی سهام است تا سهامداران بدون هرگونه محدودیتی بتوانند نسبت به مبالغه سهام خود اقدام کنند. معامله در بازار فرابورس و بورس و تبدیل شرکت‌ها به سهامی عام موجب افزایش نقدیشوندگی سهام می‌شود ضمناً اینکه در چنین شرایطی نگرانی سهامداران برای معامله سهام از بین می‌رود و قیمت‌ها شفاف می‌شود. علاوه بر این، عرضه سهام در بورس دست شرکت‌ها را

در صفحه‌ای فروش بودیم. این موضوع که تا ماه‌ها ادامه داشت؛ نشان دهنده تهدیدهای پنهان پذیرش شرکت‌های استارت‌آپ در بورس است. نصیری با تاکید بر اینکه مذاکرات اولیه این شرکت برای عرضه در بورس اواخر بهار سال گذشته با فرابورس آغاز و جلساتی نیز در این راستا برگزار شد، گفته است: حتی در فصل تابستان گذشته نیز برای پذیرش در بازار نیز همین مسئله است. زیرا بورس همچنان در حمایت از SME‌ها، قدرت کافی ندارد و این موضوع در رابطه با استارت‌آپ‌های پذیرش شده نیز صادق خواهد بود. او با اشاره به اینکه بورس ایران، از منظر ساختاری و قانونی و ابزارهای کنترلی نیازمند توامندسازی است، اذعان داشت: آنچه تاکنون در زمینه ورود استارت‌آپ‌ها روی داده است، نشان از ناکافی بودن توان فرابورس در ارائه خدمات لازم به شرکت‌های استارت‌آپی دارد. این توان ناکافی می‌تواند به دلیل در دست نداشتن ابزار کافی برای ارائه خدمات و یا حتی ابزار کافی برای کنترل و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها و سهامداران باشد.

این مدرس کسب و کار دریخش دیگری از صحبت‌هایش با بیان اینکه بورس ایران شرایط مطلوب‌تری نسبت به برخی از بورس‌های منطقه دارد، گفت: اما فاصله زیادی با بورس‌های تراز اول جهان و کشورهای توسعه یافته داریم. این در حالی است که مقایسه بورس ایران با قدمتی کمتر از ۶۰ سال، با بورس‌های تراز اول جهان با قدمتی بیشتر از ۳۰۰ سال، مقایسه منصفانه‌ای نخواهد بود. او با این توضیح که ساختار بورس کشور ایران، نیازمند بازنگری، بهبود و توامند سازی است، اضافه کرد: پذیرش، ساختار و حمایت از استارت‌آپ‌های ایرانی در مقایسه با استارت‌آپ‌های شرکت‌های خارجی در فرابورس نیز از این قائله معتبر نیست. نصیری با تاکید بر اینکه بورس ایران باید مسیر ارائه خدمات به شرکت‌های استارت‌آپی و فین‌تک‌ها را کوتاه‌تر و آسان‌تر کند، گفت: در عصر تکنولوژی، ما شاهد شکل گیری قدرمند شرکت‌های استارت‌آپی در هر زمینه‌ای هستیم. در چنین شرایطی راه گریزی برای چشم پوشی از ضرورت توامندسازی این شرکت‌ها باقی نمی‌ماند. البته هدفمند تر شدن، قدرمندتر شدن و چاک تر شدن فرآیند تأمین مالی شرکت‌های استارت‌آپی، تاثیر مستقیمی در بهبود شرایط اقتصادی کشور در مقیاس کلان و از منظر اقتصاد کلان دارد.

### تداوم تعلل متولیان

اظهارات کارشناسان درباره چالش‌ها و مشکلات ورود استارت‌آپ‌ها به بورس دست نگه دارد، اضافه کرد: علاوه بر این، در مدت زمان زیش اخیر شاخص در بورس، شاهد قفل شدن سهم‌های شرکت‌های کوچکتر و در اشل SME‌ها،

فرابورس به تنها یی برای ورود این شرکت‌ها تصمیم‌گیرنده بود خیلی زودتر از این با ورود آنها به بورس موافقت می‌شد اما همانطور که گفته شد این یک تصمیم حاکمیتی است. البته ناگفته نماند که سخت‌گیری‌های فرابورس نیز برای پذیرش آنها بسیار زیاد است. این مدیر بازار سرمایه که طرفدار سخت‌گیری کمتربرای حضور شرکت‌های استارت‌آپ در بورس بوده، گفت: نه تنها برای اسکلت‌آپ‌ها بلکه برای تمامی شرکت‌های فناورمحور و همه شرکت‌هایی که معیار اصلی را پاس می‌کنند، نباید سخت‌گیری کرد. ربیعی با اشاره به اینکه فرابورس ابزارهای لازم را برای ارائه خدمات به استارت‌آپ‌ها دارد، بیان داشت: به طور کلی عرضه اولیه در بازارهای منفی برای همه صنایع کار سخت‌تری است اما از آنجا که این صنایع روبه جلو هستند و آینده این شرکت‌ها از گذشته شان در خشان‌تر است، قطعاً ورود آنها به بورس برای جذب‌تر شدن بازار سرمایه لازم است و می‌تواند هیجانات لازم را به بازار سرمایه بازگرداند.

### ناتوانی خدمات دهی

میثم نصیری، مشاور و مدرس کسب و کار با بیان اینکه روند پذیرش استارت‌آپ‌ها در بورس، روند چاکی نیست، گفت: این مسئله موجب اعتراض‌های متعدد شرکت‌های استارت‌آپی شده است. البته اگرچه در اواخر سال ۱۳۹۸ و سه ماهه ابتدای سال ۱۳۹۹، مذاکرات جدی در خصوص ورود استارت‌آپ‌ها به فرابورس شکل گرفت اما همزمان با ورود بازار بورس پذیرش شده نیز صادق خواهد بود

مدیران شرکت‌های مربوطه هم در چندین مورد متقاضی برگزاری جلسه با مدیران فرابورس بودند، که این فرصت کمتر در اختیار آنها گذاشته شد. بنابراین با این توضیحات می‌توان گفت: پذیرش شرکت‌های استارت‌آپی در فرابورس، روند همراه با تاخیر ارزیابی می‌شود.

مدیر عامل شرکت تولیدی صنایع بسته بندی سکال با اشاره به اینکه مشکلات ناشی از ورود سهام دولتی در بورس و سهام دولتی موجب شد دولت در ورود استارت‌آپ‌ها به بورس دست نگه دارد، اضافه کرد: علاوه بر این، در مدت زمان زیش اخیر شاخص در بورس، شاهد قفل شدن فرابورس برای حضور در بورس گلایه دارند.



محمد گوهربانی  
رئیس هیأت مدیره گر سکه

## سکه‌ای که باز رونق می‌گیرد

اوایل سال ۹۲ که به دعوت یکی از دوستان در همایش عرضه اولیه بورس ipo از برج میلان حضور یافت از همت و تمرکز اولیاء امور اقتصادی آن روز بر بورس متوجه شدم. آقای وزیر که سال‌ها در دانشکده اقتصاد هم کلاسیم بود بیش از سه ساعت در همایش حضور داشت و در سخنرانی طولانی خود اعلام کرد هر آنچه تا به حال بر بورس گذشته در زمین شرکت‌های دولتی یا خصوصی بوده و زمان پیوستن شرکت‌های واقعی صاحب برند و کارآفرین به بورس فرا رسیده است. چند نفر از سخنرانان نیز که همه کارهای بورس و فرابورس بودند به شرکت‌های خانوادگی sme و smes اشاره داشتند و اینکه اقتصاد واقعی ایران با رشد انفجاری شرکت‌های اصلی و کارآفرین وارد مرحله‌ای نو خواهد شد. آن وزیر که مستأجل بود ولی تقریباً همه مسئولان تخصصی بازار سرمایه در هشت سال گذشته باقی ماندند و برنامه‌های اعلامی را پیگیری کردند. بنده هم به جهت آموخته‌ها، اطلاعات خود و جوگیر شدن همایش مصمم شدم. بر این اساس برای پیوستن به بازار سرمایه با همکاران کمربستیم و گیوه برکشیدیم که اولین شرکت خانوادگی دانش بنیان کارآفرین را بر فراز تابلوی بورس بشناسیم، روشن و شفاف شدن در فضایی که تاریکی مطلق حاکم است دل شیر می‌خواست و همت عالی که اتفاقاً هر دو موجود بود. هر که می‌گفت شفاف شدن و سیل شدن هزینه دارد می‌گفتیم این سیستم بالاخره می‌فهمد که ما چه راهی را باز کردیم و هوایمان را خواهند داشت. گفتند مالیات ارزش افزوده دمارتان را در می‌آورد، گفتمیم بی دمار هم می‌شود زیست، گفتند زیان می‌بینید و با شفافیت زیانتن تابلوی می‌شود و سرمایه‌ای جذب نمی‌کنید، گفتمیم ما برند داریم و ارزش برند شصت سال‌مان دهنا برای سرمایه‌ای ظاهری است و صدھا طرح و برنامه برای بازی داریم. خلاصه هر چه گفتند به گوشمنان نرفت و باور نکردیم این سیستم بوروکراسی حتی اگر بخواهد نمی‌تواند همدلانه راه بپیداید با شرکتی که راه بازنگران راهی سخت و پر فراز و نشیب است، راهی که تنها راه نجات اقتصاد کشور است.

به هر حال با دعایت کارشناسان و دوستان کاربرد در ۲۶ دی ماه ۱۳۹۵ سهام شرکت دانش بنیان گز سکه سهامی عام در تابلوی شرکت‌های دانش بنیان بازار فرابورس عرضه شد. پادشاه پیغمروان علمی و فناوری رئیس جمهور در افتتاحیه مراسم مذکور گفت: اقتصاد ایران از این لحظه شروع شد. در این تابلو صرفاً شرکت‌های حقوقی مجاز به خرد سهام بودند و این محدودیت نگذاشت آن اتفاق بزرگ که با سیل سرمایه‌های خرد شکل می‌گیرد، محقق شو. عرضه اولیه دردی از شرکتی که با سه سال شفافیت زیر باز زیان ناشی از راستی رفته بود، دوا نکرد. آن سیستم بوروکراسی هم، با ملاحظاتی و به زور کمیته تسمیه و این بازی‌ها چند قدمی به اکراه راه آمد ولی چه کند که حمایت از راستی در دولتهای ایرانی به تشویق‌های سینمایاری، رویدادی، لوحی و کفzedن محدود شده و غول بی شاخ و دم بوروکراسی کار خود را می‌کند. به شما که خبرنگار هستید پیشنهاد می‌کنم به مفهوم «اینداش شر» که توسط خبرنگار فیلسوف خانم‌هانا آرنت در کتاب «یشمن در اورشلیم» به آن اشاره شده مراجعت و توجه کنید. چه شرهای فجیعی که در روزمنگی اداری شده است. البته در اثنای جهش بورس و علیرغم همه سنجگلاخ‌های رام، با تعدادی سهامدار حقوقی کار بلد که علاوه بر حرفمن، ظرفیت رشد ارزش سهام‌مان را دانسته، همچنین جرأت و توان هم‌دلی داشتند همقدم شدیم، البته اگر زلزله اخیر کرونا نبود اتفاق بزرگی شکل می‌گرفت و شرکت در سال ۹۹ با افزایش سرمایه شصده درصدی از آورده نقدی به ارزش بازاری هشتاد برابری مرسید. در صورت تحقق موارد مذکور، این شرکت می‌توانست اولین تابلوی دانش بنیان با موقفيتی تاریخی و اسطوره‌ای برای الگوی نقش شدن رقم بزند. با اتفاقات میانه سال ۹۹ و تعمیق بلای کرونا پخشی از تأمین سرمایه در گیروداد همان بوروکراسی بی شاخ و دم به تعویق افتاد. بر این اساس در جبهه‌ای برای حفظ اشتغال، در جبهه‌ای برای پرداخت معوقات بانکی، در جبهه‌ای برای مالیات ارزش افزوده و تبعات شفافیت، در جبهه‌ای با خروار خروار قانون و آثین نامه نظارت بر تولید، در جبهه‌ای با تقلب بازار و تجاویز به حقوق مالکیت فکری، در جبهه‌ای برای حفظ مشتری و در جبهه‌ای با تحریم ارزی و بسته شدن صادرات شمشیر زدیم.

البته امروز خسته‌تر و امیدوارتر از همیشه هستیم. خسته از این همه رویارویی دشمن خارجی، دوست داخلی و امیدوار به افق‌های روش پیروزی. البته با توجه به همه مسائل مطرح شده‌بنامه‌های تأمین سرمایه از طریق آورده‌ی نقدی در شرف نهایی شدن است و با تجدید ارزیابی هم بخشی از تعویق زمانی را جبران می‌کنیم. راه روشن است و بر بهبود اوضاع داخلی و خارجی امیدواریم.

برای تأمین مالی از طریق بازار سهام یا در قالب بازار بدهی باز می‌کند. او افزایش اعتبار و برند شدن شرکت را مزیت دیگری می‌داند و اضافه می‌کند: پاسخ‌گویی به نیاز بازار و مصرف‌کنندگان و توسعه کسبوکارها نیازمند تأمین مالی است. آنت با اشاره به راههای تأمین مالی شرکت گفت: تا پیش از این تأمین مالی از طریق کanal تأمین سرمایه خارجی انجام می‌شد اما با محدود شدن این راه، یکی از گزینه‌های جدی ما این است که تأمین مالی از طریق کانال‌های داخلی انجام شود. او فرابورس را یکی از گزینه‌های تأمین مالی این شرکت دانست و تاکید کرد: باز شدن این مسیر برای ما فرصتی خواهد بود تا بتوانیم طرحها و برنامه‌های خود را با سرعت بیشتری جلوبریم و ارزش‌افزایی بیشتری برای کاربران در بازارهای مختلف ایجاد کنیم. آنت درباره اقدامات فرابورس برای تأمین مالی شیپور گفت: تاکنون این سازمان اقدامی برای تأمین مالی این شرکت انجام نداده و تأمین مالی همچنان براساس سیاست‌های دو سال اخیر است. او اضافه کرد: در این مدت با توجه به محدودیتی که در جذب منابع خارجی داشتیم، از نظر مالی خودکفا شدیم و توансیم طرف مدت دو سال به سودآوری برسیم و از محل رشد درآمدها پروژه‌ها را جلو ببریم اما سرعت پیشرفت پروژه‌ها کاهش یافته است.

مدیر مالی شیپور درباره برنامه‌های این شرکت برای حمایت از سهامداران نیز اینگونه پاسخ داد: سهامداران موجود دو دسته هستند؛ یک گروه سهامداران استراتژیک نهادی هستند که نیازی به حمایت ندارند و به نوعی ستون و حمایتگر شرکت در بازار سرمایه هستند و مدیریت خوبی بر سهام دارند اما دسته دیگر سهامداران خرد یا همان اشخاص حقیقی هستند که امکان دارد در صدی از سهامشان را نقد کنند. مانیز در چارچوبی که امکاناتش فراهم باشد فضای ایجاد خواهیم کرد تا سهامداران جدیدی وارد شوند. او این راه گفت که تلاش داریم که سهام شرکت نوسانات زیادی نداشته باشد و از ارزش ذاتی و بنیادی سهم فاصله زیادی پیدا نکند تا با توجه به ساختار شرکت بتوانیم رشد پایداری داشته باشیم و مانع از نوسانات شدیدی شویم که ممکن است به افزایش ریسک سهم و یا زیان سهامداران بینجامد.

### در انتظار اولین قرعه

با این توضیحات باید دید استارت‌آپ‌هایی که برای حضور در بورس اعلام آمادگی کردند تا چه اندازه در این فرآیند موفق خواهند بود و فرابورس تا چه اندازه برای هموار شدن مسیر آنها در بازار سرمایه ساخت نشان می‌دهد. همچنین سرانجام اولین قرعه ورود به بورس به نام کدام شرکت استارت‌آپی رقم خواهد افتاد.

## تحویل قابل تامیل در رونق تأمین مالی رخ داد



# تدبیری مبهم در مسیری پر فراز و نشیب

امکان انتشار اوراق بدون رکن ضامن برای متقدیان تأمین مالی با استفاده از مؤسسه رتبه‌بندی فراهم شد

**فهیمه نورمحمد**  
خبرنگار

### تحقیق ۱۰۰ هزار میلیاردی

پیش از این رسول پورسعادت، رئیس برنامه‌ریزی مالی فولاد مبارکه با اشاره به این که فولاد مبارکه بزرگ‌ترین فولادساز کشور است و بیش از ۵۰ درصد فولاد کشور را تولید می‌کند، گفته بود: با توجه به نیاز این شرکت برای تأمین مالی تصمیم گرفتیم ۱۰۰ هزار میلیارد تومان اوراق از طریق تأمین سرمایه امین منتشر کنیم. محل مصرف منابع حاصل از فروش این اوراق در حوزه‌های مختلف است و در کنار سرمایه در گردش، در طرح‌های توسعه نیز استفاده خواهد شد.

علاوه براین؛ مهدی محربی مدیرمالی فولاد مبارکه نیز تأکید کرده بود: ساختار تأمین مالی فولاد مبارکه به صورت ناخواسته به سوی استفاده از تسهیلات نظام بانکی سوق پیدا کرده بود اما به تدریج در حال حرکت به سوی تأمین مالی در بازار سرمایه است. همچنین ناگفته نماند که این شرکت برای تحقق تأمین مالی، از طریق اجاره سهام خود در شرکت گل‌گهر استفاده کرده و به جمع آوری ۱۰۰ هزار میلیارد تومان نقدینگی از طریق انتشار اوراق در بازار سرمایه اقدام کرد.

### فرصتی قابل توجه و شرط انتشار



شرکت‌هایی  
می‌توانند اوراق

بدون ضامن  
منتشر کنند  
که رتبه‌شان  
«تریپل بی»  
بالاتر باشند

رضا عیوضلو، مدیرعامل رتبه‌بندی پایا در خصوص تأمین مالی بدون ضامن گفت: براساس مصوبه سال ۹۹ سازمان بورس اوراق بهادار، این امکان برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس فراهم شد تا بتوانند بدون رکن ضامن، اقدام به انتشار اوراق کنند. اگر این شرکت‌ها رتبه‌بندی شوند و رتبه اعتباری آنها با درجه سرمایه‌گذاری همراه باشد سازمان اجازه می‌دهد بدون ضامن اوراق منتشر کنند.

او با بیان اینکه شرکت‌های توسعه مالی مهر آیندگان، سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی و صبا تأمین از جمله شرکت‌هایی هستند که اوراق بدون ضامن منتشر کرده‌اند و رتبه اعتباری خود را از شرکت رتبه‌بندی پایا دریافت کرده‌اند، افزود: توسعه مالی مهر آیندگان ۷۰۰ میلیارد تومان، سرمایه‌گذاری صبا

با انتشار نخستین تأمین مالی بدون رکن ضامن، تحولات جدیدی در بازار سرمایه رقم خورد؛ تمولاتی که بار سنتگین تأمین مالی را از دوش شرکت‌ها برداشت و به آن سرعت داد. تا پیش از این شرکت‌های بورسی با چالش‌های ریز و درشت زیادی برای تأمین مالی روبرو بودند چرا که انتشار اوراق، به نهادی مالی چون بانک به عنوان رکن ضامن نیاز داشت تا اصل و سود را ضمانت کند. همچنین در صورت عدم ايفای تعهد توسط شخص تأمین مالی شونده، بانک باید نسبت به پرداخت تعهدات او اقدام می‌کرد. اما این تنها بخشی از ماجرا بود چرا که قبولي سمت ضامن توسط بانک حتی با تأیید بانک مرکزی مرسید و همین کافی بود تا شرکت‌ها در طول این مسیر، فرآیندهای طولانی و پیچیده‌ای را بیمامیند. علاوه براین؛ حضور ضامن هزینه‌های انتشار برای کارمزد ضمانت را افزایش و کارایی بازار را کاهش می‌داد. به بیانی دیگر؛ وجود بوروکراسی‌های پیچیده محدودیت‌های زیادی را متوجه این شرکت‌ها می‌کرد. اما با ابلاغ مصوبه سال گذشته سازمان بورس و اوراق بهادر مبنی بر حذف رکن ضامن، این موانع برطرف شد تا جایی که در شرایط حاضر شرکت‌ها با رتبه اعتباری بالا می‌توانند از تسهیلات این نوع تأمین مالی بهره‌مند شوند. ضمن اینکه با این اقدام سختگیری‌های بی‌مورد و قوانین دست و پاگیر از مسیر این شرکت‌ها برداشته شد.

### تحقیق بزرگ‌ترین تأمین مالی

بزرگ‌ترین و اولین تأمین مالی اوراق بهادر از طریق رتبه بندی اعتباری در ایران، توسط تأمین سرمایه امین سال گذشته محقق شد. موضوع انتشار این اوراق، تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز فولاد مبارکه بود که مبلغ اوراق قبل انتشار ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال (طی ۵ مرحله هر یک به ارزش ۲۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال) برآورد شد. این اوراق پنج ساله و نرخ سود آن ۱۸ درصد بود که در مقاطع زمانی سه ماه یکبار از تاریخ انتشار، پرداخت سود مدنظر قرار گرفت. همچنین عامل پرداخت سود، سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادر و تسویه وجه و در نهایت بازار گردان و معهد پذیره‌نویس این اوراق را تأمین سرمایه امین بر عهده گرفت. رتبه اعتباری فولاد مبارکه A پلاس و بزرگ‌ترین تأمین مالی کشور، برای این شرکت انجام شد. البته برای اولین بار بود که در بورس ایران، اوراق بدون ضامن با پشوونه اعتباری فولاد مبارکه منتشر شد.

سهام اتفاق افتاده، گفت: در این نوع اوراق، دارایی مبنای انتشار، سهام است که نقدشوندگی سهام نسبت به سایر دارایی‌های دیگر بر مبنای انتشار اوراق، بیشتر است. همچنین فرآیند انتشار اوراق بدون ضامن بانکی و بر اساس رتبه اعتباری، برای اوراق اجاره مبتنی بر سهام راحت‌تر از سایر اوراق است که به نظر می‌رسد تعمیم آن برای اوراق، نیازمند طراحی کارت‌تری است؛ ضمن اینکه باید سازوکارهای لازم را برای نکول احتمالی اوراق در نظر گرفت.

### تیری که به هدف نخورد

هرچند متولیان امر معتقد‌داند که تأمین مالی بدون ضامن، هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها را کاهش داده است اما برخی دیگر نظری خلاف آن را مطرح می‌کنند. از نگاه این گروه، انتظار منتشر کنندگان اوراق این بود که این نوع تأمین مالی هزینه‌های مالی شرکت‌ها را کاهش دهد اما در عمل این اتفاق رخ نداد.

کارشناس ارشد تأمین مالی شرکتی که از این روش استفاده کرده معتقد است: اگر چه شاید این روش هزینه مالی سایر شرکت‌ها را کاهش داده، اما برای گروه توسعه ملی مهراًیندگان «و مهان» که اولین شرکتی بود که در بازار سرمایه اقدام به تأمین مالی اوراق اجاره بدون ضامن کرد، تاثیر چندانی بر جای نداشت. علت این موضوع نیز این بود که این اقدام زمانی در این شرکت عملیاتی شد که زیرساخت‌های این نوع تأمین مالی در بازار سرمایه فراهم نبود و دستورالعملی نیز درین باره ابلاغ نشد. برای همین هم نتوانست به نتایج مطلوب موردنظر انتظار درباره کاهش هزینه تأمین مالی شرکت دست پیدا کند. وی می‌افزاید: اگرچه از بعد دارندگان اوراق اجاره، اوراقی که پشتوانه نداشته باشد ریسک بالایی هم خواهد داشت اما از دید منتشر کنندگانی که اعتبار سنجی شدند و اعتبارشان مورد تائید قرار گرفت، انتظار می‌رفت هزینه مالی کمتری برایشان متصور شود.

البته ناگفته نماند که دلیل دیگری نیز برای به نتیجه نرسیدن اهداف این نوع اوراق قابل طرح است، از آنجا که بانک‌ها یکی از بازارهای تأمین مالی رقیب بازار سرمایه هستند، تأمین مالی از طریق بانک‌ها راحت‌تر است. تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نیازمند گزارش حسابرس، راستی آزمایی، لیست افشا و کمال است. در صورتی که اگر ناشر بخواهد از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کند، دستورالعمل‌ها و قوانین متعددی در سازمان بورس برای انتشار این اوراق مترتب است و چک لیست‌ها برای انتشار مجوز اوراق از طریق سازمان بورس انجام می‌شود اما این موارد در تأمین مالی از طریق بازارهای موارزی از جمله بانک‌ها متصور نیست. ضمن اینکه زمان تأمین مالی تقریباً یکی است، اما در بازار اگرچه در دو روش مذکور هزینه تأمین مالی تقریباً یکی است، اما در بازار سرمایه سازمان بورس به راحتی اجازه انتشار اوراق به ویژه اوراق اجاره بدون ضامن که مسئولیت سنجی‌نی برای بازار سرمایه دارد را نمی‌دهد. همچنین در تأمین مالی از طریق بانک با یک نفر طرف حساب هستید اما در بازار سرمایه هزاران نفر دارندگان این اوراق هستند. علاوه بر این، فرهنگ این نوع تأمین مالی هنوز جا نیافتاده وزیرساخت آن نیز هنوز مهیا نشده است.

این کارشناس تأمین مالی اظهار داشت: مسئله قابل طرح دیگر این است که انتظار منتشر کنندگان اوراق بدون رکن ضامن مبنی بر کاهش‌های مالی به طور کامل محقق نشد تا جایی که می‌توان اینطور نتیجه گیری کرد که هزینه‌های مالی شرکت حداقل از بانک‌ها کمتر نبوده است. شاید انتشار چیز اوراقی به لحاظ شما بیرونی و اعتبار شرکت وجهه‌ای ایجاد کرده باشد اما تأثیر دیگری بر جای نداشته است.

تأمین هزار میلیارد تومان و شستا ۳ هزار میلیارد تومان اوراق بدون ضامن منتشر کرده‌اند. عیوضلو با اشاره به اینکه توسعه مالی مهر آینده‌گان اولین شرکتی بود که تأمین مالی بدون ضامن انجام داد، بیان داشت: شرکت‌هایی می‌توانند اوراق بدون ضامن منتشر کنند که رتبه‌شان "تریبل بی" یا از BBB بالاتر باشد.

مدیر عامل رتبه بندی پایا با بیان اینکه اوراق بدون ضامن، فرآیند تأمین مالی شرکت‌ها را کوتاه‌تر کرده و هزینه‌های انتشار را کاهش داده اظهار داشت: هر بانکی که بخواهد ضامن اوراق بهادر شود مبلغی را به عنوان کارمزد ضامن اصل سود دریافت می‌کند اما شرکت‌هایی که با رتبه اعتباری اوراق را منتشر می‌کنند نیازی به پرداخت این هزینه ندارند.

عیوضلو توسعه چنین الگویی را ضروری خواند و گفت: هم‌اکنون تعدادی از شرکت‌های بورسی موافقه‌های اصولی را برای انتشار این نوع اوراق دریافت کرده‌اند و احتمالاً تا پایان سال حدود ۱۰ شرکت این نوع اوراق را منتشر خواهند کرد.

### اتخاذ سازوکار لازم برای نکول احتمالی

مریم مهدوی، مدیر تأمین مالی، تأمین سرمایه این امکان لوتوس پارسیان با اشاره به اینکه شرکت‌ها براساس فراهم شد تا اصلاح دستورالعمل‌های انتشار اوراق بدھی توسعه شرکت‌های سازمان بورس در سال ۹۶ می‌توانستند جهت تأمین غیربورسی مالی، بدون رکن ضامن و با وثیقه سهام، اوراق بدھی منتشر کنند، گفت: سازمان بورس و اوراق بهادر با نیز با اخذ رتبه تصویب شرایط انتشار اوراق بدھی بر اساس رتبه اعتباری بتوانند اعتباری، کمک کرد تا فرآیند انتشار اوراق از نظر از طریق انتشار زمانی و عملیاتی تسريع پیدا کند. بر این اساس اوراق بدھی شرکت‌ها توانستند با توزیع سهام به جای ضامن تأمین مالی کنند با انکی اقدام به انتشار اوراق کنند و همین موضوع، نه تنها هزینه آنها را کاهش می‌داد بلکه فرآیند انجام کار نیز برایشان راحت‌تر شد.

به گفته او، سازمان بورس در اردیبهشت سال گذشته مصوبه‌ای مبنی بر اعلام شرایط تأمین مالی شرکت‌ها با استفاده از رتبه اعتباری صادر کرد. براساس این مصوبه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و یا فرابورس ایران که رتبه اعتباری تأمین مالی کنند. این مسئله بدون ضامن و با استفاده از رتبه اعتباری فرست مnasibی بود تا آنها استفاده برای شرکت‌های بزرگ بازار سرمایه فرست مnasibی بود تا آنها استفاده از این روش را در دستور کار خود قرار دهد. حتی این امکان فراهم شد تا شرکت‌های غیربورسی نیز با اخذ رتبه اعتباری بتوانند با ارائه وثایق کمتری، از طریق انتشار اوراق بدھی تأمین مالی کنند. مهدوی با اشاره به اینکه فرآیند زمانی انتشار اوراق با استفاده از رتبه‌بندی، کاهش یافته، افزود: امکان انتشار اوراق با استفاده از رتبه‌بندی موجب شده علاوه بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها، شرکت‌های بزرگ نیز که از نظر اعتباری در وضعیت مناسب هستند به این سمت حرکت کنند و حتی شرایطی فراهم کنند تا رتبه اعتباری‌شان را حفظ کنند یا بهبود بخشدند.

مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه لوتوس پارسیان بیان داشت: شرکت‌هایی که با استفاده از رتبه اعتباری اقدام به انتشار اوراق می‌کنند باید رتبه اعتباری‌شان به طور مستمر توسعه مؤسسات رتبه بندی اعتباری پایش شود و گزارشات مستمری به سازمان بورس ارائه کنند تا در صورتی که رتبه اعتباری‌شان کاهش پیدا کرد از طریق معرفی ضامن بانکی و توثیق سهام با بت پرداخت اصل و فرع اوراق ضمانت ارائه کنند.

او با تاکید بر اینکه شرایطی مذکور هم‌اکنون برای اوراق اجاره مبتنی بر

## آزاد بودن سهام

البته محاسنی هم از دید این کارشناس برای این نوع تأمین مالی مطرح است؛ اینکه سهام شرکت درگیر وثیقه شدن نمی‌شود. به بیانی دیگر، توثیق سهام انجام نمی‌شود و سهام آزاد است. همچنین در صورتی که بازار شرایط خوبی نداشته باشد و نیاز به نقدینگی و فروش باشد، محدودیتی ایجاد نخواهد کرد. ضمناً اینکه تأمین مالی بدون ضامن هزینه‌های توثیق را کاهش می‌دهد اما انتظار کاهش هزینه برای ناشران با توجه به رتبه و اعتبار ملموس نیست.

## تجربه‌ای موفق و ضرورت‌های اجرایی

 احسان رضاپور نیکرو، کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه رکن ضامن، یکی از اركانی بود که بعضاً در انتشار انواع صکوک و تأمین مالی برخی بنگاههایی که قصد پیگیری برای اخذ مجوز تشکیل صندوقها و انتشار انواع اوراق‌ها را داشتند، موانعی ایجاد می‌کرد، گفت: هزینه‌ای که ضامن دریافت می‌کرد، نه تنها هزینه تأمین مالی را افزایش می‌داد بلکه پیدا کردن ضامنی که با اشراف به موضوع و یا گرفتن تعهدات لازم از بنگاههای اقتصادی حاضر باشد ضمانتها را ارائه کند، پروسه دریافت مجوزهای لازم برای تأمین مالی شرکتها را طولانی تر و پر هزینه‌تر می‌کرد. رضا پور افزود: با تصمیمی که درباره حذف رکن ضامن گرفته شد، طبیعتاً هر چند امکان دارد ریسک این اوراق افزایش یابد اما با توجه به ساختار مالی و سرمایه‌ای بنگاههایی که براین اساس برایشان مجوز صادر می‌شود و تجربه سال‌های اخیر مبنی براینکه نکول یا بعدمهدهای مهمی را در این زمینه شاهد نبودیم، می‌توان گفت تأمین مالی بدون ضامن تجربه موفقی بوده و در کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها هر چند تأثیرگذار است.

او معتقد است: نکته دیگر در این باره به نقش شرکت‌های رتبه‌بندی بر می‌گردد، در صورتی که این شرکت‌ها به جایگاه اصلی خود در بازارهای مالی دست یابند و با ارائه گزارش‌های منصفانه و سخت‌گیرانه‌ای که به صورت دوره‌ای منتشر می‌کنند، تصویر واقعی بینانه و درستی از وضعیت عملیاتی به نسبت‌ها و ساختارهای خصوص مالی بنگاههای اقتصادی در اختیار ارکان قرار دهند، طبیعتاً تفاوت‌های زیادی را در نحوه مواجهه سرمایه‌گذاران و سایر ارکان اوراق‌ها شاهد خواهیم بود. به عنوان نمونه شرکتی که از نظر ساختار مالی و وضعیت بدھی و ساختار سرمایه‌ای شرایط پیچیده و مبهم‌تری داشته باشد و از اوضاع مناسبی برخوردار نباشد مصدق این باید تأمین مالی خود را با هزینه مالی بیشتری انجام دهد و در مقابل شرکت‌هایی که از پتانسیل‌ها و بنیه مالی بهتری برخوردارند و ساختار سرمایه‌ای آنها کفایت لازم را دارد و پیشینه‌های خوبی در ایفاده تعهدات خود به اشخاص ثالث دارند، در صورتی که اوراق را با بهره‌های حتی پائین‌تر منتشر کنند به واسطه اعتماد به آنها و ریسک پائین‌تری که ساختار سرمایه‌ای شان به سرمایه‌گذار تحمیل می‌کند طبیعتاً با نرخ‌های ارزان‌تری می‌توانند تأمین مالی خود را انجام دهند؛ انجه که در بازار تأمین مالی ما تا به امروز به شکل صحیح آن مشاهده نمی‌شود.

علاوه بر این، ارکانی که در این اوراق مسئولیت می‌پذیرند همگی با شرکت‌ها و بنگاههای اقتصادی متفاوت به یک شکل برخورد می‌کنند اما اطمینان دارم تقویت جایگاه شرکت‌های رتبه‌بندی در سال‌های آینده تأثیر خیلی جدی در این زمینه می‌گذارد ضمن اینکه تجربه نشان داده است؛ حذف رکن ضامن در صورتی که باقی ساختارهای پروژه در جای خود باشد

وارکان بازارگردان و متعدد پذیره‌نویس و منابعی که به پروژه تخصیص داده می‌شود به موقع پرداخت‌ها را انجام دهند مشکل خاصی ایجاد نمی‌کند. همچنین این مسئله باعث می‌شود سهم تأمین مالی بازار سرمایه در اقتصاد کشور بیشتر از وضعیت فعلی افزایش یابد.

او درخشش دیگری از صحبت‌هایش درباره توسعه این الگو در شرایط فعلی نیز یادآور شد: به دلیل مدت زمان طولانی و پیگیری‌های زیاد لازم در کنار شرایط موجود در مسیر تأمین مالی‌های مهم و داشت بنگاهها با روش‌های نوین چهت تأمین مالی در مقیاس‌های بزرگتر در بازار سرمایه و در نظر گرفتن بانک محور بودن اقتصاد در سال‌های گذشته، گرایش عمومی به سمت تأمین مالی از روش تسهیلات بانکی است در حالی که جایگاه تسهیلات بانکی عمدتاً برای تأمین مالی کوتاه مدت‌تر و کمتر از یک سال است. البته بنگاههای اقتصادی که به منابع مالی بزرگ با دوره بازپرداخت طولانی مدت‌تر احتیاج دارند بهتر است از انواع صکوک استفاده کنند. در این روش نیز لازم است با تنوع بخشی بیشتر به ابزارها و ارکان مختلفی که برای هر شیوه قابل تدوین است و طبیعتاً می‌تواند با ریسک‌ها و بازدههای متفاوت‌تری نیز برای بانیان پروژه‌ها، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران همراه باشد تلاش شود ضمن افزایش داشت عномومی نقش این ابزارها را بیش از بیش گسترش دهیم.

رضاپور نیکرو این توضیح را هم داد: در صورتی که چنین رویکردی در فضای اقتصادی کشور تقویت شود و تأمین مالی از بازار سرمایه با تنوع و ریسک‌پذیرهای مختلف بتواند جایگاه خود را پیدا کند حتمن نقش بسزایی در توسعه اقتصادی خواهد داشت ضمن اینکه فشار ناشی از وجود تقاضای بالا بر منابع بانکها نیز کاهش خواهد یافت.

### رویکردی متفاوت و قابل تأمل

علی قاسم‌نژاد، کارشناس بازار سرمایه اما موضع دیگر درباره رتبه‌بندی شرکت‌ها برای تأمین مالی بدون ضامن دارد و معتقد است: مهمترین بحث این است که آیا شرکت‌های انتخابی برای تأمین مالی بدون ضامن به درستی رتبه‌بندی شده‌اند یا نه؟

او هرچند تأکید دارد که این موضوع در حال حاضر چندان در مورد شرکت‌های بورسی مصادق ندارد اما با اشاره به بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ امریکا و اکالوی آن توضیح داد: در بحران مالی امریکا، مؤسسات رتبه‌سنجی بزرگ و مطرح دنیا و حتی بورس‌ها همه حقیقت را افشا نکرند و در مواقعی حتی موارد نادرستی را مطرح کردند و تا مدت‌ها چشمان خود را بر روی حقیقت بستند. مصدق این موضوع را می‌توان در فیلم «The Big Short» که بر مبنای واقعیت ساخته شده و به دلایل بحران امریکا

می‌پردازد، به خوبی مشاهده کرد. در واقع این بحران از سوی شرکت‌های رتبه‌سنجی شکل گرفت. دلیل آن نیز واضح بود: «کارفرمایها» (شرکت‌های رتبه‌بندی شونده) سفارش کار به شرکت‌های رتبه‌بندی می‌دهند و در نهایت درآمد شرکت‌های رتبه‌بندی وابستگی مستقیمی به میزان رضایت شرکت‌های رتبه‌بندی شونده و البته تعداد مشتریانشان دارد!!! به همین دلیل رتبه اوراق رهنی بالاتر از واقعیت افشا می‌شود و در نهایت همین موضوع منجر به بروز بحران مالی امریکا در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ شد. او اضافه کرد: بنابراین با توجه به چنین تجربه‌ای، امکان دارد موارد این چیزی در سال‌های آینده منجر به بروز ریسک در بازار سرمایه ایران شود و لازم است در همین ابتدای کار همه دست اندر کاران راهکار مناسبی برای مدیریت این مهم اندیشه کنند.



در بحران مالی  
آمریکا  
مؤسسات  
رتبه‌سنجی  
بزرگ و مطرح  
دنیا و حتی  
بورس‌ها همه  
حقیقت را  
افشا نکردند

سرمایه‌ای آنها کفایت لازم را دارد و پیشینه‌های خوبی در ایفاده تعهدات خود به اشخاص ثالث دارند، در صورتی که اوراق را با بهره‌های پائین‌تری که ساختار سرمایه‌ای شان به سرمایه‌گذار تحمیل می‌کند طبیعتاً با نرخ‌های ارزان‌تری می‌توانند تأمین مالی خود را انجام دهند؛ انجه که در بازار تأمین مالی ما تا به امروز به شکل صحیح آن مشاهده نمی‌شود.

علاوه بر این، ارکانی که در این اوراق مسئولیت می‌پذیرند همگی با شرکت‌ها و بنگاههای اقتصادی متفاوت به یک شکل برخورد می‌کنند اما اطمینان دارم تقویت جایگاه شرکت‌های رتبه‌بندی در سال‌های آینده تأثیر خیلی جدی در این زمینه می‌گذارد ضمن اینکه تجربه نشان داده است؛ حذف رکن ضامن در صورتی که باقی ساختارهای پروژه در جای خود باشد

# راهبردهای رونق انتشار اوراق بدھی



هادی قربانی  
مدیرعامل سیدگردان اندیشه صبا

## تدبیری برای کاهش موافع



مهرآندها  
مهدی سنایی‌فرد  
مدیرعامل گروه توسعه مالی مهر آندها

سهولت تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت، می‌تواند منجر به گسترش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه شود. رفع موافع و ساده سازی فرآیند تأمین مالی از این طریق یک نکته اساسی به شمار می‌رود. یکی از ارکان مهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق، رکن ضامن است. ناشرانی که قصد انتشار اوراق بهادر از طریق بورس یا فرابورس را دارند ملزم به این هستند که یک بانک را به عنوان ضامن معروفی کنند. در حقیقت این کار برای ضمانت اصل و سود اوراق انجام می‌شود. وجود رکن ضامن علاوه بر هزینه‌های مربوط، منجر به طولانی شدن فرآیند تأمین مالی می‌شود.

یکی از راههای کاهش موافع تأمین مالی از طریق انتشار اوراق، استفاده از رتبه‌بندی اعتباری ناشر است. رتبه‌بندی اعتباری ناشر، اظهار نظر شرکت رتبه‌بندی در مورد صلاحیت اعتباری کلی ناشر است و بر توانایی ناشر در ایفای به موقع تعهداتش متمرکز است. در واقع ارزیابی احتمال پرداخت به موقع بدھی و سایر تعهدات مالی است.

براساس ابلاغیه مورخ خرداد ۱۳۹۹ سازمان بورس و اوراق بهادر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس در صورتی که رتبه‌بندی اعتباری آنها از BBB به بالا باشد، امکان انتشار اوراق بدون رکن ضامن را دارند. این بدین معنی است که فقط شرکت‌هایی که ریسک اعتباری آنها از متوسط کمتر باشد اجازه انتشار اوراق بدھی بدون ضامن را دارند. بدین ترتیب فرآیند تأمین مالی کوتاه‌تر و امکان کاهش هزینه‌های انتشار تأمین مالی آید.

بازار اولیه اوراق بدھی به عنوان یکی از مهمترین ارکان نظام تأمین مالی کشور در سال‌های اخیر نقش بسزایی در تأمین مالی دولت و همچنین بخش خصوصی داشته است، اما توسعه همه جانبه این بازار مستلزم فراهم آوردن شرایط استفاده از روش‌های متنوع تأمین مالی و همچنین تسهیل استفاده از این روش‌هاست که این امور با برطرف کردن چالش‌های تأمین مالی از بستر این بازار میسر می‌شود.

یکی از راهبردهای رونق در انتشار اوراق بدھی در بازار سرمایه ایران علاوه بر معرفی رکن ضامن و یا توثیق اوراق بهادر، استفاده از خدمات مؤسسات رتبه‌بندی و انتشار اوراق بر پایه رتبه اعتباری است. در جهت تسهیل و تسريع در روند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق، از اوایل سال ۱۳۹۹ سازمان بورس و اوراق بهادر به ناشران بازار سرمایه اجازه داد در صورتی که توسط مؤسسه‌های رتبه بندی، رتبه بندی اعتباری شوند و رتبه اعتباری آنهاز حدی به بالا باشد بتوانند بدون داشتن ضامن و یا توثیق سهام به انتشار اوراق بهادر اقدام کنند. لازم به ذکر است که پیش از این سازمان بورس اجازه انتشار اوراق بدھی بدون ضامن را نمی‌داد که این امر به وسیله طولانی کردن فرآیند تأمین مالی و همچنین افزایش نرخ تأمین مالی برای شرکت‌ها، تأثیر منفی بسزایی داشت، اما هم‌اکنون شرکت‌ها بدون در اختیار داشتن ضامن و فقط با انتکا به رتبه اعتباری می‌توانند نسبت به تأمین مالی از بازار سرمایه اقدام کنند. این موضوع نه تنها فرآیند تأمین مالی را کوتاه‌تر می‌کند، بلکه هزینه آن را نیز به صورت چشمگیری کاهش می‌دهد. در فرآیند انتشار اوراق بدھی با تکیه بر رتبه‌بندی اعتباری، مواردی از قبیل «توانایی بازپرداخت جریانات نقدی مربوط به اصل و سود اوراق در سرسیدهای معین»، «شایستگی اعتباری ارکان»، «شرایط قرارداد» و «الولیت اوراق بهادر» نسبت به سایر تعهدات موردن توجه قرار می‌گیرند. همچنین به منظور کنترل ریسک این اوراق اقداماتی از قبیل پایش رتبه اعتباری به صورت مستمر تا سرسید و الزام به تایید و ثابت براساس قرارداد در صورتی که رتبه اعتباری به کمتر از حد معینی تنزل پیدا کند، انجام می‌گیرد.

در مورد شرکت‌های رتبه‌بندی نیز باید توجه داشت که این شرکت‌ها بر اساس اصول افشا شده به عموم، نسبت به رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها (ناشران) و اوراق بهادر آنها اقدام می‌کنند. این عمل در قالب اظهارنظر مؤسسه رتبه‌بندی راجع به احتمال ایفای به موقع تعهدات شرکت‌ها یا تعهدات ناشی از انتشار اوراق بهادر محسوب می‌شود. به صورت کلی می‌توان چنین بیان کرد که شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری، ریسک اعتباری ناشران بورسی و فرابورسی و همچنین اوراق منتشر شده را برای بازار آشکار می‌کنند که باعث شفافتر شدن بیشتر شرکت‌ها و اوراق یاد شده به ویژه از جنبه ریسک می‌شود.

بار تأمین مالی پروژه‌های نیمه تمام از دوش دولت‌ها برداشته می‌شود

# قنه راه فرار

«صندوق پروژه» جدیدی وارد بازار خواهد شد و «شرکت پروژه» جایگزین آن خواهد بود



سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Fund) هستند که فرآیند تأمین مالی را در بازار سرمایه انجام می‌دهند. همچنین علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های مختلف از جمله در پروژه‌های عمرانی، زمین و ساختمان، کسب و کارهای جدید زمینه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کنند. از جمله مزایای روند مذکور هم می‌توان به افزایش نقدینگی، کاهش ریسک، استفاده از مدیریت حرфه‌ای و صرفه جویی نسبت به مقیاس اشاره کرد. صندوق پروژه بستری قانونی برای جمع آوری سرمایه خرد از عموم مردم و تخصیص آن به پروژه تعریف شده در اساسنامه را فراهم می‌کند. این صندوق‌ها پس از بررسی علمی پروژه‌ها و طرح‌های اقتصادی مختلف، پروژه‌ای خاص را انتخاب می‌کنند و به این ترتیب فرآیند تأمین مالی آغاز می‌شود.

در چنین حالتی مدیریت و مسئولیت تمامی امور پروژه در طول دوران ساختار و بهره برداری به عهده شرکتی است که برای اجرای پروژه موردنظر تشکیل می‌شود و تحت نظر نهادها و ارکان قانونی فعالیت می‌کند. به طور کلی سازوکار فعالیت این شرکت‌ها به این گونه‌ای است که کارفرما یا مالک اصلی، بخشی از پروژه‌ها را در اختیار می‌گیرد و بخش دیگر را در بازار سرمایه پذیره نویسی می‌کند. با این روش، مبالغ مالی موجود در بازار سرمایه به سمت تولید،

دو راهکار است؛ اولی «صندوق پروژه» نام دارد که بنا به گفته یکی از مدیران سازمان بورس و اوراق بهادار، عمر کوتاهی داشته و پرونده‌اش به دلیل فرآیندهای پیچیده تا اطلاع ثانوی بسته شده است. دومی با نام «شرکت پروژه سهامی عام» است که متولیان بازار سرمایه اجرایی شدن آن را راهبردی موقوفیت‌آمیز می‌دانند و تأکید دارند که اجرای آن می‌تواند چالش‌های تأمین مالی پروژه‌های نیمه تمام را به حداقل برساند.

پروژه‌های نیمه تمام اقتصادی دیگر به داستانی غم انگیز و تکراری ناتمام بدل شده که از گذشته‌های دور بارها در باره اش نوشته شده، اما هیچ وقت به پایان نرسیده است. پروژه‌هایی که به دلیل کمبود نقدینگی و بددهدی دولت‌های گذشته با هر گرایش و سلیقه‌ای بر روی هم انباشته شده و در مناطق مختلف کشور مان خاک می‌خورند. در این میان، موضوع تأمین مالی این پروژه‌ها از یک طرف دولت‌ها به زمین زده می‌شود از طرف دیگریه بخشی چالش برانگیز تبدیل شده است. بر این اساس هر دولتی با یافتن راه حلی سعی کرده بار تأمین مالی آن را از دوش خود بردارد، اما از آنجا که این پروژه‌ها پیچیدگی‌های خاص خود را دارد و منابع مالی دولت کافی آنها را نمی‌دهد، بعضاً به سرانجام رسیدن آنها با فرازو و نشیب‌های زیادی همراه شده است.

## فرصتی طلایی

با همه اینها، هر چند این دو راهکار به تازگی رونمایی شده و شرکت‌هایی که تاکنون برای اجرای این طرح اعلام آمادگی کرده‌اند، انگشت شمارند اما از نگاه متولیان سازمان بورس، راماندازی «شرکت‌های پروژه سهامی عام» فرصتی طلایی برای اقتصاد ملی خواهد بود که علاوه بر تأمین مالی برای پروژه‌های نیمه تمام، رشد و توسعه و اشتغال در کشور را نیز به همراه خواهد داشت. موضوعی که تحلیلگران بازار سرمایه نیز درباره آن اتفاق نظر دارند و آن را گامی مهم در تأمین مالی پروژه‌ها عنوان می‌کنند.

## روزنگاری جدید

هر چند از گذشته‌های دور تا حال حاضر این سیکل معیوب ادامه داشته و راه حل‌های زیادی برای تعیین تکلیف این پروژه‌ها اندیشیده شده، اما پرونده تأمین مالی آن‌ها همچنان باز است. در این میان آنچه که به تازگی روزنگاری جدیدی را پیش روی پروژه‌های نیمه تمام باز کرده و قرار است آنها را از بلاتکلیفی چند ساله نجات دهد،

**بستری برای جذب سرمایه خرد**  
صندوق‌های تأمین مالی نوعی از صندوق‌های



تومانی به عنوان گام ابتدایی و شروع اولیه برای توسعه طرح موجود در بنگاهها یا طرح‌های جدید داشته باشیم.

### راهی برای تعیین تکلیف



فعالان و تحلیلگران بازار

سرمایه معتقدند که شرکت پروژه سهامی عام می‌تواند چالش تأمین مالی پروژه‌های نیمه تمام را برطرف کند. در بازار دوم فرابورس پذیرش و در خرداد ماه سال ۱۴۰۰ نزد سازمان بورس و اوراق بهادر به ثبت رسید. شرکت در حال حاضر در مرحله اخذ مجوز افزایش سرمایه از مبلغ ۱۰ میلیارد ریال به مبلغ ۶۲ هزار میلیارد ریال است که

۱۵ درصد از مبلغ مذکور در حدود ۹,۳۰۰ میلیارد ریال در قالب عرضه عمومی از طریق بازار سرمایه تأمین خواهد شد.

### استفاده از حداقل ظرفیت بازار سهام



ووجه الله جعفری، رئیس ایمیدرو نیز اخیراً از آمادگی شرکت‌های بزرگ معنده برای ارائه ۱۵۸ هزار میلیارد تومان طرح در قالب شرکت‌های جدید سهامی عام پروژه در بازار سرمایه خبر داده و گفته بود: برای هر یک از این شرکت‌ها کارگروهی تشکیل شده که پس از برطرف کردن موانع موجود، حضور آنها در فرابورس تسهیل خواهد شد. او بیان اینکه هدف اصلی همکاری وزارت صنعت، ایمیدرو و سازمان بورس استفاده از حداقل ظرفیت بازار سهام و هدایت نقدینگی جامعه برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای، رشد تولید و ایجاد اشتغال است، اظهار داشته بود: با توجه به اینکه در دستورالعمل شرکت پروژه محور، اعلام شده یکی از شروط پذیرش این شرکت‌ها، پیشرفت ۲۰ درصد پروژه بوده، نیاز است با همکاری سازمان بورس، وزارت صنعت و ایمیدرو به گونه‌ای عمل شود که شرکت‌های دارای اعتبار بالا، مسیر هموارتری برای حضور در بورس و جذب منابع مالی کنند.

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی یکی از آنها است. او پیش از این گفته بود: چالش تأمین مالی پروژه‌های عمرانی از طریق بازار سرمایه را می‌توان به روش سهامی عام پروژه حل کرد. او این را هم اضافه کرده بود: تأمین مالی از این طریق می‌تواند مزایای زیادی برای سرمایه‌گذاران داشته باشد. در این روش سرمایه‌گذاران حتی افراد با تحمل ریسک پایین نیز می‌توانند در پروژه‌های سودده اقتصادی مشارکت کرده و ضمن کسب حداقل سود، از مزایای رشد سرمایه‌گذاری و ارزش افزوده و منافع آتی آن نیز بهره‌مند شوند. همچنین برخلاف سرمایه‌گذاری در بانک و مشارکت غیرمستقیم در پروژه‌ها در این روش سرمایه‌گذاران می‌توانند مستقیماً بر روند اجرای پروژه‌ها نظارت داشته و حتی اعمال نظر کنند. البته برخلاف بانک که فیلتر نظارتی محدودی دارد، شرکت‌ها در بازار با نظارت چند لایه زیر ذره بین تحلیلگران و سرمایه‌گذاران، نهادهای نظارتی و کنترلی بوده و امكان خطأ و اشتباه کاهش می‌یابد.

### جایگزین قابل توجه



میثم فدایی، مدیر نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس با بیان اینکه «صندوق پروژه» ساختار موفقی نداشت و به نوعی شکست خورد، گفت: تاکنون فقط یک صندوق پروژه با نام «آرمان پرنده مینا» تاسیس شده بود که به دلیل مشکلات موجود در صندوق پروژه شرایط چندان مناسبی ندارد و باید تعیین تکلیف شود.

او از جایگزینی «شرکت پروژه» به جای «صندوق پروژه» خبرداد و افزود: سازمان بورس و اوراق بهادر به جای صندوق پروژه که ساختار پیچیده‌ای دارد و امکان فراهم کردن ارکان دور یک میز به سختی صورت می‌گرفت، شرکت پروژه را پیشنهاد داد که دستورالعمل بازنگری شده آن در تیرماه سال جاری تقديم بازار شد. فدایی با تاکید براینکه «شرکت پروژه»

### خلق اعتبار ۳۰۰ هزار میلیاردی



حسین سلاحویزی، نایب رئیس اتاق ایران در اولین شورای گفت‌وگوی دولت و بخش خصوصی در سال ۱۴۰۰ از تشکیل شش شرکت سهامی عام پروژه در لرستان خبر داده و گفته بود: طرح مذکور

باشند. سلاح ورزی یک مذاکره برای اصلاحات احتمالی دارد. او این را نیز افزود: اگر سهم آورده غیرنقدی افزایش و نقدي کاهش باید، شاید اجرایی شدن آن در محل‌های کمتر توسعه یافته، عملیاتی تر باشد. سلاح ورزی به این موضوع هم اشاره کرده بود که با حرکت در آوردن طرح‌ها و پروژه‌های نیمه تمام استان از یک سمت و تأمین مالی از سوی بازار سرمایه در یک فرآیند دو ساله، پیش‌بینی می‌شود یک مبلغ ۳۰ هزار میلیاردی

پروژه‌ها و توسعه حرکت می‌کند. البته پس از پذیره‌نویسی، شرکت می‌تواند تمام یا بخشی از پروژه را تاصاحب کند یا با مشارکت در آن پروژه را تکمیل کند.

### اتفاقی مبارک

تاسیس شرکت پروژه سهامی عام، تصمیمی بود که از سال گذشته گرفته شد و اولین بار حسن قلیباف اصل رئیس سابق سازمان بورس در مرداد ماه سال ۹۹ نام آن را برسر زبان‌ها انداخت. او که در جلسات متعددی برای سرانجام رساندن این دیدگاه حضور داشت، ورود این شرکت‌ها به بازار سرمایه را راهی برای تکمیل پروژه‌های جدید و نیمه تمام عنوان کرده و معتقد بود؛ برخی از پروژه‌هایی که از گذشته مانده و پروژه‌های جدیدی که به آنها اضافه شده است، برای تکمیل به منابع ریالی نیاز دارند، اما ساختار آنها به گونه‌ای است که از طریق ابزارهایی چون اوراق نمی‌توان آنها را تأمین مالی کرد. در حالی که ریال مورد نظر در بازار سرمایه وجود دارد. بنابراین نیاز است با تاسیس شرکت‌های سهامی عام و اگذاری پروژه‌ها به آن شرکت‌ها برداشته شود. او تاسیس این شرکت‌ها را اتفاق مبارکی می‌دانست و معتقد بود: دولتی که هلدینگ‌های بزرگ و پروژه‌های نیمه تمام دارد، می‌تواند از این طریق تأمین مالی کند.

### روشن شدن اولین چراغ

اولین شرکت پروژه محوری که وارد بازار سرمایه شد، شرکت تجلی توسعه معدن و فلزات نام دارد. در این راستا با عرضه سهام این شرکت در فرابورس ایران قرار است زمینه مشارکت سهامداران خرد در اجرای پروژه‌ای کلان اقتصادی فراهم شود. همچنین علاوه بر انتفاع سرمایه‌گذاران از سودآوری آتی پروژه‌های شرکت، سرمایه‌های کوچک به بخش مولد اقتصادی کشور و افزایش تولید و ایجاد اشتغال پایدار هدایت خواهد شد.

البته شرکت تجلی در سال ۱۳۹۹ توسط شرکت سرمایه‌گذاری توسعه معدن و فلزات با مشارکت شرکت صنعتی و معنده گل گهر و شرکت صنعتی و معنده چادرملو با هدف اجرا و تأمین مالی پروژه‌های کلان با محوریت توسعه صنایع معدنی و فلزی، استخراج و اکتشاف معدن و تولید فلزات اساسی ایجاد شد. همچنین در پی همکاری مجданه شرکت فرابورس ایران و سازمان بورس، شرکت تجلی توسعه معدن و فلزات در دی ماه سال ۱۳۹۹





سرنوشت مبهم حضور در بورس‌های جهانی چه می‌شود

## طلسمی در انتظار شکستن

شرکت‌های بورسی باید خود را  
با استانداردهای بین‌المللی هماهنگ کنند

ارگون جواهریان  
خبرنگار

تا پیش از اینکه سایه شوم تحریم بر اقتصاد ایران پهن شود، قرار و مدارهای زیادی برای حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی گذاشته شده بود، حتی برخی از شرکت‌هایی که اکثر صادرات محور بودند آستین‌هایشان را بالا زده و عزم‌شان را برای حضور در بورس‌های دنیا جزم کردند. اما با اعمال تحریمهای ظالمانه آمریکا تمام نقشه‌هایشان نقش برآب شد و پای ۶ شرکت از ۲۳ شرکت متقاضی به بورس‌های بین‌المللی قطع شد. سرمایه‌گذاری ساختمان، سرمایه‌گذاری صندوق بازنیستگی، فولاد مبارکه، ملی مس، پالایشگاه اصفهان و پتروشیمی اراک از جمله شرکت‌هایی بودند که بنا به گفته‌های علی رحمنی مدیر عامل اسیق شرکت بورس برای حضور در بازارهای بین‌المللی اعلام آمادگی کرده بودند. او پیشتر هم گفته بود که این شرکت‌ها نسبت به دیگر شرکت‌های بورسی از جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران خارجی برخوردارند.

### ضرورت همگامی با شاخص‌های جهانی

با این جود هر چند گفته می‌شود بعد از رفع تحریمهای رسانجام رسیدن مذاکرات، این شرکت‌ها همچنان آمادگی لازم را برای حضور در بورس‌های دنیا دارند اما حضور آنها نیازمند مولفه‌های زیادی است که در این میان؛ اصلاح قوانین، مقررات، فراهم کردن بستری‌هایی چون شفاف‌سازی اطلاعات مالی شرکت‌ها، رعایت استانداردهای بین‌المللی و تائید صورت‌های مالی از سوی مؤسسات بین‌المللی مهمترین موارد به شمار می‌آیند. بنابراین در قدم اول بعد از رفع تحریم‌ها، شرکت‌های ایرانی باید خود را با استانداردهای بین‌المللی و روز دنیا تطبیق دهند تا سهامداران با اطمینان بیشتری اقدام به خرید و فروش کنند. با این اوصاف هر چند شرکت‌های ایرانی جذابیت زیادی برای خارجی‌ها دارند اما بنا به محدودیت‌های موجود، حضور آنها در بورس‌های دنیا با اما و اگرهای زیادی رویه‌رو شده است. البته بنا به گفته‌های کارشناسان؛ تا این

جایگزین خوبی برای «صندوق پروژه» بوده، بیان داشت: صندوق پروژه‌ها همانند صندوق‌های زمین و ساختمان است. در حالی که صندوق زمین و ساختمان نوعی خاص از صندوق پروژه است که فقط حوزه ساختمان را در بر می‌گیرد. اما صندوق پروژه به علت داشتن ارکان متعدد، نه تنها هزینه‌های اجرایی صندوق افزایش می‌داد بلکه فرآیندهای اجرایی صندوق را رانیز پیچیده می‌کرد و همین مسئله جذابیت این صندوق‌ها را از بین بردا. او با اشاره به یکی دیگر از ایرادهای این صندوق‌ها اضافه کرد: ایراد دیگر صندوق پروژه این بود که بر روی یونیت ارزی کار نمی‌کرد.

فديايي، ارکان متعدد و ساختار پيچيده صندوق پروژه را از دلail استقبال نکرند شرکت‌ها ذکر کرد و گفت: اين دو عامل مزيت صندوق‌ها را از بین برده بود. به عنوان مثال، اين صندوق‌ها قراردادهای پروژه فاييانس BOT را نمي توانستند اجرا کنند. ضمن اينكه اين صندوق‌ها صرفا ساختار ساده اوليه‌ای داشتند که منطبق بر بيزنس نبود و ساختار آن نياز به اصلاح داشت.

اين مقام مسئول با اشاره به برنامه‌های سازمان بورس و اوراق بهادر برای مدیریت صندوق پروژه‌ها تصریح کرد: سازمان بورس در نظر دارد با حذف ارکان‌های غیر ضروری ساختار صندوق پروژه را اصلاح کند. به عنوان مثال، همانند صندوق‌های املاک و مستغلات قصد داریم برخی از ارکان‌های غیر ضروری را حذف و ارکان‌هایي با قابلیت بالا را وارد صندوق کنيم.

مدیر نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس با بيان اينكه نحوه قراردادها نيز در صندوق پروژه تعیير خواهد کرد، گفت: در صندوق املاک و مستغلات بند مدیر بهره‌برداري در اساسنامه حذف شد تا با مدير صندوق مستقيما قرارداد بسته شود. بنابراین در بحث مدیریت ساخت و مدیریت ناظر صندوق پروژه نيز باید چنین و پيچگي‌هایي را در نظر گرفت تا به جاي وارد شدن به ارکان صندوق با مدير صندوق طرف حساب باشند و از اين طريق هزینه‌های صندوق کاهش يابد.

فديايي درباره عملياتي شدن اصلاح ساختار صندوق پروژه در سال جاري نيز اضافه کرد: اصلاح صندوق‌های VC و PE و صندوق‌های پروژه در دسته بعدی مقررات زدای سازمان بورس و اوراق بهادر خواهد بود. او در پاسخ به سؤالي مبني براینكه امسال صندوق پروژه جديدي وارد بازار خواهد شد يا نه، تاكيد کرد: احتمالا تا پيان سال جاري صندوق پروژه جديدي وارد بازار خواهد شد و شركت پروژه جايگزین آن خواهد بود.



کند تا امکان قیمت‌گذاری سهام در بورس مقصود فراهم شود.

### سفر به ژوهانسبورگ

ایرانسل شرکت دیگری بود که برای حضور در بورس‌های بین‌المللی اعلام آمادگی کرده بود. همین هم دلیلی شد تا مذاکرات اولیه برای عرضه سهام این شرکت در بورس ژوهانسبورگ آغاز و مدیران امتنی ان آفریقای جنوبی به عنوان سهامدار ایرانسل برای مذکوره سه‌جانبه وارد تهران شوند تا با بنیاد مستضعفان درباره فروش سهام ایرانسل در بورس تهران و ژوهانسبورگ به توافق برسند. بنیاد مستضعفان از ابتدای دهه ۸۰ در تلاش بود تا سهام ایرانسل را در بورس عرضه کند اما پهلوی آنچه که به توافق نرسیدن بر سر میزان عرضه سهام با شرکت‌ام تی ان آفریقای جنوبی به عنوان یکی دیگر از سهامداران ایرانسل نام گرفت، نتوانست موفق به عرضه سهام این شرکت شود تا اینکه مقامات بورس تهران وارد عمل شدند و در یک مذاکره سه‌جانبه فرمول جدیدی برای عرضه سهام ارائه کردند. هر چند اطلاعاتی از نحوه عرضه سهام ایرانسل در دست نیست اما خبرها در همان زمان حاکی از مثبت بودن مذاکرات داشت.

### اعلام آمادگی چند مشتری خارجی

فولاد مبارکه شرکت دیگری بود که عزم خود را برای حضور در بورس‌های بین‌المللی جزئی کرده بود. همچنین تفاهمنامه‌ای هم در این خصوص با شرکت مالزیایی امضاء کرده بود. متولیان این شرکت در همان زمان، اعلام کرده بودند که به دلیل جذابیت‌های سهام شرکت فولاد مبارکه به دنبال پذیرش در بورس‌های خارجی هستیم، علاوه بر این، شرکت قرقاستانی و چند مشتری خارجی دیگر نیز برای همکاری با این شرکت آمادگی خود را اعلام کرده بود تا جایی که اعلام شد؛ در زمینه فروش بلوکی، دو کنسسیومن در تهران و چند مشتری خارجی از جمله یک سرمایه‌گذار قرقاستانی پیشنهاد خرید ۴۰ درصد از شرکت فولاد مبارکه را داده است. البته متولیان شرکت نیز تأکید داشتند: فولاد مبارکه در زمینه شاخص هزینه‌ها، سیستم‌های مدیریت شرکت، روش‌های بهبود و تحول و به طور کلی استانداردهای حضور شرکت در بازارهای رقابتی جهانی آماده شده است.

### در آرزوی سفر به لندن

در میان بورس‌های استانبول، مالزی، فرانکفورت و لندن که امکان پذیرش و حضور شرکت‌های ایرانی را داشتند، سرمایه‌گذاری غدیر شرکتی بود که تمايل داشت به بورس لندن راه پیدا کند. حتی برای تحقق این مسئله، اقدامات اولیه‌ای چون پاسخ به سوالات مربوط به پذیرش در بورس لندن، اجرای حاکمیت شرکتی و تهیه صورت‌های مالی استاندارد و بین‌المللی نیز عملیاتی شد تا اینکه از طریق یک مؤسسه جهانی، زمینه پذیرش این شرکت در بورس لندن فراهم شد. همچنین انتظار می‌رفت تا پایان سال ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۶ درصد از سهام این شرکت عرضه اولیه شود. اما این شرکت نیز بنا به اعمال محدودیت‌های بین‌المللی نتوانست به این بورس بپیوندد.

### عقد تفاهمنامه‌های بین‌المللی

حسن قالیباف اصل، در زمانی که مدیرعامل بورس تهران بود با اشاره به اینکه برای حضور در بورس‌های بین‌المللی حتی ۱۲ تفاهمنامه بین‌المللی هم بسته شده گفته بود: با توجه به علاقه و ابراز تمایل برخی از شرکت‌ها برای معامله سهام شرکت خود در سایر بورس‌ها، بورس تهران با بورس استانبول به صورت جدی مذاکره کرد. او این توضیح را هم داده بود: برای شرکت‌هایی که در بورس تهران حضور دارند امکان خوبی فراهم شده تا در بازارهای خارجی پذیرفته شوند.



محدودیت‌ها برطرف نشود، نمی‌توان امید چندانی به حضور این شرکت‌ها در بورس‌های بین‌المللی داشت. با این حال باید دید، دولت سیزدهم طلسما حضور شرکت‌های ایرانی‌ها در بورس‌های جهان را خواهد شکست؟

### حضور در لوکزامبورگ

پیشتر و قبل از اعمال تحریم‌ها، هلدینگ پتروشیمی خلیج فارس از جمله شرکت‌هایی بود که برای حضور در بورس‌های بین‌المللی پیش‌قدم شد. در همان زمان مذاکرات برای پذیرش و عرضه سهام هلدینگ پتروشیمی خلیج فارس در بورس لوکزامبورگ آغاز شد. در نخستین گام قرار گرفت سهام بزرگ‌ترین شرکت بورس اوراق بهادار تهران یعنی، هلدینگ خلیج فارس با ارزشی معادل ۲۳ هزار میلیارد تومان (۶ میلیارد دلار) در بورس لوکزامبورگ عرضه شود.

### الزام داشتن (IFRS)

رضا سلطان‌زاده، مدیر عامل سابق سرمایه‌گذاری صنایع ایران نیز پیشتر با اشاره به اینکه برنامه عرضه همزمان سهام هلدینگ خلیج فارس به عنوان بزرگ‌ترین شرکت بورس در بورس لندن و لوکزامبورگ در دست بررسی است، گفته بود: در تلاشیم سهام هلدینگ خلیج فارس با ارزهای پوند و دلار در بورس‌های خارجی مبالغه شود. او با بیان اینکه، برای عرضه سهام شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی صورت‌های مالی شرکت‌ها باید مطابق با استانداردهای بین‌المللی (IFRS) باشند، توضیح داده بود؛ بعد از انطباق و انتشار حساب شرکت‌های با این امکان حسابرسی در ایران فراهم شود و سپس یکی از ۴ شرکت بزرگ حسابرسی دنیا، اقدام به امضای صورت‌های مالی



## تعیین یک مدل مناسب

البته در این روند، برخی مدیران بورسی چون روح‌احمد حسینی مقدم در زمانی که مسئولیت معاون ناظر بر ناشران بورس تهران را بر عهده داشت نیز گفته بود: با توجه به تفاوت زیرساخت‌های فنی و نرم افزاری، کارگروهی تشکیل شده و در حال رایزنی برای تعیین یک مدل مناسب هستیم تا بتوانیم در قالب همین زیرساخت‌ها، پذیرش متقابل را انجام دهیم. او این را هم گفته بود شرکت‌هایی که نگاه صادراتی دارند و محصولات خود را در بازارهای کالایی دنیا عرضه داشته، برای کسب شهرت تجاری حضور در بازارهای مالی بزرگ را دنبال می‌کنند.

## تحریم‌ها و FATF: دو مانع اصلی

مهدی توانگر، رئیس امور سهام شرکت فولاد مبارکه گفت: ایرانسل، هلدینگ خلیج فارس، سرمایه‌گذاری غدیر و فولاد مبارکه از جمله شرکت‌هایی هستند که قرار بود در سال‌های قبل در بورس‌های ترکیه و ژوهانسبورگ حضور پیدا کنند اما به واسطه مسائلی چون تحریم‌ها و FATF حضور آنها متوقف شد.

او رفع محدودیت‌های بین‌المللی را شرط اصلی و مهم برای حضور این شرکت‌ها در بورس‌های خارجی ذکر کرد و افزود: برای اینکه شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی حضور پیدا کنند ابتدا باید مانع موجود رفع شود؛ دیگر اینکه زیرساخت‌های نرم‌افزاری و سخت‌افزاری آنها با همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان حسابرسی به عنوان مرجع حسابرسی کشور بطریف شود. توانگر حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی را اقدام مشتبی ذکر کرد و بیان داشت: این اقدام رویه خوبی برای شرکت‌های صادرات محور خواهد بود. او در عین حال اضافه کرد: در چنین شرایطی نه تنها برنده شرکت‌ها ارتقاء پیدا می‌کند بلکه در بازارهای جهانی شناخته می‌شوند و راحت‌تر می‌توانند کالاهای خود را در بورس‌های جهانی عرضه کنند. علاوه بر موارد مذکور، شرکت‌ها می‌توانند از اعتبارات بانک‌های بین‌المللی بهره‌مند شوند و برای کشور ارز آوری داشته باشند.

توانگر تغییرات در ساختار بورس را گام دیگری برای حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی عنوان کرد و افزود: محدودیت‌هایی چون حجم مبنای، بازه قیمت و گزارش‌دهی که در بازار ایران وجود دارد در بازار بین‌المللی مشاهده نمی‌شود. این در حالی است که هم‌اکنون نوع گزارش‌دهی در ایران براساس استانداردهای بین‌المللی به یک الزام تبدیل شده است و شرکت‌ها موظفند صورت‌های مالی خود را براساس گزارش‌گری مالی بین‌المللی IFRS تهیه و ارائه کنند. بنابراین اگر این روند طی و موانع بطریف شود، روند مذکور سریعتر اجرایی می‌شود.

رئیس امور سهام شرکت فولاد مبارکه در پاسخ به سوالی مبنی بر اینکه در صورت لغو تحریم‌ها و اجرای برجام چقدر احتمال حضور شرکتی چون فولاد مبارکه در بورس‌های جهانی وجود دارد، توضیح داد: حضور فولاد مبارکه و باقی شرکت‌ها بستگی به رایزنی مقامات و تمایل آنها برای حضور در بورس‌های جهانی دارد. با توجه به این مهم در صورتی که رویه‌های قانونی و معاملاتی و گزارش‌دهی بررسی شود، امکان حضور این شرکت نیز در بورس‌های جهانی فراهم خواهد شد.

## چند مولفه و مانع قابل تأمل

عباس وفادار، حسابرس رسمی با اشاره به اینکه حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های بین‌المللی شروطی دارد و چند مولفه حضور



**هرچند حضور  
شرکت‌های  
ایرانی در  
بورس‌های  
خارجی از  
اهمیت زیادی  
برخوردار است،  
اما باید دید  
دولت سیزدهم  
چه گام‌هایی  
برای رفع  
محدودیت‌های  
بین‌المللی  
برخواهد داشت**

بورس‌های آمریکا و نیویورک براساس استانداردهای حسابداری آمریکایی FASB تهیه می‌شود. در بورس‌های دیگر اما صورت‌های مالی باید براساس گزارش‌گری مالی بین‌المللی IFRS تهیه و اطلاعاتشان افشا شود. بنابراین تهیه چنین گزارش‌هایی براین مبانی معضل دیگری در این باره است. وفادار مسئله حسابرسی صورت‌های مالی را موضوع دیگر پیش روی شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی برشمرد و عنوان کرد: اعتبار گزارشات حسابرسی مؤسسات حسابرسی داخلی در حد ملی و نه بین‌المللی است. بنابراین اگر قرار یابشد سهامی از شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی عرضه شود، صورت‌های مالی این شرکت‌ها نه تنها باید براساس استانداردهای حسابداری مورد نظر آن بورس‌ها تهیه شود، بلکه مؤسساتی هم که این گزارشات را حسابرسی می‌کنند باید مورد تایید این بورس‌ها باشند. وی تأکید کرد: این مؤسسات حسابرسی هم عموماً در بین ۲۰ مؤسسه حسابرسی بزرگ جهان قرار می‌گیرند که هیچ کدام در ایران فعالیت نمی‌کنند و بعید است که تا رفع تحریم‌ها شاهد حضور آن‌ها در ایران باشیم. البته در عین حال با توجه به مباحثی چون قوانین و مقررات حاکم بر حسابرسی در ایران، ریسک‌های حاکم بر حسابرسی و مسئولیت مدنی به نظر نمی‌رسد حتی اگر پای این مؤسسات به ایران باز شود، به راحتی بتوانند بر روی صورت‌های مالی شرکت‌های ایرانی گزارش دهنند.

این حسابدار رسمی، بحث قوانین و مقررات را آخرین مولفه دانست و تصریح کرد: بازنگری برخی قوانین و مقررات ایران به منظور امکان پذیری این موضوع امری مهم است که باید انجام شود.

وفادار همچنین درباره تحولات پذیرش شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی اظهار داشت: حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی تحولات زیادی را به دنبال خواهد داشت که ارتقای کیفیت گزارش‌ها، افزایش رقابت، جذب بهتر منابع مالی و سرمایه و ورود منابع به کشور از مهمترین آنها به حساب می‌آید. همچنین با این تفاسیر، هر چند حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی از اهمیت زیادی برخوردار است، اما باید دید دولت سیزدهم چه گام‌هایی برای رفع محدودیت‌های بین‌المللی برخواهد داشت.



ابزارهای پدھی، پیشناز تأمین مالی می‌شوند

## خداحافظ الگوهای از رونق افتاده

آخرین اوراق مشارکت در سال ۱۳۹۸ منتشر شد



محمد مسلمی  
خبرنگار

مشارکت به بیان دیگر تصمیم به جذب مشارکت کنندگانی است که سودهای دوره‌ای علی الحساب با نرخ‌های متعارف بازار دریافت می‌کنند و در زیان نیز شریک نخواهند شد. اگرچه تعریف اوراق مشارکت در فضای اقتصادی ایران به سال‌های نخست تدوین مقررات مالی و اقتصادی بدون ریا بر می‌گردد تا از این طریق ضمن ایجاد فرصت انتشار اوراق بدھی، از تکیه بر عقود ربوی مبتنی بر قرض، در انتشار اوراق اجتناب شود، اما در حال حاضر به این دلیل که سایر ابزارهای مالی اسلامی غیر مشارکتی از قبیل اوراق اجاره، مرابحة و... در دسترس قرار گرفته، انتشار اوراق مشارکت به دلیل آچه ذکر شد و نیز دشواری‌های وقوع مشارکت و لزوم دقت در غیر صوری بودن آن، دچار افول شده است.

### دور از ذهن به نظر می‌رسد

این فعل بازارسماهی تصریح کرد: تنها ناشرانی که در حال حاضر اقدام به انتشار اوراق مشارکت می‌کنند، شهرداری‌ها هستند. شهرداری‌ها به دلیل این که طبق قانون، مسیر مجوز انتشار اوراق شان مبتنی بر بودجه سالوای کشور از بانک مرکزی می‌گذرد و در بانک مرکزی ساختار پذیرفته شده اوراق، حول اوراق مشارکت شکل



سایر روش‌های موجود تأمین مالی که به صورت کاراتوی منافع ذی نفعان را تأمین می‌کند  
می‌تواند جایگزین اوراق مشارکت شود

دهنده سهم دارنده آن بر مبنای ارزش اسمی، از مشارکت در یک پروژه یا طرح اقتصادی مقید به زمان تا سرسید است، می‌گوید: این اوراق به منظور تأمین مالی انجام طرح‌های اقتصادی منتشر می‌شود و هم زمان دارای خصلت‌های اوراق با درآمد ثابت و مشارکت در سود به صورت مشخص است. در واقع دارنده این اوراق همانند سایر اوراق بدھی در مقاطع زمانی مشخص، سودی تحت عنوان علی الحساب دریافت می‌کند. همچنین در سرسید اوراق با محاسبه ارزش پروژه و درآمدهای ایجاد شده، به نسبت سهم خود، همانند یک شریک از درآمد و ارزش دارایی‌های ایجاد شده سهم می‌برد و در زیان هم مشارکتی نخواهد داشت. البته از ویژگی‌های بیان شده کاملاً پیداست که انتشار چنین اوراقی برای مقاضیان تأمین مالی عموماً چندان به صرفه نیست.

سعیدی می‌افزاید: تصمیم به انتشار اوراق انتشاری که به صرفه نیست

همواره در صنعت تأمین مالی، به کارگیری الگوهای ثابت نمی‌تواند مزیتی مطلوب به شمار آید، چراکه در بستر زمان شرایط کلان اقتصادی با فراز و نشیب‌هایی مواجه می‌شود. بر این اساس ضرورت دارد تغییر و تحولات در ابزارهای تأمین مالی مدنظر قرار گیرد. اگرچه تا چندی پیش انتشار اوراق مشارکت یکی از شیوه‌های مرسوم تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی بود، اما شرایطی پیش آمد که ابزارهای متنوع و نوین صنعت تأمین مالی جایگزین این الگو شوند. همواره بخش دولتی سعی بر آن داشته که بتواند از طرفیت‌های بازارهای بول و سرمایه برای تأمین مالی خود استفاده کند که در این روند بخش خصوصی همچنان به حاشیه رانده شده است. با توجه به شرایط کنونی اقتصاد کشورمان، تغییر این رویکرد ضروری اجتناب ناپذیر به شمار می‌آید. بررسی نقاط قوت و ضعف شیوه‌های گذشته و حال صنعت تأمین مالی می‌تواند زمینه ساز تحقق دیدگاه مذکور شود.

### انتشاری که به صرفه نیست

حسین سعیدی، مدیر عامل مشاور سرمایه‌گذاری سهم آشنا با اشاره به اینکه اوراق مشارکت ورقه بهادری بوده که نشان

گرفته، بطور عرفی از این اوراق استفاده می‌کنند؛ البته واقعیت این است که در بیشتر موارد با توجه به طرح‌های زیر ساختی، غیراتفاقی و غیر سودآور شهرداری‌ها از جمله گسترش حمل و نقل عمومی، ترمیم بافت‌های فرسوده و...، اطلاق مشارکت بر اوراق در حال انتشار آن‌ها و امکان محاسبه سود قطعی این اوراق، کمی دور از ذهن به نظر می‌رسد.

### محدودیت برای طرح‌های کلان اقتصادی

مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری سهم آشنا بیان کرد: با توجه به نیاز کشور به تأمین مالی گستردگی برای اجرای پروژه‌ها و طرح‌های اقتصادی و عبور از تنگناهای کنونی در تأمین مالی خارجی و نیز ضرورت افزایش تولید کالا و خدمات و جلوگیری از کاهش بیشتر رشد اقتصادی کشور در سنتوات پیش رو، استفاده از روش‌ها و ابزارهایی که بطور معقول و بالاحاطه صرفه اقتصادی سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر بتواند منابع مالی موجود را به سمت اهداف درست اقتصادی هدایت کند، بسیار مهم و حیاتی است. به گفته وی اوراق مشارکت در جای خود می‌تواند بخشی از این بار را بر عهده گیرد، اما باید توجه داشت که استفاده از آن با قبول تمامی ملزمات؛ بطور گستردگی و به خصوص برای طرح‌های کلان اقتصادی امکان عملیاتی ندارد و سایر روش‌های موجود تأمین مالی که به صورت کارتری منافع ذی‌نفعان را تأمین می‌کند می‌تواند جایگزین اوراق مشارکت شود.

دهه اخیر، تصویب دستورالعمل‌ها و به کارگیری انواع اوراق صكوك و سلف، به مرور سهم انتشار اوراق مشارکت از کل اوراق منتشره در بازار سرمایه کاهش یافت، به طوری که انتشار آخرین اوراق مشارکت در بازار سرمایه مربوط به سال ۱۳۹۸ بود. البته دلیل اصلی این امر، شاید سهولت بکارگیری سایر ابزارهای بدھی جدید تعریف شده در مقایسه با اوراق مشارکت در بازار سرمایه است.

### بازار پول همچنان مورد توجه

خلیلی با اشاره به اینکه در انتشار اوراق مشارکت باید پروژه‌ای خاص و با درصد مشارکت بالهمیت از سوی ناشر تعریف شده و موجود باشد، بیان داشت: همچنین با توجه به مشارکتی بودن ایزل، الزام ناشر به محاسبه و پرداخت مابه‌التفاوت سود قطعی و علی الحساب، پس از دوره عمر اوراق به خریداران اوراق نیز وجود دارد. البته در خصوص استفاده از مبالغ ناشی از انتشار اوراق نیز نظرات دقیق توسط امین اوراق انجام می‌گیرد تا وجهه، فقط در پروژه مبنای انتشار هزینه شود. همچنین در مقایسه، به عنوان نمونه، شرکتی که مالک یک دارایی با ارزش (زمین)، ساختمان، ماشین آلات، تجهیزات...) است می‌تواند با انتشار اوراق اجاره به میزان ارزش روز این دارایی، تأمین مالی داشته و با پرداخت هزینه تأمین مالی ثابت و قطعی، وجوه حاصل را صرف نیازهای مختلف شرکت کند. به گفته این فعال بازارسرمایه در اکثر کشورها و بهویژه اقتصادهای توسعه یافته، بخش عمده تأمین مالی شرکتها از طریق بازارسرمایه و در قالب ابزارهای بدھی و سرمایه‌ای موجود در آن صورت می‌پذیرد، ولی سیستم اقتصادی ایران هنوز بانک محور بوده و بانک‌ها منبع اصلی تأمین مالی دولت و شرکت‌ها بوده و هستند.

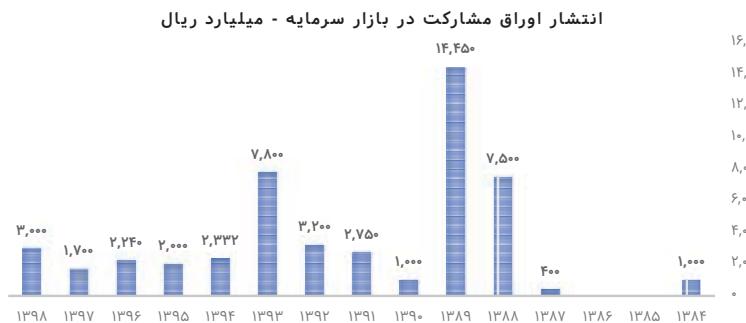
### زمینه‌ای برای رشد و تعمیق

مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه امید تصریح کرد: بنابراین انتشار اوراق سهم با اهمیتی از تأمین مالی بنگاههای اقتصادی در کشور را نداشته است؛ البته در حال حاضر با وجوده

### ضرورت رونق انتشار اوراق بدھی

و جیهه خلیلی، مدیر تأمین مالی، تأمین سرمایه امید گفت: اوراق مشارکت در ایران از سال ۱۳۷۳ توسط دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها به عنوان ابزار تأمین مالی پروژه‌ها و در بستر سیستم بانکی انتشار یافت. البته در سال ۱۳۸۴ به عنوان ابزار تأمین مالی پرداخت و در بستر سیستم بانکی انتشار یافته کارگیری ا نوع اوراق صكوك و سلف، به مرور مشارکت در بستر بازار سهم انتشار اوراق مشارکت از کل اوراق و از آن پس، به عنوان شناخته شده ترین ابزار متنتشر در تأمین مالی از طریق انتشار بازار سرمایه کاهش یافت.

بر افزود: با تنوع بخشی ابزارهای بدھی طی



مشکلات ساختاری سیستم بانکی و عدم توانایی پاسخگویی آن به نیاز تأمین مالی شرکت‌ها، این رویکرد در اقتصاد ایران نیز تحت تاثیر قرار گرفت. به طوری که طی سال‌های اخیر، کمبود منابع بانکی داخلی در کنار عدم دسترسی به تأمین مالی خارجی، زمینه ساز آشنایی بیشتر شرکت‌ها با انتشار اوراق بدھی به عنوان یک ابزار مناسب جایگزین تسهیلات بانکی را فراهم آورده و شاهد ظهور تقاضا در این زمینه بوده‌ایم. خلیلی معتقد است: با راه اندازی و بکارگیری ابزارهای جدید از جمله اوراق وکالت، همچنین تسهیل روند انتشار اوراق و برطرف کردن موانع موجود، شاهد رشد و تعمیق اوراق بدھی و استقبال بنگاههای اقتصادی از این ابزار تأمین مالی برای پوشش نیازهای شناس خواهیم بود.

### دولت همچنان طلایه‌دار بازار اوراق



محمد رضا معادی خواه، عضو هیأت مدیره صندوق جسورانه یکم آرمان آتی هم گفت: سابقه انتشار اوراق بدھی در سال‌های پس از انقلاب، مربوط به اوین اوراق مشارکت به اوین اوراق مشارکت توسط شهرداری تهران در سال ۱۳۷۳ بود که با هدف نوسازی بافت فرسوده و اجرای طرح نواب صورت گرفت. البته تا سال ۱۳۸۸ و گرفته قانون توسعه ابزارها تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، اوراق بدھی اسلامی با نام اوراق مشارکت شناخته اوراق مشارکت این نام در می‌شد و این نام در مجوزها و محمله‌ای قانونی نظیر بودجه و برنامه‌های توسعه نیز اثرگذار بود. اتفاقی که مشابه آن پس از تصویب قانون توسعه و ابزارهای مالی جدید و انتشار اولین اوراق اجاره برای صكوك تکرار شد و نام داشته است؛ البته در حال حاضر با وجوده



با تنوع بخشی ابزارهای تأمین مالی و به کارگیری ا نوع اوراق صكوك و سلف، به مرور مشارکت در بستر بازار سهم انتشار اوراق مشارکت از کل اوراق متنتشر در تأمین مالی از طریق انتشار بازار سرمایه کاهش یافت.

شناخته شده ترین ابزار

نماین مالی از طریق انتشار بازار سرمایه کاهش یافت.

گرفته، انتشار اولین اوراق مشارکت در بستر بازار سهم انتشار اوراق مشارکت از کل اوراق

نماین مالی از طریق انتشار بازار سرمایه کاهش یافت.

او را از آن پس، به عنوان تأمین مالی از طریق انتشار بازار سرمایه کاهش یافت.



### تفکیک حجم بازار اوراق بدهی براساس ناشران مختلف اوراق (اعداد به هزار میلیارد ریال)

ناشر	۱۳۹۰/۱۲/۲۹	۱۳۹۱/۱۲/۳۰	۱۳۹۸/۱۲/۲۹	۱۳۹۷/۱۲/۲۹	۱۳۹۶/۱۲/۲۹	۱۳۹۵/۱۲/۲۰	۱۳۹۴/۱۲/۲۹	۱۳۹۳/۱۲/۲۹	۱۳۹۲/۱۲/۲۹	۱۳۹۱/۱۲/۳۰	۱۴۰۰/۰۷/۳۰
دولت	۱۵۵۶۱	۲۲,۹۴۵	۳۰,۶۴۵	۱۴۲,۷۵۴	۵۵,۶۴۵	۵۳۵,۶۰۹	۷۰۲,۹۰۹	۸۹۹,۹۲۸	۱,۴۷۳,۰۳۲	۳,۱۳۸,۲۹۲	۴,۳۱۵,۴۷۴
سازمان دولتی	۱۲۸,۶۷۴	۱۹۲,۹۴۶	۱۷۱,۶۹۱	۱۳۱,۳۹۴	۱۵۰,۱۱۵	۶۹,۹۸۶	۸۳,۰۰۰	۸۴,۰۰۰	۱۰۳,۱۸۰	۳۶۷,۸۶۵	۳۲۰,۸۶۵
شهرداری	۳۲,۷۱۰	۲۸,۸۲۵	۳۱,۰۷۵	۲۲,۵۴۵	۴۶,۹۱۵	۵۸,۸۷۱	۷۰,۰۰۱	۱۰۰,۵۰۰	۹۸,۵۰۰	۱۰۳,۵۰۰	۱۰۹,۷۰۰
بانک مرکزی	-	۸۹,۱۶۷	۲۱,۹۷۵	-	-	-	-	-	-	-	-
بانکی	۹۰,۷۷۱	۸۲,۶۶۶	۷۰,۷۷۱	۳,۰۰۰	۳,۰۰۰	-	-	-	-	-	۱۲,۳۰۰
خصوصی	۲۶۵۵۸	۳۶,۶۸۰	۲۷,۴۷	۳۱۹,۰۶۴	۳۸۸,۶۸۲	۷۷۸,۹۹۸	۶۱,۰۵۳	۶۷,۱۵۶	۹۶,۸۲۹	۱۲۱,۳۴۳	۲۵۴,۲۸۷
مجموع	۲۹۴,۳۷۴	۴۵۱,۱۳۲	۳۷۴,۵۷۳	۳۱۹,۰۶۴	۳۸۸,۶۸۲	۷۷۸,۹۹۸	۶۱,۰۵۳	۶۷,۱۵۶	۹۶,۸۲۹	۱۲۱,۳۴۳	۴,۹۴۴,۸۸۹

به دو سؤال مهم است. این که منابع مالی مورد نیاز چگونه تجهیز شده و شکل می‌گیرند و دوم این که این منابع و سود حاصل از مشارکت شان در این فعالیت اقتصادی به چه ترتیب باید باز پس داده شوند. البته در این روند شرکت‌های خصوصی در پاسخ به سؤال دوم، در نهایت راهکاری جز فروش محصولات و خدمات خود ندارند که این مسئله در گروه مداخلات قیمتی و سپردن منصفانه بودن قیمت‌ها به مکانیزم بازار و همچنین برداشت محدودیت‌های تجاری و تسهیل فروش شرکت‌های است. این مسئله بهویژه در حل معضل «وثیقه محور» بدون انتشار اوراق با اکنون به رکن ضامن و حرکت به سمت رتبه بندی اعتباری ناشران مؤثر خواهد بود. اصلاح نگاه به مکانیزم فروش اوراق بدهی و این تلقی که بازار سرمایه جایی است که «آحاد افراد جامعه» به طور مستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری پس انداز خود می‌کنند در پاسخ به سؤال اول مهم است. حقیقت آن است که در سرمایه‌گذاری پس انداز آحاد افراد جامعه در بازار سرمایه این واسطه‌های مالی نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که اقدام به تجهیز منابع می‌کنند و از آن طریق فروش اوراق بدهی را می‌سیر می‌سازند. همچنین باید در نظر داشت که موقفیت صندوق سرمایه‌گذاری در گروه تعیین منصفانه نزد بدهی به عنوان نماد هزینه تأمین نقدينگی است.

\* منبع جداول: کتاب بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی (ویراستار: حسین عبدی تبریزی)

خصوصی ۳۰ درصد بود. این تقاضوت رشد سهم بخش خصوصی از بازار اوراق بدهی را از عددی در حدود ۱۱ درصد در نیمه اول دهه ۹۰ به عددی در حدود ۷ درصد در نیمه دوم دهه ۹۰ رساند. البته در همین فاصله سهم بازار اوراق بدهی دولت از حدود ۱۵ درصد به حدود ۸۰ درصد ارتقا یافت. همچنین نسبت قابل توجه دیگر در این خصوص نسبت به تأمین مالی رخداده از طریق انتشار اوراق بدهی و نظام بانکی است در سال‌های مختلف این نسبت هیچ گاه ۱۰ درصد تجاوز نکرد و در دهه‌های اخیر به طور متوسط بین ۶ تا ۷ درصد بود.

گهگاه مانع ذهنی برای انتشار سایر صکوک توسط دولت و شرکت‌های دولتی بودند.

### رونده رو به افزایش

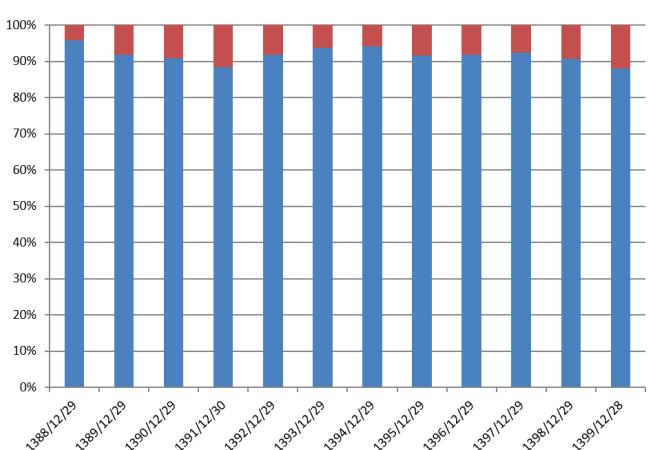
معادی خواه افزود: در طول این سال‌ها روند انتشار اوراق بدهی اسلامی رو به رشد بوده است، به ترتیبی که بر اساس گزارش اداره اعتبارات بانک مرکزی در دهه ۸۰ شمسی، مبلغ ۷۵ میلیارد ریال اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ به مبلغ ۲۹۵ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۹ رسید. همچنین در دهه ۹۰ شمسی نیز حجم بازار اوراق بدهی از مبلغ ۲۱۴ هزار میلیارد ریال در انتهای سال ۱۳۹۰ به ۳۵۸۷ ریال در انتهای سال ۱۳۹۹ افزایش یافت.

### ایفای نقش کلیدی

همچنان که در جدول فوق قابل مشاهده است سال ۱۳۹۵ نقطه عطفی در رشد بازار اوراق بدهی به حساب می‌آید. در این سال براساس قانون «رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور» دولت موظف می‌شود به شفاف سازی و ساماندهی بدهی‌های خود پردازد و در این مسیر از ایزارهای جدیدی نظیر اسناد خزانه استفاده کند. همچنین از «اوراق صکوک اجاره» که بعدها انواع دیگر صکوک را نیز شامل شد برای پرداخت مطالبات قطعی شده بدهی بهره گیرد. تشکیل واحدی در وزارت امور اقتصادی و دارایی برای راهه «جدول بدهی‌ها و مطالبات دولت و شرکت‌های دولتی» در این قانون تعریف شد که مدتی بعد به «مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت» تغییر نام یافت و نقش کلیدی در انتشار اوراق بدهی دولتی ایفا کرد.

### تدابع کاهش سهم بخش خصوصی

اگرچه اظهارنظر در خصوص داده‌های ذکر شده در جدول فوق و قابل مقایسه کردن اعداد آن در سال‌های مختلف نیازمند دقت زیادی است اما نگاهی کلی حاکی از آن است که این بازار در نیمه دوم دهه ۹۰ رشدی ۵۰ درصدی داشته است. رشد بازار اوراق بدهی دولت در این بازه ۶۸ درصد و رشد بازار اوراق بدهی بخش



ابزاری که احیاگر اقتصاد خصوصی خواهد شد

# همگام شدن پس از نیم قرن

صندوقهای خصوصی  
همچنان در مرحله جذب سرمایه‌گذاری  
در شرکت‌های هدف هستند

## تحقیق رویکرد فعال در سرمایه‌گذاری



امیرحسین محرزی، مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری کاریزما گفت: صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی از ابزارهای نوین مالی هستند که با جذب سرمایه اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خصوصی و خارج بورس می‌کنند؛ از جمله تفاوت‌های عمدۀ این گونه صندوق‌ها با سایر صندوق‌های حال حاضر در بورس، ساختار و نوع فعالیت آنهاست.

ارائه مجوز نظارت و  
صحه‌گذاری بر عملیات  
صندوقهای سرمایه‌گذاری  
خصوصی که توسعه سازمان  
بورس انجام می‌شود، تا حد زیادی خیال سرمایه‌گذاران را بابت  
سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها راحت می‌کند

به عقیده محرزی ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی معمولاً به این صورت است که شرکای خاموش Limited partner مسئول تأمین نقدهنگی صندوق هستند. همچنین شریک فعال General partner مسئول کلیه امور اجرایی صندوق نظیر تعیین استراتژی سرمایه‌گذاری، پیدا کردن شرکت‌های سرمایه‌پذیر، بررسی دقیق و ریزکاوی شرکت‌های سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذاری و یا تملک، تعریف شاخص‌های بهبود در شرکت‌های سرمایه‌پذیر و پایش آنها، تعیین رویکرد خروج، خروج موفق و توزیع سود است. بنابراین بر عکس سایر صندوق‌ها که مدیر صندوق معمولاً نقش کمتری در مدیریت شرکت‌های سرمایه‌پذیر دارد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی رویکرد فعالی در قبال سرمایه‌گذاری‌های خود دارند و در مدیریت آنها ایغای نقش می‌کنند.

تمرکز بر سرمایه‌گذاری خط‌پذیر وی افزود: رویکرد و استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی عمداً مرتبط با زمانی از چرخه عمر سازمان‌های سرمایه‌پذیر است که صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در آن وارد می‌شود. همچنین اندازه

فاطمه اسماعیلی  
خبرنگار

الگوهای تأمین مالی هموواره در حال تغییر و به روز رسانی است تا کشورها بتوانند خود را با روند اقتصاد جهانی هماهنگ سازند. از آن جاکه در شرایط کنونی، بازارهای مالی در فراز و نشیب بسیار هستند و دولتها نیز به دلیل مشکلات اقتصادی در منابع در آمدی بحران‌های قابل توجهی بیش رو دارند به نظر می‌آید باید در ساختارهای تأمین مالی تغییر رویکرد صورت گیرد و تمرکز و پژوهای بر الگوهایی نظری صندوقهای سرمایه‌گذاری خصوصی شود. اگرچه اجرای این الگو از چند دهه قبل در بازارهای مالی جهان مورد توجه قرار داشته، اما کشوارمان در ابتدای مسیر اندیشیدن به این موضوع قرار دارد. همچنین با توجه به شرایط کنونی اقتصاد، عملیاتی شدن صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از گزینه‌های قابل تأمل در بازار سرمایه کشوارمان به شمار می‌آیند. با توجه به ظرفیت‌های برجسته این ابزار تأمین مالی، بررسی برخی از مسائل پیرامون این صندوق‌ها مدنظر قرار گرفت.





امکان پذیر است. در نهایت لازم است به نقش ویژه بورس در مرحله جذب سرمایه‌گذاری در فرآیند عرضه اولیه اشاره شود. براین اساس ارائه مجوز، نظارت و صحه‌گذاری بر عملیات صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی که توسط سازمان بورس انجام می‌شود، تا حد زیادی خیال سرمایه‌گذاران را باست سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها راحت می‌کند.

\*\*\*

### ضرورت یک دله صبوری

رامین ربیعی، مدیرعامل گروه مالی فیروزه معتقد است در بسیاری از کشورها به صورت سنتی سرمایه‌گذاری در حوزه شرکت‌های غیربورسی

همواره انجام شده است و بسیاری از افراد سرمایه‌گذار وجود داشتند که از ابتدا در صنایع تخصصی به سرمایه‌گذاری می‌پرداختند. همچنین شرکت‌های مشابه و شرکت‌های رقبی را خیریداری و سعی می‌کردند در این زمینه تحولاتی ایجاد کنند. ربیعی با اشاره به اینکه ساختار صندوق‌های خصوصی در ایران چند سالی است که راه افتاده و در حال حاضر دو صندوق خصوصی به صورت رسمی در بورس تهران فعال هستند که یکی از آن‌ها صندوق ثروت آفرین فیروزه است می‌گوید: مزیت چنین صندوق‌هایی این است که می‌توانند جدا از منابع خود سرمایه‌گذاران اصلی، از بین کلیه افراد جامعه و سرمایه‌گذاران خرد و متواتر و کلان به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیر بورسی پر پتانسیل جذب سرمایه کنند. این توافقی تجمعی سرمایه، وجه تمایز صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی با شرکت‌هایی است که به صورت سنتی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

مدیرعامل گروه مالی فیروزه می‌افزاید: صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی از دهه ۸۰ میلادی رونق گرفتند؛ هرچند شرکت‌هایی که این کار را انجام می‌دادند؛ بعد از جنگ جهانی دوم در دنیا راه افتادند و فعالیت آن‌ها از آمریکای شمالی شروع شد. عمولاً هدف این شرکت‌ها این است که به سراغ شرکت‌های پر پتانسیل که نتوانسته‌اند از توافقی‌های خود به دلایل نبود سرمایه و دانش استفاده کنند؛ رفته و به توسعه و تحول آنان می‌پردازند تا رشد در آمدی و سودآوری خوبی را رقم بزنند.

ربیعی بیان کرد: این صندوق ابتدا بر روی این شرکت‌ها هدف‌گذاری و بعد از آن بلوک مدیریتی این شرکت‌ها را خریداری می‌کنند و در سطح چند عضو هیأت‌مدیره و کنترلی شرکت را تغییر می‌دهند تا بعد از آن با ورود سرمایه و مدیریت جدید، پتانسیل‌های بالقوه را بالفعل کنند. به گفته این مدیر بازار، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی از روزی که راه‌اندازی می‌شوند، چندین ماه تا دو سال طول می‌کشد تا سرمایه‌گذاری‌های خود را در شرکت‌های هدف انجام دهند. همچنین پس از آن با تغییر و تحول ساختاری از طریق آوردن تیم جدید و دانش روز با تزریق سرمایه شرکت را به سودآوری می‌رسانند، که پروسه تغییر ساختار چندین سال به طول می‌انجامد. البته پس از آن، صندوق‌ها می‌توانند از طریق عرضه اولیه شرکت در بورس اوراق بهادار یا فروش به دیگر سرمایه‌گذاران بالقوه از شرکت‌ها خارج شوند.

مدیرعامل گروه مالی فیروزه تصریح کرد: در کشور ما، صندوق‌های خصوصی بورسی همچنان در مرحله جذب سرمایه‌گذاری در شرکت‌های هدف هستند. بنابراین قضاوت در این خصوص بسیار زود بوده و ۱۰ تا ۸ سال صبوری برای بررسی دقیق روند موفقیت و ارزیابی بازدهی این

صندوق و نوع موقعیت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌روی، رویکرد و استراتژی صندوق را تعیین می‌کند.

البته اگر صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در ایده‌ها و کسب‌وکارهای بسیار جوان که هنوز رشد زیادی را پیش روی خود دارند سرمایه‌گذاری کنند، این‌گونه سرمایه‌گذاری به عنوان سرمایه‌گذاری خطرپذیر venture capital شناخته می‌شود. بدیهی است که سرمایه‌گذاری در این گونه شرکت‌ها می‌تواند بازده بالایی داشته باشد، اما سرمایه‌گذار ریسک بالایی را نیز مقبل می‌شود. از مثال‌های موفق این مدل در فضای کارآفرینی ایران زیاد شنیده‌ایم هرچند که به نظر می‌رسد موقعیت‌های مناسب سرمایه‌گذاری واقعی در حال کاهش است.

### ابزاری برای افزایش بهره وری و سودآوری

مدیرعامل مشاور سرمایه‌گذاری کارپیزما اظهار داشت: چنانچه صندوق تصمیم به سرمایه‌گذاری در شرکت با محصول و بازار اثبات شده کند، به این مدل سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری رشدی Growth capital می‌گویند. در این مرحله شرکت سرمایه‌پذیر پتانسیل‌های خود را اثبات کرده و نیاز دارد به منظور موادری نظیر تراصیر سهم بازار بیشتر، توسعه محصول، بهبود ساختار مالی و افزایش بهره‌وری، اقدام به جذب سرمایه کند. در نهایت چنانچه مدل سرمایه‌گذاری صندوق در شرکت‌هایی باشد که به بلوغ رسیده و یا حتی از آن گذشته باشد، این مدل سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تحت فشار distressed assets معروف است. صندوق در این گونه سرمایه‌گذاری‌ها به دنبال این است که یا با تملک کل شرکت و تغییر در مدیریت، سازمان را بهره‌مند کند یا این که دارایی‌های با ارزشی در سازمان دیده است که می‌تواند با فروش مجازی آنها سود بسازد. در حال حاضر، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی کمان کارپیزما با توجه به اندازه و حجم سرمایه‌گذاری شده بزرگترین صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی پذیرش شده در بورس ایران است. سرمایه ۱۰۰۰۰ میلیاردی جذب و یا تعهد شده توسط شرکای خاموش و فعلی به صندوق این امکان را می‌دهد که در شرکت‌های بالغ با پتانسیل رشد بالا سرمایه‌گذاری کند؛ یعنی دو رویکرد سرمایه‌گذاری رشدی یا تحت فشار رویکردهای اصلی این صندوق خواهد بود.

### کمک به ارتقای سلامت اقتصادی

محرری تصریح کرد: از آنجایی که بهره‌وری سرمایه در ایران در طول یک دهه گذشته بسیار پایین بوده، موقعیت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی صندوق‌های سرمایه خصوصی زیاد است. به عنوان نمونه از حدود ۶۰ هزار واحد تولیدی ثبت شده نزد وزارت صمت، حدود ۱۸ درصد غیر فعال و حدود ۶۰ درصد آنها زیر ظرفیت در حال فعالیت هستند و احتمالاً مشکل کمبود نقدینگی دارند. بر این اساس، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی می‌توانند با جذب سرمایه و کمک به مدیریت این واحدها، حجم بسیاری از این سرمایه‌های راکد را مجدد به چرخه فعالیت وارد کنند. به همین منظور است که عنوان می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از مهمترین ابزار کمک به ارتقای سلامت اقتصادی کشور هستند، اما پیش نیاز این مهم آن است که جامعه اقتصادی و مخصوصاً کارآفرینان با این گونه صندوق‌ها به عنوان یک راهکار تأمین مالی جدید آشنایی بیشتری پیدا کنند.

همچنین بسیار مهم است که فرهنگ شرکت بازتعاریف شود و از طرف مقابل برای افزایش حجم سرمایه‌گذاری در این ابزار نو، لازم است که سرمایه‌گذاران و مخصوصاً سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبتی که این گونه صندوق‌ها در پارامترهای ریسک و بازده سرمایه تحت مدیریت دارند را لمس کنند این مهم نیز تنها از طریق ایجاد سابقه مثبت توسط صندوق‌ها



صندوق‌ها لازم است اما باید در نظر داشت به عنوان یک صنعت بالقوه و یک ابزار مالی نوین، این صنعت رو به رشد است چراکه در بخش تأمین مالی کشور، نیاز به آن احساس می‌شود.

ربیعی با اشاره به اینکه این صندوق‌ها در ایران نویا هستند و نمی‌توان در خصوص دستاوردهای آنان صحبت کرد، اظهار داشت: یکی از راه‌های تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها مدنظر قرار گرفت، اما دستورالعمل تاسیس و فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در سال ۹۸ توسط سازمان بورس ابلاغ و اولین صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران توسط مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک در ابتدای سال ۱۳۹۹ تاسیس شد. این صندوق‌ها در قالبی شبیه بقیه صندوق‌ها طراحی شده‌اند، به نحوی که سرمایه‌گذاری‌های صندوق در اختیار مدیر صندوق است که با همکاری مؤسسان صندوق که ۳۰ درصد منابع صندوق را تأمین می‌کنند صندوق را تاسیس کرده؛ سپس از طریق پذیره‌نویسی عمومی در بورس امکان سرمایه‌گذاری برای سایر سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. تاکنون سه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با نام‌های اعتبار سرمایه نوآفرین، ثروت آفرین فیروزه و کمان کاریزا در ایران تاسیس شده‌اند که از بین این صندوق‌ها، فقط صندوق اعتبار سرمایه نوآفرین به سرمایه‌گذاری پرداخته و بقیه هنوز در مرحله ارزیابی شرکت‌ها هستند.

## ■ برای اجرای الگوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، چه اقداماتی انجام شده است؟

اگرچه از حدود هفت سال پیش راه اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسوزانه برای سرمایه‌گذاری در استارت‌آپ‌ها مدنظر قرار گرفت، اما دستورالعمل تاسیس و فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در سال ۹۸ توسط سازمان بورس ابلاغ و اولین صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران توسط مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک در ابتدای سال ۱۳۹۹ تاسیس شد. این صندوق‌ها در قالبی شبیه بقیه صندوق‌ها طراحی شده‌اند، به نحوی که سرمایه‌گذاری‌های صندوق در اختیار مدیر صندوق است که با همکاری مؤسسان صندوق که ۳۰ درصد منابع صندوق را تأمین می‌کنند صندوق را تاسیس کرده؛ سپس از طریق پذیره‌نویسی عمومی در بورس امکان سرمایه‌گذاری برای سایر سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. تاکنون سه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی با نام‌های اعتبار سرمایه نوآفرین، ثروت آفرین فیروزه و کمان کاریزا در ایران تاسیس شده‌اند که از بین این صندوق‌ها، فقط صندوق اعتبار سرمایه نوآفرین به سرمایه‌گذاری پرداخته و بقیه هنوز در مرحله ارزیابی شرکت‌ها هستند.

## ■ توسعه رویکرد مذکور در رونق اقتصاد و تأمین مالی از بازار سرمایه چه نقشی دارد؟

مدل مالکیت فعال در این صندوق‌ها موجب حمایت از شرکت‌ها در زمینه‌های نوآوری و ارتقای شاخص‌های عملکرد می‌شود که نتایج آن به افزایش اشتغال زایی و توسعه اقتصادی خواهد انجامید. گزارش‌های اخیر از کشورهای توسعه بافتنه نشان می‌دهد ۱۲ درصد از نوآوری‌های صنعتی توسط شرکت‌های باپشت‌وانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به وجود آمده‌اند. همچنین این تحقیقات حاکی از آن بوده که در شرکت‌های باپشت‌وانه صندوق‌های خصوصی به نسبت شرکت‌های مشابه، ۵۰ درصد احتمال ورشکستگی کاوشش یافته است. البته در زمینه رونق بازار سرمایه نیز با افزایش شرکت‌های سرمایه‌پذیر به نظر می‌رسد تعداد شرکت‌های حائز شرایط عرضه در بورس افزایش یابد؛ چراکه جذاب ترین روش ورود به این صندوق‌ها، عرضه اولیه خواهد بود.

## ■ شرایط پیش رو در افزایش صندوق‌های خصوصی را چگونه پیش‌بینی می‌کنید؟

در دنیا بسیاری از نهادهای مالی که افق سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند دقت جدی به این نوع از سرمایه‌گذاری داشته‌اند. برای مثال یک سوم از سرمایه‌گذاری خصوصی توسط صندوق‌های بازنیستگی تأمین شده‌اند. همچنین صندوق‌های وقفی‌بیمه‌ها و بانک‌ها سایر تأمین کنندگان منابع این صندوق‌ها بوده‌اند. اگر در کشور ما نیز ویژگی‌های مثبت این صندوق به اطلاع نهادهای اقتصادی برسد، سرمایه‌های فراوانی به این بخش اختصاص خواهد یافت. همچنین فعالان حوزه‌های مالی کشورهای توسعه یافته، بهترین مکان برای سرمایه‌گذاری را صندوق‌های خصوصی می‌دانند. به نظر می‌آید بخشی از بلوغ این صنعت به واسطه توجه به اکوسیستم استارت‌آپی اتفاق خواهد افتاد؛ چراکه صندوق‌های خصوصی مقاضیان مهمی برای شرکت‌های با پشت‌وانه صندوق‌های جسوزانه هستند. بر این اساس با توجه به نکات مذکور، سرمایه‌های فراوانی به سمت این صندوق‌ها گشیل خواهد شد و بازدهی‌های فراوانی مانند نمونه‌های موفق دنیا در آینده این شرکت‌ها، یجاد خواهد شد.

## ■ ابزاری جهت کاهش و رشکستگی

امیرحسین شمعاعی‌زاده، کارشناس خدمات مالی مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک در گفت‌وگویی به تشریح وضعیت و ظرفیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی پرداخت.



**دستورالعمل**  
**تاسیس**  
**و فعالیت**  
**صندوق‌های**  
**سرمایه‌گذاری**  
**خصوصی**  
**در سال ۹۸**  
**توضیح سازمان**  
**بورس ابلاغ و**  
**اولین صندوق**  
**سرمایه‌گذاری**  
**خصوصی ایران**  
**سال ۱۳۹۹**  
 **TASİSİSH**

صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در بورس‌های جهان چه جایگاهی داشته و روند فعالیت آن‌ها چگونه است؟ ۱۹۷۰ استفاده از این مدل سرمایه‌گذاری از دهه میلادی مدنظر قرار گرفت. در آن زمان سرمایه‌گذاری خصوصی به معنی خرید دارایی‌هایی با حریمات نقدی پایدار در قالب معاملاتی با درجه اهرمی بالا و سپس خروج موفق از آن سرمایه‌گذاری بود، ولی امروزه دیگر این گونه نیست. در حال حاضر شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی به عامل‌های تعلیم تبدیل شده‌اند که کسب‌وکارها را در نقاط مهمی از توسعه خود تحت تاثیر قرار می‌دهند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی دیگر سرمایه‌گذارانی نیستند که در عملکرد کسب‌وکار دخالت نداشته باشند یا این که بخواهند از طریق تغییر در ساختار سرمایه یا فروش بخش‌هایی از یک کسب‌وکار سود کسب کنند. با پیشرفت صنعت، شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی نیز به طور فزاینده‌ای با شرکت‌های پورت‌تفلیوی خود همکاری می‌کنند تا بتوانند در خلق ارزش مشارکت داشته باشند. در حقیقت، مشارکت با شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی می‌تواند مزیتی در اختیار شرکت‌های پورت‌تفلیو قرار دهد تا بتوانند در عصر رقبای بازارهای جهانی امروزی به فعالیت ادامه دهند.

## ■ انجام این الگو در ایران چه وضعیتی داشته و برای توسعه آن چه پیشنهادی دارید؟

هنوز در خصوص این موضوع شناخت مناسبی وجود ندارد و به همین دلیل بسیاری از شرکت‌ها اعتماد کافی نسبت به فرآیند سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها نمی‌کنند. فرهنگ سازی مناسب برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌های مقاضی جذب سرمایه در شرایط کنونی مهمترین اولویت در زمینه رشد و توسعه این نهاد است. همچنین به نظر می‌رسد تسهیل سرمایه‌گذاری افراد خرد از طریق پایین آوردن حداقل سرمایه‌گذاری در



**بازارهای مالی که نقش برجسته‌ای در تأمین مالی بر عهده دارند برای ماندگاری و رقابت، همگام شدن با شرایط اقتصاد جهانی را به عنوان یکی از اهداف بنیادین مدنظر قرار می‌دهند. اگرچه الگوهای تأمین مالی همواره در حال به روز رسانی، نوآوری و ارائه ابزارهای جدید است، اما با توجه به محدودیت، چالش و ریسک‌های سرمایه‌گذاری اتخاذ تدبیری برای کاهش موارد مذکور، امری ضروری به نظر می‌رسد. براین اساس، استفاده از الگوی تأمین مالی جمعی که از آن به عنوان کراد فاندینگ یاد می‌شود و سابقه‌ای قابل توجهی در جهان دارد توانسته بخش زیادی از مشکلات صنعت تأمین مالی را کاهش دهد.**

البته به کار گیری این ابزار قابل تأمل، حدود یکی دو سالی بوده که در بازار سرمایه ایران به آن توجه شده است. برای آشنایی بیشتر با ظرفیت‌های خاص این شیوه تأمین مالی، برسی برخی مسائل پیرامون کراد فاندینگ مدنظر قرار گرفت.

### انقلابی برای شرکت‌های کوچک و متوسط



نجم الدین مدنیان، مدیر تأمین مالی جمعی مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک گفت: سرمایه‌گذاری جمعی یک روش مکمل برای تأمین مالی است که در سال ۲۰۰۶ از ایالات متحده آغاز شد و توانست تحول قابل توجهی را در صنعت تأمین مالی دنیا ایجاد کند.

وی افزود: عده‌ای معتقدند این روش یک انقلاب در تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط ایجاد می‌کند؛ چراکه رشد آن بسیار سریع بوده؛ به طوری که حجم آن هر ساله چند برابر رشد داشت و از چند میلیون دلار در حدود هفت سال به رقم شش میلیارد دلار تأمین مالی در سال ۲۰۱۳ رسید.

مدیر تأمین مالی جمعی مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک بیان داشت: بر اساس تحقیقات انجام شده، صنعت تأمین مالی جمعی در همه جهان رشد چشمگیری داشته است. در همین خصوص بانک جهانی تخمین زده که حجم سرمایه‌گذاری در حوزه تأمین مالی جمعی در سال ۲۰۲۱ به ۱۰۰ میلیارد دلار نزدیک خواهد شد. به عنوان نمونه به تازگی در بریتانیا فقط یکی از سکوهای

ضرورت تقویت اکوسیستم کراد فاندینگ

# الگوهای تاریخی کاربردی می‌شوند

بانک جهانی تخمین زده که حجم سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی به ۱۰۰ میلیارد دلار نزدیک خواهد شد



سمیرا صالحی  
خبرنگار



بهره مشخصی می‌گیرد. در مدل مشارکت نیز سرمایه‌گذار با اختیار قرار دادن سرمایه خود، در کسبوکار مورد نظر شریک می‌شود.

### فقط یک مدل مناسب

مدیرعامل پلتفرم دونگی بیان داشت: اخیراً کرافداندینگ زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار شکل گرفته و دیپرخانه آن در فرابورس ایران است. هدف آن تأمین مالی برای کسبوکارها کوچک و متواتر است. کسبوکارها در ازای تأمین مالی برای اجرای برنامه طرح توسعه خود، سرمایه‌گذاران را شریک می‌کنند و این شراکت به شیوه‌های متواتری از قبیل قرار دادن سهام شرکت و شراکت فقط در سود و زیان اجرای طرح (مضاریه) انجام می‌شود. محمدی افزود: بنابراین کسبوکاری که برنامه توسعه دارد و به دنبال سرمایه است، طرح تجاری و مستندات را در پلتفرم دارنده مجوز تأمین مالی جمعی بارگزاری می‌کند. همچنین بعد از بررسی و تایید پلتفرم و نهاد مالی ناظر، یک نماد برای طرح صادر شده و فراخوان تأمین مالی منتشر می‌شود تا علاوه‌مندان بتوانند گواهی شراکت در طرح این کسبوکار را خریداری کنند. این گواهی‌های شراکت، اوراق بهادار رسمی کشور هستند و همانند سایر اوراق بهادار از دید سرمایه‌گذاران سود پرداختی به آنها معاف از مالیات بوده و از دید کسبوکار هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی می‌شود.

محمدی درباره اینکه از سه مدل تأمین مالی جمعی اهداء، وام‌دهی و شراکت کدام یک برای بازار ایران مفید است، تصریح کرد: عموله سایز تأمین مالی با مدل اهداء پاسخگوی نیازهای مالی اکثر کسبوکارها کوچک و متواتر کشور نبوده و برای کسبوکارها مختلف نیز قابل اجرا نیست. از طرفی بانک مرکزی هم هنوز چارچوبی برای مدل وام تعیین نکرده است. در نتیجه مدلی که سازمان بورس و اوراق بهادار از طریق فرابورس پیش می‌برد، تنها گزینه موجود است و اگر فرهنگ‌سازی انجام شود و استفاده از آن جا بیفتند، به دلیل وجود قالب‌های متنوع سهامداری، مضاربه و عقوദ مبادله‌ای، می‌تواند بسیار کمک کننده باشد و تاثیر مثبتی بر طیف وسیعی از کسبوکارها کوچک و متواتر بگذارد.

### انتظار رشد جدی

مدیرعامل سامانه‌نگار آتنا بیان داشت: تاکنون و در ۹ ماه گذشته پنج فراخوان تأمین مالی برای طرح‌های کسبوکارها منتشر و ۹۰ میلیارد ریال سرمایه جذب کرده‌ایم که رقم بسیار پایینی است. ولی با

و متواتر را جهت تأمین مواد اولیه، توسعه محصول، خرید دستگاه‌های مورد نیاز، سرمایه در گردش، ایجاد خطوط تولید جدید، بازاریابی و فروش محصول و... را تا سقف صد میلیارد ریال با جذب سرمایه‌گذاران از طریق سکوی تأمین مالی جمعی هم آفرین انجام می‌دهد. همچنین در طول یک سالی که از شکل گیری سکوهای تأمین مالی جمعی در ایران گذشته ۹ طرح بر روی سکوهای تأمین مالی جمعی منتشر شد که ۳ طرح آن با سرمایه‌ای حدود ۵ میلیارد تومان از سکوی تأمین مالی جمعی هم آفرین توانستند تأمین مالی کنند. وی افزود: گفته می‌شود ۸۰۰ درصد اشخاصی که در بورس سرمایه‌گذارند، سرمایه کمتر از پنجاه میلیون تومان دارند. مسئله مذکور به این معناست که سرمایه‌گذاران خرد بسیاری در کشور و از جمله بورس وجود دارند که برای رسیدن به نقطه مطلوب در ارتقای بهره مندی از تأمین مالی جمعی بیش از هر چیز تشنه آموزش و معرفی هستند.

\*\*\*

### ترکیبی که معجزه می‌کند



**جعفر محمدی**  
مدیرعامل سامانه‌نگار آتنا  
(پلتفرم دونگی) گفت:  
کرافداندینگ یا تأمین مالی جمعی، یک شیوه تأمین مالی مبتنی بر اینترنت است و افرادی که برای طرح‌های خود در جستجوی تأمین کننده مالی هستند، طرح‌های خود را در پلتفرم‌هایی که برای این منظور راهاندازی شده معرفی، و افراد در صورت تمایل در تأمین مالی این طرح‌ها مشارکت می‌کنند.

اینکه چند مدل کلاسیک برای کرافداندینگ وجود دارد که به تنها یی سایر تأمین مالی جمعی هنوز در یک مرحله استفاده می‌شود، افزود: در مدل اهداء، فرد برای فعالیت‌های خیریه، عام المنفعه یا اجتماعی اقدام به تأمین مالی می‌کند. این مدل در کشور ما هم از طریق پلتفرم‌هایی مثل مهربانه اجرا شده است. در مدل پاداش، متقاضی تأمین مالی محصول یا کالایی را تولید می‌کند و بعد از تولید تعدادی از آن را در اختیار هر تأمین کننده مالی قرار می‌دهد. در مدل وام، متقاضی تأمین مالی مبلغ مورد نظر را از سرمایه‌گذاران وام با طول دوره و میزان

تأمین مالی جمعی موفق شد از مرز ۲۰.۱ میلیارد پوند تأمین مالی برای حدود ۱۴۰۰ کسب و کار عبور کند.

### SMEها شدن مهاجرت

مدنيان تصریح کرد: در انگلستان از هر پنج کسبوکار، یکی از آنها سرمایه‌گذاری مورد نیاز خود را از طریق سرمایه‌گذاری جمعی تأمین می‌کند. همچنین این مدل تأمین مالی، امکان تأمین بودجه پژوههای جدید، مشاغل جدید، کسب و کارهای نوپا یا نیاز ساده به سرمایه در گردش را فراهم می‌سازد. به گفته وی در سال‌های اخیر SME‌ها بیشتر به سمت سکوهای تأمین مالی جمعی مهاجرت کرده‌اند و آمارها نشان دهنده میزان دور زدن موقوفیت آمیز بانک‌ها، توسعه مشاغل کوچک نیازمند سرمایه است. این مدل از تأثیر و قدرت فوق العاده اینترنت و شبکه‌های اجتماعی استفاده می‌کند و هزینه‌های عملیاتی آن محدود است؛ همچنین برای پیاده سازی از مکانیزم اجرایی بسیار ساده‌ای بهره می‌برد.

مدیر تأمین مالی مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک بیان کرد: یک پژوهه برای مدت زمان محدودی در سکو منتشر می‌شود. باید گفت این سکو قبل از ابزارهای لازم برای ارتباط و نظرات، واریز پول و... را فراهم کرده است. البته هم زمان با انتشار طرح در سکو، کمپین‌های تبلیغی طرح در سایتها خبری، وبلاگ‌ها و شبکه‌های اجتماعی فعال می‌شوند؛ همچنین افراد نامحدودی از طرح بازدید می‌کنند و تعداد زیادی از آنها به هر میزان که تمایل داشتند در طرح سرمایه‌گذاری خواهند کرد. در نتیجه مبالغ جمع شده در یک حساب پرداخت و در صفحه قرار می‌گیرند. همچنین پس از پایان دوره تکمیل سرمایه و یا رسیدن به هدف مالی طرح، پول به حساب مدیر پژوهه واریز می‌شود.

### سکویی برای پرتاب

مدنيان اظهار داشت: پیش‌بینی‌ها از رشد قابل توجه سرمایه‌گذاری جمعی در آینده بسیار تزدیک خبر می‌دهد؛ این در حالی است که تأمین مالی جمعی هنوز در یک مرحله نسبتاً نوپا و در حال توسعه است. باید گفت در ایران هم با عنایت به نیاز بزرگ‌های اقتصادی به منابع مالی، جهت فعلی ظرفیت‌ها و ارتقای توان رقابت‌پذیری و به منظور رشد و بازدهی هرچه بیشتر آنها، پلتفرم‌های تأمین مالی جمعی زیر نظر فرابورس ایران پا به عرصه گذاشته اند. در این میان مشاور سرمایه‌گذاری فراز ایده نوآفرین تک (فاینتک) از پیشگامان تأمین مالی جمعی است که با دریافت مجوزات لازم، تأمین مالی طرح‌های شرکت‌های کوچک

همچنین در دهه ۱۹۹۰ میلادی نیز برخی سینماگران و مستندسازان آمریکایی از الگوی تأمین مالی جمعی توансند منابع مالی مورد نیاز خود را جمع آوری کنند. در سال ۲۰۰۱ هم، اولین شرکت تخصصی این حوزه به نام ArtistShare ایجاد شد؛ اگرچه که اولین بار در سال ۲۰۰۶ و توسط بنیان‌گذار شرکت Fundavlog CrowdFund ابداع شد، اما در سال‌های بعد و با ورود بازیگران بسیار جدی نظری کیک استارتر و ایندیگوگو، تأمین مالی جمعی وارد فاز جدی تر خود شد؛ به طوری که این شرکت‌ها توансند بیش از ۱۰ میلیون نفر را خود همراه کنند و بیش از ۳ میلیارد دلار تأمین مالی جمعی را به انجام برسانند. ماحصل اتفاقات فوق آن بود که دولت آمریکا در سال ۲۰۱۲ قانون جهش استارت‌آپ‌ها (JOBS) را ابلاغ کرده و توجهات به تأمین مالی جمعی بیش از پیش شد.

### در خصوص ضرورت انجام و امکان اجرایی شدن کراد فاندینگ در ایران چه نظری دارد؟

در سال‌های اخیر و بنا به دلایل مختلفی که به آن‌ها اشاره می‌کنیم، ضرورت استفاده از سرمایه افراد حقیقی برای توسعه کسب و کارهای بومی و افزایش سرعت توسعه اقتصادی کشور حائز اهمیت شده است. نارسایی‌های اقتصاد کشور، گستردگی دامنه تحريم‌ها علیه ایران، افزایش نقدینگی سرگردان و نیاز وافر کسب و کارهای نوپا، داشتن بنیان و خلاق به جذب سریع سرمایه از مهمترین دلایل اهمیت به تأمین مالی جمعی در کشور است. در سال‌های اخیر عده شرکت‌ها، خصوصاً شرکت‌های تولیدی و دانش‌بنیان با مشکل جدی تأمین منابع رویدرو بوده‌اند. کندی و سخت‌گیری سیستم‌های بانکی اکثر کشورهای دنیا در اعطای تسهیلات و حمایت‌های لازم، سبب شده است که ضرورت

## فرصتی برای کسب و کارهای نوپا و دانش‌بنیان



گسترش

علیرضا آقا احمدی، مدیر

تأمین مالی جمعی سامانه کارن کراد در خصوص

برخی مسائل کراد فاندینگ

نظرات قابل توجهی را

طرح کرد.

### جاگاه جهانی

تأمین مالی فرهنگ تأمین

مالی جمعی چگونه

می‌تواند بوده و چه

ظرفیت‌های عملکردی داشته

است؟

اگرچه ریشه‌های سنتی

کراد فاندینگ یا تأمین

مالی جمعی به قرن‌ها

قبل بر می‌گردد، اما شروع

جدی‌تر آن به شیوه امروزی

رامی‌توان به اوایل سده ۱۷

میلادی نسبت داد. جانatan

سویفت، نویسنده و ادیب ایرلندی با تاسیس صندوق وام ایرلند، منابع جمع آوری شده از مردم را به کارآفرینان کم رضاعت تزریق کرده و بدین وسیله زمینه توسعه کسب و کارهای نوپا را فراهم آورده؛ همچنین طی این پژوهه ۳۰۰ طرح، موفق به جذب منابع شدند. تأمین مالی جمعی در سال‌های بعد گستردگی و تنوع بیشتری پیدا کرد و به حوزه‌های فلسفی، ادبی و هنری ساری شد. آگوست کنت، الکساندر پوپر و موتزارت چهره‌هایی بودند که از این طریق توائیست دثار بیشتری منتشر کنند. پژوهه ساخت مجسمه آزادی نیز از این طریق تأمین مالی شد.

در سال ۱۹۷۶، محمد یونس با تاسیس بانک گرامین در بنگلادش، توائیست ۳۰ هزار عضو جذب کرده و یکی از جدی‌ترین قدمها را در جهت توسعه تأمین مالی جمعی بردارد.

توجه به این که موضوع کراد فاندینگ جدید است و هنوز کسب و کار و سرمایه‌گذارها با آن آشنا نشده‌اند، شروع خوبی است. البته انتظار می‌رود رشد جدی را در حوزه تأمین مالی از طریق کراد فاندینگ شاهد باشیم و با ورود نهادهای سرمایه‌گذاری حرفه‌ای مثل بانک‌ها و صندوق‌ها این نوع سرمایه‌گذاری رشد بالایی کند.

### تحقیق یک بازی سه سر بر د

محمدی اظهار داشت: نهادهای پولی و مالی منابع مالی زیادی را در اختیار دارند، اما به دلیل سربارهای زیاد، برای آنها صرفه اقتصادی ندارد که وارد تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط شوند. در صورتی که کراد فاندینگ‌ها موضوع تعامل با کسب و کارها، تهیه مستندات و طرح تجاری و نظرات بر آنها را به خوبی انجام می‌دهند، اما منابع مالی کافی برای تبلیغات گسترده جذب سرمایه‌های بزرگ ندارند. در نتیجه اگر بانک‌ها و کراد فاندینگ‌ها در کنار هم قرار گیرند و بانک منابع خود را از طریق توان تخصصی کراد فاندینگ‌ها در اختیار کسب و کارها قرار دهد، یک بازی سه سر بر دارد از طرفین شکل می‌گیرد؛ کسب و کارها منابع مالی موردنیازشان را به دست می‌آورند، کراد فاندینگ‌ها را شدید می‌کنند و بانک‌ها سرمایه‌های را کد خود را با سودآور مطلوبی وارد چرخه تولید می‌کنند. پیش‌بینی می‌شود که این همکاری‌های استراتژیک در زمان کوتاهی شکل گرفته و کراد فاندینگ در ایران رشد بالایی داشته باشد.

وی بیان داشت: در حال حاضر ۷۰ درصد انتشار طرح‌ها و تأمین مالی انجام شده در کراد فاندینگ کشور از طریق پلتفرم دونگی انجام شده است. همچنین دو پلتفرم همکار دیگر نیز ۳۰ درصد دیگر طرح‌ها را منتشر و تأمین مالی کرده‌اند.

جمعیت، خانوار و تراکم خانوار

پلتفرم	وضعیت	شروع فراخوان	پایان فراخوان	مبلغ جمع آوری شده
دونگی	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۳۹۹-۱۰-۱۴	۱۴۰۰-۱۱-۱۷	۱۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
کارن کراد	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۳۹۹-۱۱-۲۶	۱۴۰۰-۰۴-۲۷	۱۳,۷۵۰,۰۰۰,۰۰۰
دونگی	عدم تایید موفقیت جمع آوری نهاد مالی	۱۴۰۰-۰۲-۱۸	۱۴۰۱-۰۳-۰۸	۸,۷۶۹,۱۴۴,۰۰۰
دونگی	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۳-۱۰	۱۴۰۱-۰۴-۰۴	۱۱,۴۸,۴۵۰,۰۰۰
هم‌آفرین	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۵-۰۶	۱۴۰۱-۰۷-۱۰	۱۳,۸۵۷,۹۰۳,۰۰۰
هم‌آفرین	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۶-۲۹	۱۴۰۱-۰۸-۲۶	۱۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
دونگی	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۶-۲۲	۱۴۰۰-۰۷-۲۷	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
دونگی	تایید نهایی موفقیت جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۶-۲۸	۱۴۰۱-۰۷-۲۳	۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
هم‌آفرین	آغاز جمع آوری وجوده	۱۴۰۰-۰۷-۲۱	۱۴۰۱-۰۹-۳۰	۶,۲۷۰,۰۰۰,۰۰۰

استفاده از ابزارهای نوینی نظیر تأمین مالی جمعی بیش از همیشه احساس شود؛ البته استفاده از این الگو در کشور ما، به دلیل تداوم کسری بودجه دولت و نقدینگی سنگین جاری در بازارهای سوداگرانه، اهمیت ویژه‌تری دارد. همچنین از نظر امکان اجرایی شدن الگوی مذکور، باید به این موضوع اشاره کرد که پس از صدور مجوز تأمین مالی جمعی از سمت فرابورس در سال ۱۳۹۹، توجهات به این امر روزافزون شده و قوانین مربوطه نیز دامنه شمول گستردگرتری به خود دیدند.

#### ■ عملکرد چند وقت اخیر اجرای

**این الگو چه بوده است؟**

اولین مجوز تأمین مالی جمعی رسمنی در اردیبهشت ماه ۱۳۹۹ برای سه سکوی تأمین مالی جمعی صادر شد، از آن تاریخ تاکنون نیز پنج طرح با ارزشی بیش از ۱۰ میلیارد تومان موفق به جذب سرمایه از این طریق شده‌اند. به نظر می‌رسد ریل گذاری‌های قانونی تأمین مالی جمعی در خلال سال‌های ۹۷ به بعد، توanstه است سوابق غیرمشکل و غیررسمی پیش از این را به حالتی منسجم و قوام پاخته تبدیل کند. بر این اساس، اجرای موفق صفر تا صدی یک پروژه تأمین مالی جمعی در سکوی کارن کراد در اسفند ماه ۱۳۹۹ را می‌توان آغازی بر رواج استفاده از این روش تأمین مالی و سرمایه‌گذاری دانست.

#### ■ به کارگیری کراد فاندینگ چه نقشی در رونق تأمین مالی از بازار سرمایه دارد؟

مزیت مهم کرادفاندینگ برای شرکت‌های سرمایه‌پذیر، سهولت جذب سرمایه، سرعت تأمین منابع و ارتباط با سرمایه‌گذاران وفادار جهت جذب منابع بعدی است. مزیت دیگر این روش برای سرمایه‌گذاران این است که علاوه بر حمایت از طرح‌های خلاق و کسب و کارهای نوپا، از بازدهی مناسبی برخوردار می‌شوند. همچنین در فضای توسعی سالیان اخیر کشور، توجه سرمایه‌گذاران حقیقی به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری پر بازدتر جلب شده است که رویکرد این اتفاق را در رونق کراد از سرمایه در سال‌های ۹۸ و ۹۹ شاهد بوده‌ایم. البته اتفاقات ناگوار نیمه دوم سال ۹۹ بازار سرمایه، سبب اختیاط و فاصله گرفتن مجدد سرمایه‌گذاران از این بازار شد. توسعه ابزارهای متنوع و نوین جهت کنترل ریسک و نیز افزایش احتمال بازدهی، گامی جدی جهت برگشت اعتماد به بازار سرمایه است. بنابراین گسترش فرهنگ تأمین مالی جمعی می‌تواند جذابیت‌های زیادی را برای سوق دادن سرمایه افراد حقیقی و نقدینگی به سمت بازارهای مالی ایجاد کند. علاوه بر این، هدایت سرمایه از بازارهای غیرمولد به سمت بازارهای مولد، می‌تواند سبب شکوفایی اقتصاد و به تبع آن رونق بازار سرمایه شود.

#### ■ برای تسريع کراد فاندینگ چه

**پیشنهاد انتی دارید؟**

اولین قدم جهت توسعه این ابزار، تدارک الزامات قانونی آن است که فرابورس ایران طی دستورالعملی در شهریور ماه ۱۳۹۷ آن را به تصویب شورای عالی بورس اوراق بهادار رساند، اما صرف نظر از بحث‌های قانون‌گذاری، توسعه فرهنگ تأمین مالی جمعی نیز اهمیت ویژه‌ای دارد. سکوهای تأمین مالی جمعی و نیز نهادهای بالادستی نظیر فرابورس، صندوق نوآوری و شکوفایی ریاست جمهوری، وزارت صنعت، معدن و تجارت و معاونت علمی و فناوری، ریاست جمهوری تاکنون همایش‌ها، مسابقات، و کارگاه‌های آموزشی متنوعی را در این حوزه برگزار کرده‌اند؛ اگرچه که هنوز اکوسیستم کرادفاندینگ فاصله زیادی تا بلوغ خود دارد.

یکی از اقدامات حمایت گرانهای که می‌تواند نقش پررنگی در توسعه این اکوسیستم داشته باشد، صدور مجوز فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه و تزریق منابع آنان به این حوزه است؛ البته شورای عالی بورس و هیأت مدیره سازمان در حال حاضر منع قانونی برای این شرکت‌ها در

## دولت در بازار بازیگری می‌کند

# تداوی حاشیه‌نشینی تأمین مالی خصوصی



زهرا ابراهیمی  
خبرنگار

اگر چه یکی از اهداف اصلی بنگاه‌های اقتصادی برای بورسی شدن استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه برای تأمین مالی بوده، اما در این روند همواره بخش دولتی یکه تاز و بخش خصوصی در حاشیه قرار گرفته است. البته تا زمانی که مدیریت بخش قابل توجه بنگاه‌های اقتصادی توسط دولت باشد، این جالش تداوم خواهد داشت. در حال حاضر بنگاه‌های خصوصی کوچک در بسیاری کشورها پیش‌ران توسعه هستند و بازارهای مالی نیز برای رونق این مجموعه‌ها، تنوع و توسعه ابزارهای تأمین مالی را بر اساس مقتضیات کنونی اقتصاد جهانی مدنظر قرار داده‌اند. همگام شدن با این روند یکی از ضرورت‌های پیش‌روی بازار سرمایه ایران به شمار می‌آید. بر این اساس بررسی مسائلی نظیر شرایط کنونی، دلایل رکود و بیان راهبردها رونق تأمین مالی بخش خصوصی از بازار سرمایه مدنظر قرار می‌گیرد.





### راهبردهای قابل توجه

به گفته این فعال بازارسرمایه در یک بازارسرمایه شفاف و کارا، دارندگان منابع مالی که همان سرمایه‌گذاران هستند؛ در یک سو و نیازمندان این منابع مالی که شرکت‌ها و دولت هستند؛ در سوی دیگر قرار دارند. در بازار سرمایه ما طرف دوم با قدرت ایستاده و اعلام نیاز می‌کند، اما طرف اول به دلایلی که در نهایت منجری به اعتمادی آن‌ها به این بازار شد با شک و تردید اقدام با ورود منابع مالی خود در بازار سرمایه می‌کند. فهمی تصریح کرد: اصلاح قوانین و مقررات، تعیین صحیح نرخ سود، تنوع و گسترش ابزارهای مالی متناسب با شرایط ناشر، تناسب هزینه‌های تأمین مالی با توجه به ریسک‌های مختلف ناشر و یا پروژه و کوتاه‌تر کردن زمان تأمین مالی در بستر بازارسرمایه از جمله مواردی است که می‌تواند به کمک طرف دوم بیاید. همچنین فرهنگ‌سازی در زمینه سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، فاصله‌گیری از قیمت‌گذاری‌های دستوری و کاهش هزینه‌های معاملاتی از مواردی هستند که باعث ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران شده و در نهایت سبب تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی خواهد شد.

### شروع نوعی رکود اقتصادی

**احسان خاتونی، کارشناس ارشد بازارسرمایه در این خصوص می‌گوید:** گزارشی که اخیراً مرکز پژوهش‌های مجلس منتشر کرد، نشان می‌دهد در سال ۱۳۹۹ حدود ۳۴۸ هزار میلیارد تومان تأمین مالی از بازارسرمایه انجام شد که این رقم نسبت به سال قبل از آن که ۱۴۷ هزار میلیارد تومان بود رشدی قابل توجه داشته است. دولت تا اواخر تابستان ۱۲۶/۵ هزار میلیارد تومان معادل سقف اول بودجه ۱۴۰ اوراق منتشر کرد و سقف دوم بودجه اجازه انتشار ۱۷۶ هزار میلیارد تومان اوراق به دولت داده است. از آخرین باری که دولت اوراق منتشر کرد، مدتی می‌گذرد و خبری هم در این زمینه از سوی وزارت اقتصاد منتشر نشد؛ این بی خبری پس از دو دور انتشار اوراق و شایعاتی که در خصوص افزایش نرخ سود بانکی به گوش می‌رسید به وقوع پیوست. تغییرات گسترده در کابینه دولت و خصوصاً بانک مرکزی نیز می‌رسید که مبنی بر مسکوت ماندن موضوع انتشار اوراق باشد.

این کارشناس بازارسرمایه می‌افزاید: به نظر می‌رسد تیم اقتصادی دولت قصد افزایش نرخ اوراق به جهت افزایش جذابیت آن را داشت، اما با مخالفت‌هایی که در این زمینه خصوصاً از سوی اهالی بازارسرمایه مواجه شد، فعلاً قید این کار را زده است. واضح است که دولت برای فروش دارایی نیاز به بورس پر رونق دارد و انتشار صرف اوراق بدھی همراه با افزایش نرخ آن، دولت را از این هدف دور خواهد کرد. به اعتقاد برخی اقتصاددانان، ایران برای

### جای کار زیادی وجود دارد



Hamid Vahdati, Karsناس بازارسرمایه با اشاره به اینکه تا قبل از تأسیس تأمین سرمایه‌ها، بنگاه‌های اقتصادی با استفاده از منابع مالی سهامداران عمده شرکت و شبکه بانکی تأمین مالی انجام می‌دادند گفت: در یک دهه اخیر بازار سرمایه نقش پررنگ‌تری در اقتصاد کشور ایفا کرده و توансنه کارکردها و قابلیت‌های خود را به اثبات برساند. براین اساس عرضه اولیه سهام شرکت‌ها، افزایش سرمایه شرکت‌های فعال در بازارسرمایه، پذیره‌نویسی شرکت‌های سهامی عام، تأسیس صندوق‌های پروژه و انتشار اوراق بدھی از جمله روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها در بازار سرمایه بوده که همگی در بستر بازار اولیه ممکن شده‌اند. البته با این وجود، در قیاس با جایگاه واقعی بازارسرمایه در تأمین مالی شرکت‌ها و نیز رشد بازار سهام شرکت‌ها، بازار اولیه که مجرای اصلی تأمین مالی بنگاه‌هاست، هنوز جای کار بسیار زیادی وجود دارد. فهمی افزود: در این سال‌ها بزرگ‌ترین مشتری بازار اولیه دولت بوده است. همچنین فروش سهام ETF دولتی، شرکت‌های دولتی در قالب‌های مختلف نظری صندوق‌های انتشار اسناد خزانه و اوراق مرابحه دولتی از جمله روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی دولت در بازارسرمایه بهشمار می‌رود؛ اگرچه در سال‌های اخیر سهم بخش خصوصی در تأمین مالی از طریق اوراق بدھی در بازار سرمایه در مقایسه با دولت کمتر از بیست درصد بوده، اما در قسمت ابزارهای سرمایه‌ای نیز بخش خصوصی بیشتر بر عرضه اولیه‌ها و افزایش سرمایه‌ها از آورده نقدی برای تأمین مالی اقدام کرده است.

### تمرکز بر کاهش تصدی‌گری

این کارشناس بازارسرمایه بیان داشت: کسری بودجه دولت و نقش بدلیل بازارسرمایه در تأمین مالی آن و پوشش کسری بودجه در سال گذشته، امسال نیز دولت را به یکی از بزرگترین بازیگران این بازار تبدیل خواهد کرد؛ هرچند که به دلایلی همچون تغییر دولت و رویکردهای سیاسی جدید، کاهش عرضه اولیه و افزایش سرمایه شرکت‌ها به دلیل ریزش بی‌سابقه بازار پس از مرداد ماه سال گذشته، تأمین مالی در ۶ ماهه ابتدایی سال ۱۴۰۰ نسبت به ۶ ماهه ابتدایی سال ۱۳۹۹ کاهش داشته، اما به نظر می‌رسد که با تزدیک شدن به ماهه‌ای پایانی سال و نیاز دولت و شرکت‌ها به منابع مالی بیشتر و با فرض تداوم شرایط سیاسی فعلی، تأمین مالی از بازار سرمایه نیز با سرعت بیشتری انجام و باز هم دولت سهم بیشتری تأمین مالی بازار سرمایه به خود اختصاص خواهد داد؛ نکته قابل توجه این است که در بلندمدت باید تصدی‌گری دولت در امور کاهش یافته و بخش خصوصی نقش پررنگ‌تری در اقتصاد ایفا کند، بر این اساس سهم تأمین مالی بخش خصوص نیز از بازار سرمایه افزایش می‌یابد.



**بی‌شک تداوم موقوفیت‌های اوراق نیازمند اعتماد سازی بیشتر در بازار است. همچنین مستلزم رشد سالانه حدود ۱۰ درصد عمق مالی بازارسرمایه هستیم**

در این زمینه خصوصاً از سوی اهالی بازارسرمایه مواجه شد، فعلاً قید این کار را زده است. واضح است که دولت برای فروش دارایی نیاز به بورس پر رونق دارد و انتشار صرف اوراق بدھی همراه با افزایش نرخ آن، دولت را از این هدف دور خواهد کرد. به اعتقاد برخی اقتصاددانان، ایران برای

است. سایر اوراق هم با وجود تفاوت‌های اشاره شده پرداخت‌های سود دوره‌ای سه یا شش ماهه دارند. حجم انتشار اوراق دولتی حدود ۹۵ درصد کل بازار اوراق منتشر شده را شامل می‌شود. عملاً دولت، وزارت‌خانه‌ها و شهرداری نیض انتشار اوراق در بازار بدھی را به دست گرفته‌اند و جایی برای انتشار اوراق بخش خصوصی واقعی وجود ندارد. رقم ۵ درصد غیردولتی هم عمدتاً مربوط به شرکت‌های اصل ۴۴ و نهادهای عمومی است و سهم بخش خصوصی واقعی کمتر از یک‌درصد است.

### ضرورت تضمین و اعتبار سننجی

خاوری می‌گوید: فرآیند انتشار اوراق در بازار سرمایه پیچیده و طولانی و دارای ذی نفعان متعدد است. فارغ از عدم آشنایی با فرآیندهای تأمین مالی بازار سرمایه، روش‌های استفاده از مشاور با توجه به احتمال عدم موفقیت برای بخش‌های غیر دولتی پرهزینه تر از نظام بانکی است. در عین حال، نرخ تمام شده در بازار بدھی کمتر از بازار پول و اخذ تسهیلات نیست، اما موانع اصلی شامل محدودیت‌های ابزار در مقابل نیازهای واقعی کسب و کارها و موضوع تضمین بانکی است. در حقیقت نیازهای تأمین مالی در بسیاری از موارد سازگاری با ابزارهای موجود ندارد. این عدم سازگاری در روش، نحوه مصرف و نحوه توثیق است.

در عین حال، با وجود انتقال دارایی در بسیاری از موارد یا در اختیار گذاشتن وثایق لازم، انتشار اوراق در بخش خصوصی نیازمند راههای تضمین بانکی است که به دلیل نیاز مجدد به رجوع به بانک برای اعتبارسنجی و تضمین، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند، در صورت لزوم اخذ ضمانت نامه بانکی، از خود بانک‌ها تأمین مالی کنند. البته در مقابل، تأمین مالی دولتی و سازمان‌های عمومی دولتی و وزارت‌خانه‌ها و حتی شهرداری‌ها با تضامن راهه شده از سوی ناشر منتشر می‌شود. توسعه تأمین مالی برای بخش خصوصی نیازمند استفاده بیشتر از رتبه بندی در انتشار اوراق و همچنین پذیرش دارایی پایه به عنوان وثیقه است. موضوع رسیک این اوراق را نیز می‌توان از طریق رتبه بندی در کنار عرضه خصوصی اوراق به صندوق‌ها و نسبت‌های خرید اوراق با رتبه‌های پایین کنترل کرد.

### چالش‌ها و راهبردها

به عقیده این کارشناس اگر بخواهیم از مشکلات و چالش‌های پیش روی تأمین مالی سخن بگوییم می‌توان عنوان کرد که مشکل اصلی بحث ضمانت در روند تأمین مالی است. که راه حل اصلی آن رتبه بندی و عرضه خصوصی اوراق است. البته می‌توان با انجام رتبه بندی اعتباری این مشکل را رفع کرد.

مشکل دوم بحث فروش یکجاست، در حالی که سرمایه مورد نیاز شرکت یا پروژه‌ها به صورت مرحله‌ای است و فروش‌های یکجا، ماهیتا برای بازپرداخت یک بدھی است، باید تعیین دوره زمانی ۳ تا ۹ ماهه برای فروش در اختیار ناشر یا مدیر عرضه قرار گیرد تا با همانگی ناشر یا براساس برنامه زمان بندی اقدام به عرضه اوراق کند.

مشکل سوم عدم سازگاری مکانیزم اوراق با پروژه است و ضروری است که اوراق بدون سود دوره‌ای یا اصطلاحاً بدون کوپن با ماهیت ساخت پروژه سازگار باشد. همچنین در زمان سرسیز عامل امکان بازپرداخت به صورت یکجا وجود ندارد و لذا اوراق سریالی با سرسیز حتی طولانی تر مورد نیاز است. در حالی که سقف دوره انتشار اوراق ۴ یا ۵ سال است و در نقطه مقابل آن دوره ساخت یک پروژه معمولاً در این حد یا بیشتر است، لذا امکان بازپرداخت اصل و سود از محل عایدات پروژه میسر نمی‌شود و در نتیجه انتشار اوراق با مشکل مواجه می‌شود. از سوی دیگر، برای رقابتی کردن هزینه اوراق و با توجه به عمق کافی بازار و اجرای سیاست بازار باز، امکان کاهش نقش بازارگران اوراق میسر است. در عین حال، با توجه به همین موضوع عمق بالای بازار بدھی و تقاضای بالا از سوی صندوق‌های با درآمد ثابت، امکان حذف یا حتی کاهش رکن متعهد پذیره نویس با هدف رقابت نرخ به منظور بازده بهتر برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت در رقابت با بازار پول، می‌تواند هزینه‌های انتشار را کاهش دهد.

دستیابی به رشد اقتصادی مطلوب طی دهه آینده، باید عمق بازار سرمایه، یعنی مجموع نسبت بازار سهام و بازار بدھی به تولید ناخالص داخلی را از ۱۰ درصد عمق مالی بازار سرمایه ایست. البته به نظر می‌رسد تحقق این کار عملتاً از طریق توسعه بازار نویای اوراق بدھی میسر است که ظرفیت‌های زیادی دارد. اما به هر حال بیم آن می‌رود رشد بازار بدھی در شرایط تحریمی کشور با ملاحظاتی از جمله افزایش نرخ بهره، اثر آن بر سایر بازارها و شروع نوعی رکود اقتصادی به دلیل اجرای انقباض ناشی از آن، همراه شود. به هر حال اخیراً ابزار انتشار اوراق، کارکرد دیگری از جمله تنظیم‌گری حجم پول و پایه پولی و نقدهای و تنظیم نرخ سود در دالان مورد نظر بانک مرکزی را پیبد کرده است که این مهم به وسیله عملیات بازار باز، بین بانک مرکزی و بانک‌ها صورت می‌گیرد که از بستر فرابورس انجام می‌پذیرد. در نتیجه بی شک تداوم موفقیت فروش اوراق در بازار نیازمند اعتماد سازی بیشتر در بازار سرمایه است.

### سه‌می کمتر از یک درصد



**توسعه تأمین  
مالی برای  
بخش خصوصی  
نیازمند استفاده  
بیشتر از**

**روتبه بندی در  
انتشار اوراق  
و همچنین  
پذیرش دارایی  
پایه به عنوان  
و تثیقه است**

هابیل خاوری، کارشناس بازار سرمایه هم معتقد است مرور تجربه کشورهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد تأمین نقدهای بزرگ بیشتر از گذرگاه بازار سرمایه عبور می‌کند و بانک‌ها به تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌پردازند. اما در ایران دقیقاً عکس این روند اتفاق افتاده است. شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن دارایی زیاد و قدرت لایی‌گری، بیشترین استفاده را از منابع بانکی کشود نقدهای و دست‌اندازهای متعدد در راه سرشان بی‌کلاه مانده و عملناوی‌ستاند از منابع بانکی بهره چندانی نبرند. بسیاری از فعالان نیز با کمبود نقدهای و دست‌اندازهای متعدد در راه تأمین مالی منابع روبه‌رو شده‌اند. تأمین مالی در اقتصاد ایران عموماً بانک محور بوده و بنابر آمارهای موجود، ۸۰ درصد تأمین مالی اقتصاد در بخش خصوصی، یا دولت از بانک صورت می‌گیرد و تنها ۲۰ درصد تأمین مالی از روش‌های بازار سرمایه انجام می‌شود؛ اما در سال‌های اخیر با رونق بورس و همچنین حضور فعال اکثریت مردم در بازار سرمایه، حجم معاملات روزانه بورس و فرابورس ایران که چیزی حدود ۵ هزار میلیارد تoman در سال گذشته بوده به حدود ۴۰ هزار میلیارد تoman در سال جاری رسید که این امر مورد توجه فعالان اقتصاد دولتی و خصوصی واقع شد. بر این اساس معتقدند اندکی چالش‌های پیش‌روی آنها در حوزه تأمین مالی می‌تواند از بازار سرمایه برطرف شود.

### تک تازی اوراق دولتی

به اعتقاد خاوری اگر بخواهیم در خصوص روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه صحبت کنیم باید بگوییم که، تأمین مالی مبتنی در بازار سرمایه به دو روش کلی یعنی، تأمین مالی مبتنی بر بدھی و تأمین مالی سرمایه‌ای تقسیم می‌شود؛ در تأمین مالی بدھی، شرکت یا سازمان تأمین مالی کننده، براساس یکی از انواع اوراق موجود در بازار سرمایه، اقدام به انتشار اوراق می‌کند. در حال حاضر تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اسلامی از جمله اوراق مشارکت و انواع سکوک از جمله صکوک اجاره، مراجحه، منفعت، رهنی، خرید دین، سلف موازی، انواع اوراق خزانه میسر است.

این کارشناس می‌افزاید: مبانی فقهی، کارکرد و موارد استفاده این اوراق دارای تفاوت است، اما به لحاظ ماهیتی در دو دسته اصلی اوراق بدون پرداخت سود دوره‌ای و با پرداخت سود دوره‌ای قرار می‌گیرند. در اوراق بدون سود دوره‌ای که عمدتاً متمرکز بر اوراق خزانه بوده ناشر آن دولت



سراجام طرح شفافیت و رعایت حقوق سهامداران به کجا رسید؟

## دست انداز اصلاحات برای الگوی مدرن

بسترهای لازم را برای حاکمیت شرکتی در کشور داریم  
اما اجرای آن در عمل کار بسیار پیچیده‌ای است

هدیه محمودی  
خبرنگار

حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مورخ ۱۳۹۷/۰۴/۲۴ تدوین شده و به طور مستمر ساز و کارهای اجرایی آن توسط هیأت مدیره و مدیرعامل گروه توسعه ملی مورد ارزیابی و بررسی قرار می‌گیرد.



سال‌ها در  
بحث حاکمیت  
شرکتی در گیر  
یک موضوع  
تحت عنوان  
مدیر مستقل  
بودیم و از آنجا  
که در ایران  
مدیر مستقل  
وجود ندارد، این  
الگو را اجرایی  
نکردیم

توضیح داده است: در آن مقطع برای اینکه سطح حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های بورسی ارتقا پیدا کند، مطالعات و بررسی‌های انجام و

همان ابتدا به تعویق افتاد و عملاً اجرایی نشد، باقی بندها در شرکت‌ها اجرا می‌شود و امروز به یک نوع الزام بدل شده است.

### آینه تمام نمای حفظ منافع

حاکمیت شرکتی یا نظام راهبری شرکت، مجموعه‌ای از قوانین و ساختارهایی است که شرکت‌ها را برای دستیابی به اهدافی چون شفافیت، عدالت، رعایت حقوق ذی‌نفعان و پاسخگویی، هدایت و کنترل می‌کند. همچنین موارد مذکور را به صورت روابط ساختاری منسجم میان سهامداران، مدیران، ذی‌نفعان و ناظران برقرار داشته تا منافع آنها تضمین شود. براساس تعریف فدراسیون بین‌المللی حسابداران (IFAC)، حاکمیت شرکتی عبارت

است از مسئولیت‌ها و شیوه‌هایی به کار برده شده توسط هیأت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به هدف‌ها، کنترل ریسک‌ها و مصرف مسئولانه منابع است. در اصل حاکمیت شرکتی بازوی اجرایی هیأت مدیره برای هدایت شرکت به سمت اهداف تعیین شده است. پیاده سازی اصول حاکمیت شرکتی موجبات اطمینان و اعتماد مالکان، سهامداران و سایر ذی‌نفعان را فراهم می‌آورد زیرا آینه تمام نمای حفظ منافع آنها توسط مدیران است.

قوانین و چارچوب اصول حاکمیت شرکتی در گروه توسعه ملی بر پایه آیین نامه نظام راهبری شرکتی مصوب ۱۳۸۶/۰۸/۱۱ سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و دستورالعمل

از وقتی فرهنگ سهامداری توسعه یافت و شرکت‌های بزرگ راهی بازار سرمایه شدند، بحث جدایی مالکیت از مدیریت نیز در شرکت‌ها مورد تاکید قرار گرفت. اما این تمام ماجرا نبود چرا که در اختیار داشتن مدیریت و مالکیت یک بنگاه اقتصادی آن هم در دستان یک فرد، منافع سهامداران خرد را زیر یامی گذاشت. برای همین هم، اجرای طرحی برای حمایت از این دسته از سهامداران بیش از پیش احساس شد و اهمیت موضوع سبب شد متولیان سازمان بورس، طرحی را با نام «حاکمیت شرکتی» کلید بزنند تا علاوه بر تأمین منافع سهامداران خرد، زمینه ایجاد عدالت، شفافیت و اعتماد را فراهم کند و به نوعی جلوی وقوع تخلفات در شرکت‌ها را بگیرد.

### تبديل شدن به یک الزام

برهمین اساس، دستورالعمل حاکمیت شرکتی برای شرکت‌های بورسی و فرابورسی ۲۷ تیرماه ۹۷ در شش فصل، ۴۴ ماده و ۲۴ تبصره به تصویب رسید. در همان زمان اعلام شد که این دستورالعمل از ابتدای سال ۹۸ برای ناشان و حسابرسان معتمد قابل اجرا خواهد بود. اما از آن سال تا امروز هر چند مدیران سازمان بورس تاکید دارند که دستورالعمل حاکمیت شرکتی در تمامی شرکت‌های بورس اجرا می‌شود اما تحلیلگران و حسابرسان خبر از توقف آن را می‌دهند و تاکید دارند که این طرح به صورت نسبی در شرکت‌ها اجرایی شده است. موضوعی که از نگاه مدیران رد می‌شود چرا که به گفته آنها به جز برخی بندها که به دلیل ابهامات از

حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از دغدغه های سرمایه گذاران مطرح شد. وی می گوید:

مهتمرين اقدام صورت گرفته درخصوص اعمال حاکمیت شرکتی به سال ۹۱ باز می گردد. سال ۹۱ در بازار سرمایه یک فراخوان با موضوع تدوین دستورالعمل حاکمیت شرکتی منتشر شد و فعالان و صاحب نظران این حوزه نظرات خود را ارائه دادند، در نهایت تلاش هایی هم برای ایجاد نظام کنترل داخلی در بنگاه های اقتصادی بورسی و فرابورسی صورت گرفت.

مدیرعامل تأمین سرمایه ملت، حاکمیت شرکتی را ارزیاری برای رعایت حقوق همه ذی نفعان در یک بنگاه اقتصادی دانسته و گفت: بود: با توجه به اینکه تجربه شرکت داری در قرن نوزدهم و بیستم با فرازونشیب های بسیاری همراه بود ضرورت داشت ابزاری ایجاد شود تا تداوم حیات اقتصادی آنها را تضمین کند و تضاد ذی نفعان را کاهش دهد از این رو موضوع حاکمیت شرکتی مطرح شد و نتیجه آن تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی است. وی معتقد است: در اجرای حاکمیت شرکتی، آمریکا، آلمان، ژاپن و انگلستان بیشترین فعالیت را داشته اند، همچنین در آسیا نیز ابتدا ژاپن و اخیرا مالزی تقریبا به اجرای فرآیند حاکمیت شرکتی وارد شده است.

حسینی مقدم با اشاره به اینکه هر چند در سطح کلان اقتصاد اقدام جدی درخصوص

حاکمیت شرکتی انجام نشده، توضیح داده است: براساس مطالعات انجام شده، در بورس تهران نمره حاکمیت شرکتی متوسط است. هر چند شرکت هایی داریم که از سطح ضعیف حاکمیت شرکتی برخوردارند اما شرکت هایی هم در بورس تهران حضور دارند که وضعیت اجرای نظام راهبری شرکتی آنها عالی با مطلوب است. البته در بسیاری از شرکت ها قوانین حاکمیت شرکتی همان دستورالعمل پذیرش آنهاست. بر این اساس شرکتی که شرایط دستورالعمل پذیرش را داشته باشد یعنی حاکمیت شرکتی را از موقیت دور کند، بیان داشت: اجرای سیاست های حاکمیت شرکتی در کشورهایی که نظام حقوقی کامن لا دارند، راحت تر از کشورهایی است که نظام حقوقی رومی ژرمنی دارند.

مومن زاده، با تأکید بر اینکه نظام اقتصادی حاکم بر شرکت ها نیز امر تعیین کننده ای در موقیت حاکمیت شرکتی است، گفت: مدل حاکمیت شرکتی بر اساس نظام اقتصادی شرکت ها شکل می گیرد. به عنوان نمونه؛ مدل های حاکمیت شرکتی در کشورهای آمریکایی با اروپایی متفاوت است. هم اجرایی نکردیم. در حالی که این رویکرد کاملا غلط است. مدیر مستقل یکی از مباحث حاکمیت شرکتی محسوب می شود و ما اکنون

نشده است، افزود: هر چند دستورالعمل حاکمیت شرکتی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادر تدوین شده اما هنوز اقدام قابل توجهی از سوی شرکت ها در این باره صورت نگرفته است.

مومن زاده در پیش دیگری از صحبت هایش درباره اقدامات سازمان بورس برای بهبود اجرای سازو کارهای حاکمیت شرکتی افزود: مباحث مربوط به حسابرسی داخلی، کمیته های حسابرسی و کنترل های داخلی از جمله اقدامات مشتبه بود که از سوی سازمان بورس در چند سال گذشته انجام شد.

او بحث کمیته های هیأت مدیره و حسابرسی داخلی در شرکت های بورسی را از سازو کارهای مهم در سیاست های حاکمیت شرکتی ذکر کرد و گفت: به نظر می رسند برای توسعه حاکمیت شرکتی در کشور باید سازو کارهای آن مرحله به مرحله اجرا شود تا به دستورالعمل یکپارچه ای در این باره دست یابیم. او حاکمیت شرکتی را ضمن بقای شرکت و نه ضامن موفقیت آن دانست و توضیح داد: در سند منتشر شده حاکمیت شرکتی در سال ۲۰۰۴ بحث جدیدی با نام بحث حاکمیت سازمانی مطرح شد. در این سند دو بحث برای حاکمیت شرکتی عنوان شد که یکی دیده بانی استراتژیک و دیگری مدیریت ریسک بود. به بیانی دیگر بحث دیده بانی استراتژیک و مدیریت استراتژیک از یک طرف و مدیریت ریسک از طرف دیگر به حاکمیت شرکتی اضافه شد تا شرکت را به موفقیت رهنمون کند. بنابراین چنین موضوعاتی باید با تمرکز بیشتری در کشور دنبال شود.

مومن زاده با بیان اینکه بستر های لازم را برای حاکمیت شرکتی در کشور داریم اما اجرای آن در عمل کار بسیار پیچیده ای است، گفت: مطمئنا در این راه با چالش هایی روبرو هستیم که باید آنها را برطرف کنیم. او با بیان اینکه شرکت های تقابل دارند سازو کارهای حاکمیت شرکتی را در شرکت ها پیاده کنند، اضافه کرد: با بزرگ تر شدن بازار سرمایه لازم است شرکت ها سازو کارهای مربوط به شفافیت و رعایت حقوق سهامداران را در شرکت ها اجرایی کنند.

این مدیر بازار همچنین درباره تاثیر اجرای حاکمیت شرکتی در شرکت های بورسی گفت: امروز بازار سرمایه بازار حرفه ای ترو بزرگ تری است. از این رو، یکی از متغیرهایی که در خرید سهام شرکت های کوچک و بزرگ مورد توجه قرار می گیرد بحث حاکمیت شرکتی است که در امتیازدهی شرکت ها توسط تحلیلگران نیز تاثیر قابل توجهی دارد. مومن زاده عدم شفافیت، تقلب، سوء استفاده مالی، عمیق نشدن بازار سرمایه، کاهش سرمایه گذاری، تولید و عدم توسعه اقتصادی را از جمله ریسک های پیاده

شاهد آیتم های مختلفی از حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه هستیم.

### ضامنی برای بقا نه موفقیت



هر چند

#### دستورالعمل

#### حاکمیت

#### شرکتی از سوی

#### سازمان بورس

#### تدوین شده اما

#### هنوز اقدام قبل

#### توجهی از سوی

#### سهامداران به ویژه

#### شرکت ها در این

#### باره صورت

#### شود و مدیران رعایت

#### نگرفته است

بورس قصد داشت کارایین کمیته‌ها به نحو مطلوبی انجام شود، باید از اعضای کمیته‌های حسابرسی حمایت و برکارشان نظارت می‌کرد، یا انتظارات غیرمعتراف از کمیته‌های حسابرسی صورت نمی‌گرفت. علاوه بر این در برخی موارد سازمان بورس باید ورود می‌کرد که این اتفاق هم رخ نداد. به عنوان نمونه، در صورتی که سطح مستقلی برای کمیته‌های حسابرسی فراهم نمی‌شد سازمان بورس باید ورود می‌کرد یا اگر حسابرس داخلی که قرار بود نقش مستقلی داشته باشد، در زیر مجموعه مدیریت جدی گرفته نمی‌شد، سازمان باید با آن برخورد می‌کرد.

جمشیدی‌فرد، فضای نامناسب کسب و کار را علت اجرایی نشدن حاکمیت شرکتی ذکر کرد و گفت: فضای کسب و کار هنوز ظرفیت استقلال مدیران، استقلال مدیریت از مالکیت و پذیرش ساختارهایی که بر عملکرد مدیران نظارت داشته باشد را ندارد اما حاکمیت شرکتی قابل اجراست ضمن اینکه ظرفیت آن فراهم است و داشتن آن نیز وجود دارد. او درباره اجرای نظام حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورسی نیز توضیح داد: حاکمیت شرکتی به طور نسبی در شرکت‌های بورسی اجرا شد در صورتی که می‌توانست عملکرد بهتری داشته باشد اما محتوا و اهداف با وضع موجود تأمین می‌شد. البته ناگفته نماند که حاکمیت شرکتی در برخی حوزه‌ها عملکرد قابل قبول اما محدودی داشت. به عنوان نمونه؛ در برخی از بانک‌ها الزامات کمیته حسابرسی و ریسک دویخش از حاکمیت شرکتی، توانمندی وجود دارد. به همین دلیل امکان دارد برخی از بانک‌ها در کمیته ریسک عملکرد موفقی داشته باشند. این موضوع در مورد کمیته حسابرسی نیز صادق است. در برخی شرکت‌ها که مدیریت از مالکیت جدا بود و اعتقاد مالک بر نظارت حرفه‌ای برکار مدیر بود، کمیته‌های حسابرسی تشکیل شد و تجربه‌های خوبی هم به دست آمد اما اکنون نسبت به سال‌های ابتدایی که دستورالعمل اجرای آن از سوی سازمان بورس تصویب شد، عملکرد ضعیفی داریم و تنها به لحاظ دانشی رشد داشته‌ایم اما بیشترین مشکل در دوره کوتاهی اجرا شد اما بعد از مدتی کنار شد، نحوه اجرای آن است و اجرا هم متأثر از فضای مالکیت و مدیریت اقتصادی و فضای کسب و کار است.

او با تاکید بر اینکه اجرای نظام حاکمیت شرکتی نیازمند عزم جدی است، گفت: حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورسی نیز به طور نسبی رخ داد اما نکته‌ای که مطرح می‌شود این است که تا رسیدن به اهداف مورد نظر فاصله داریم.

که حاکمیت شرکتی سامانه‌ای یکپارچه است و تا این امر محقق نشود، انتظارات حاکمیت شرکتی نیز برآورده نخواهد شد. بنابراین اگر در بحث حاکمیت شرکتی سامانه‌های مختلف، تشکل‌ها و نهادهای مختلف حضور داشته باشند اما کمیته حسابرسی واحد شرایط وجود نداشته باشد، انتظارات نیز برآورده نخواهد شد. در نتیجه پاسخگویی و شفافیت هم اتفاق نخواهد افتاد. همچنین اگر بنا بر این است که مدیران مستقل در هیأت مدیره حضور داشته باشند اما ضابطه‌ای جاری نشود به نتایج خوبی دست پیدا نخواهیم کرد.

این حسابدار رسمی با این توضیح که حاکمیت شرکتی ساختاری چند دانشی است، اضافه کرد: حاکمیت شرکتی علاوه بر مباحث حقوق، حسابداری و مدیریت، نیازمند یکپارچگی در داشن و اجراست.

جمشیدی‌فرد همچنین با تاکید بر اینکه در برخی از بخش‌های حاکمیت شرکتی از جمله کمیته‌های حسابرسی، مباحث آموزشی و توسعه‌ای به خوبی پیش رفته، تصریح کرد: حتی از بعد حرفاًی نیز افرادی با تجربه و مسلط بر حوزه مالی و حسابداری محتوی حاکمیت‌شرکتی را تولید کرددند اما از مقطعی تعارضاتی با مدیریت متعارف و سنتی و مالکیت مبهم و گنج به وجود آمد و عملاً اراده عملی برای اجرای آن اتفاق نیفتاد.

او اضافه کرد: هر چند حاکمیت شرکتی به دنبال تفکیک مدیریت و تعیین مزدهای مدیریت و مالکیت است اما در مالکیت با اهتمام متعددی رویه‌رو است تا جایی که مدیریت هم نمی‌تواند مستقل باشد. به عنوان نمونه؛ در هیأت مدیره قرار بود مدیران مستقلی فعالیت کنند اما با محدودیت‌هایی رویه‌روشد. علاوه بر این؛ تعاریف قانونی و عملی برای اجرای این نظام فراهم بود، اما اجرا نشد. البته در صورت اجرا نیز تعارض مدیریت و مالکیت مانع از تحقق آن می‌شد.

به گفته این حسابدار رسمی، در حاکمیت شرکتی مباحثی چون تفکیک رئیس هیأت مدیره و مسئولیت مدیر عامل از نکاتی بود که به سهولت در برخی مراکز از جمله مفاهیم، ادبیات در دوره کوتاهی اجرا شد اما بعد از مدتی کنار گذاشته شد.

او نبود اراده عملی برای اجرا را بزرگترین مشکل پیش روی حاکمیت شرکتی برشمرد و گفت: سازمان بورس و اوراق بهادران نیز در برخی حوزه‌ها عملکرد قابل توجهی داشت اما در دوره‌ای رها شد. به عنوان نمونه؛ بستر کمیته‌های حسابرسی فراهم شد و مباحث داشتشی آن نیز توسعه پیدا کرد اما در نیمه راه متوقف شد. این در حالی است که اگر سازمان

سازی نادرست حاکمیت شرکتی برشمرد. مدیر عامل شرکت سرمایه‌گذاری سامان مجد با بیان اینکه از نظر علمی در حوزه حاکمیت شرکتی ضعیف هستیم، افزود: علی‌رغم همه اقدامات ترویجی از جمله کتاب، مقاله، همایش و سخنرانی‌های متعدد در این حوزه اما باز هم در حوزه حاکمیت شرکتی عملکرد ضعیف داشته‌ایم. این در حالی است که همه ساله بحث‌های جدیدی در حوزه اجرای حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف تبادل می‌شود اما ما از آن بی‌بهره‌ایم. بنابراین جامعه دانشگاهی، کارشناسان بازار سرمایه و نهادهای مالی چون تأمین سرمایه‌ها باید به آن ورود کنند و ادبیات کشور توسعه دهند.

### نبود اراده عملی، بزرگترین چالش

سعید جمشیدی‌فرد، حسابدار رسمی با بیان اینکه حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین ساختارهایی است که می‌تواند به شفافیت و حذف تعییض نسبی در شرکت‌داری و بنگاه‌داری کمک کند، گفت: حاکمیت شرکتی به دنبال این است که حیطه مسئولیت رخ داد اما نکته‌ای که مالکیت و سایر اشخاص از مطرح می‌شود این است که مالکه حسابرس و بازرس به طور مشخص تعیین شود تا امکان پاسخ‌گویی و پاسخ‌دهی فراهم شود. او با اشاره به اینکه حاکمیت شرکتی طی داریم یکی دو دهه اخیر توسعه پیدا کرده است، افروز: بازار سرمایه ایران پیش رو اجرای حاکمیت شرکتی بوده و از این منظر اتفاقات خوبی رخ داده است. به گونه‌ای که از نظر چارچوب حاکمیت شرکتی چون مفاهیم، ادبیات تخصصی و دانشی به روز هستیم، حتی در این مقررات وضع شده نیز نسبت به کشورهای پیش‌رفته و سایر محیط‌هایی که حاکمیت شرکتی در آنها ایجاد شده است چندان عقب نیستیم اما یکی از چالش‌هایی عده مانند اراده عملی برای اجرای آن است.

به گفته جمشیدی‌فرد؛ مقدمات اجرای طرح حاکمیت شرکتی با تصویب و ابلاغ دستورالعمل آن از سوی سازمان بورس و اوراق بهادران شرکت بورس فراهم شد اما نکته مهم این است



## تحقیق شفافیت و مکانیزم سوتزنی



سید مصطفی علوی، رئیس اداره نظارت بر حسابرسان معتمد و گزارش‌گری مالی سازمان بورس و اوراق بهادار با بندهای دستورالعمل بیان‌اینکه دستورالعمل حاکمیت شرکتی با هدف حمایت از حقوق ذینفعان، به ویژه حقوق سهامداران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و ایجاد شفافیت شرکت‌ها از سال ۹۷ لازمالاجرا شده است، گفت: تمرکز اصلی دستورالعمل حاکمیت شرکتی بر دوش هیأت مدیره و مدیرعامل است و وظایف زیادی برای آن در نظر گرفته شده است.

او با اشاره به اینکه دستورالعمل حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها رعایت شده است، اضافه کرد: البته برخی از بندهای آن به دلیل ابهامات از همان ابتدا به تعویق افتاد و عمل اجرایی نشد. علی‌الخصوص انتخاب و انتصاب عضو مستقل هیأت مدیره را از جمله چالش‌های اصلی و مهم حاکمیت شرکتی عنوان کرد و گفت: هر چند در بحث حاکمیت شرکتی به استقلال عضو هیأت مدیره اشاره شده است اما به دلیل اینکه ساختار مالکیت شرکت‌های ما با ساختار بسیاری از کشورها متفاوت است، در اجرا و عمل با مشکلاتی روبرو شدیم. او سهام وثیقه هیأت مدیره را دومین چالش حاکمیت شرکتی ذکر کرد و تأکید کرد: از آنجا که عدد قابل توجهی از درصد سهام شرکت به عنوان سهام وثیقه هیأت مدیره بود و چالش‌های زیادی را ایجاد می‌کرد، این بندهای از همان ابتدا معلق شد.

علوی با این توضیح که بعد از گذشت سه سال از اجرای دستورالعمل، برخی از مواد اصلاح و بندهای جدیدی به آن اضافه شد، گفت: بحث مسئولیت اجتماعی یکی از بندهایی است که در قالب یک فصل به دستورالعمل حاکمیت شرکتی اضافه شده است. همچنین در اصلاحیهای شرکتی در شرکت‌ها در حال اجراس و تنها مباحث آموزشی آن مطرح است که شرکت‌ها باید به نیروها آموزش بدهند و البته از نیروهای متخصص استفاده کنند. او درباره دیگر واکنش کارشناسان مبنی بر تسبی اجرا شدن حاکمیت شرکتی اضافه کرد: همه شرکت‌ها دستورالعمل حاکمیت شرکتی موثرتر باشد، باید حقوق

حاکمیت شرکتی را رعایت می‌کنند و اجرای آن در شرکت‌ها نسبی نیست.

علوی با تأکید بر اینکه به دنبال تخصصی شدن حاکمیت شرکتی هستیم، اضافه کرد: اعمال تغییرات در دستورالعمل کنترل داخلی از جمله برنامه آتی سازمان بورس است چرا که با توجه به عمیق شدن بازار سرمایه، توسعه ابزارها و مکانیزم‌ها برای حمایت از سهامداران ضروری است. او شفافیت را از جمله نتایج اجرای دستورالعمل حاکمیت شرکتی دانست و تأکید کرد: شفافیت یکی از مهمترین دستاوردهای حاکمیت شرکتی است. چرا که اطلاعات هیأت مدیره شرکت‌ها، تخصص و تجربه آنها علاوه بر کمال، در سایت شرکت‌ها نیز موجود است. علاوه بر این، مکانیزم شرکت‌ها برای گزارش‌گری فساد تحت عنوان سوت زنی تخلف و فساد در حاکمیت شرکتی نیز مدنظر قرار گرفته شده است. همچنین امکان ارتباط بین سرمایه‌گذاران و سهامداران با هیأت مدیره در این دستورالعمل دیده شده است.

علوی قانونمند شدن هیأت مدیره‌ها را دستوارد دیگر حاکمیت شرکتی برشمرد و گفت: در این دستورالعمل سعی شده رفتار هیأت مدیره و موضوع گیری‌ها قانونمند شود. به بیانی دیگر براساس آنچه که در این دستورالعمل آمده صراحتاً اعلام شده است که هیأت مدیره باید تخصص حقوقی و مالی داشته باشد و دانش خود را به روز کند.

او دربخش دیگری از صحبت‌هایش به بحث حاکمیت شرکتی در کشورهای دیگر و مقایسه آن با ایران پرداخت و توضیح داد: در کشورهایی چون ایالات متحده و بریتانیا دهه‌ها طول کشید تا قوانین و مقررات و مکانیزم مشخصی برای حاکمیت شرکتی تدوین شود. این درحالی است که سالانه یا هر دو سال یک بار دستورالعمل آن اصلاح می‌شود. اما در کشوری چون ایران در دوران گذار هستیم و شرکت‌ها آرام آرام به سمت آن هدایت خواهند شد.

علوی درباره نحوه برخورد با مخالفان نیز گفت: براساس دستورالعمل حاکمیت شرکتی، اگر شرکت‌ها موارد مندرج را رعایت نکنند، مطابق فصل سوم دستورالعمل انصباطی ناشان رساندگیری شده در بورس و فرابورس و آئین نامه اجرایی ماده ۱۴ قانون توسعه ابزارهای مالی با آنها برخورد می‌شود. رئیس اداره نظارت بر حسابرسان معتمد و گزارش‌گری مالی سازمان بورس با بیان‌اینکه اثرات حاکمیت شرکتی ظرف چند سال آینده مشخص می‌شود، این نکته را هم یادآوری کرد: اگر دستورالعمل حاکمیت شرکتی رعایت نشود، ریسک آن متوجه منافع سهامداران به ویژه سهامداران خرد خواهد بود.

ضرورت برداشتن محدودیت‌های دست و پا گیر

# مسیر دشوار و پر فراز و نشیبی پیش رو قرار دارد

۵۳

دشوار

۵۶

راه‌های شرفته  
و ناشناخته



۵۱

نیمه تمام هاجانی  
دوباره می‌گیرند



۴۸

رویای زیبا برای  
اکوسیستم استارتاپی



نقشه‌های فرابورس اجرایی می‌شوند

# روایای زیبا برای اکو سیستم استارت آپی

با توجه به فضای جدیدی که شکل گرفته  
امسال شاهد راه اندازی بازار هدف خواهیم بود



شرکت‌های استارت آپی در بدو ورود برای پذیرش نیازمند ملزموماتی چون امیدنامه و مستندات مالی هستند، اما از آنجا که مستندات با کیفیتی تهیه نمی‌کنند، پذیرش این شرکت‌ها با مشکل رو به رو می‌شود.

**بحث تأمین مالی استارت آپ‌ها از چه زمانی آغاز شد و فرابورس برای تأمین مالی آنها چه گام‌هایی برداشته است؟**

موضوع تأمین مالی استارت آپ‌ها هم‌زمان با طراحی ابزارهای مالی از دو سال گذشته کلید خورد. از این‌رو؛ برای تحقق اهداف مورد نظر سه ابزار در این حوزه تعریف شد. یکی از این ابزارها که سال‌های گذشته رونمایی شد در حوزه طرح و ایده بود که از آن به عنوان بازار دارایی فکری نام برد می‌شود. ابزار دیگری که در سال ۹۵ تاسیس شد، صندوق جسورانه بود که مختص تأمین مالی در حوزه استارت آپ‌ها و شرکت‌های دانش‌بنیان است. این صندوق‌ها هم‌اکنون به ۱۲ صندوق افزایش یافته‌اند. در این میان، دو صندوق دیگر نیز در شرف تاسیس است که احتمالاً تا پایان شهریور ماه سال جاری شاهد پذیره‌نویسی آنها در فرابورس خواهیم بود. در گام بعدی که از سال ۹۷ استارت خورد، راه اندازی صندوق‌های خصوصی بود. این صندوق‌ها برای آن گروه از شرکت‌های استارت آپی تاسیس شد که در فضای با ثبات‌تری فعالیت داشتند و به اصطلاح از آب و گل درآمده بودند. این صندوق‌ها قادرند سهام شرکت‌های استارت آپی و یا دانش‌بنیان را خریداری کنند.

**تاکنون چند شرکت استارت آپ و دانش‌بنیان از طریق صندوق‌های جسورانه توانسته‌اند تأمین مالی کنند؟**

در حال حاضر نزدیک به ۳۴ شرکت استارت آپی و دانش‌بنیان توانسته‌اند از طریق این صندوق‌ها جذب سرمایه کنند. البته ناگفته نماند که اکنون از این تعداد سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها در قالب راهبرد خروج، اقدام به خروج از ترکیب سهامداری این شرکت‌های سرمایه‌پذیر کرده‌اند. این در حالی است که گاه‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه مشترکاً بر روی شرکت‌های استارت آپ سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین در بازار سرمایه دونمونه سرمایه‌گذاری در یک استارت آپ را شاهد بودیم.

**بحث کراد فاندینگ‌ها یا تأمین مالی جمعی به کجا رسید؟**

سال گذشته موضوعی تحت عنوان تأمین مالی جمعی از سوی فرابورس دنبال شد. این روش براساس مدلی مبتنی بر سهام است. تأمین مالی جمعی در چند محور تعریف شده که تأمین مالی مبتنی بر وام، تأمین مالی مبتنی بر خیریه، تأمین مالی مبتنی بر پاداش و تأمین مالی مبتنی بر سهام از جمله آنها محسوب می‌شود. در واقع در قالب این نوع تأمین مالی قصد داریم منابع خطرپذیر و جسورانه خرد را در اختیار شرکت‌های استارت آپی

افشین عمرانی  
خبرنگار

**بحث تأمین مالی استارت آپ‌ها که از ابتدا با اما و اگرهای زیادی روبرو بود و چالش‌های زیادی را متوجه این شرکت‌های نوپا کرده، حالا قرار است با نقشه‌های از پیش تعیین شده فرابورس ختم به خیر شود. هر چند از نگاه عارف علیقیلی پور، مدیر نهادهای مالی فرابورس ایران، محدودیت‌های پیش‌روی استارت آپ‌ها در کشور و نوپا بودن زیست بوم فناوری در کشور، اهداف این سازمان را برای عرضه استارت آپ‌ها محقق نکرده اما با برنامه‌های فرابورس قرار است مسیر دشوار تأمین مالی این شرکت‌های نوپا هموار شود. علیقیلی پور در گفت و گوی تفصیلی با ماهنامه بازار و سرمایه، به ابعاد و زوایای تأمین مالی استارت آپ‌ها و گام‌هایی که این سازمان تاکنون برای این شرکت‌ها برداشته می‌پردازد.**

**اهداف اولیه فرابورس از پذیرش شرکت‌های استارت آپی چه بود و چه میزان از اهداف محقق شد؟**

تأمین مالی از طریق بازار اولیه در فرابورس محور فعالیت‌ها در این خصوص است و برای نمونه بازار بدھی در فرابورس ایران همیشه پررنگ بوده به شمار می‌آید. علاوه بر این، پذیره‌نویسی شرکت‌های سهامی عام و در شرف تاسیسی که محور تأمین مالی در فرابورس بوده شاید از سایر بورس‌ها در کشور بارزتر است. در سال‌های گذشته راه اندازی بازار SME فرابورس اقدامی بود که در این باره انجام شد. به عنوان نمونه در تابلوی شرکت‌های کوچک و متوسط ۷ شرکت با روند رشد و دو شرکت دانش‌بنیان نیز پذیرش شدند و این مسیر همچنان ادامه دارد. فرابورس ایران با این تجربه‌ها در سال‌های گذشته نشان داده که می‌تواند به تأمین مالی شرکت‌های استارت آپی هم برسد و در بازار اولیه فعال تر باشد. راه اندازی بازار بدھی، تأمین مالی دولت در قالب اوراق مالی اسلامی و احیای شرکت‌های پذیره نویسی در شرف تاسیس از دیگر اهدافی بوده که از سوی فرابورس مدنظر قرار گرفت. علاوه بر این با توجه به ماموریت اصلی فرابورس مبنی بر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی میزبانی از استارت آپ‌ها نیز در فرابورس امکان‌پذیر شد. این در حالی است که با توجه به محدودیت‌های پیش‌روی استارت آپ‌ها در کشور و نوپا بودن زیست بوم فناوری در کشور هر چند به اهداف مورد نظر برای عرضه استارت آپ‌ها به عموم دست پیدا نکردیم اما در دو سال گذشته سعی کردیم بازار را برای پذیرش این شرکت‌ها آماده کنیم. همچنین با توجیه سیاست‌گذاران قصد داریم در آینده‌ای نه چندان دور میزبان این شرکت‌ها در فرابورس باشیم.

**چرا پذیرش استارت آپ‌ها در فرابورس با اما و اگرهای همراه است؟**

در بازار سهام فرابورس است که بعد از تدوین مقررات راه اندازی خواهد شد. در چنین شرایطی شرکت های استارت آپی در تابلوی عاملاتی پذیرش خواهند شد که می توان برای اکوسیستم استارت آپی یک آینده جدیدی را متصور بود. این بازار در مسیر اجرا قرار دارد و نتیجه ملموسی به همراه خواهد داشت.

**■ در حالی خبر راه اندازی این بازار را می دهید**  
که برخی اظهار نظرها حاکی از این است که در شرایط فعلی وجود چنین بازاری ضرورت ندارد و به نوعی گفته می شود این بازار به حاشیه رفته، با این وجود فکر می کنید این بازار امسال راه اندازی شود؟

سال گذشته با توجه به وضعیت خاص بازار سرمایه کارهای توسعه ای با کندی همراه و مسیر طولانی تر شد. یکی از دلایلی که تاسیس نشدن این بازار را به تأخیر انداخت، اولویت بالای بازار سهام بود. چرا که رشد شدید شاخص در مقاطعی و نزول آن در مقاطعی دیگر، توجه افراد تصمیم ساز در بازار سرمایه را به بازار سهام مشغول کرد به گونه ای که موضوعات توسعه ای با کندی پیش رفت اما نصور این است که با توجه به فضای جدیدی که در بازار سرمایه شکل گرفته امسال شاهد راه اندازی این بازار باشیم.

**■ تاکنون چه تعداد از شرکت های استارت آپی تأمین مالی شده اند؟**

براساس صورت های مالی صندوق های سرمایه گذاری؛ در سال ۹۶ تا ۱۴۰ حدود ۴۶ معامله انجام گرفت. همچنین سه شرکت از این بازار خارج شدند و یک شرکت نیز شکست خورد. باقی شرکت ها نیز حدود ۳۰ تا ۴۰ مورد افزایش سرمایه داشته اند. از این ۴۶ معامله تعدادی سرمایه گذاری اولیه شکل گرفته و برخی شرکت ها در حال افزایش سرمایه هستند. این تعداد سرمایه گذاری به ارزش دفتری قریب به ۱۵۰ میلیارد تومان در این سال را رخ داده است. اما با توجه به اینکه صندوق های سرمایه گذاری جدید که سرمایه بیشتری ثبت کرده اند هنوز اقدام جدی در زمینه سرمایه گذاری انجام نداده اند، با فعالیت بیشتر این صندوق ها، ورود منابع نیز افزایش خواهد یافت.

**■ کدام یک از شرکت های استارت آپی شکست خورده است و کدام یک در این بازار سرمایه گذاری کردند؟**

تحفیفان، نت برگ، چیلیوری، دکتر دکتر، دکتر ساینا، لندو، بیمه بازار، ایران تلتنت و شیپور از جمله اپلیکیشن هایی هستند که در بازار سرمایه سرمایه گذاری کرده اند. به عنوان نمونه، اپلیکیشن دکتر ساینا، قبلاً از طریق ابرارهای بازار سرمایه جذب سرمایه کرده بود و جدیداً نیز با مبلغ ۷ میلیارد تومان توانست از این بازار سرمایه جدید جذب کند. البته در این میان، سرمایه گذاری برخی از این شرکت ها نیز به دلیل ناکام ماندن در تحقق اهدافشان شکست خورد. بنابراین با ضرر و زیان از این بازار خارج شده اند. البته ناگفته نماند در این روند یک مورد یا نهایت دو مورد منجر به خروج با زیان را شاهد بودیم که میزان سرمایه شان چندان قابل توجه نبود. در مجموع بسیاری از این صندوق ها نیز با سود از شرکت های استارت آپی بیرون رفتند.

**■ به طور کلی فرابورس از طریق ابزارهایی که نام برده دید چقدر تأمین مالی کرده است؟**

براساس گزارش های موجود، نزدیک ۱۵۰ میلیارد تومان سرمایه گذاری وارد شرکت های استارت آپی شده و نزدیک ۲۰۰ میلیارد تومان وجه نقد

با توجه به محدودیت های پیش روی  
**استارت آپها در کشور و نوپابون**  
زیست بوم فناوری در کشور هر  
چند به اهداف مورد نظر برای عرضه  
**استارت آپها به عموم دست پیدا**  
نکردیم اما سعی کردیم بازار را برای  
**پذیرش این شرکت ها آماده کنیم**

و افرادی قرار دهیم که بتوانند در حوزه توسعه کسب و کار استارت آپ ها وارد شوند.

### ■ در خصوص تأمین مالی جمعی چه اقداماتی صورت گرفته است؟

در بحث تأمین مالی جمعی که از سال گذشته در فرابورس به طور رسمی افتتاح شد دو نوع تأمین مالی صورت گرفت که اولی در حوزه خدمات ابری (آی تی) و دومی در حوزه تولید لوازم تجهیزات پیشکی و سلامت انجام شد. طرح

سوم هم در حوزه نرم افزارهای خودرویی بود که در حال جمع آوری وجوه است و به نظر الگوی موققت آمیزی می شود. البته این را نیز باید اضافه کرد که در بازار تأمین مالی جمعی بحث شکست را نیز تجربه کردیم. به طوری که در یکی از طرح های فراخوان شده، متابع لازم برای جمع آوری وجوه مورد نیاز میسر نشد و طرح فراخوان شده با شکست مواجه شد. ناگفته نماند که در سال گذشته کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی با تجدید نظر در سقف تأمین مالی، این امکان را برای شرکت های نوپا، دانش بینیان و کوچک و متوسط تا مبلغ ۱۰ میلیارد تومان از طریق سکوهای تأمین مالی جمعی با هدف توسعه کسب و کار فراهم کرد. همچنین در سال جاری با پیگیری های انجام شده سازمان امور مالیاتی، گواهی شرکت تأمین مالی جمعی را به عنوان ابزار مالی مصوب شورای عالی بورس شناسایی کرد که مشمول معافیت های مالیاتی موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی قرار گرفت.

### ■ برای تأمین مالی استارت آپها چه برنامه هایی دارید؟

اصلاح ساختار صندوق های جسورانه با هدف تسهیل در فرآیندهای صندوق و کاهش تشریفات فعلی یکی از برنامه های فرابورس است تا با سرعت بیشتری این صندوق ها تأسیس شوند. در این میان، حضور برخی نهادهای حاکمیتی در این صندوق ها اتفاق مبارکی است که ما را به آینده صندوق ها امیدوار می کند. به عنوان نمونه، صندوق های ناؤواری شکوفایی و فرآصندوقد ثروت ستارگان نهادهایی هستند که سرمایه گذاری در صندوق های جسورانه از رسالت اصلی آنها به حساب می آید. این اقدام باعث شد در سال گذشته تأمین مالی بیشتری در حوزه استارت آپها صورت گیرد. به طوری که حجم صندوق های جسورانه از ۳۰۰ میلیارد تومان در ابتدای سال به ۷۷۵ میلیارد تومان در پایان سال رسید. البته با حضور صندوق های خصوصی حجم سرمایه گذاری قریب به ۹۲۵ میلیارد تومان افزایش یافت.

**■ به نظر می آید که فرابورس قصد دارد سرمایه گذاری از طریق صندوق های جسورانه را توسعه دهد. اینطور نیست؟**  
در واقع تلاش فرابورس این است که بازیگران جدیدی به این اکو سیستم اضافه شوند تا از طریق نهادسازی، بتوانند در صندوق های جسورانه سرمایه گذاری کنند. این ادبیات هم اکنون در حال شکل گیری است به گونه ای که سرمایه گذاری صندوق های جسورانه جدید به بیش از ۱۰۰ تا ۱۵۰ میلیارد تومان افزایش یافت. تحقق این موضوع حاصل بازاریابی و توسعه محصولی است که با پیگیری فرابورس در دو سال اخیر انجام شده تا بازیگران این حوزه وسیع تر شوند. البته راه اندازی بازار هدف برای پذیرش شرکت های استارت آپی برنامه دیگری است که در سال جاری دنبال خواهد شد.

**■ راه اندازی بازار هدف برای پذیرش استارت آپها در چه مرحله ای بوده و چه زمانی فعالیت خود را شروع می کند؟**  
اقدام بعدی که در حال انجام است، پذیرش شرکت های استارت آپ

توانایی مالی برای پوشش از دست رفتن منابع را داشته باشند. تصور این است که در پذیرش استارت آپ‌ها باید چنین فضایی باشد تا کیلایت جامعه آسیب نمی‌بینند. شاید با اصلاح مقررات شرایط بهتری حاکم شود اما در ابتدای امر بهتر است با افراد خبره‌تر و توانمندتر در حوزه مالی سروکار داشته باشیم که اگر احتمالاً ضرر و زیانی متحمل شدند آن را به کل دارایی توزیع نکنند. در واقع غربالگری بروی سرمایه‌گذارانی که وارد این حوزه می‌شوند از جمله اقداماتی است که از سوی فرابورس برای کاهش ریسک شرکت‌های استارت آپ دنبال می‌شود.

در دست مدیران است که در حال یافتن شرکت‌های استارت آپ‌ای اند و به محض یافتن شرکت‌های مورد نظر اقدام به سرمایه‌گذاری خواهند کرد. این در حالی است که سال گذشته تعدادی از صندوق‌های بزرگ پذیره‌نویسی کردند و در شرف راه اندازی هستند بنابراین در شش ماه آینده مبالغ بیشتری جذب خواهد شد. علاوه براین، سه طرح تأمین مالی جمعی را نیز در سه ماهه ابتدایی سال جاری شاهد بودیم که با مبلغی حدود سه و نیم میلیارد تومان وارد کار شدند که شروعی خوبی برای تأمین مالی از طریق کراد فاندینگ است.

## ■ سهم استارت آپ‌ها در حوزه تأمین مالی فرابورس چقدر است؟

از آنجا که نام استارت آپ معمولاً در کنار شرکت‌های دانش بنیان می‌آید، می‌توان گفت که شرکت‌های دانش بنیان بعضاً در فرابورس پذیرش می‌شوند اما در حوزه شرکت‌های استارت آپی که مبتنی بر تیم کوچک یا فناوری اطلاعات هستند و با سرمایه اندکی کار می‌کنند، بحث دیگری حاکم است. براین اساس می‌توان گفت اعداد تأمین مالی شده در دو سال اخیر نزدیک ۸۰۰ میلیارد تومان بوده که از این تعداد ۱۵۰ میلیارد تومان وارد حوزه استارت آپ شده است. علاوه براین؛ صندوق دیگری هم قرار است وارد فرابورس شود که در این صورت ۸۰۰ تا به ۱۸۰۰ میلیارد تومان سرمایه نیز به آن اضافه می‌شود. با این وجود برآورد می‌شود که تا پایان سال ۴ هزار میلیارد تومان هم برسد.

## ■ با توجه به وعده‌ها قرار بود استارت آپ‌های زیادی در تابلوی فرابورس پذیرش شوند، اما شواهد گویای این واقعیت

است که هنوز پذیرش آنها آغاز نشده، علت چیست؟ از آنجا که سیستم استارت آپی قدمت چندانی ندارد بعضاً مشکل بافتمن شرکت استارت آپی خوب برای پذیرش وجود دارد. علاوه براین، بعضاً ساختار سرمایه‌داری شرکت‌ها رعایت نشده یا صورت‌های مالی کیفیت لازم را ندارد. همین عوامل موجب می‌شود این شرکت‌ها در حوزه پذیرش با مشکلات زیادی روبرو شوند. با این وجود با برنامه‌هایی که فرابورس در دست اقدام دارد، به نظر می‌رسد شرکت‌های بهتری پذیرش شوند و روزنه امیدی دراین حوزه شکل بگیرد.

## ■ با این توضیحات فکر می‌کنید امسال شاهد عرضه اولیه استارت آپ‌ها باشیم؟

با توجه به ثبات موجود در حوزه مدیریتی و سیاستگذاری کشور در صورتی که ریل گذاری این کار آغاز شود، به طور یقین بحث عرضه‌های اولیه شرکت‌های استارت آپی رونق خواهد گرفت.

## ■ همانطور که از نام استارت آپ‌ها پیداست این شرکت‌ها ساختار بر ریسکی دارند و همین موضوع بربیچیدگی کار آنها اضافه کرده، فرابورس برای کاهش ریسک این شرکت‌ها چه برنامه‌ای در نظر گرفته است؟

نکته مهم در فرابورس و سایر بازارها این است که ساختارها مانع ازین رفتن ریسک در کسب و کار نمی‌شود. هر کسب و کاری در مرحله رشد با شکست رویدرو می‌شود. کما اینکه بسیاری از شرکت‌هایی که در بازار سرمایه پذیرش می‌شوند بعد از مدتی با مشکلات مالی همراه می‌شوند. اینها بعضًا شرکت‌های تولیدی هستند که بعد از مدتی با تغییر سهامدار زیان می‌بینند و از سوداواری خارج و به نوعی از بورس مربوطه اخراج می‌شوند. اما مسئله این است که مخاطب این حوزه باید شناسایی شود. ضمن اینکه عموم مردم نباید وارد بازی سرمایه‌گذاری آن هم در حوزه خطر پذیر شوند. این در حالی است که تجربه کافی برای رفتارشناسی مردم در حوزه سرمایه‌گذاری جسورانه وجود ندارد و دراین صورت همه درگیر خواهند شد. از این رو، در صندوق‌های جسورانه شرطی گذاشته شده تا فقط افراد با کفایت سرمایه کافی بتوانند وارد شوند. چرا که برای سرمایه‌گذاران خرد امکان دارد تمام سرمایه خود را وارد حوزه خطر پذیر کنند. این در حالی است که در دنیا به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند تنها در صدی از سرمایه خود را وارد این حوزه گند تا افرادی که سرمایه‌های خرد دارند در بازی جسورانه وارد نشوند. چرا که با شکست استارت آپ‌ها آنها هم مقتصر شده و ریسک‌های شدیدی را به اقتصاد توزیع می‌کنند. بنابراین یک فیلترینگ این است که افراد درگیر محدود به اشخاصی شود که

## ■ نبود راهبرد یا سیاست مشخص برای توسعه کسب و کار، بیمه و محاسبه مالیات از موانع پیش روی استارت آپ‌ها به حساب می‌آیند. فرابورس برای حل این مشکلات نیز چه تدبیری اندیشیده است؟

بحث مالیات و تأمین اجتماعی از جمله رسالت‌های حاکمیت است. بسیاری از شرکت‌ها می‌توانند هیچ زمان وارد فرابورس نشوند اما در اقتصاد کشور فعلیت داشته باشند. از این رو، حاکمیت برای این مسیر اقداماتی انجام داده است. به عنوان نمونه، برای شرکت‌های دانش بنیان معافیت‌های مالیاتی یا اعتبارات مالیاتی را در نظر گرفته است. اما در حوزه بازار سرمایه رسالتی تحت عنوان توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری مطرح است. ذیل این رسالت نیز اقداماتی انجام شده است. در حوزه فرابورس ایران، رویدادی دنبال می‌شود که «فین استار» نام دارد و اقداماتی در حوزه فین‌تک انجام می‌دهد؛ فضای آکادمیکی که علاوه بر جلساتی برای معرفی سرمایه‌گذاران، تیم‌هایی را برای مشاوره و توسعه کسب و کار در بازار سرمایه اعزام می‌کند. علاوه براین، محورهایی چون آموزش در حوزه شرکت‌داری و بحث‌های حاکمیتی و شرکتی نیز در دستور کار است. برنامه دیگر فرابورس، برگزاری رویدادهای آموزشی برای استارت آپ‌هایی است که می‌خواهند در آینده تبدیل به ناشران شوند. در سال‌های گذشته در بحث فین اسٹار چند استارت آپ که جایگاه مناسبی در فضای کسب و کار داشتند در کنار سرمایه‌گذاران قرار گرفتند و بعد از مدتی با

**اعداد تأمین مالی شده در دو سال اخیر**

نیزدیک ۸۰۰ میلیارد تومان بوده که از این تعداد ۱۵۰ میلیارد تومان وارد حوزه استارت آپ شده است برآورد می‌شود
تا پایان سال با توجه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی این عدد به ۴ هزار میلیارد تومان هم برسد

جهت این اتفاقات از شرکت‌های مالی پایان دهیم تا نسخه‌های جدیدی از شرکت‌های استارت آپی در فرابورس پذیرش شوند.

پذیر کنند. این در حالی است که در دنیا به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند تنها در صدی از سرمایه خود را وارد این حوزه گند تا افرادی که سرمایه‌های خرد دارند در بازی جسورانه وارد نشوند. چرا که با شکست استارت آپ‌ها آنها هم مقتصر شده و ریسک‌های شدیدی را به اقتصاد توزیع می‌کنند. بنابراین یک فیلترینگ این است که افراد درگیر محدود به اشخاصی شود که



شروع پیشتر از شرکت پروژه سهامی عام

# نیمه تمام‌ها جانی دوباره می‌گیرند

منابع مالی بیشتر برای پروژه‌ای که پیشرفت خوبی داشته، تأمین می‌شود

آرین کیانی  
خبرنگار

نشود نمی‌توان درباره آن صحبت کرد بنابراین بعد از طی شدن پروسه قانونی، جزیئات آن اطلاع‌رسانی خواهد شد.

## ■ پس تاکنون مجوزی دراین باره صادر نشده است؟

از آنجا که دستورالعمل شرکت‌های پروژه محور در انتهای تیرماه تصویب و به شرکت‌ها ابلاغ شده است؛ هنوز مجوزی صادر نشده است.

## ■ با این توضیحات، سازمان بورس آمادگی پذیرش شرکت‌های برای این پروژه را خواهد داشت؟

سازمان بورس و اوراق بهادار آمادگی دارد در صورتی که شرکت‌ها در خواستشان را رائه کنند، شرایط لازم را داشته باشند و بتوانند حداقل‌های موجود در دستورالعمل را فراهم کنند، مجوزها را در کوتاه‌ترین زمان برای آنها صادر کند.

## ■ شرکت‌ها برای ورود به شرکت پروژه محور باید چه شرایطی داشته باشند؟

اولین شرط این است که پروژه قابلیت اجرا داشته باشد و علاوه بر دریافت کلیه مجوزهای قانونی لازم، حداقل ۲۰ درصد از پروژه انجام شده باشد. شرط دوم این است که پروژه از هیچ موانعی برخودار نباشد. سومین شرط این است که شرکت پروژه باید حداقل سرمایه ۵۰۰ میلیارد تومانی برای تاسیس داشته باشد و حداقل نیمی از سرمایه توسعه مؤسسان از طریق آورده نقدی و غیرنقدی تأمین شده باشد.

شرکت پروژه سهامی عام که به تازگی برای تأمین مالی پروژه‌های نیمه تمام راهی بازار بر بازار اولیه سازمان بورس و اوراق بهادار از چند شرط مهم برای حضور شرکت‌ها در پروژه سهامی عام نام می‌برد. روشن قلب می‌افزاید؛ شرکت پروژه سهامی عام برای آن دسته از شرکت‌هایی است که توانایی فنی لازم را برای اجرا و تکمیل پروژه‌ها دارند اما نیازمند منابع مالی بیشتری هستند. برای آشنایی بیشتر با این ابزار جدید تأمین مالی، گفت‌وگویی با این مقام مسئول انجام شد.

تأسیس شرکت جدید مشارکت داشته‌اند، از منافع اتحمای این پروژه بهره مند می‌شوند. موضوع دیگر این است که مؤسسان شرکت که قرار است پروژه و زیرساخت شرکت را به شرکت سهامی عام جدید منتقل کنند باید به اشخاصی که از طریق پذیره‌نویسی وارد شرکت شده‌اند و عده اتمام پروژه را در مدت زمان تعیین شده داده‌اند، تعهدات لازم برای اتمام پروژه در موعد مقرر را بدهند. دراین میان اگر فعالیت آنها مغایر با گزارش‌های اعلام شده باشد و نتوانند پروژه را براساس گزارش پیش‌بینی شده جلو ببرند، موظفند وجهه پرداختی توسط پذیره‌نویسان را همراه با سود سپرده‌های بانکی بازگردانند.

همچنین شرکت‌هایی که هنوز به بهره برداری نرسیده، در حال ایجاد زیرساخت‌های لازم هستند، قابلیت پذیرش در بورس و فرابورس را ندارند از این طریق، سهامداران می‌توانند در تاسیس چنین شرکت‌هایی سهیم بوده و علاوه بر استفاده از منافع آتی سرمایه‌گذاری در پیشبرد پروژه‌های نیمه تمام هم مشارکت کنند.

■ استقبال برای حضور در طرح شرکت پروژه، چگونه بوده است؟

متناقضیاتی برای حضور دراین شرکت‌ها اعلام آمادگی کرده‌اند، اما تا بررسی‌هایی لازم به نتیجه نرسد و مجوزهای لازم برای آن صادر

## ■ شرکت پروژه محور که جایگزین صندوق پروژه شده است چه کارکردی دارد؟

شرکت پروژه سهامی عام جایگزین صندوق پروژه نشده است و قوانین خاص خود را دارد. در صورتی که فردی در ساختار شرکت سهامی عام بخواهد پروژه خود را به اتمام برساند و شرایط لازم را داشته باشد، می‌تواند از دستورالعمل شرکت پروژه سهامی عام استفاده کند.

## ■ شرکت پروژه سهامی عام با چه اهدافی وارد بازار سرمایه شد و مهمترین مزایای آن چیست؟

هدف از فراهم آوردن امکان تاسیس شرکت پروژه سهامی عام این است، شرکت‌هایی که توانایی فنی برای اجرا و تکمیل پروژه‌ها را داشته امانت‌بازی به تأمین منابع مالی بیشتری دارند بتوانند پروژه‌ای را که پیشرفت خوبی هم داشته است به شرکت سهامی عام جدید که همان شرکت پروژه نام دارد، منتقل کنند. این شرکت‌ها باید تمامی دارایی‌ها و مجوزهایی را که برای پروژه اخذ کرده‌اند به شرکت سهامی عام جدید منتقل و از طریق پذیره‌نویسی بخشی از سهام را به عموم مردم واگذار کنند. ضمن اینکه با این اقدام، منابع مالی لازم برای اتمام پروژه فراهم خواهد شد و سهامدارانی که از طریق پذیره‌نویسی در

# تبیه مولد، تشویق و اسطه



عباس آرگون

نائب رئیس کمیسیون بازار بول و سرمایه

اتاق تهران

تحريم‌های وضع شده علیه کشورمان موجب شد تا امنیت اقتصادی در حوزه‌های مختلف در وضعیت نامطلوبی قرار گیرد. تورم بالا، رشد لجام گسیخته پایه پولی و نقدینگی، ناتوانی بانک‌ها در ارائه اعتبار و تسهیلات به تولید، افزایش نرخ سود تسهیلات و شرایط نامناسب بازار سرمایه، برخی از مهمترین ازیعات سنگین تحريم‌ها به شمار می‌آیند.

تأمین مالی، یکی از مسائل مهم دوران تحريم برای فعالان اقتصادی است و زمانی این موضوع حاد می‌شود که کشور دارای تورم باشد. زیرا تأمین مالی در شرایط غیر تورمی با ابزارهای مختلف زیاد پیچیده نیست. فرض کنید بیان به تأمین نقدینگی ۱۰۰ واحد پول دارد، ۱۰۰ واحد کالا هم می‌تواند تولید کند. حالا با یک تورم ۴۰ درصدی یعنی ۴۰ درصد بیان به تأمین نقدینگی دارد. سال بعد دوباره ۳۰ درصد تورم افزایش پیدا می‌کند. آن فرد اگر بخواهد سطح فعالیت خود را با فعالیت سال‌های گذشته حفظ کند یک عطش برای نقدینگی در کل جامعه ایجاد می‌شود و تأمین این نقدینگی کار ساده‌ای نیست. با توجه به نرخ‌هایی که در کشور است برای مواردی حاشیه هزینه تأمین مالی بیشتر از حاشیه سود یک کار می‌شود. در حال حاضر بیشتر تأمین مالی به اندازه‌ای انجام می‌شود که فقط بینگاه سرپا بماند.

در این میان کمیسیون بازار و پول و سرمایه اتفاق بارگانی به دنبال تعامل با دولت، بازار سرمایه و بانک است که بتواند مسیرهای تأمین مالی بینگاه‌های اقتصادی تسهیل کند. اکنون در بازار سرمایه با روش‌های مختلف نظیر کرافداندینگ، تعامل با بورس برای تسهیل قوانین و مقررات بازار و استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری سعی در تأمین مالی فعالان بخش خصوصی داشته‌ایم. البته کار دیگری که اتفاق انجام داد این است که یک کار کارشناسی در درباره طرح مجلس در خصوص اصلاح نظام بانکی را آغاز کرد تا انتظارات بخش خصوصی در این مقررات دیده شود. در افع اتفاق به دنبال یاد دادن ماهی گرفتن است نه ماهی به دست دادن. بر این اساس، اتفاق بارگانی به دنبال اصلاح قوانین ریشه‌ای و قوانین در حال اصلاح است. همچنین تلاش می‌کند حتماً نظرات بخش خصوصی در آن اعمال شود تا قوانین به تسریع تأمین مالی بینگاه‌ها کمک کند. از طرف دیگر کمیسیون بازار و پول و سرمایه اتفاق بارگانی در تعاملی با بورس برای پذیرش بینگاه‌های بیشتر در بازار سرمایه تلاش کرده که قوانین بازار سرمایه تسهیل پیدا کند تا شرکت‌های اقتصادی تمایل بیشتری برای حضور در بورس داشته باشند. زیرا شرکت‌های موجود در بورس راحتر می‌توانند تأمین مالی کنند.

اما واقعیت این است که کشور ما یک کشور بانک محور است و بیشترین تأمین مالی از نظام بانکی صورت می‌گیرد. ولی بهتر است که شرکت‌های بزرگ با دانستن روش‌های بازار سرمایه و داشتن ابزارهای لازم این بازار و بینگاه‌های کوچک و متوسط هم از نظام بانکی تأمین مالی کنند. علاوه بر کارهای ریشه‌ای که انجام می‌شود، مهمترین بحث این است که در کشور باید کاهش نرخ تورم رخدده و یک شرایط قابل پیش‌بینی اقتصادی فراهم شود. و گرنه با این نرخ رشد تورم، هیچ نظام بانکی و بازار سرمایه هم نمی‌تواند نیاز تأمین مالی بینگاه‌ها را محقق سازد. اگر ساختار اقتصادی در کشور درست نباشد، پول‌هایی که توسعه بانک‌ها به بینگاه‌ها داده می‌شود عملاً قفل خواهد شد و به بانک بر نمی‌گردد. دولت باید برنامه‌ای داشته باشد تا سود بخش اتفاقی کاهش پیدا کند. وقتی در فعالیتی هیچ مالیاتی پرداخت نمی‌شود و پول نظام بانکی را می‌برند و سود زیادی را به دست می‌آورند، دیگر انگیزه برای بردن پول در کارهای مولد کمتر می‌شود که این موضوع در اقتصاد اثر بدی خواهد گذاشت. در کشور باید افرادی که با ریسک، کارهای مولد انجام می‌دهند و اشتغال‌زایی می‌کنند، تشویق شوند. اما شاهدیم بخش مولد بیشتر تبیه می‌شود تا تشویق، و بخش‌های واسطه‌ای به خاطر حمایت‌هایی که دارند مورد تشویق قرار می‌گیرند. بنابراین باید زیرساخت‌ها در این زمینه اصلاح شود تا کشور شاهد این باشد که پول‌ها بیشتر به سمت بخش‌های واقعی، اشتغالزا و مولد بروند. تحقق این موارد می‌تواند توسعه صادرات و رونق تولید را به دنبال داشته باشد.

■ سهامداران خرد هم می‌توانند در این طرح مشارکت داشته باشند؟  
براساس دستورالعمل فعلی، سهامداران خرد هم می‌توانند در شرکت پژوهه سهامی عام مشارکت کنند.

■ در طرح مذکور، بودجه‌ای هم برای تأمین مالی شرکت‌ها در نظر گرفته شده است؟  
تأمین مالی شرکت‌هایی به حضور شرکت‌ها و سرمایه آنها دارد که بعد از صدور مجوزها مشخص خواهد شد.

■ روند حمایت سازمان بورس از این شرکت‌ها چگونه است؟  
حمایت‌ها دو جبهه دارد؛ یک جبهه از حمایت‌ها مربوط به شرکت‌هایی است که نیاز به تأمین منابع مالی برای اتمام پروژه‌ها دارند که از این طریق می‌توانند تأمین نقدینگی کنند و پژوهه را به اتمام برسانند. جبهه دیگر حمایت‌ها مربوط به سهامدارانی است که قصد شرکت در پذیره‌نویسی را دارند. در این بخش از حمایت‌ها، سازمان بورس از مؤسسان و خانمان شرکت‌ها تعهد می‌گیرد که در صورت تکمیل نشدن پژوهه در مدت زمان مقرر، اصل وجوه پرداختی سهامداران به همراه سود آن مناسب با نرخ سود بانکی برگردانده شود.

■ فکری کنید این اقدام امسال عملیاتی شود؟  
در صورتی که درخواست کامل و ا Jade شرایطی از سوی شرکت‌ها ارسال شود، سازمان بورس و اوراق بهادر محدودیتی برای اجرای آن ندارد.

■ یعنی هر شرکتی که اعلام آمادگی کند می‌تواند از مزایای این طرح بهره‌مند شود؟  
هر شرکتی که اعلام آمادگی کند، شرایط لازم را داشته باشد و درخواستش را برای سازمان بورس ارسال کند، می‌تواند اقدام به تأسیس شرکت پژوهه سهامی عام کند. در این صورت سازمان بعد از بررسی‌های لازم و احراز شرایط مجوزهای لازم را برای شروع پذیره‌نویسی صادر خواهد کرد.

■ مشخص است این شرکت‌ها در چه محدودیتی در مورد نوع پژوهه وجود ندارد اما مسئله مهمی که وجود دارد این است که شرکت‌ها باید اطمینان کافی را برای انجام پژوهه و دورنمای آن در اختیار سهامداران قرار دهند.

عاتکه محمودآبادی  
خبرنگار

شرکت‌های تأمین سرمایه باوجود تمام محدودیت‌هایی که در طول یک دهه گذشته با آن دست به‌گیریان بودند، اما جایگاه خوبی در بازار سرمایه ثبت کردند، تا جایی که براساس گفته‌های احسان مرادی، مدیر عامل تأمین سرمایه کاردان، در طول این مدت، حدود ۶۵۰ هزار میلیارد تومان انواع اوراق منتشر شده است. همچنین میزان اوراق بدھی منتشر شده از حدود ۳۸۷ میلیارد تومان در سال ۱۳۸۹ به ۲۵۰ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۹ رسید که در مجموع بیانگر کارکرد خوب شرکت‌های تأمین سرمایه است. مرادی محدودیت‌های موجود برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را علت اصلی پائین بودن سهم تأمین مالی شرکتی عنوان می‌کند. مدیر عامل تأمین سرمایه کاردان موادری نظری ارزیابی ابزارهای موجود تأمین مالی، مولفه‌ها و الزامات ضروری برای رونق و افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه و غیره را مدنظر قرار می‌دهد. مشروح این گفت‌وگو را در ادامه می‌خوانید.

#### ■ فلسفه وجودی بازارهای مالی تأمین منابع مالی بوده، تحقق این دیدگاه توسط بازار سرمایه نسبت به بازار پول چگونه است؟

زمانی که بازار ثانویه تشکیل می‌شود، کسانی که به بازار اولیه آمده‌اند و بنگاهی را تشکیل داده‌اند، تمایل دارند از ارزش آن مطلع شوند لذا بخشی از سهام خود را جهت تأمین مالی و رشد و توسعه بنگاه و اگزار می‌کنند. همه اینها فلسفه وجودی بازار ثانویه را شکل می‌دهد و نرخ مهمترین محصول آن است. در بحث تأمین مالی، عرضه منابع مالی به حصول نرخ بهره منجر می‌شود. در مورد قیمت شرکت‌ها نیز عرضه سهام و تقاضای بازار منجر به نرخ تعادلی شده و به عنوان چراغ راهنمای در توسعه فعالیت‌های اقتصادی عمل می‌کند. همچنین به عنوان نمونه؛ اگر قیمت سهام کارخانه تولید فولاد شروع به رشد کند فعالان اقتصادی به این سمت می‌روند که در بازار اولیه تشکیل سرمایه ثابت خالص صورت گیرد. نرخ بهره هم همین طور است وقتی تقاضای تأمین مالی رشد می‌کند منجر به افزایش نرخ بهره می‌شود و سیاستگذار می‌تواند با افزایش عرضه پول آن را به تعادل برساند.

■ برای افزایش سهم بازار سرمایه چه باید کرد؟  
باید در شرکت‌ها این انگیزه را ایجاد کنیم که در بازار ثانویه پذیرش شوند. وقتی فرآیند پیچیده، دشوار و سختگیرانه باشد و عایدی نصیب شرکت‌ها نشود و صرفاً امکان تخفیف مالیاتی و مستویاتی فراوان به آنها داده شود، انگیزه آنها کاهش می‌یابد. این در حالی است که هم‌اکنون برای هر کدام از مدیران پذیرفته شده در بورس، جرایم و تخلفاتی در مدارک و مستندات و سوابقشان وجود دارد. ورود شرکت‌ها

ضرورت برداشتن محدودیت‌های دست و پا گیر

## مسیر دشوار و پیش‌فراز و نشیبی پیش رو قرار دارد

میزان انتشار اوراق بدھی از ۳۸۷ میلیارد تومان در سال ۱۳۸۹ به ۲۵۰ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۹ رسید



برای توسعه فعالیت‌های اقتصادی دو راه موجود است؛ یکی افزایش سرمایه شرکت و دیگری استقرار. در راه اول، عملاً ضرورت وجود شریک مطرح می‌شود. در راه دوم، یا باید از شبکه باانکی تسهیلات اخذ و یا در بازار سرمایه اوراق منتشر شود. اقتصاد کشور ما در

۲۰ سال گذشته از تورم رنج برده است. هر شرکتی که تواند به منابع مالی دست بیابد و

زمین، ماشین‌آلات، کارخانه و سوله خریداری کند، هم می‌تواند در تولید بهره‌مند شود و هم با افزایش قیمت ذاتی آنها سرمایه جذب کند. اما در افزایش سرمایه عمل شریک گرفته می‌شود. یعنی اگر فعالیتی با وجود نقد انجام می‌شود و بازده ۴۰ درصدی دارد، عملاً در افزایش سرمایه شریکی وجود دارد که در کل بازده مشارکت دارد. اما اگر از سیستم باانکی یا بازار سرمایه قرض گرفته شود، مزاد بازده فعالیت آن با هینه تأمین مالی نصیب سهامداران خواهد شد که با توجه به شرایط تورم همه سعی دارند به این مسیر دست پیدا کنند.

### ■ یکی از گلایه‌هایی که از سروی ناشران برای تأمین مالی مطرح می‌شود نرخ بالا و فرآیند زمانبر انتشار اوراق بوده، چرا این اتفاق افتاده و راهکار بهبود چیست؟

ازجمله نگرانی‌های متولیان امر در بازار سرمایه این است که اگر یکی از این اوراق منجر به نکول شود، لطمات غیر قابل جبرانی را به تمام فرآیند و بازار وارد می‌کند. بنابراین آنها با دقت به فرآیند نگاه می‌کنند و هر چند سخت‌گیری‌های موجود در شرایط فعلی طبیعی است، اما این مسئله بر مشکلات موجود دامن زده است. در هر بازار مالی مستنداتی برای انتشار اوراق صکوک وجود دارد. به عنوان نمونه در بازار مالی مالزی مسیر مشخص است. به این صورت که بعد از مطرح شدن تقاضا، شرکت تأمین سرمایه برای انجام کارها وارد عمل می‌شود و متقاضی می‌تواند مراحل تقاضا، مسیر طی شده را مشاهده کند. بنابراین برای آگاهی بیشتر شرکت‌ها باید این روش‌ها تسهیل شوند.

### ■ زنجیره خدمات مالی در بازار سرمایه چه نقاط مثبت و منفی دارد؟

هر شرکتی که تمايل به ارائه خدمات در بازار سرمایه دارد، مسیر بسیار سختی به نام اخذ مجوز پیش رو دارد. البته برخی از این مجوزها، از سوی سازمان بورس و برخی از سوی یانک مرکزی اعطای می‌شود. به نظر مرسد برای هر فعالیتی اگر شرکتی متقاضی ارائه خدمات است باید این امکان برایش فراهم و مسیر مشخص شود. ضمن اینکه نظارت‌ها باید به سمت خدمات ارائه شده باشد. اینکه آیا مشتری از دریافت خدمت راضی است یا نارضایتی دارد. در صورت بازارگردانی بازده مثبت است یا منفی اما اگر بخواهیم جلوی هر کسی که ورود کند را بگیریم و مجوزها را ساخت کنیم، درست نیست.

### ■ حذف رکن ضامن چقدر در رونق تأمین مالی تاثیر داشته است؟

همه شرکت‌ها به طور مشخص نمی‌توانند از این امکان بهره‌مند شوند بلکه باید در مؤسسه رتبه‌بندی گرید لازمه را برای انتشار اوراق بدون ضامن کسب کنند. البته باید در صورت نزول رتبه اعتباری، به سطح مشخصی که توسط سازمان بورس تعیین شده است وثائقی را نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه تودیع کنند تا سازمان اطمینان کسب کند که در فرآیند پرداخت سودهای دوره‌ای و سرزسید مشکلی ایجاد نمی‌شود.

یکی از بزرگترین اشتباهاتی که در چند سال گذشته رخ داده، مربوط به یکی از بندهای قانون برنامه ششم است که بانک‌ها را از تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری منع کرد

به بورس اگر فرآیند پیچیده‌ای داشته باشد منجر به عدم تمایل می‌شود. واقعیت دیگر این است که در ۱۰ سال گذشته شرکت‌های خوبی که قابل عرضه به مردم باشند شکل نگرفته است. عمدۀ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس طی پنج سال گذشته شرکت‌هایی هستند که از توان بالایی برخوردار بوده‌اند. اکنون شرکت‌هایی در ابعاد کوچک و متوسط وجود دارند که شاید نگاه به آنها سهل‌انگاره‌تر از شرکت‌های بزرگ و متوسطی باشد که قبل پذیرفته شده‌اند.

■ با توجه به گذشت بیش از یک دهه از عمر فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران، عملکرد آن‌ها را در ایفای نقش واقعی خود چگونه ارزیابی می‌کنید؟ آغاز تاسیس شرکت‌های تأمین سرمایه به تسریع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی برپی گردد که ۱۲ سال از تصویب آن گذشته است. در این مدت براساس مجوزهای اعطایی از سوی سازمان بورس، حدود ۱۰ شرکت تأمین سرمایه شکل گرفت. همچنین در این میان، تأمین مالی خوبی از سوی شرکت‌های تأمین سرمایه در نقش معهده پذیره نویس یا بازارگردان انجام شد. به گونه‌ای که در این مدت حدود ۶۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق توسط عرضه کنندگان مختلف بازار منتشر و شرکت‌های تأمین سرمایه نیز با پذیرفتن رکن بازارگردان یا معهده تعهد نویس مدیریت بخش بزرگی از بازار را بر عهده داشته‌اند. البته در این روند میزان انتشار اوراق بدھی نیز تقریباً از ۳۸۷ میلیارد تومان در سال ۱۳۸۹ به حدود ۲۵۰ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۹ رسید؛ همچنین در شش ماه اول سال ۱۴۰۰ حدود ۱۲۴ هزار میلیارد تومان انواع اوراق بدھی در بازار پذیرش شد که بخش بزرگی از آن اسناد خزانه دولتی بوده که در حال حاضر وارد چرخه بازار بدھی نشده است. با این حال حجم اوراق منتشر شده نشان دهنده رشد روز افزون بازار است. در مجموع رشد بازار بیانگر کارکرد خوب شرکت‌های تأمین سرمایه است. البته مسیر دشوار و پر فراز و نشیبی پیش روی شرکت‌های تأمین سرمایه وجود دارد که این اعداد می‌تواند رشد تصاعدی را در سال‌های آتی پیش رو داشته باشد.

■ پس با این توضیحات می‌توان گفت شرکت‌های تأمین سرمایه در توسعه تأمین مالی شرکتی موفق عمل کرده‌اند؟ بله همین‌طور است.

■ دلیل پایین بودن سهم تأمین مالی شرکتی در بازار سرمایه چیست؟ در کشور ما تأمین مالی شرکت‌ها براساس ریال بوده و این در حالی است که نقدینگی نیز روند رو به رشدی دارد. از یک طرف کالاها به شدت رشد می‌کنند و شرکت‌هایی داریم که نیاز به نقدینگی دارند. به نظر می‌رسد علت اصلی پائین بودن سهم تأمین مالی شرکتی این است که محدودیت‌های زیادی برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مترتب بوده و این محدودیت‌ها رویه افزایش است. نهادها و ارگان‌های زیادی از بانک مرکزی تا سازمان بورس فرآیند را طلایانی و دشوار می‌کنند. وقتی صحبت از کالایی می‌شود که سمت عرضه آن زیاد است و متقاضی برای سمت تقاضا نیز وجود دارد تنها مدیریت می‌تواند این فرآیند را تسریع کند.

■ تأمین مالی از طریق اوراق بدھی پیش از سایر روش‌ها مورد توجه قرار گرفته. دلیل آن را چه می‌دانید؟



انتشار پول پر قدرت توسط بانک مرکزی، از بازار سرمایه استفاده کرده است. البته هم گام با آن، مباحثی مبنی برینکه ورود دولت فضا را برای فعالیت بخش خصوصی تنگ کند، اتفاق نیفتد و هر دو بخش از این بازار بهره‌مند شده‌اند.

### ■ تأمین مالی از طریق ابزارهای سرمایه در چه وضعیتی بوده و چه ابزاری بیشتر مورد توجه است؟

این ابزارها خیلی متنوع نیستند. مهمترین آنها برای تأمین مالی افزایش سرمایه است. شرکت‌ها از بین مسیرهای موجود، این ابزار مالی را اختیاب می‌کنند. فرآیند افزایش سرمایه از طریق بازار سرمایه چندان کوتاه نیست. به عنوان نمونه، شرکت‌ها به دلیل طولانی بودن فرآیند افزایش سرمایه شریک می‌گیرند، یا سراغ ابزاری می‌روند که نیاز نباشد با سرمایه فعلی از امکانات تأمین مالی بازار استفاده کنند. از این‌رو، برای انتشار سهام و افزایش سرمایه جدید از ابزار حق سلب تقدیم استفاده می‌شود که هم فرآیند کوتاه‌تری دارد و هم زمانش کمتر است.

### ■ یعنی بیشترین ابزار مورد استفاده حق تقدم است؟

انتشار سهام جدید یکی از ابزارهای مورد استفاده است. البته اوراق قابل تبدیل به سهام هم وجود دارد که تنها یکی دو مورد اتفاق افتاده است.

### ■ در شرایط فعلی برای رونق و افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه، انجام چه مولفه‌ها و الزاماتی ضروری است؟

برای تحقق این امر در مرحله اول باید فعالان اقتصادی را از مواهب این بازار آگاه کنیم. تاکنون شرکت‌های تأمین سرمایه انطور که باید و شاید نقش درستی را در این باره ایفا نکرده‌اند. بنابراین باید شرکت‌ها را نسبت به ابزارهای مالی آگاه کنیم. در مرحله دوم می‌توان فرآیندهای موجود را برای آنها تشريع و مسیرهای انتشار صکوک اجاره را برای فعال اقتصادی مشخص کرد تا طی فرآیندی درخواست خود را دنبال کنند. ضمن اینکه برای نهادهایی که مجوزها را صادر می‌کنند نیز بازه زمانی تعریف شود.

### ■ بازار سرمایه برای انواع نیازهای تأمین مالی راه حل دارد و در شرایط کنونی این موضوع را چگونه تحلیل می‌کنید؟

شرکت‌هایی که حسابرس معتمد سازمان دارند، صورت‌های مالی شان مقبول است و شرط عدمهای ندارند، می‌توانند این بازار بهره‌مند شوند. اگرچه شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاوران تأمین مالی به میزان کافی وجود دارد اما مسئله‌ای وجود دارد این است که شرکت‌ها برای استفاده از روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه، اولاً باید به شبکه بانکی مراجعه کنند. دو ما باید ضامن بانکی و حداقل‌های رتبه لازم را داشته باشند.

### ■ در شرایط فعلی اقتصاد کشور، شرکت‌ها چگونه می‌توانند نیازهای خود در بازار سرمایه را برطرف کنند؟

شرایط خاصی بر اقتصاد کشور حاکم بوده و هم‌اکنون بر ریال به جای ارز متمنک هستیم. در عرضه ریال مضیقه نداریم و بیش از حد نیاز هم موجود بوده که به نوبه خود مضر است. بسیاری از شرکت‌ها برای گسترش فعالیت خود نیازمند ریال هستند. بنابراین اگر مدیریت بهتری در این فرآیند اتحام شود، راحت‌تر می‌توان در این باره اقسام کرد که هم عرضه کننده منابع مالی و هم منقضی از این بازار به راحتی استفاده کنند و تقاضاها ایشان برطرف شود.

همچنین اوراقی که بدون ضامن انتشار می‌یابد نرخشان بالاتر از اوراقی است که ضامن بانکی ندارند. در حال حاضر کارکرد اصلی حذف رکن ضامن صرفه جویی در زمان انتشار اوراق بدھی است.

### ■ این اوراق توانسته تأثیرات خوبی بر جای بگذارد؟

تاکنون شاهد نبودیم ورقه‌ای که بدون ضامن بانکی بوده و با ریتینگ منتشر شده است منجر به نکول شود. البته برای همه اوراقی که بدون ضامن منتشر می‌شود، این گونه است. اما در هر صورت بازار ما هنوز به اوراقی که در این مسیر منتشر می‌شود، عادت نکرده است. بازار ما عادت دارد باکها به عنوان ضامن اصل سود حضور داشته باشند برای همین نیز بیشتر به سمت خرید این اوراق می‌روند و طبیعتاً نرخ‌های کمتری هم استفاده می‌کنند.

### ■ با توجه به اینکه تعداد بنگاه‌های کوچک افزایش یافته اما تأمین مالی در استارت آپ‌ها نتوانسته در بازار سرمایه رونق بیابد دلیل چیست و برای بهبود این مسئله چه باید کرد؟

شاید یکی از دلایل این موضوع، خلاصه این بازار و یا کارکرد آن باشد. در حال حاضر تأمین مالی زیر ۱۰۰ میلیارد تومان در کشور ما صرفه اقتصادی ندارد که برخی آن را نقص و برخی خصوصیات بازار سرمایه می‌دانند. اما شرکت‌های کوچک برای تأمین مالی می‌توانند از امکانات دیگری همچون، کراد فاندینگ، قرض گرفتن از بانک، شریک گرفتن و عرضه در بازار اولیه بهره‌مند شوند. این در حالی است که هم‌اکنون ابزار مناسی برای تأمین مالی زیر ۱۰۰ میلیارد تومان در بازار سرمایه وجود ندارد.

### ■ یکی از ابزارهای مهمی که برای تأمین سرمایه وجود دارد صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله با درآمد ثابت بزرگ بوده، در خصوص عملکرد این ابزار چه نظری دارد؟

در شرایط فعلی که اقتصاد با مشکل ریشه‌ای به نام رشد نقدینگی دست به گریبان است، صندوق‌های با درآمد ثابت می‌توانند کمک کننده باشند، این ابزار می‌تواند نقدینگی را جمع آوری و در صورت نیاز مشتری ماهانه مبلغی را به عنوان سود و با کمترین ریسک در اختیار آنها قرار دهد. یکی دیگر از ابزارها، صندوق‌های سهامی هستند که ریسک بیشتری دارند و نوسانات نرخ ارز نیز در آنها لحاظ می‌شود. شعب بانکی، بازار دیگری برای دریافت خدمات مالی به مردم است. این در حالی است که در سال‌های گذشته از این بازار محروم بوده‌ایم، بانک‌ها از فضاهای خوبی برخوردارند اما از این فضاهای استفاده نمی‌شود. یکی از بندوهای قانون برنامه ششم چند سال گذشته رخ داده، مربوط به یکی از بندوهای قانون برنامه ششم است که بانک‌ها را از تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری منع کرد. باید در نظر داشت که صندوق سرمایه‌گذاری وجهه مردم را جمع آوری می‌کند و می‌توان از آن در راستای خرید اوراق دولتی و تأمین مالی بخش خصوصی بهره برد و مردم را از سرگردانی نجات داد.

### ■ سهم تأمین مالی دولتی بیش از شرکتی بوده، این موضوع را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

به این موضوع نمی‌توان به عنوان نیچه نگاه کرد. در همه جای دنیا بخش دولتی حضور پررنگ تری نسبت به بخش خصوصی در تأمین مالی از بازار سرمایه دارد. دولت نیز طی چند سال گذشته برای جلوگیری از



قوانین حاکم سبب شده که تأمین مالی از بازار سرمایه

بسیار پرهزینه و سخت شود

## راههای نوفرته و ناشناخته

انتشار اوراق بدھی یکی از ابزارهای مهم دولت برای جلوگیری از رشد نقدینگی و ایجاد تورم به شمار می‌آید



مژده ابراهیمی  
خبرنگار

فعالیت اصلی و مهم شرکت‌های تأمین سرمایه، تأمین مالی شرکت‌های است. همچنین تأمین مالی به دو صورت خرد و کلان انجام می‌شود و در تمامی کشورها تأمین مالی خرد بر عهده بانک‌ها و تأمین مالی کلان بر عهده بازار سرمایه است. باید گفت در چند سال گذشته روند تأمین مالی از بازار سرمایه به شدت افزایش بافته و شرکت‌های تأمین سرمایه هم نقش پررنگ تری در این خصوص داشته اند. البته در این روند، مواردی نظیر هزینه‌های مناسب بازار سرمایه نسبت به بازار پول و سهولت انتشار انواع اوراق برخی از مزایای تأمین مالی از بازار سرمایه به شمار می‌آید. از آن جاکه در شرایط کنونی، دولت نیز نگاه ویژه‌ای برای تأمین مالی از بازار سرمایه دارد. بر آن شدید با برگزاری پرسمان در خصوص برخی از مهمنترین مسائل و راهبردهای رونق تأمین مالی از بازار سرمایه، نظرات فعالان این بخش را جویا شویم.

در این رویداد، مجید معتمدی فاضل مدیر خدمات تأمین مالی تأمین سرمایه سپهر، مریم مهدوی مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه لوتونس پارسیان، مهدی خاکپور مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه دماوند، بشیر قبدیان مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه تمدن، عبدالله دریابر معاون خدمات مالی تأمین سرمایه امید، مهسا رادر معاون تأمین مالی و خدمات مالی تأمین سرمایه نوین، علیرضا توکلی کاشی عضو هیأت مدیره تأمین سرمایه کاردان و سعید احمدی مشاور تأمین سرمایه بانک ملت در حوزه تأمین مالی در خصوص پرسشنگی‌های مطرح شده، نظراتشان را ارائه دادند.

### سابقه‌ای کوتاه، چشم‌انداز مطلوب



**عبدالله دریابر: با اصلاح و تجدید ساختار در جهت توسعه مالی می‌توان موجبات دسترسی گسترشده به بازار سرمایه و خدمات مالی از طریق هدایتگرانهای خدمات مالی و نهادهای تأمین سرمایه را در پیک محیط با ثبات و امن فراهم کرد**

بانک‌ها تأمین مالی می‌شوند، در نتیجه توجهی به ضرورت ایجاد و فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه نمی‌شود. البته در سال ۱۳۸۴ اتفاقاتی باعث شد تا دیدگاه‌ها تغییر کنند. از جمله این اتفاقات از سال ۱۳۸۴ به بعد، ابلاغ قانون اصل ۴۴ در سال ۱۳۸۷، و اگذاری شرکت‌های دولتی یا از محل منابع بازار پول قانون بازار اوراق بهادار در آذرماه ۱۳۸۴ است که اولین بار به شرکت‌های تأمین سرمایه و ایجاد آنها در قانون سال ۱۳۸۴ اشاره شد. در همین سال به ایجاد نهادهای مالی و به ویژه شرکت‌های تأمین سرمایه در قانون سال ۱۳۸۴ به صراحة اشاره و موضوع فعالیت آنها نیز مشخص شد. پس از سال ۱۳۸۴؛ یعنی در سال ۱۳۸۶ و اوایل ۱۳۸۷ دو شرکت تأمین سرمایه نوین و امین با یک فاصله زمانی کوتاه تأسیس شدند. البته در حال حاضر هم، ۱۰ تأمین سرمایه در حال فعالیت هستند که از میان آنها امین، نوین، بانک ملت، امید، لوتوس و دماوند در بورس پذیرفته شده‌اند.

**زنگیره خدمات مالی که در بازار سرمایه ارائه می‌شود، چه نکاتی داشته و این خدمات چه میزان با شرایط اقتصادی و استفاده‌کنندگان از خدمات مذکور مطابقت دارد؟**

خدمات مالی در بازار سرمایه می‌تواند تاثیرات مثبتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها باشد. همچنین وجود بازار سهام توسعه یافته با نقدشوندگی بالا، می‌تواند تأمین مالی شرکت‌ها را تسهیل کند. بدین ترتیب در صورت وجود یک بازار مالی توسعه یافته با نقدشوندگی بالا که سرمایه‌گذاران بتوانند در آن به راحتی سهام خود را مبادله کنند، شرکت‌ها نیز توانایی تجهیز منابع مالی خود جهت پروژه‌های بلندمدت را خواهند داشت. دسترسی آسان به انواع خدمات مالی در کنار اندازه و عمق یک سیستم مالی می‌تواند تاثیر معنی داری بر فعالیت‌های واقعی اقتصاد یک کشور، رشد اقتصادی و رفاه کلی آن داشته باشد. همچنین دسترسی بیشتر به خدمات مالی، در سطح خرد و کلان می‌تواند یک متغیر مهم در



## نداشتمن محدودیت و سقف مشخص

مهسا رادفر:  
تأمین مالی از بازار سرمایه  
تقریبایه طور کامل از مسیر افزایش سرمایه و برای شرکت‌های پذیرفته شده در بازار انجام می‌گرفت، اما با توصیب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۸۴ و پس از آن توصیب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۸۸، نقش وظایف بازار سرمایه در تأمین مالی از طریق توسعه بازار اولیه گسترش یافت. مهمنتین بخش در این خصوص، اجراهای بود که مجلس شورای اسلامی به شورای عالی بورس و اوراق بهادار جهت توصیب ابزارهای جدید مالی داد. تا قبل از آن صراف سهام و اوراق مشارکت به استناد قانون تجارت و قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به عنوان اوراق بهادار قابل معامله به توصیب مجلس شورای اسلامی رسیده بود، ولی با این اجازه، این امکان فراهم شد تا مطالعات گستردگی در حوزه ابزارهای مالی اسلامی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ابزارهای مشتقه صورت گرفته تا پس از بررسی‌های فقهی و حقوقی ابزارهای مالی جدیدی طراحی و به توصیب شورای عالی بورس و اوراق بهادار برسد. این تدبیر سهم بسیاری در رشد و توسعه حوزه تأمین مالی بازار سرمایه داشت.

همان طور که اشاره شد سبقت تأمین مالی در بازار سرمایه کمتر از دو دهه است. علاوه بر این باتوجه به ساختار بازار سرمایه کشور، صراف شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس و فرابورس ایران و شرکت‌های سهامی خاصی که دارای ساختار مالی مناسبی هستند، امکان تأمین مالی از این بازار را دارند. اشخاص حقیقی، شرکت‌های با مستولیت محدود، تضامنی و مؤسسات تجاری و غیرتجاری شرایط تأمین مالی از این بازار را نخواهند داشت. همچنین تأمین مالی در بازار سرمایه از طریق روش‌های مختلفی صورت می‌گیرد که می‌توان به مواردی همچون انتشار سهام جدید در قالب افزایش سرمایه، عرضه‌های اولیه و تاسیس شرکت‌های سهامی عام و انتشار اوراق بهادار اسلامی اشاره کرد. در این میان تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی با میزان تسهیلات اعطایی بانک‌ها قابل مقایسه است. بنابراین وقتی به مقایسه نقش بازار پول و بازار سرمایه و سهم هر کدام از آنها در تأمین مالی می‌پردازیم، باید به این نکات توجه کنیم، به عنوان نکته آخر به این موضوع نیز باید پردازیم که بر اساس سیاست‌های کلان کشور، برای هر کدام از بازارهای پول و سرمایه نقش جداگانه‌ای در تأمین مالی در نظر گرفته شده است. به عنوان نمونه بر اساس بند ۶ ابلاغیه سیاست‌های کلی برنامه ششم، برای تأمین مالی فعالیت‌های خرد و متوسط استفاده از نظام بانکی مورد توجه قرار گرفته است. به این ترتیب به نظر می‌رسد نقش بازار سرمایه نیز بیشتر در جهت توسعه سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌های بزرگ تعریف شده است.

راستای توسعه مالی، تجهیز منابع خرد، پس انداز بیشتر همراه با تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بهتر باشد که در نهایت بر رشد و رونق اقتصادی اثرگذار است. در کشورهای توسعه یافته غالب بانک‌های مدرن با ادغام کسب و کار بانکداری سنتی و بازار سرمایه توسط شرکت‌های تأمین سرمایه به طور خاص و هدینگ‌های خدمات مالی به طور عام نقش اصلی در توسعه این صنعت ایفا کردند. البته در ایران با اصلاح و تجدید ساختار در جهت توسعه مالی می‌توان موجبات دسترسی گسترده به بازار سرمایه و خدمات مالی از طریق هدینگ‌های خدمات مالی و نهادهای تأمین سرمایه را در یک محیط با ثبات و امن فراهم کرد. تا مردم بتواند به سمت استفاده از خدمات حرفه‌ای سرمایه‌گذاری گرایش یابند. همچنین در صورت وجود شرایط اقتصادی مناسب و پایدار در کشور، بازار سرمایه از پتانسیل مطلوبی برای رشد خدمات مالی در سال‌های آینده برخوردار است.

## تأمین مالی از طریق ابزارهای سرمایه‌ای در چه شرایطی قرار دارد و چه مواردی در حال حاضر بیشتر مورد توجه است؟

تا پایان مرداد ماه سال ۱۴۰۰ مجموعاً ۶۴۳،۴۴۵ میلیارد ریال از طریق انتشار اوراق بدھی تأمین مالی انجام شد؛ این در حالی است که در پایان سال ۱۳۹۹ رقمی بالغ بر ۲،۲۰۲،۳۷۷ میلیارد ریال از طریق ابزارهای بدھی در بازار سرمایه تأمین مالی شده بود. همچنین از مبلغ ۶۴۳،۴۴۵ میلیارد ریالی که تا پایان مرداد ۱۴۰۰ از طریق ابزارهای بدھی در بازار سرمایه تأمین مالی شد، ۵۷۹،۱۴۵ میلیارد ریال آن اوراق بدھی دولتی و ۸۶۰۰ میلیارد ریال اوراق شهرداری‌ها و ۵۵۷۰۰ میلیارد ریال اوراق بدھی شرکتی بود. به عبارت دیگر در پنج ماه نخست سال جاری ۴۱۰،۰۰۰ میلیارد ریال استناد خزانه اسلامی، ۱۹۰،۶۴۵ میلیارد ریال اوراق مرابحه، ۸،۶۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت، ۳۱،۷۰۰ میلیارد ریال اوراق احصاره، ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق سلف موازی استاندارد منتشر شده است. در حال حاضر در میان ابزارهای موجود اوراق اجاره مبتنی بر سهام، اوراق مرابحه و اوراق سلف موازی استاندارد بیشتر مورد توجه بازار اوراق بدھی هستند.

■ **تأمین مالی از طریق اوراق بدھی روشنی است که بیشتر مورد توجه قرار دارد، دلیل آن را چه می‌دانید؟**  
 به طور خلاصه از نکات مثبت تأمین مالی از طریق اوراق بدھی می‌توان به مواردی نظری امکان تأمین مالی با حجم بسیار بالا، امکان تأمین مالی بلندمدت، پرداخت اصل بدھی در سرسیزد، معافیت مالیاتی سود اوراق برای خریداران، مشارکت سرمایه‌گذاران خرد در تأمین مالی شرکت‌ها، مدیریت نقدینگی برای بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و ابزار مدیریت حجم نقدینگی توسط بانک مرکزی اشاره داشت.

■ **برای رونق و افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه چه باید کرد؟**  
 تنوع بخشی ابزاری و بهره‌گیری از انواع ابزارهای مالی، اصلاح ساختار بازار سرمایه و تعیین چارچوب قانونی مناسب به منظور شفاف سازی نظام پولی و مالی، کاهش هزینه انتشار اوراق بدھی و در نهایت تسهیل مقررات و روند مجوزدهی اوراق از اهم موضوعات در این خصوص به شمار می‌آیند.

■ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی چه میزان توانسته در تحرک موتور اقتصاد و تأمین مالی از بازارسازی موفق عمل کند؟

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، در واقع نقش مکمل قانون بازار اوراق بهادر ایفا می‌کند. مقررات مربوط به نحوه تاسیس و فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نحوه فعالیت نهادهای واسطه که به عنوان ناشر اوراق بهادر نقش منحصر به فردی در تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی اسلامی را ایفا می‌کنند و اصلاح بخشی از مقررات مالیاتی از جمله موارد با اهمیتی است که در این قانون به آنها پرداخته شده است.

■ برخی معتقدند انتشار اوراق از درجه انتفاع در بازارسازی

خارج شده، در این خصوص چه نظری دارید؟

روند تأمین مالی در بازارسازی از طریق بازار اوراق بهادر اسلامی در سال‌های اخیر رشد چشمگیری داشته و از طرف دیگر؛ با توجه به مدل مناسب تأمین مالی شرکت اقدام کرد و از طرف دیگر؛ با توجه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت، منابع لازم جهت تأمین مالی گذاری در اوراق مذکور با نرخ مناسب را مدنظر قرار داد. بدین ترتیب، عده شرکت‌ها می‌توانند در قالب یکی از مدل‌های تأمین مالی، نسبت به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود با هزینه مالی مناسب اقدام کنند.

### ■ برای رونق تأمین مالی از طریق اوراق بدهی چه راهبردهایی باید لحاظ شود؟

در ارتباط با تأمین مالی از طریق بازار بدهی، برخی موارد وجود دارد که در صورت رفع آن‌ها می‌توان رونق بیشتری در این حوزه را شاهد بود. یکی از موارد با اهمیت در انتشار اوراق بدهی، بحث ضمانت اوراق است که مشکلاتی را برای شرکت‌های متقاضی تأمین مالی ایجاد کرد. سمت و سوی بیشتر به ضامن‌های بانکی و سخت‌گیری‌های بعضاً زیاد و همچنین، فرآیند طولانی قبول ضمانت اوراق توسط بانک‌ها، همچنان از معضلات اصلی انتشار اوراق بدهی است.

در این خصوص؛ اگرچه برخی راههای جایگزین همانند استفاده از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها به عنوان ضامن، بهره‌گیری از رتبه اعتباری و نیز استفاده از وثیقه کردن سهام، به عنوان راه حل‌هایی برای این موضوع در حال انجام است، ولی این موارد، سهم زیادی را به خود اختصاص نداده‌اند و از طرفی در همین راه حل‌های ارائه شده، مشکلاتی وجود دارد که استفاده از آن‌ها را با محدودیت‌هایی روبرو ساخته است.

بر این اساس، سازمان بورس و اوراق بهادر، محدودیت‌هایی را برای صندوق‌های با درآمد ثابت جهت تأمین مالی از طریق اوراق منتشر شده با رتبه اعتباری، اعمال نکرده است که در صورت عدم اصلاح آن، با توجه به خرید عده اوراق توسط این صندوق‌ها، بعد از مدتی، عملاً امکان انتشار اوراق با این مکانیزم وجود ندارد. همچنین، در صدھای توثیق سهام، درصدھای بعضاً بالایی است که منجر به کاهش نیاز انتشار اوراق می‌شود. در هر حال، به نظر می‌رسد که باید به گونه‌ای پیش رفت که بازارسازی بتواند تمام ابزارهای لازم برای پیشرفت و توسعه را ز دل خود بورس داشته باشد و نباید برای انتشار اوراق بدهی، همچنان نیازمند رجوع به سیستم بانکی بود. از موارد دیگر مطرح در بحث رونق تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی، می‌توان به رفع برخی مشکلات فقهی و مقرراتی مربوط به اوراق (نظیر حذف مصوبه هیأت مدیرها)، سرعت‌بخشی بیشتر انجام حسابرسی بانیه فرض تداوم فعالیت شرکت‌ها، سرعت‌بخشی بیشتر روش‌های تأمین ثبت توسط مؤسسات حسابرسی، معروفی و آموزش بیشتر روش‌های تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی به شرکت‌ها، ایجاد تنوع بیشتر ابزارهای بدهی با سرسیدها و شرایط مختلف و همچنین ایجاد تناسب در تأمین مالی دولتی و شرکتی اشاره کرد.

### نوشدارویی بعد از مرگ سهراب

■ با توجه به استقبال از اوراق بدهی در روند تأمین مالی، طرفیت‌های آن را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

**مجید معتمدی فاضل:** یکی از مهمترین تصمیمات اثرگذار بر آینده شرکت‌ها، انتخاب ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی مورد نیاز است که به منظور حداکثرسازی سود سهامداران، توسعه مدیریت شرکت‌ها اتخاذ می‌شود. بنابراین استراتژی مدیران در تقسیم سود، میزان ریسک پذیری، وضعیت مالی و سودآوری شرکت و ساختار مالی فعلی می‌تواند بر انتخاب مدیران در خصوص روش تأمین منابع مالی، اثرگذار باشد. از سوی دیگر، هر کدام از روش‌های تأمین مالی، دارای مزايا و معایي است که متناسب با اهداف و شرایط بنيگاه‌های اقتصادي، می‌توان بهترین گزینه را انتخاب کرد. در اين ميان، تأمین مالی از طریق اوراق بدهی، نه تنها می‌تواند گزینه با صرفه اقتصادي برای شرکت‌ها باشد، بلکه می‌تواند اقتصاد کشور را در جهت مشت حركت دهد.

آثار مشت و مزايا تأمین مالی از طریق اوراق بدهی را می‌توان از دو نگاه کلان و شرکتی مورد توجه قرار داد. از ديدگاه کلان، می‌توان به مواردي



**مجید معتمدی فاضل:** یکی از مهمترین تصمیمات اثرگذار بر آینده شرکت‌ها، انتخاب ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی مورد نیاز است که به منظور حداکثرسازی سود سهامداران، توسعه مدیریت شرکت‌ها اتخاذ می‌شود. بنابراین استراتژی مدیران در تقسیم سود، میزان ریسک پذیری، وضعیت مالی و سودآوری شرکت و ساختار مالی فعلی می‌تواند بر انتخاب مدیران در خصوص روش تأمین منابع مالی، اثرگذار باشد. از سوی دیگر، هر کدام از روش‌های تأمین مالی، دارای مزايا و معایي است که متناسب با اهداف و شرایط بنيگاه‌های اقتصادي، می‌توان بهترین گزینه را انتخاب کرد. در اين ميان، تأمین مالی از طریق اوراق بدهی، نه تنها می‌تواند گزینه با صرفه اقتصادي برای شرکت‌ها باشد، بلکه می‌تواند اقتصاد کشور را در جهت مشت حركت دهد.

آثار مشت و مزايا تأمین مالی از طریق اوراق بدهی را می‌توان از دو نگاه کلان و شرکتی مورد توجه قرار داد. از ديدگاه کلان، می‌توان به مواردي

که در حال حاضر می‌توانند از ابزارهای بازارسرمایه به خوبی استفاده کنند. از طرف دیگر با عنایت به این که سرمایه‌گذاران در اوراق منتشر شده باید در مواعید پرداخت اصل و سود شرکت، به موقع سود و اصل اوراق منتشر شده را دریافت کنند. بنابراین این مهم منجر به این خواهد شد که کسب و کارهای کوچک که مخاطره و ریسک بالاتری با توجه به انجام تعهدات خود نسبت به سایر شرکت‌های بزرگ و بالغ دارند، مورد توجه و استقبال سرمایه‌گذاران و ارکان انتشار از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تأمین سرمایه‌ها، مشاوران سرمایه‌گذاری و سایر ارکان بازار نگیرد.

#### ■ برای بهبود این روند چه پیشنهادی دارید؟

یکی از راهکارهای جایگزین برای تأمین مالی این گونه شرکت‌ها راه اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (private equity) یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر (Venture Capital) است. سپاری از شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری یا تأمین سرمایه‌ها و سایر نهادهای مالی بازارسرمایه از طریق تاسیس این نوع صندوق‌ها، امکان استفاده از منابع صندوق به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مخاطره‌آمیز و کسب و کارهای کوچک و متوسط را فراهم می‌سازند. عموماً هم در این نوع صندوق‌ها با توجه به این که پرداخت سود دوره‌ای وجود ندارد، مورد استقبال عمومی بازار قرار نخواهد گرفت و فقط شرکت‌ها و گروه‌هایی که در خواست تاسیس این نوع صندوق‌ها را دارند، به نوعی واحدهای این نوع صندوق‌ها را خریداری خواهند کرد. این امر منجر خواهد شد حجم شرکت‌هایی که از این طریق تأمین مالی می‌شوند با توجه به تعدد درخواست‌های تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و یا شرکت‌های خطرپذیر، امکان تأمین مالی همه آنها وجود نداشته باشد و حجم تأمین مالی قابل توجهی از طریق این روش‌ها انجام نشود.

#### ■ اخیراً الگوی تأمین مالی پروژه محور بر شرکت محور در اولویت قرار گرفته، نکات مثبت و منفی این موضوع چه مواردی هستند؟

درخصوص معایب این مسئله به موارد ذیل اشاره می‌کنم:  
\* دارندگان سهام شرکت سهامی عام پروژه در سود و زیان طرح شریک می‌شوند. این روش برای طرح‌هایی که از توجیه فنی و اقتصادی بالایی برخوردار هستند، ممکن است برای مؤسسان پروژه به منظور تسهیم منافع طرح یا پروژه مقرر باشد.

\* با توجه به این که ریسک عدم بهره برداری به موقع پروژه و یا تاخیر در بهره برداری، فروش و یا واگذاری پروژه وجود دارد، ریسک پروژه به متعدد خرید سهام منتقل خواهد شد. تعیین رکن متعدد خرید سهام در این روش گلوگاه اصلی تأمین مالی است.

\* مؤسسان پروژه یا طرح باید دارای اعتبار مناسب و اصطلاحاً خوشنام باشند تا در عمل امکان تأمین مالی از این روش وجود داشته باشد.

\* بحث نقل و انتقال آورده غیرنقد (زمین، ساختمان، ماشین آلات و تجهیزات...) به شرکت پروژه، منجر به هزینه‌های مالیات بر نقل و انتقال دارایی خواهد شد که به نظر می‌رسد در دستورالعمل دیده نشده است.

\* به نظر می‌رسد این نوع ابزار به دلیل اینکه پرداخت سود دوره‌ای ندارد و مطابق با فرهنگ فعلی جامعه و بازار نیست، بر این اساس، عملای ابزار پر کاربرد و راحتی به منظور استفاده متعدد بنگاه‌های اقتصادی و شرکت‌ها نخواهد بود. همچنین با اجرایی شدن طرح مذکور، امکان تأمین مالی حداقل ۵۰ درصد هزینه طرح‌ها و پروژه‌ها برای مؤسسان خوشنام در بازارسرمایه فراهم می‌شود؛ بنابراین در بازارسرمایه عموماً شرکت‌هایی که دارای ساختار مالی مناسب و استاندارد هستند و با توجه به تعهد یا حجم تأمین مالی که درخواست می‌کنند، امکان و توانایی پرداخت آن را دارند

#### ■ الزامات ضروری در شرایط کنونی برای افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه چیست؟

تأمین مالی از بازارسرمایه، عمدتاً از دو طریق انتشار اوراق بدهی و افزایش سرمایه انجام می‌پذیرد. در خصوص تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، بهبود بازار ثانویه می‌تواند به رشد این بخش کمک کند؛ هرچند در دوره طلایی رشد بازار ثانویه، استفاده بسیار اندکی از این موضوع شد و بازار اولیه، بهره چنانی از این موضوع نبرد. بر این اساس موارد در نظر گرفته شده، از جمله قانون افزایش سرمایه از طریق صرف سهام با سلب حق تقدم و دستورالعمل اجرایی آن در زمان مناسب و به موقع انجام نشد و نوشادرویی بعد از مرگ سهاب تلقی شد. جدای از بحث بازار ثانویه، یکی از مسائل اثرگذار دیگر در افزایش سرمایه‌های شرکت، موضوع پیدا کردن متهدپذیره‌نویسی است که عدم موقوفیت در این امر، منجر به منتفی شدن بسیاری از افزایش سرمایه‌های شرکت‌ها شده است.

عدم وجود متهدپذیره‌نویسی، غیر از موقع ریسک‌های انبارشدن سهام‌های خریداری شده توسط متهدپذیره‌نویس (به ویژه در زمان بازارسرمایه با دورنمای نزولی) به مشکلات مقرراتی نیز مربوط است. به این مثال، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اخیراً محدودیت‌هایی را برای تأمین سرمایه‌های دارای سهامدار بانکی، جهت پذیرش تعهدپذیره‌نویسی سهام وضع کرده است. به گونه‌ای که این شرکت‌ها، نمی‌توانند بیش از ۱۰ درصد از کل سهام قابل پذیره‌نویسی، انجام تعهد پذیره‌نویسی را پذیرند. این محدودیت، در حالی وضع شده که پیش از این، رعایت نسبت کفايت سرمایه، ریسک‌های مرتبط با این نهادها را به طور معقول پوشش داده بود. در این میان، با توجه به این موضوع که عمدۀ شرکت‌های تأمین سرمایه، دارای سهامدار بانکی هستند، مشکلات مربوط به مشخص کردن متهدپذیره‌نویس برای افزایش سرمایه، بیش از گذشته و بسیار مشکل شده است.

\*\*\*

#### جان گرفتن پروژه‌های ناتمام

■ با توجه به افزایش استارت‌آپ‌ها و بازارسرمایه رونق چنانی ندارد، دلایل آن را چه می‌دانید؟



**مهدی خاکپور:** دانش بنیان‌ها، تأمین مالی آنها از طریق بازارسرمایه رونق چنانی ندارد، دلایل آن را چه می‌دانید؟  
مهدی خاکپور: برای پاسخ به این سوال باید به مفهوم تأمین مالی و ساختار سرمایه و چرخه عمر شرکت‌ها توجه کرد: یکی از مهمترین نظریه‌های ساختار سرمایه "نظریه سلسله مراتبی" است که بر اساس این نظریه شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر خود ابتدا باید از محل وجوده داخلی، سپس استقرار از طریق نظام بانکی و در مرحله آخر تأمین مالی از طریق بازارسرمایه اقدام کنند. از سوی دیگر اگرچه بازار کسب و کارهای کوچک و متوسط در فرابورس راه اندازی شده است، اما بخش اعظمی از چالش‌ها ریشه در چالش حکمرانی دارند؛ چراکه قوانین حاکم در بازارسرمایه نتوانسته به خوبی بین شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های کوچک تمایز قائل شود؛ همین

امر سبب شده که تأمین مالی از بازارسرمایه بسیار پرهزینه و سخت باشد. بر این اساس، بسیاری از استارت‌آپ‌ها امکان تهیه صورت‌های مالی حسابرسی شده، نداشته و یا ساختار مالی شفاف، مناسب و بدون مخاطره برای سرمایه‌گذاران ندارند. بنابراین در بازارسرمایه عموماً شرکت‌هایی که دارای ساختار مالی مناسب و استاندارد هستند و با توجه به تعهد یا حجم تأمین مالی که درخواست می‌کنند، امکان و توانایی پرداخت آن را دارند

عملکرد، قانونمند شدن، کارایی نهادها و ایجاد ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه را فراهم ساخت.

علاوه بر موارد مذکور، این قانون با تصویب معافیت‌های مالیاتی بر درآمدهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها و سایر اوراق بهادار موجب ایجاد جذابیت برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه شد. همچنین این قانون برای شرکت‌ها، انگیزه حضور در بازار سرمایه را بیشتر کرد و با وجود معافیت‌های معاملاتی و درآمدی و ایجاد مشوق‌هایی برای بالا بردن سهام شناور آزاد، موجب افزایش نقدشوندگی و کارایی بازار سرمایه شد و پس از تصویب این قانون، جهت افزایش هرچه بیشتر کارایی و گسترش بازار، دستورالعمل‌ها و آین نامه‌های مختلفی برای نهادها و ابزارهای بازار تهیه و تصویب شد که با توجه به حجم بازار سرمایه و عملکرد رو به رشد این بازار، لازم است این ابزارها توسعه و گسترش یابد تا پاسخگویی نیازهای موجود در اقتصاد و بازار سرمایه باشد.

### ■ وضعیت تأمین مالی بخش خصوصی از بورس چگونه است؟

تأمین مالی از بازار سرمایه از طریق انتشار اوراق بدهی و یا افزایش سرمایه است. ابزارهای تأمین مالی عمدتاً بلندمدت هستند و در شرایط اقتصادی حاکم با توجه به تحريم‌ها و تورم موجود منجر به صرف اقتصادی برای شرکت‌ها می‌شوند. همچنین تاکنون هم شرکت‌های خصوصی زیادی به دفعات، از این ابزارها به منظور تأمین مالی بهره برداشتند.

افزایش چشمگیر تأمین مالی دولت از بازار سرمایه علاوه در سال‌های گذشته از این ابزارها به منظور تأمین مالی بهره برداشتند. افزایش اوراق بزرگ و متوسط، امکان مناسب تأمین مالی و انتشار اوراق بدهی از بازار سرمایه فراهم نیست. با وجود آن که در سال‌های اخیر با تغییر در دستورالعمل‌های انتشار اوراق و امكان حذف رکن ضامن از ارکان انتشار اوراق بهادار، فرآیند انتشار تسهیل یافته؛ بسیاری از بنگاه‌ها شرایط انتشار اوراق بدهی بدون ضامن را ندارند. البته همچنان بازار سرمایه بستر مناسبی برای تأمین مالی‌های بزرگ و بلندمدت هست. همچنین به نظر می‌آید با رفع موانع اقتصادی، بهبود وضعیت مالی شرکت‌ها، تسهیل و تنوع بخشی به ابزارهای تأمین مالی، امکان تأمین مالی هرچه بیشتر مقاضیان از بازار سرمایه، فراهم شود.

\*\*\*

### ■ تدابیر توسعه الگوی تأمین مالی پژوهه محور



سعید احمدی:

برای جذب  
اعتبارات  
پروژه‌های  
سرمایه‌پذیر  
لازم است  
هزینه‌تأمین مالی  
کاهش یابد

■ راهبرد تأمین مالی پژوهه محور برای رونق بهره برداری پژوهه‌های ناتمام را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

سعید احمدی: با توجه به ساختار نظام مالی کشور، تاکنون بازار پول از مهمترین رامهای تأمین مالی پژوهه‌های در کشور بوده است. البته باید عنوان کرد که این چنین تأمین مالی، همواره با فراز و نشیب‌هایی از جمله زمان بر شدن اجرا، عدم تکمیل طرح‌ها به دلایل مختلف و تحمل هزینه‌های مازاد بر طرح‌ها، همراه بوده است. یکی از راهکارهای اثربخش برای کاهش هزینه پژوهه‌ها، استفاده از ظرفیت بازار سرمایه است. در این راستا باید تأکید کرد که در سال‌های اخیر با وجود ارزنده بودن بسیاری از طرح‌ها، غالب روش‌های تأمین مالی کنونی در بازار پول و سرمایه

مالی در پژوهه تا حدودی کاهش یافته که مجموع این عوامل از جمله مزایای روش مذکور خواهد بود.

### ■ بازارهای جهانی تمرکز ویژه‌ای بر تأمین مالی اوراق بدهی

پایدار دارند این الگو در ایران چه جایگاهی دارد؟

رقم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی توسط دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها در سال ۱۳۹۹ حدود ۲۱۵ هزار میلیارد تومان بود که نسبت به سال ۱۳۹۸ با حدود ۸۵ هزار میلیارد تومان رشد قابل توجه حدود ۱۵۲ درصدی را داشت. مهمترین مزیت تأمین مالی از طریق اوراق بدهی این است که دولت به جای چاپ پول رشد نقدینگی و درنهایت ایجاد تورم افسار گسیخته، از طریق انتشار اوراق بدهی و جذب منابع مازاد در بازار از ایجاد رشد نقدینگی و درنهایت تورم جلوگیری می‌کند. بنابراین با توجه به عملکرد سال‌های اخیر دولت در انتشار اوراق بدهی؛ به نظر می‌رسد انتشار اوراق بدهی یکی از ابزارهای مهم دولت به منظور جلوگیری از رشد نقدینگی و ایجاد تورم در سال‌های آتی خواهد بود.

\*\*\*



مریم مهدوی:  
در این شرایط اقتصادی حتی  
بسیاری از شرکت‌های بزرگ و متوسط،  
شرایط مناسب تأمین مالی و انتشار اوراق بدهی از  
بازار سرمایه را نداشتند

### ■ تدبیری که کارساز شد

■ برای افزایش سهم بازار سرمایه نسبت به بازار پول در تأمین مالی چه باید کرد؟

مریم مهدوی: تفاوت اصلی بازار پول و بازار سرمایه از منظر تأمین مالی بنگاه‌ها، افق زمانی و حجم تأمین مالی است؛ بدین صورت که تأمین مالی از طریق تسهیلات شبکه بانکی معمولاً به صورت کوتاه‌مدت و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با افق‌های بلند مدت تری صورت می‌پذیرد. همین موضوع و همچنین کمبود نقدینگی و کفایت سرمایه بانک‌ها باعث می‌شود تا امکان تأمین مالی با مبالغ بالاتر در بازار سرمایه، امکان پذیر شود. البته در این روند، تنوع ابزارهای امکان طراحی مشتق‌ات مختلف در بازار سرمایه، امکان پوشش ریسک دارندگان دارایی‌های مالی را فراهم کرده و این موضوع نیز به نوبه خود موجب افزایش مبالغ تأمین مالی در بازار سرمایه می‌شود.

در کشورهای پیشرفته، تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ به صورت بلندمدت از بازارهای مالی تأمین می‌شود، به طوری که در این کشورها بازار سرمایه بیش از ۸۰ درصد سهم تأمین مالی در اقتصاد را به خود اختصاص داده است، اما با توجه به عمر کوتاه بازارهای بدهی در کشور ما، این سهم در برابر بازار پول و شبکه بانکی بسیار ناچیز است؛ البته باید به این نکته اشاره کرد که طی سال‌های اخیر با ورود دولت به بازار بدهی و انتشار اسناد خزانه اسلامی و سایر اوراق دولتی، شاهد توسعه قابل توجهی در تأمین مالی از بازار سرمایه بوده‌ایم. در مجموع توسعه بیشتر این بازارها نیازمند آموزش بیشتر به بنگاه‌ها، متوجه سازی ابزارهای تأمین مالی و تسهیل در فرآیندهای موجود از طریق کاهش بوروکراسی و ساده‌سازی فرآیندهاست.

### ■ مواردی نظیر قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی چه

■ میزان توансonte در تحرک تأمین مالی موثر واقع شود؟

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در راستای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و همچنین برای توسعه خصوصی سازی و گسترش بازار سرمایه تصویب شد، این قانون با تشریح فعالیت‌های نهاد مالی و تعیین ارکان، معرفی اختیارات و الزامات حاکم بر این نهادها، زمینه شفافیت

به گسترده‌گی شعب و بدن کارشناسی گستره سیستم بانکی، تأمین مالی از این طریق به راحتی انجام می‌شود. البته در بازار سرمایه دو روش تأمین مالی وجود دارد که عبارتند از روش تأمین مالی مبتنی بر بدھی و روش مبتنی بر سهام. در زمینه بازار بدھی پیشرفت‌های خوبی داشتیم. از مصادیق توسعه بازار بدھی می‌توان به انتشار انواع صکوک از جمله صکوک مرابحه، صکوک اجاره، اسناد خزانه اسلامی، صکوک منفعت، صکوک و کالت و اوراق مشارکت اشاره کرد. در مجموع با توجه به تنوع بالای این اوراق، شرکت‌ها در این خصوص با کسری ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه مواجه نیستند.

### ■ در چند سال گذشته دولت تمرکز ویژه و فراتر از انتظار برای تأمین مالی از بازار سرمایه داشت، آثار این روند را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

ورود دولت به بازار تأمین مالی از بورس اقدامی مثبت محسوب می‌شود. تأمین مالی دولت از بازار به جای استقراض از بانک مرکزی، کمترین تأثیر را بر نقدینگی، پایه پولی و بر تورم داشته و از این جهت به نفع اقتصاد است. همچنین در این روند بازار بدھی توسعه پیدا می‌کند و با توسعه بازار بدھی، بخش خصوصی نیز راحت‌تر می‌تواند از بازار بدھی تأمین مالی کند.

### ■ ضرورت‌های تسریع تأمین مالی از بازار سرمایه چه مواردی هستند؟

حقیقت این است که شرکت‌ها قبل از تأمین مالی، باید از نرخ تأمین مالی خود مطلع شوند. نرخ تأمین مالی هر شرکتی تابع نرخ سود بدون ریسک در بازار و همچنین ریسک همان شرکت است. انتشار اوراق متنوع دولتی با سرسیده‌های مختلف باعث می‌شود تا نرخ بدون ریسک با سرسیده‌های مختلف در کشور مشخص شود، بنابراین شرکت‌ها نیز می‌توانند بر اساس آن از نرخ تأمین مالی خود مطلع و در صورت توجیه پذیر بودن، اقدام به انتشار اوراق برای تأمین مالی کنند.

همچنین انتشار سهام جدید و یا تاسیس صندوق پروژه از مصادیق بارز تأمین مالی مبتنی بر سهام بوده و انتشار انواع اوراق بدھی از جمله اوراق مشارکت، اوراق اجاره، مرابحه، منفعت، وکالت و اوراق تجاری از مصادیق بارز تأمین مالی مبتنی بر بدھی هستند. براین اساس، در تأمین مالی مبتنی بر سرمایه، به دلیل این که موضوع سرمایه‌گذاری و شراکت مطرح است، عملاً شرکت‌ها برای تأمین مالی باید از شفافیت و توانگری مالی کافی برخوردار باشند. با توجه به موارد مذکور، شرکت‌ها بطور خلاصه باید شرایط پذیرش در بورس را داشته باشند، یعنی صورت‌های مالی حسابرسی شده خود را که توسط یک حسابرس مستقل و معتمد بورس انجام شده است، برای عموم سرمایه‌گذاران منتشر کنند.

### ■ افزایش تأمین مالی شرکت‌های دانش بنیان از بازار سرمایه، مستلزم اتخاذ چه تدبیری است؟

برای شرکت‌های استارت آپی که سایقه کم تری داشته و در حوزه‌های جدید و با ریسک بالا فعالیت می‌کنند، حساسیت‌ها بیشتر است. این شرکت‌ها باید شفافیت بیشتری به خرج داده و اطلاعات بیشتری را منتشر کنند، اما این موارد نباید سبب ایجاد مانع برای ورود این شرکت‌ها به بازار سرمایه شود. این شرکت‌ها نیز برای گسترش خود نیاز به تأمین مالی دارند و با توجه به اندازه آنها، سیستم بانکی توان تأمین مالی آنها را نخواهد داشت. البته در این خصوص بازار سرمایه با ایجاد مواردی نظری صندوق‌های جسوسرانه، زمینه تأمین مالی این شرکت‌ها را فراهم ساخته است.

با درجات مختلف، به شخص تأمین مالی شونده تاکید دارند که به بررسی صلاحیت مالی و کفايت وثائق وی استوار است. اگرچه پروژه موضوع تأمین مالی نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد و منابع مالی به پروژه‌ای از پیش تعریف شده اختصاص می‌یابد، اما صلاحیت مالی و کفايت وثائق تأمین مالی شونده همواره در درجه تخصیت اهمیت قرار دارد. این در حالیست که در تأمین مالی پروژه، باید ضمن در نظر گرفتن جریانات نقد ناشی از عملیات پروژه، به دارایی‌های آن به عنوان تضمین بازپرداخت سرمایه‌گذاری توجه زیادی شود. در حقیقت روش‌های تأمین مالی پروژه که به تأمین مالی خارج از ترازنامه نیز شهرت دارد، متکی بر مزیت عملیاتی پروژه هستند.

### ■ در خصوص ضرورت تنوع ابزارهای تأمین مالی چه نظری دارد؟

باتوجه به تاکیدات دولتمردان بر استفاده از بازار سرمایه به عنوان ابزاری برای تأمین مالی طرح‌ها، از سال ۹۵ در کنار روش‌های سنتی، مواردی نظیر افزایش سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سفارس ساخت (استصناع) و موارد دیگر بکار گرفته شد. البته باید تاکید داشت که با تلفیق مزایای اوراق بدھی، بانک و سهام فرصة سرمایه‌گذاری برای آحاد جامعه ایجاد شد. از جمله این روش‌ها می‌توان به تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأمین مالی مانند صندوق زمین و ساختمن، پروژه، جسورانه و خصوصی، تأمین مالی جمعی (Crowd Funding) و در نهایت عرضه عمومی سهام شرکت پروژه در شرف تاسیس اشاره کرد.

### ■ برای تسریع روند تأمین مالی چه تدبیری باید لحاظ شود؟

هربیک از روش‌های مذکور فارغ از مزایا و معایبی که دارد تأمین کننده بخشی از نیازهای جامعه در تأمین مالی طرح‌ها هستند، اما وجه مشترک همه آنها ایجاد مشارکت سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک‌پذیری حتی با تحمل ریسک پایین به منظور کسب حداقل سود در پروژه‌های سودآور، تشویق به مشارکت مستقیم آحاد جامعه در پروژه‌ها وجود نظرات‌های چندلایه (تحلیلگران، سرمایه‌گذاران، نهادهای نظریاتی و کنترلی) به منظور کاهش ریسک‌های عملیاتی بوده و خواهد بود. با توجه به این موضوع، برای جذب اعتمادار در پروژه‌های سرمایه‌پذیر لازم است ضمن بازنگری در قوانین و تسهیل در فرآیندها، هزینه تأمین مالی نیز کاهش یابد. همچنین پایه مشارکت صندوق‌های تأمین مالی طرح‌های پیش‌ران و استراتژیک ملی و استانی، استفاده از روش‌های مشارکت عمومی - خصوصی (PPP)، اوراق تناقص، وکالت، جuale و استفاده از مشتقات حقیقی (Real Options) می‌توانند در توسعه الگوی تأمین مالی پروژه محور از طریق بازار سرمایه راه گشا باشند.

\*\*\*

### ■ توسعه بازار بدھی در مسیر پیشرفت

#### ■ در خصوص روند کنونی تأمین مالی چه نظری دارد؟



**علیرضا توکلی**  
کاشی: تأمین  
مالی خرد برای  
بسیاری از  
شرکت‌های فاقد  
توجیه اقتصادی  
است

علیرضا توکلی کاشی: تأمین مالی به دو صورت خرد و کلان انجام می‌شود و در تمامی کشورها تأمین مالی خرد بر عهده بانک‌ها و تأمین مالی کلان بر عهده بازار سرمایه است. همچنین به دلیل ساز و کارها، فرآیندهای طولانی تکمیل مدارک، رتبه بندی اعتباری، تودیع وثائق یا معرفی ضامن که در بورس وجود دارد، انجام تأمین مالی خرد در بازار سرمایه طولانی شده و انجام آن برای بسیاری از شرکت‌ها فاقد توجیه اقتصادی می‌شود. بر این اساس شرکت‌های کوچک و متوسط که به دنبال تأمین مالی خرد هستند، به سیستم بانکی مراجعه داشته زیرا با توجه



پروژه محور به دلیل نیاز به رصد و نظارت مداوم بر پروژه و همچنین به کارگیری مشاوران و ارزیابان حرفه‌ای نسبت به فاینانس شرکتی گرانتر بوده و مستلزم صرف هزینه‌های بیشتری است. صندوق‌های زمین و ساختمان امثال بارز استفاده از ظرفیت‌های تأمین مالی پروژه محور است.

#### ■ تأمین مالی اوراق بدهی پایدار در ساختار بازار سرمایه، چه وضعیتی دارد؟

به دلیل وجود برخی از محدودیت‌های بروکراتیک و برخی ریسک‌های سیستماتیک از قبیل تغییرات نرخ ارز که موجب افزایش نیاز به سرمایه در گردش به جای ایجاد طرح‌های توسعه‌ای و افزایش توان ظرفیت‌های تولیدی در شرکت‌ها شده، از ظرفیت‌های موجود در تأمین مالی پایدار از طریق بازار سرمایه به درستی استفاده نشده است. همچنین در صورت کاهش ریسک‌های حاکم بر فضای اقتصاد کشور، بنگاه‌ها می‌توانند از ظرفیت‌های تأمین مالی پایدار اوراق بدهی استفاده کنند. این الگو برای شرکت‌هایی که محصولات آن‌ها در بورس‌های کالایی و انرژی عرضه می‌شود ظرفیتی مناسب به شمار می‌آید. این شرکت‌ها می‌توانند با توجه به پذیرش محصولات خود در بورس مربوطه، با وثیقه‌گذاری مناسب نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق سلف استاندارد موازی هم اقدام کنند.

#### ■ با توجه به ظرفیت‌های اوراق صکوک، وضعیت به کارگیری این الگورا چگونه ارزیابی می‌کنید؟

با گسترش ابعاد مختلف بازار سرمایه در سال‌های اخیر و تنوع صنایع موجود در بازار، تأمین مالی با استفاده از انسواع مختلف اوراق صکوک بهویژه صکوک مرابحه و اجاره دارایی در سال‌های اخیر مورد توجه و عنایت مدیران شرکت‌ها فرار گرفته است؛ بنابراین شاهد تنوع شیوه‌های تأمین مالی از طریق هستیم، انتشار انسواع اوراق منفعت، خرید دین، رهنی، وکالت، اجاره سهام و دارایی، مرابحه و سلف برخی مصاديق استفاده از ظرفیت‌های گوناگون اوراق صکوک در بازار سرمایه ایران است. در مجموع از مزایای تأمین مالی در بازار سرمایه، می‌توان به نرخ‌های مناسب تأمین مالی به نسبت بازار بول و استقرار از شبکه بانکی، سهولت مسیر انتشار اوراق صکوک از طریق بازار سرمایه اشاره کرد. البته در این روند تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های استارتاپی از طریق بازار سرمایه نیز گسترش یافته که در حال حاضر تأمین مالی از طریق ابزارهایی مانند تأمین مالی جمعی در دسترس صاحبان کسب و کارهای کوچک و متوسط قرار دارد.

برای تسريع روند تأمین مالی این شرکت‌ها، توصیه می‌شود که ورود آنها به بازار سرمایه فراهم شده و قبل از ورود به بورس، از آنها خواسته شود تا اطلاعات کافی در حوزه فعالیت خود منتشر کنند. بر این اساس با افزایش حجم اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و فعالان بازار سرمایه می‌توانند با آگاهی کامل، ارزشگذاری این شرکت‌ها را انجام دهند. با توجه به این موضوع، شرکت‌ها پس از شش ماه تا یک سال پس از ورود به بورس، و بجا گذاشتن کارنامه خوب از خود، امکان می‌یابند تا از بازار سرمایه تأمین مالی کنند.

به نظر میرسد هر شرکتی که حداقل سه سال از تاسیس آن گذشته باشد و از طرف دیگر حجم فروش و درآمد سالانه آن به بیش از یکصد میلیارد تومان رسیده باشد، پتانسیل ورود به بازار سرمایه را خواهد داشت؛ زیرا هم اکنون بیش از ۳۰ درصد شرکت‌های موجود در بورس، درآمدی کمتر از ۱۰۰ میلیارد تومان در سال دارند.

\*\*\*

#### ■ تأمین مالی پروژه محور الگویی مناسب

■ روند تأمین مالی پروژه محور را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

**بشیر قبديان:** باشیر قبديان: مهمترین موضوع در تأمین مالی پروژه محور تمرکز بر جريانات نقدي درآمدی پروژه به عنوان مبنای بازپرداخت وام دریافتی و تأمین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار است. اين شیوه به عنوان يكى از شیوه‌های تأمین مالی غيرتازانه‌ای، متنکی بر جريانات نقدي پروژه بوده و وثیقه‌گذاري اين تأمین مالی از طریق دارایی‌های پروژه صورت می‌پذیرد.

نکته مهم در این نوع تأمین مالی تفکیک شخصیت حقوقی پروژه از مالک اصلی است. بنابراین بهمنظور کاهش ریسک نکول این اوراق، باید ملاحظات فنی و اجرایی طرح همراه با جريانات نقدي پروژه به دقت مورد بررسی، ارزیابی و کارشناسی قرار گیرد.

از مزایای این مدل تأمین مالی می‌توان به هویت مستقل پروژه از مالک پروژه اشاره کرد. این امر خصوصاً برای شرکت‌های در حال

توسعه که مالک پروژه از وضعیت اعتباری مناسب جهت تأمین مالی از طریق فاینانس شرکتی را ندارد می‌تواند ابزار سیار مفیدی جهت تأمین مالی پروژه‌های دارای توجیه اقتصادی باشد. البته تأمین مالی

۳۲

# دولت و بازار بدھی در انتظار چالش‌های جدی

۷۲



۷۵



پروژه‌های ناتمام  
در انتظار پایان

۶۸



فرازوفرودهای  
قابل تأمل پذیرش

۶۴



بیشتر

از پیش از  
بازار بدھی



### همچنان تا رسیدن به جایگاه مطلوب فاصله زیادی وجود دارد

## پیشنازی و سبقت بیش از پیش از بدهی

میزان تأمین مالی در پایان مرداد ۱۴۰۰ نسبت به انتهای سال ۱۳۹۱ رشدی حدود ۹۶۴ درصدی داشت



مريم غلامي  
کارشناس بازارسمايه



علی اصغر اکبری  
کارشناس بازارسمايه

غفلت از ظرفیت‌های عظیم بازار سرمایه نیز شده بود. اما در سال‌های اخیر بازار سرمایه توانسته جایگاه نسبتاً مناسبی در جهت تأمین مالی کشور به دست آورد. البته شایان توجه است علیرغم افزایش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه طی سال‌های اخیر نسبت به سال‌های دورتر، همچنان تا رسیدن به جایگاه مطلوب فاصله زیادی وجود دارد.

#### فراز و نشیب قابل تأمل

جدول یک، جدول دو و همچنین نمودار یک آمار تأمین مالی کشور را طی سال‌های ۱۳۹۱ تا پایان مرداد ماه سال ۱۴۰۰ از طریق بازارسرمایه و درصد استفاده از هر یک را نشان می‌دهد.

#### مازاد تجدید ارزیابی در حاشیه

باید در نظر داشت که افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی وجه نقدي را وارد بنگاه نمی‌کند و بیشتر به منظور به روزرسانی ترازنامه و اصلاح نسبت کفایت سرمایه بنگاهها اعمال می‌شود. به همین منظور در صورت حذف داده‌های ناشی از افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی می‌توان نتیجه بهتری در خصوص میزان تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه طی سال‌های اخیر گرفت. بر این اساس،

#### ظرفیت‌های بسیار

به طور کلی روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی را می‌توان به دو دسته سرمایه‌ای و بدھی تقسیم‌بندی کرد. از جمله روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی سرمایه‌ای می‌توان به تبدیل شرکت‌ها به سهامی عام در قالب پذیره نویسی سهام، افزایش سرمایه، عرضه عمومی سهام، تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه و همچنین از جمله ابزارهای تأمین مالی بدھی می‌توان به اوراق بهادار اسلامی یا همان سکوک، اوراق مشارکت، اوراق رهنی... اشاره داشت.

#### کسب جایگاه نسبتاً مناسب

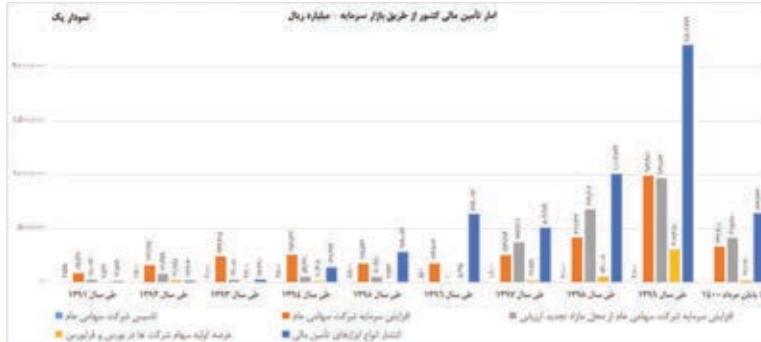
تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بدھی یکی از مهمترین روش‌های تأمین مالی در کشورهای توسعه یافته است. در کشورهای با سرمایه آنها را تشکیل می‌دهد. از این رو تصمیمات تأمین مالی و ساختار سرمایه یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری دیران مالی هر بنگاهی به شمار می‌رود. به منظور تأمین مالی در بنگاهها، ابزارهای گوناگون با شرایط و ویژگی‌های مختلفی وجود دارد و هر بنگاه اقتصادی سسته به نیازها و با توجه به توان مالی، سطح مواجهه با ریسک و سایر شرایط خود می‌تواند از هر یک از این ابزارها استفاده کند.

بی‌تردید بقاء و تداوم فعالیت در محیط‌های تجاری پیچیده و رقابتی کوئی مستلزم فعالیت‌های سودآور همچون سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها است. به همین منظور بنگاهها جهت باقی ماندن در این فضای رقابتی و حفظ بازار خود، با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازارهای پروژه‌های انتظار، اقدام به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف می‌کنند. توانایی تعیین منابع مالی بالقوه اعم از داخلی و خارجی برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهییه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک بنگاه محسوب می‌شوند. اینکه بنگاه‌ها چگونه منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را تأمین می‌کنند ساختار سرمایه‌گذاری آنها را تشکیل می‌دهد. از این رو تصمیمات تأمین مالی و ساختار سرمایه یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری دیران مالی هر بنگاهی به شمار می‌رود. به منظور تأمین مالی در بنگاهها، ابزارهای گوناگون با شرایط و ویژگی‌های مختلفی وجود دارد و هر بنگاه اقتصادی سسته به نیازها و با توجه به توان مالی، سطح مواجهه با ریسک و سایر شرایط خود می‌تواند از هر یک از این ابزارها استفاده کند.

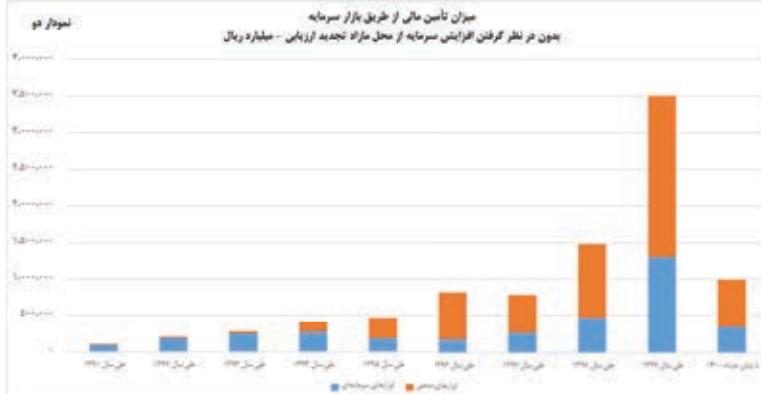
جدول يک آمار تأمین مالی در بازار سرمایه - میلیارد ریال

جدول دو - میلیارد ریال - سرمایه بازار در مالی تامین آمار

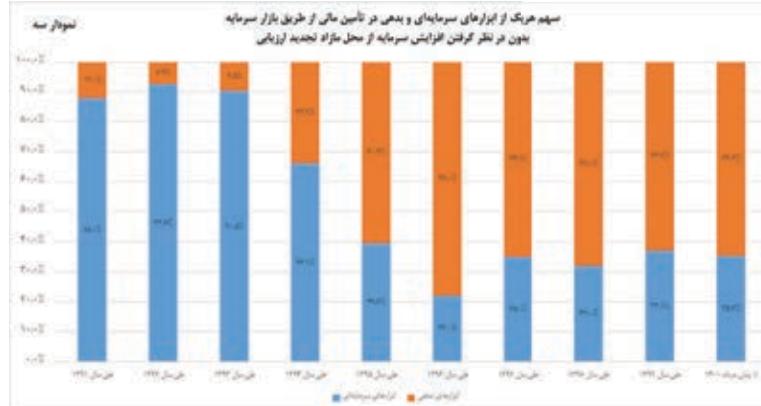
این نسخه از مقاله انتشاری در سایت اینستیتوی علوم پزشکی ایران منتشر شده است.



میران تامن مال از طریق بازار سرمایه



سیده هریک از ابزارهای سرمایه‌ای و بدھی، در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به عنوان فر تکنیک رفوت افیش سرمایه از محل ممتاز تجدید لرزیده است.



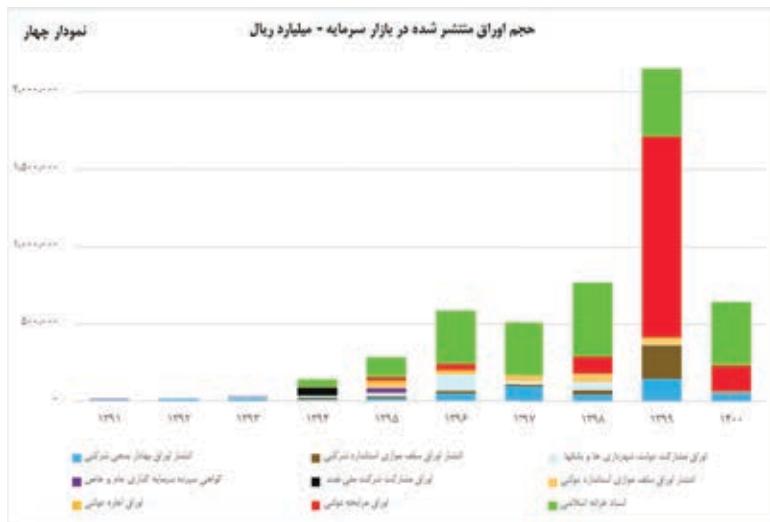
نمودارهای دو و سه مبلغ تأمین مالی از محل بازار سرمایه و درصد سهم ابزارهای تأمین مالی را به تفکیک سرمایه‌ای و بدھی طی سال‌های ۱۳۹۱ تا پایان مرداد ۱۴۰۰ بدون در نظر گرفتن افزایش سرمایه از محل مازاد تجدید ارزیابی دارایی‌ها نشان می‌دهد.

تحقیق روند صعوڈی مناسب

همانطور که در جداول یک و دو و نمودار دو مشاهده می‌شود، طی چند سال اخیر میزان تأمین مالی از طریق بازار سرمایه روندی صعودی داشته و هر ساله نسبت به سال قبل افزایش یافته است. میزان تأمین مالی در پایان مرداد ماه سال ۱۴۰۰ نسبت به انتهای سال ۱۳۹۱ رشدی در حدود ۹۶۴ درصدی داشته است. البته این موضوع با توجه به تورمی بودن اقتصاد کشور نیز قابل توجیه است، اما باید توجه کرد که افزایش میزان تأمین مالی از محل بازار سرمایه از تردد تورم در هر سال بیشتر بوده که این امر بیانگر اقبال بیشتر نسبت به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. علیرغم اینکه تأمین مالی از محل ابزار بدھی طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ سهم کمی در تأمین مالی‌های انجام شده در بازار سرمایه داشته، اما از سال ۱۳۹۵ بازار و دولت به ابزارهای بدھی اقبال بیشتری نشان داده، سهم این ابزار در تأمین مالی افزایش یافته و در برخی سال‌ها حتی تا حدود ۷۰ درصد را به خود اختصاص داده است. به طور کلی می‌توان اذعان داشت با ورود اوراق بدھی دولت به بازار سرمایه، سهم ابزار بدھی نسبت به ابزار سرمایه‌ای فزونی یافت. در سال‌های گذشته دولت از محل انتشار اسناد خزانه اسلامی، اوراق منفعت، اوراق مراجحه، اوراق سلف و اوراق اجاره تأمین مالی داشته و همواره سهم عمدۀ انتشار اوراق بدھی را در هر

آمار انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه - میلیارد ریال										جدول سه
نوع	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی									
	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	
انتشار اوراق بهادر بدھی شرکتی	۵.۹%	۱۶۵۹۸	۷۰%	۹۶۷۵	۶۰.۸%	۱۶۰۵۷	۸۲.۶%	۱۲۳۱۲	۴۲.۸%	۵۳۸۹
انتشار اوراق سلف موادی استاندارد شرکتی	۴.۱%	۱۱۴۸۹	۷۸%	۱۰۸۲۷	۳.۲%	۸۳۳	۰%	۰	۰%	۰
گواهی پیرده سرمایه گذاری عام و خاص	۸.۵%	۲۴۰۰۰	۹.۷%	۱۲۴۹۲	۳۴.۱%	۹,۰۰۰	۱۷۴۴%	۲۶۰۰	۲۸.۶%	۲۶۰۰
گواهی پیرده سرمایه گذاری ها و بانکها	۱۱.۰%	۳۱۰۰۰	۰%	۰	۱.۹%	۵۰۰	۰.۷%	۰	۰.۷%	۰
نفت	۰.۰%	۰	۳۶.۰%	۵۰,۰۰۰	۰.۰%	۰	۰.۷%	۰	۰.۰%	۰
انتشار اوراق سلف موادی استاندارد دولتی	۹.۴%	۲۶۵۰۰	۰%	۰	۰.۷%	۰	۰.۷%	۰	۰.۰%	۰
اوراق اجاره دولتی	۸.۰%	۲۲۵۰۰	۲۶%	۵,۰۰۰	۰.۰%	۰	۰.۷%	۰	۰.۰%	۰
اوراق مرابحه دولتی	۷.۱%	۲۰۰۰۰	۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۷%	۰	۰.۰%	۰
اوراق منفعت دولتی	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۷%	۰	۰.۰%	۰
اسناد خزانه اسلامی	۴۶.۷%	۱۳۰,۰۰۰	۳۶.۰%	۵۰,۰۰۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
جمع کل	۱۰۰.۰%	۲۸۲,۰۸۷	۱۰۰.۰%	۱۳۸,۹۹۴	۱۰۰.۰%	۲۶,۳۹۰	۱۰۰.۰%	۱۴,۹۱۲	۱۰۰.۰%	۱۲,۵۸۹

آمار انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه - میلیارد ریال										جدول چهار
نوع	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی									
	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	درصد از کل	
انتشار اوراق بهادر بدھی شرکتی	۸.۴%	۵۴,۲۰۰	۶.۷%	۱۱۷,۶۴۰	۴.۶%	۴۶,۲۰	۱۸.۹%	۹۶,۴۷۰	۷.۵%	۴۷۵۹۰
انتشار اوراق سلف موادی استاندارد شرکتی	۰.۲%	۱۵۰۰	۹.۸%	۲۱۵,۵۰۰	۲.۵%	۲۵,۰۰۰	۱.۹%	۹۸۵۰	۲.۳%	۱۴,۷۰۰
گواهی پیرده سرمایه گذاری عام و خاص	۱.۳%	۸,۶۰۰	۰.۳%	۶,۰۰۰	۰.۴%	۵۴,۰۰۰	۳.۹%	۲۰,۰۰۰	۱۷.۵%	۱۱۱,۶۱۹
گواهی پیرده سرمایه گذاری ها و بانکها	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
نفت	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
انتشار اوراق سلف موادی استاندارد دولتی	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
اوراق اجاره دولتی	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
اوراق مرابحه دولتی	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
اوراق منفعت دولتی	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
اسناد خزانه اسلامی	۴۶.۷%	۱۳۰,۰۰۰	۳۶.۰%	۵۰,۰۰۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰	۰.۰%	۰
جمع کل	۱۰۰.۰%	۶۴۳,۴۴۴	۱۰۰.۰%	۲,۲۰۲,۳۷۹	۱۰۰.۰%	۱,۰۰۶,۷۶۲	۱۰۰.۰%	۵۰۹,۳۸۹	۱۰۰.۰%	۶۳۶,۰۲۳



سال به خود اختصاص داده است. البته سایر اوراق منتشر شده شامل اوراق بدھی شرکتی، اوراق شهیداری ها و گواهی سپرده های بانکی بوده است.

#### مسائل پیرامون انتشار ابزارها

جدول سه، چهار و نمودار چهار حجم انتشار ابزارهای مختلف مبتنی بر بدھی در بازار سرمایه و ترکیب انتشار هر یک را طی سال های ۱۳۹۱ تا پایان مرداد ماه سال ۱۴۰۰ نشان می دهد.

#### کسری بودجه، عامل شیبی فزاینده

همانگونه که در جداول سه و چهار و نمودار چهار مشاهده است، انتشار انواع اوراق بدھی جهت تأمین مالی در ۱۰ سال گذشته (یعنی سال ۱۳۹۷ و سال ۱۴۰۰) که تنها اطلاعات ۵ ماه موجود است) روندی صعودی را دنبال کرده که این روند طی سال های پایانی شیبی فزاینده نیز داشته است. در میان ابزارهای منتشر شده، اسناد خزانه اسلامی (یعنی سال ۱۳۹۹) دارای بیشترین سهم از حجم انتشار بوده است. در توضیح علت این موضوع می توان اینگونه بیان کرد که دولت هرساله با توجه به کسری بودجه و به طور کلی با توجه به تورمی بودن اقتصاد کشور و همچنین رشد نرخ تعییر ارز، بنگاه های فعال در کشور هر ساله نسبت به سال قبل به منابع بیشتری نیاز دارند که این امر به خودی خود موجب افزایش مبالغ تأمین مالی در اوراق و همچنین کسری بودجه هر ساله دولت و

هر سال می شود. اطلاعات و آمارهای موجود نشان می دهد به دلیل شناخته شدن بیش از پیش طرفی های موجود بازار سرمایه استقبال سرمایه گذاران به دلیل ویژگی نقدشوندگی بالا و سهولت معاملات در آن، امکان تأمین مالی کلان از طریق بازار سرمایه فراهم شده است. اما لازمه اینکه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه تسریع شود این است که دولت و مقامات بازار سرمایه بتوانند روند انتشار این اوراق را تسهیل و همچنین اعتماد سرمایه گذاران را جهت سرمایه گذاری در این بازار و به خصوص در ابزارهای تأمین مالی جلب کند.

#### ضرورت تسهیل و جلب اعتماد

به طور کلی با توجه به تورمی بودن اقتصاد کشور و همچنین رشد نرخ تعییر ارز، بنگاه های فعال در کشور هر ساله نسبت به سال قبل به منابع بیشتری نیاز دارند که این امر به خودی خود موجب افزایش مبالغ تأمین مالی در اوراق و همچنین کسری بودجه هر ساله دولت و



## چرخ اقتصاد خواهد چرخید

# بازار آماده جذب

سهم ۷ درصدی صندوق‌ها از ارزش بازار  
رشد بیشتری به خود خواهد دید

سعیده امیراحمدی  
رئیس هیات مدیره مشاور سرمایه‌گذاری سهم آشنا

تولید ناخالص داخلی، رشد اقتصادی و غیره. بسیار زیاد است اما واقعیتی انکارنایپذیره شمارمی‌آید.

### لزوم فعالیت تخصصی

در حال حاضر ارزش بازار سرمایه ایران حدود ۷,۵۰۰ هزار میلیارد تومان، یعنی ارزش آن بیش از ۲ برابر حجم نقدینگی کل کشور است. این موضوع تاکید موکدی است بر ابعاد غیر قابل انکار بازار سرمایه. در حال حاضر روزانه سهام بیش از ۱۰۰۰ شرکت در بازارهای مختلف بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مورد معامله قرار می‌گیرد و این موضوع تاکیدی است بر لزوم فعالیت تخصصی در این بازار.

### اعتماد و بهره‌مندی از منافع

از سال ۱۳۸۷ به منظور بهره‌مندی همه افراد جامعه از مزایای بازار سرمایه اولین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تدوین قوانین و مقررات، فعالیتهای خود را آغاز کردند و در حال حاضر، حدود ۳۰۰ صندوق سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه داریم. در دنیا سال‌هاست که صندوق‌های سرمایه‌گذاری با کارکردها و رویکردهای متفاوت تحت نظر مدیران سرمایه‌گذاری حرفاً، منابع افراد جامعه را جذب می‌کنند و در موضوعات تعریف شده در صندوق، سرمایه‌گذاری می‌کنند. به این صورت افرادی که از تخصص کافی در بازار برخوردار نیستند با اعتماد به مؤسسان صندوق‌ها؛ منابع خود را در اختیار این صندوق‌ها قرار می‌دهند و از منافع آن بهره‌مند می‌شوند. البته ریسک‌های مترب بر آن را نیز می‌پذیرند. در کشور ما نیز این موضوع به صورت کاملاً حرفاً و تحت نظر سازمان بورس اوراق بهادار صورت می‌پذیرد.

### عددی بسیار پایین

در حال حاضر حجم منابع موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۵۵۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود که ۳۷۸ هزار میلیارد تومان آن در اختیار صندوق‌های با درآمد ثابت، ۷۷ هزار میلیارد تومان در اختیار صندوق‌های بازارگرانی، ۶۰ هزار میلیارد تومان در اختیار صندوق‌های سهامی، ۱۷ هزار میلیارد تومان در اختیار صندوق‌های مختلط و مابقی در اختیار سایر صندوق‌های است. منابع موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

هفتنه‌های ابتدایی که پشت صندلی‌های دانشکده اقتصاد جاگیر شدیم، هر روز با اساتید جدیدی رویه‌رو می‌شدیم. جمله اول به دوم نرسیده؛ تعریف علم اقتصاد با کمی آب و تاب اینگونه بیان می‌شد: اقتصاد علم تخصیص منابع محدود به خواسته‌ها و نیازهای نامحدود بشر است به نحوی که بیشترین کارایی و اثربخشی حاصل آید. در جمله چهارم و پنجم می‌رسیدیم به تعریف بازار، و همه اساتید بالاتفاق تعریف کردند بازار به لحاظ کارکرد به دو نوع بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شود، ما که تا آن هنگام از کل اقتصاد فقط نام بانک‌های تجاری و بانک مرکزی را می‌دانستیم با شنیدن اسم بازار سرمایه و بعد از آن بورس، با چه واژه‌های غریبی آشنا می‌شدیم. آن زمان‌ها تفکر غالب جامعه این بود که سرمایه‌گذاری و پسانداز با پول انک فقط افتتاح حساب سپرده بانکی است تاže آن هم قرض‌الحسنه به امید برنده شدن در قرعه‌کشی‌های گاه و بیگاه و پول اگر بیشتر بود به خرد زمین، ملک، طلا و حتی دلار هم اختصاص می‌یافتد. آن روزها کل بازار سرمایه، سازمان بورس بود و شرکت بورس تهران، کانون کارگزارانی بود و تعدادی کارگار. آن روزها بازوی محركه اقتصاد نفت بود و سیستم بانکی. آن روزها در تعاریف می‌آمد که بازار سرمایه دماسنج اقتصاد است اما به نظرم نه برای اقتصاد بانک محور ایران.

### شايدهای قابل تامیل

اما امروز همه چیز تغییر کرده است، شاید برخی دلیل این تغییر، افزایش چشمگیر قشر تحصیل کرده است، شاید برخی دلیل این تغییر، افزایش شاید استفاده بسیار زیاد از فضای مجازی، شاید قوانین و مقررات وضع شده در بازار سرمایه و تحول چشم‌گیر این بازار از سال ۸۶ تاکنون، شاید افزایش تعداد نهادهای مالی با کارکردهای تخصصی و شاید بهره‌مندی از نیروی کار تحصیل کرده و آموزش دیده برای فعالیت در این بازار باشد.

### واقعیتی انکارنایپذیر

اما هر چه که هست امروز بازار سرمایه دیگر سهم کوچکی از اقتصاد ایران را ندارد. برای درک دقیق‌تر از رشد ابعاد بازار سرمایه، ارائه ارقام قابل استناد ضروری به نظر می‌رسد. در فصل آغازین سال ۱۴۰۰ حجم نقدینگی کل کشور حدود ۳,۷۰۰ هزار میلیارد تومان بوده است. عددی است عجیب اما واقعی! زیاد است در مقایسه با فاکتورهای تاثیرگذار اقتصادی مثل

نسبت به ارزش بازار سرمایه، حدود ۷ درصد بوده که عدد بسیار پایینی را به خود اختصاص داده است. مفهوم این عدد این است که افراد، سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام را ترجیح می‌دهند اما سئوال اینجاست که آیا واقعاً همه افراد تخصص کافی برای فعالیت در این بازار را دارند؟

### تمرکز بر هدایت صحیح نقدینگی

غیر قابل انکار است که در شرایط تورمی در یک اقتصاد مثل کشور ما، دغدغه مردم حفظ ارزش دارایی‌هایشان در مقابل تورم است. بنابراین وجود نقد مردم تبدیل به انواع دارایی مثل ملک، طلا، ارز، سپرده بانکی و یا اوراق بهادر می‌شود. پر واضح است که هجوم نقدینگی به کدام از این بازارها موجب ایجاد تورم فزاینده در آن بازار خواهد بود اما مدیریت درست و راهیابی منابع به بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری با ابزارهای مختلف در زیرساخت‌های اقتصادی نه تنها هدایت صحیح نقدینگی را به همراه خواهد داشت بلکه آسیب رساندن به سایر بازارها با دیدگاه مصرفی رانیز کاهش می‌دهد.

### ارائه مشوق‌های سرمایه‌گذاری

در صورتی که مدیران سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مختلف بتوانند با عملکرد و سودآوری قابل قبول، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند، بخش قابل توجهی از ارزش بازار سرمایه راهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری خواهد شد و سهم ۷ درصدی صندوق‌ها از ارزش بازار به مراتب رشد بیشتری به خود خواهد دید. همچنین در این روند سرمایه‌گذاری، تخصصی تر صورت خواهد پذیرفت و سرمایه‌های مردم با وعده‌های مختلف در پی عدم آگاهی سرمایه‌گذاران به یغماً خواهد رفت. تحقیق این مهم قطعاً مستلزم اطلاع رسانی، آموزش و معرفی کارکردهای این ابزارها به جامعه نیز خواهد بود که بیشتر در حوزه اختیارات مسئولان ذیربط می‌باشد. همچنین ارائه مشوق‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها می‌تواند افاده را به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار تغییب کند. مانند تخصیص قابل توجه عرضه‌های اولیه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری که نهاد ناظر تصمیم به اجرای آن را نیز اتخاذ کرد. پر واضح است که سهولت دسترسی و گستره نرم‌افزارهای قابل اعتماد به عنوان درگاه‌هایی جهت اقدام به سرمایه‌گذاری از فاکتورهای مهم ترغیب به بهرهمندی از این ابزارها خواهد بود.

### راهبردی برای تأمین مالی بنگاه‌ها

باید در نظر داشت که با هدایت نقدینگی به بخش‌های مولد اقتصاد که طبق آموزه‌های علوم اقتصادی و مالی شاهراه اصلی آن بازار سرمایه است تأمین نقدینگی شرکتی و دولتی نیز این مسیر به راحتی می‌پرسد. از ابتدای سال ۱۴۰۰ تا پایان شهریور ماه حجم کل تأمین مالی از بازار سرمایه حدود ۲۳۸ هزار میلیارد تومان برآورد شد که حدود ۴۴ درصد آن تأمین مالی سرمایه‌ای و ۵۶ درصد، تأمین مالی اوراق بدھی بود. این موضوع مبنی آن است که بنگاه‌های اقتصادی و دولت، بخشی از منابع مورد نیاز خود برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای و یا تأمین سرمایه در گرددش را از بازار سرمایه تأمین داشته‌اند. بر این اساس در صورتی که نقدینگی سرگردان جامعه راهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و بعد از آن مدیران سرمایه‌گذاری، بخشی از این منابع را در جهت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی صرف کنند (سرمایه‌گذاری در اوراق بهادر با درآمد ثابت) در نهایت چرخ اقتصاد کشور به حرکت در خواهد آمد و بخش‌های دیگر اقتصاد از گزند در امان ماند. در مجموع به نظر می‌آید با رفتار عقلایی مسئولان در جهت معرفی ابزارها، کارکردهای آن و آموزش صحیح سرمایه‌گذاری به زودی شاهد هدایت نقدینگی به بازار سرمایه، به تبع آن صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی بنگاه‌ها و در نهایت رشد اقتصادی در این مرز و بوم باشیم.

**راهبردی که تأمین مالی را رونق می‌دهد**

## فراز و فرودهای قابل تأمل پذیرش



محسن بهشتی نامدار  
کارشناس بازار سرمایه

پذیرش شرکتها در بورس اوراق بهادر مزایای بسیاری را در پی دارد. تجهیز پس اندازها و منابع مالی کوچک مردم برای انجام طرح‌های بزرگ، تخصیص بهینه سرمایه، رشد تولید ناخالص ملی (GNP) و افزایش استغال، افزایش ثروت و رفاه اقتصادی جامعه از جمله مزایای پذیرش شرکتها در بورس اوراق بهادر از دیدگاه اقتصاد کلان است. همواره رشد تولید ناخالص ملی از لحاظ پیشرفت‌های اقتصادی برای مقایسه کشورهای مختلف به کار می‌رود و این موضوع از مهم‌ترین شاخص‌های کلان اقتصادی هر کشور محسوب می‌شود.

### مسیری برای کارایی و بهره‌وری

برای اینکه اقتصاد یک کشور رو به رشد باشد و رفاه اقتصادی جامعه بالا رود نیاز به آن است، تا در زمینه‌های مختلف اقتصادی از جمله تولید، بازارهای پولی و همچنین بازار سرمایه رشد و پیشرفت وجود داشته باشد. زیرا تمامی این موارد به صورت زنجیره‌ای به یکدیگر متصل بوده و بر هم تاثیرگذار هستند. بازار سرمایه نیز به صورت غیرمستقیم بر افزایش تولید ملی تأثیرگذار است. افزایش قیمت سهام شرکت‌های بورس و جذب دارایی‌های را کد سبب می‌شود تا از این دارایی‌ها به بهترین شکل در جهت توسعه شرکت‌ها استفاده شود. طبیعتاً شرکت‌ها با ورود به بورس می‌توانند سرمایه زیادی را جذب کنند و از آن برای افزایش کارایی و بهره‌وری شرکت استفاده کنند که حاصل این کار رشد اقتصادی

روند تأمین مالی								شرح
۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	تا پایان شهریور ماه	میلیارد ریال	
میلیارد ریال								درصد از کل
۱۶۷,۱۷۰	۱۰۹,۲۶۳	۲۱۶,۷۴۹	۳۳۳,۷۷۰	۶۴۰,۵۵۰	۸۱	۳۸۴,۶۶۱	(به جز تجدید و ارزیابی)	افزایش سرمایه
۱,۷۳۴	۴,۳۰۷	۱۲,۴۰۸	۳۰,۱۱۱	۱۴۶,۰۳۷	۸	۴۰,۳۸۷		عرضه اولیه سهام
۳۲,۰۰۰	۱۶,۲۵۵	۲۹,۶۸۰	۲۰,۳۶۵	۱۳۴,۶۲۰	۵	۲۴,۷۰۰		انتشار اوراق بدهی
۹,۲۴۲	۲۲,۸۶۲	۱۲,۸۳۷	۵,۷۱۱	۱۵,۶۲۶	۵	۲۵,۸۷۳		انتشار اوراق اختیار فروش تبعی
۲۱۰,۱۴۶	۱۵۳,۴۸۷	۲۷۱,۶۷۴	۳۸۹,۹۵۷	۹۳۷,۳۳۳	۱۰۰	۷۵۷,۶۲۱		جمع کل

بر کلیب سهامداری بیز از مزایایی است که بورس بر اختیار شرکت‌های فعل در بازار سرمایه قرار می‌دهد. باید در نظر داشت شرکت‌هایی که بر بورس فعالیت ندارند برای انتقال سهم باید برآیندهای وقت‌گیر و پیچیده اداری را طی کنند با توانند نقل و انتقال سهام را انجام دهند. اما در بازار سرمایه امکان انتقال سهام و مالکیت شرکت ز طریق معاملات بلاکی (عده) و... در کمترین مان ممکن امکان بذیر است.

پحران تغییرات و بی اطلاعی

با وجود مزایای گفته شده، موارد بسیار زیادی مانع از ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه بوده که انشی از مشاور پذیرش و فعالیت‌های بورس و نامه‌های است.

تغییر مکرر دستورالعمل پذیرش شرکت‌ها از سوی بورس‌ها؛

\*تغییرات مکرر امیدنامه معرفی شرکت و مفاد

توجیه نبودن کارشناسان پذیرش بورس‌ها

سبت به تصمیمات اتحاد شده از سوی مدیران  
ذیرش شرکت‌های بورس و فرابورس؛

• سلطنت ناداشتن نیروهای پذیرش در شرکت‌های  
شاور نسبت به دستورالعمل‌ها و قوانین و  
مقعد قرارداد با شرکت‌هایی که شرایط ورود به  
ازارهای اصلی بورس و فرابورس را ندارند.

ادرصد از تأمین مالی صورت گرفته از بورس  
هران از محل عرضه سهام جدید صورت  
گرفته است. همچنین با سهولت در قوانین و  
ستور العمل های پذیرش، سهم عرضه سهام  
جدید در تأمین مالی می تواند بیشتر شده و  
شرکت های بسیار زیادی به بازار سرمایه راه  
یافند.

## چالش قوانین سفت و سخت فرآیند طولانی

باید در نظر داشت فرابورس که روزی با هدف ساماندهی بازار خارج از مرکز بورس شکلیک شد (به عنوان بازار **OTC**) هم اکنون

بورس می توان به این موضوع اشاره کرد که تمامی شرکت های پذیرفته شده دارای پارامتر های مشخص و نیز مزیت های سرمایه گذاری و شاخص های سودآوری هستند. چنین شرایطی باعث اعتماد بیشتر سرمایه گذاران به شرکت های فعال در بازار سرمایه می شود. این اعتماد باعث تعامل سرمایه گذاران به خرید سهام آن شرکت در بورس و به دنبال آن توسعه شرکت های بورسی می شود. به علاوه چون شرکت های بورسی در مقایسه با سایر شرکت ها از شفافیت و عملکرد بهتری برخوردار هستند، نهادهای تسهیلات دهنده مانند بانک ها نیز این شرکت ها را در اولویت پرداخت تسهیلات قرار می دهند. شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه با توجه به معیارهای فرآیند پذیرش (معیارهای سودآوری و ارائه صورت های مالی معتبر)، خرید و فروش سهام آن ها و درنتیجه تغییر در ترکیب سهامداران، اعتبار داخلی و بین المللی پیدا می کنند.

## سهولت در استفاده از تسهیلات و انتشار اوراق

شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه به دلیل کسب اعتماد، رعایت قوانین و مقررات بازار در چارچوب اصول و موازین استانداردهای حسابداری و مالی، گام برداشتن در مسیر پویایی، تحول و سودآوری روزافزون، برای استفاده از اعتبارات بانکی از تسهیلات ویژه‌ای برخوردارند. سقف تسهیلات بانکی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بیشتر از شرکت‌های غیر بورسی بوده و این مورد یکی از مزایای مهم وارد شرکت‌ها به بازار سرمایه است.

مزیت دیگری که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس فراهم یوده انتشار اوراق مشارک است. انتشار اوراق مجاز از بانک مرکزی است. انتشار اوراق با فقط با مجوز سازمان بورس امکان‌پذیر خواهد بود، این مزیت باعث می‌شود تا سرعت جذب سرمایه بیشتر شده و هدر رفت زمان و هزینه کاهش پیدا کند.

است. شرکت‌ها برای گسترش فعالیت خود به منابع مالی جدید نیاز دارند. این منابع معمولاً از طریق استقراض از بانک یا از طریق عرضه سهام تأمین می‌شود. تأمین مالی از طریق استقراض برای شرکت مشکلات زیادی به همراه دارد اما پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه، امکان تأمین مالی از طریق عرضه سهام را فراهم می‌کند.

ظرفیت معافیت‌های مالیاتی

به دلیل نقش بازار سرمایه در رونق اقتصادی،  
قوانین و مقررات متنوعی برای آن در نظر گرفته  
شده که یکی از آن‌ها معافیت مالیاتی برای  
شرکت‌های بورسی است. در واقع شرکت‌هایی که  
سهماشان در بورس خرید و فروش می‌شود کمتر  
از سایر شرکت‌ها مالیات‌می پردازند. به این ترتیب  
هزینه آن‌ها کاهش و سودشان افزایش پیدا  
می‌کند. این مزیت سبب تلاش شرکت‌ها جهت  
کسب شرایط لازم برای حضور در بازار سرمایه  
شده است. گفتنی است مالیات شرکت‌های غیر  
بورسی بر مبنای ۲۵ درصد محاسبه می‌گردد.  
اما شرکت‌هایی که در بورس و فرابورس پذیرفته  
می‌شوند، ۱۰ درصد از تخفیف مالیاتی تشویقی  
برخوردار شده و مالیات آن‌ها از ۲۵ درصد به  
ترتیب به ۲۲.۵ درصد کاهش می‌یابد.

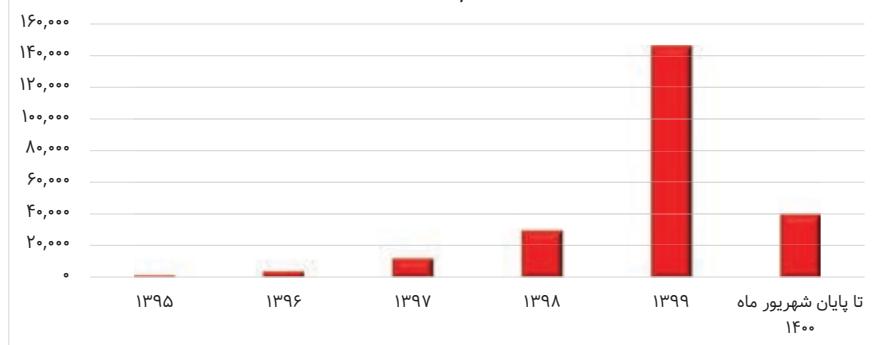
بهروزسانی ارزش واقعی

بکی دیگر از مزایای شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه این است که ارزش سهام شرکت و همچنین ارزش واقعی آن بر اساس عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود. قیمت سهام این شرکت‌ها روزانه با توجه به وضعیت شرکت (اوضاع مالی، رشد تولید، کاهش هزینه‌ها، افزایش فروش و برنامه‌های طرح و توسعه) و صنعتی که شرکت در آن قرار دارد، تعیین می‌شود. همچنین صاحبان سهام نیز از مزیت تعیین روزانه ارزش دارایی‌های خود، توسط یک بازار، سهی، به ممند خواهند شد.

کسب و جهه، اعتیاد

و اعتماد داخلی و خارجی  
از دیگر مزیت پذیرفته شدن شرکتها در

### ارزش سهام عرضه اولیه شده



- \* لحاظ کردن زمانبندی برای ارائه در خواست پذیرش از سوی مشاوران و پاسخ بورس/فرابورس و دیگر نهادهای مرتبط با در خواست پذیرش؛
- \* برگزاری دوره‌های آموزشی از سوی بورس/فرابورس، سازمان بورس و سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادر و تسویه جووه برای مشاوران؛
- \* در نظر گرفتن دوره‌های آموزشی متعدد و در زمان‌های گوناگون برای مشاوران تا کلیه امور مرتبط با پذیرش و تهیه مستندات برای مشاوران روشن شود.
- \* اعطای گواهینامه به نیروهای شرکت‌های مشاور که در دوره‌های آموزشی شرکت داشته‌اند.
- \* ارائه مجوز پذیرش شرکت‌ها تهابه شرکت‌هایی که نیروهای خود را در کلاس آموزشی ثبت نام و گواهینامه مربوطه را از سازمان بورس و اوراق بهادر و یا بورس مربوطه اخذ کرده‌اند.

### امکان به حداقل رسیدن برخوردهای سلیقه‌ای

بدین صورت شرکت‌های متقاضی پذیرش ابتدا توسط مشاوران دارای مجوز و آموزش دیده یک بار بررسی شده و تنها در خواستهایی که شرایط مدنظر بورس‌ها را دارند از طریق مشاوران به شرکت‌های بورس و فرابورس ارائه می‌شود و در تهیه مستندات مورد نیاز برای ثبت نزد سازمان و سپرده‌گذاری نیز حداقل زمان مورد نیاز صرف خواهد شد. با این روش شایعه برخوردهای سلیقه‌ای نیز از سوی مدیران پذیرش بورس‌ها با متقاضیان نیز به حداقل ممکن رسیده و کمک بسیار زیادی به تسريع در پذیرش شرکت‌ها می‌شود. همچنین مدت زمان پذیرش شرکت‌ها، مدارک و مستندات مورد نیاز یکبار برای همیشه برای کلیه فعلان امر پذیرش مشخص خواهد شد. در مجموع انجام موارد فوق، باعث می‌شود تعداد شرکت‌های پذیرش شده در بازار، تأمین مالی از طریق پذیرش شرکت‌ها و عرضه سهام آن‌ها در مدت زمان کوتاهی عمق مناسبی بیابد. همچنین این شیوه تأمین مالی، سهم ارزندی از انواع تأمین مالی را دریافت کند.

در خواست پذیرش خود منصرف می‌شوند. چرا که استعلامات مربوط به ایشان به زعم و گفته مدیران فرابورس در زمان مقتضی به دست ایشان نمی‌رسد. البته این مورد به دلیل رفتارهای منجر به آسیب از سوی برخی شرکت‌های دارای سهامدار حقیقی در سال‌های گذشته رخ داده است که منجر به ایجاد حساسیت‌های گوناگون شده و مدیران پذیرش شرکت‌ها و نیز اعضای هیأت پذیرش بورس و فرابورس را مجاب به بررسی‌هایی برای شرکت‌های دارای سهامدار حقیقی کرده است.

### کسب مشتری

بدون در نظر گرفتن قوانین فرابورس در سال ۱۳۹۹ بیش از ۳۰۰ شرکت متقاضی پذیرش داشته است. اما تنها تقاضای ۲۰ شرکت منجر به عرضه اولیه سهام شده است. مجموع ارزش سهام شرکت‌هایی پذیرش شده نیز ۱۲۲,۴۲۳ میلیارد ریال بود. فرآیند پذیرش از ارکان متقاضی؛ مشاور، بورس/فرابورس، سازمان بورس؛ شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و در نهایت بازارگردان تشکیل شده است. معمولاً مشاوران نیز تسلط کافی و لازم را در ارائه خدمات مشاوره به شرکت‌ها ندارند و بسیاری از مشاوران با دفع بازاریابی و کسب مشتریان جدید اقدام به انعقاد قرارداد با متقاضیانی می‌کنند که اساساً شرایط ورود به بازار را با توجه به دستورالعمل‌ها ندارند. طولانی بودن روند پذیرش و نداشتن ارتباط مستقیم از طرف شرکت با بورس‌ها نیز از دیگر موارد ایجاد کننده نارضایتی در بین متقاضیان پذیرش است.

### راهبردهای سهولت و رونق

برای سهولت در پذیرش شرکت‌ها اهکارهای عملیاتی بسیاری زیادی وجود دارد که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد.

- \* بازنگری مجدد قوانین و دستورالعمل‌های پذیرش جهت سهولت پذیرش شرکت‌ها و مشخص کردن یک روند متداوم برای مشاوران؛

دارد و پذیرش شرکت‌ها در فرابورس هیچ‌گونه سهولتی نسبت به بورس نداشته و حتی در مواردی سخت‌تر نسبت به بورس بوده است. حتی پذیرش شرکت‌ها در بازار پایه فرابورس نیز با سختی‌های گوناگون مواجه است و نیاز به طی شدن روند طولانی مدتی دارد که باعث می‌شود بسیاری از شرکت‌ها با افت و خیز بازار سرمایه (معمولًا با منفی شدن بازار) از ادامه روند پذیرش منصرف شوند. فرآیند پذیرشی که شرکت‌های بورس و فرابورس برای عرضه اولیه سهام شرکت‌ها طی می‌کنند معمولًا بیش از یکسال زمان می‌برد، حتی از زمان ارسال در خواست مقاضی تا زمان ورود به هیأت پذیرش بورس‌ها معمولًا بیش از ۸ ماه حتی در مواردی تا یک سال و نیم زمان می‌برد.

### ضرورت شفاف سازی نکات کلیدی

مدیران پذیرش بورس‌ها معمولًا بر چند نکته در زمان ورود شرکت‌ها تأکید می‌کنند:

- \* سود سازی شرکت‌ها (آیا شرکت در دوره‌های مالی قبل از ارسال در خواست پذیرش سود ده بوده است؟)
- \* کیفیت سود (نسبت‌های حاشیه سود ناخالص، حاشیه سود خالص و عملیاتی برای شرکت متقاضی چگونه است؟ آیا جریان نقد عملیاتی شرکت مثبت بوده است؟)
- \* پایداری سود (چه میزان از سود شرکت عملیاتی بوده و چه مقدار غیر عملیاتی، آیا شرکت در سال‌های پس از پذیرش روند سود سازی و کسب بازده را ادامه می‌دهد و یا زیان ده می‌شود؟)

معمولًا شرکت‌های دارای سهامدار نهادی که مسئولان پذیرش بورس‌ها را با ریسک‌های (پس از پذیرش و عرضه سهام) مواجه می‌کند پس از پاسخ به سئوالات فوق، در مدت زمان کمتری پذیرش می‌شوند. اما شرکت‌های دارای سهامدار حقیقی، معمولًا با کندی روند مواجه می‌شوند و بسیاری از آن‌ها در طول دوره ارائه در خواست پذیرش تا زمان هیأت پذیرش از



## گرم بودن بازار سفته بازان

در چند سال اخیر ابزارها و نهادهای متنوعی از جمله انواع اوراق بدھی و نهادهای تأمین مالی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی و تأمین مالی جمعی به بازار سرمایه معرفی شده است ولیکن به نظر می‌رسد بهدلیل عدم فرهنگ سازی مناسب و توسعه نهادهای لازم با هدف کاهش بوروکراسی‌ها و مدیریت ریسک، این ابزارهای ارزشمند هنوز جایگاهی در نظام تأمین مالی پیدا نکرده اند و بازار سفته بازان در بازار ثانویه گرم‌تر از بازار شرکت‌ها و کارآفرینان در بازار اولیه است. توسعه ابزارهای مالی همواره بر دو عامل ریسک و بازده استوار بوده و با نوآوری‌های مالی همچون اوراق بهادر سازی دارایی‌ها طیف گسترده‌ای از تکنیک‌های تأمین نقدینگی برای بنگاه‌های اقتصادی ارائه شده است.



## محدودیت‌های ساختاری و نظارتی

در ایران به دلیل سهم انداک بخش شرکتی از بازار بدھی و سهم بالای دولت در انتشار اوراق با درآمد ثابت، به نظر می‌رسد فضای مطلوبی برای بهره مندی شرکت‌ها از ابزارهای تأمین مالی به غیر از سهام آنچنان وجود نداشته باشد و از سویی محدودیت‌های ساختاری و نظارتی این امر را با مشکلاتی همراه ساخته است. اگرچه در مدت اخیر بهمودهای قابل توجهی در فرآیند توسعه ابزارها از سوی سازمان بورس شکل گرفته، اما همچنان به دلیل برخی موانع از جمله منطبق سازی ابزارها با قوانین شریعت و عقود بانکداری اسلامی و انتشار اوراق معاف از ثبت نزد سازمان، طراحی و توسعه ابزارهای تأمین مالی در کشور کمی با تأخیر مواجه است.

## محرك ورشکستگي

در حال حاضر می‌توان گفت عمدۀ ابزارهای تأمین مالی از یک جنس بوده و به دلیل کاهش میزان سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های توسعه‌ای بنگاه‌های اقتصادی نیز بیشتر مصروف هزینه‌های جاری و تأمین نقدینگی کوتاه مدت آنها می‌شود. مشکلی که در شکل بر عکس آن در نظام بانکی شاهد آن بودیم به طوری که در ۸۰ درصد منابع لازم جهت خرد ابزاری‌های بلندمدت از محل تسهیلات کوتاه مدت تأمین می‌شد و به دلیل عدم انطباق سرسید تعهدات مالی شرکت‌ها با عایدی آنها، بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی به ورطه ورشکستگی رسیدند.

## راهبردهای تسهیل فرآیند

حال این موضوع با توجه به ظرفیت‌های بازار سرمایه، به شکلی دیگر قابل ظهور بوده و شرکت‌ها منابع کوتاه مدت خود را از محل تعهدات بلند مدت در این بازار تأمین می‌کنند. با این وضعیت بهتر است قبل از توسعه ابزارها به مبانی و عوامل اساسی که برای آن به ابزار نیاز داریم فکر شود. براین اساس باید ابزارهایی برای برطرف کردن دغدغه‌های بنگاه‌های اقتصادی و حل ریسک نوسان کالا، نرخ بهره، نرخ ارز و تورم در کنار تأمین زیرساخت‌های لازم برای تسهیل معاملات این ابزارها رائمه شود. باید در نظر داشت صورت‌های مالی شرکت‌های ایرانی مملو از چالش‌هایی است که برای هر یک می‌توان چندین ابزار مالی طراحی کرد. البته در این روند، با تسهیل فرآیند ایجاد نهاد مالی واسطه یا SPV و مناسب سازی استانداردهای حسابداری بسیاری از بنگاه‌های مالی و ریسک‌های شرکت‌ها مدیریت ریسک از جمله سوآپ، آپشن‌ها، صندوق‌های قابل معامله کالایی و همچنین ابزارهای ریسک اعتباری نظیر سواپ نکول اعتباری می‌تواند جایگزینی انتخابی برای مؤسسات رتبه‌بندی بوده و منجر به تسهیل فرآیند تأمین مالی برای شرکت‌ها شود.

# ضرورت آگاهی از مبانی توسعه ابزارها



محمد مسعود غلامپور  
کارشناس بازار سرمایه

کارکرد اصلی ابزارهای مالی، تسهیل انتقال منابع از دارندگان وجوه مازاد به متلاطیان وجوه در یک نظام مالی است. البته به هر میزان که این فرآیند با شفاقتی و اثربخشی مناسب‌تری صورت پذیرد و به عبارتی منابع مالی سرمایه‌گذاران منجر به ارزش افزوده اقتصادی بالاتری شود، نظام مالی کارایی تخصیصی بالاتری خواهد داشت. تا سال ۱۳۸۴ و تصویب قانون بازار اوراق بهادر عمدۀ تأمین مالی شرکت‌ها و دولت از طریق نظام بانکی صورت می‌پذیرفت و بازار سرمایه نیز سهم اندازی در این فرآیند داشت. با توسعه بازار و معرفی ابزارهای نوین تأمین مالی، سهم بازار بدھی از بازار تأمین مالی در ابتدا پایلوت کردن اوراق شرکتی رونق گرفت و با انتشار اوراقی همچون اجاره و مرابحه نیازهای مالی شرکت‌ها به میزان قابل توجهی از بازار سرمایه با ابزارهای متنوعی تأمین شد.

## عرضه اوراق شرکتی در تنگنا

البته با تشدید تحریم‌ها، کاهش منابع دولت و افزایش کسری بودجه، توجه سازمان برنامه و بودجه و سیاستگذاران دولتی به بازار سرمایه جلب شد. در حالی که دولت قبل از آن در فروش اوراق بودجه‌ای خود از طریق نظام بانکی آنچنان موفق نبود، در حال حاضر ارزش بازار اوراق بهادر سازی دارایی‌ها ارقام قابل توجهی را جذب کند. در حال حاضر ارزش بازار سازی دارایی‌ها ارقام قابل توجهی را جذب کند. در حال حاضر ارزش بازار بدهی، بیش از ۱۰ میلیارد دلار بر آورد می‌شود. اگرچه این رقم معادل ۵ درصد از ارزش سهام شرکت‌های بورسی بوده، اما نقدینگی بالایی را از سرمایه‌گذاران جذب و عرصه برای عرض اندام اوراق شرکتی در این بازار تنگ شده است.

تأمین مالی بنگاه‌ها همچنان به سیستم بانکی وابسته است

# دولت و بازار بدھی در انتظار چالش‌های جدی



مهدی عبدی

مدیر سرمایه‌گذاری تأمین سرمایه بانک ملت

بازار اوراق بدھی ایران تا رسیدن به میانگین‌های جهانی هنوز راه زیادی در پیش دارد

رسیدن به میانگین‌های جهانی، هنوز راه زیادی در پیش دارد.

پایین فعالیت آنها، قادرند در بازار مالی به صورت مستقیم تأمین مالی کنند.

## اهمیت ویژه کمیت و ترکیب

بازار بدھی که از سال ۹۴ و با انتشار اسناد خزانه اسلامی توسط دولت وارد مسیر جدید شد، در سال ۹۹ به دلیل کسری بودجه شدید دولت و عدم امکان فروش نفت توسط دولت و افزایش حجم انتشار اوراق دولتی به شدت توسعه یافت به طوری که ارزش نسبی بازار اوراق بدھی به کل بازار بدھی در انتهای خداد ماه به حدود ۱۲ درصد رسید. در صورتی که این نسبت در اقتصاد کشوری از مرز ۵۰ درصد عبور کند، می‌توان ادعا کرد که نظام تأمین مالی در آن کشور بازار محور شده است.

در کنار کمیت، ترکیب بازار اوراق تأمین مالی نیز اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مطابق با آنچه که ذکر شد، انتشار اوراق دولتی در سال‌های اخیر رشد محسوسی داشته و همین موضوع سبب شده تا سهم اوراق دولتی از بازار اوراق تا محدوده ۸۵ درصد عبور کند.

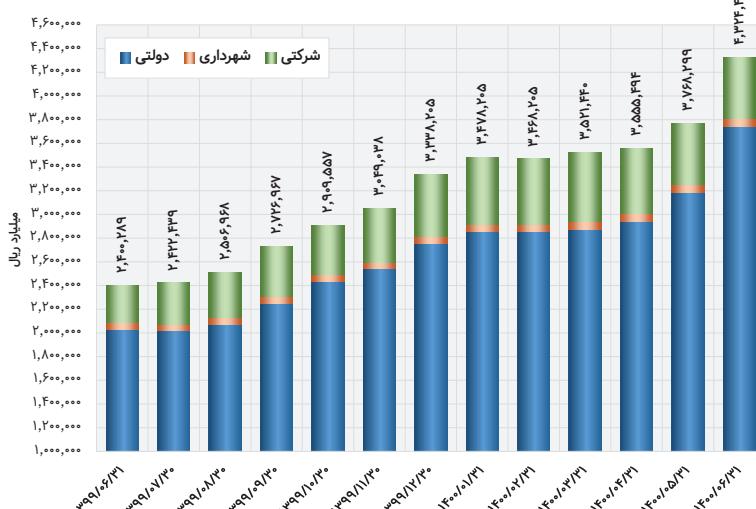
## جاگاه بر جسته جهانی

نسبت بازار اوراق بدھی به کل بازار بدھی (اوراق بدھی و تسهیلات بانکی)، در سایر کشورها در محدوده ۰-۵۰ درصد قرار دارد و نرخ میانگین آن در دنیا، حدود ۵۰ درصد است. این موضوع به آن معناست که در سایر کشورها، اندازه بازار اوراق بدھی از بازار تسهیلات بانکی بسیار بزرگ‌تر است. به عبارت بهتر، بازار اوراق بدھی حدود دو برابر مانده تسهیلات بانکی است. این در حالی است که طبق اطلاعات منتشر شده توسط بانک مرکزی مانده تسهیلات جاری و غیرجاری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری در انتهای خداد ماه سال ۱۴۰۰ بیش از ۳۱۰ هزار میلیارد تومان گزارش شد در حالی که ارزش مانده اوراق بدھی منتشره در این تاریخ ۳۵۲ هزار میلیارد تومان بود و تا انتهای شهریورماه به رقم ۴۳۲ هزار میلیارد تومان رسید. این اطلاعات نشان می‌دهد بازار اوراق بدھی ایران تا

یکی از مهمترین عواملی که به منظور دستیابی به رشد اقتصادی بالا و پایدار در هر اقتصادی باید مدنظر قرار بگیرد توسعه یک نظام مالی کارآمد است که قادر به تخصیص بهینه منابع سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصاد باشد. از این رو ساختار بهینه نظام تأمین مالی یکی از مهمترین مسائل حوزه مالی است. در سال‌های اخیر، توسعه بازار سرمایه کشور و تسهیل تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق آن مورد توجه فرار گرفته است و به نظر می‌رسد چشم‌انداز ترسیم شده توسط سیاست‌گذاران برای تأمین مالی کشور حرکت از نظام فعلی مبتنی بر بانک و دستیابی به یک نظام بازار محور است اما واقعیت مشهود در اقتصاد ایران نشان می‌دهد بنگاه‌ها برای تأمین مالی همچنان وابسته به سیستم بانکی هستند؛ چیزی که بعض از آن با عنوان «بانک‌محور» بودن نظام اقتصادی یاد می‌شود.

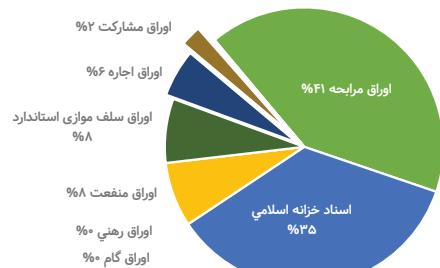
عامل اصلی در وابستگی تأمین مالی به سیستم بانکی در کشور، مقیاس کوچک فعالیت‌های اقتصادی و صنایع کشور است. این موضوع با توجه به شرایط و ضوابط موجود در تأمین مالی از بازار سرمایه از یکسو همراه با عدم شناخت و آگاهی کافی در این زمینه از سوی دیگر باعث شده است رجوع مساقیم بنگاه اقتصادی برای تأمین مالی در قالب انتشار اوراق در بازار سرمایه زمانی با استقبال سرمایه‌گذاران روبرو شود که بنگاه اقتصادی متقاضی تأمین مالی، یک تشکیلات معتبر، بزرگ، جافتاده و باسابقه و حتی دارای ابعاد بین‌المللی باشد. همچنین این مسئله باعث شده تا بنگاه‌های کوچک به دلیل ریسک بالا قادر به حضور در چنین بازاری نباشند، یا در بهترین حالت هزینه ریسک مربوط به تأمین مالی آن نرخ تمام‌شده منابع را تا حدی افزایش دهد که چنین بنگاهی استفاده از تسهیلات بانکی را ترجیح دهد. در حقیقت، این بنگاه‌ها و صنایع بزرگ‌مقیاس و بسیار معتبر هستند که به دلیل ریسک بسیار

نمودار شماره ۱- روند یکساله ارزش مانده اوراق بدھی منتشره به تفکیک ماهیت ناشر

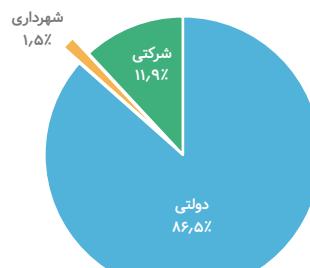




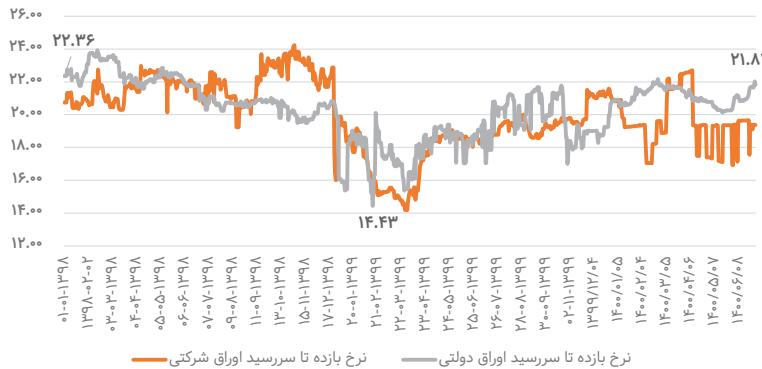
نمودار شماره ۳ - مانده اوراق بدهی منتشره به تفکیک نوع اوراق



نمودار شماره ۲ - مانده اوراق بدهی منتشره به تفکیک ماهیت ناشر



نمودار شماره ۴ - روند تغییرات نرخ بازده تا سرسید اوراق دولتی و اوراق شرکتی از ابتدای سال ۱۳۹۸



ابتدای سال ۱۳۹۸ نشان می‌دهد که گویایی پیشی گرفتن نرخ بهره اوراق دولتی از اوراق شرکتی است. از انجایی که بیش از ۸۵ درصد ارزش بازار بدهی در اختیار اوراق دولتی بوده، عملاً افزایش هزینه تأمین مالی به منزله افزایش این هزینه در کل فضای اقتصادی کشور خواهد بود.

#### تحقیق رشدی بسیار محدود

افزایش هزینه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه می‌تواند به کاهش جذابیت تأمین مالی از این حوزه بینجامد، بر این اساس دولت به عنوان اصلی ترین و بزرگترین بازیگر این بازار برای تداوم فعالیت در بازار باید به گونه‌های عمل کند که علاوه بر تأمین نیازهای خود از این بازار توسعه آن را نیز در نظر داشته باشد. جدول زیر روند تغییرات ارزش بازار اوراق بدهی از ابتدای سال ۱۳۹۸ تا پایان شهریور ماه ۱۴۰۰ را نشان می‌دهد که هر چند به صورت اسمی رشد قابل ملاحظه‌ای داشته اما به لحاظ حقیقی با رشد بسیار محدودی رو به رو بوده است.

روند تغییرات ارزش بازار اوراق بدهی - میلیارد ریال

نام بازار	نام بورس	نام بازار	نام بورس	نام بازار	نام بورس
بورس تهران	بازار اوراق بدهی	بورس تهران	بازار اوراق بدهی	بورس تهران	بازار اوراق بدهی
۷۳,۸۰۶	۱۱۸,۵۳۵	۲۵۲,۲۱۹	۲۶۹,۷۸۷	۱۳۹۷/۱۲/۲۹	۱۳۹۸/۱۲/۲۹
۶۳۷,۷۴۲	۱,۴۴۸,۶۹۸	۲,۳۷۷,۱۲۳	۳,۰۴۷,۷۹۳	۱۳۹۹/۱۲/۳۰	۱۴۰۰/۰۶/۳۱
<b>۷۱۱,۵۴۸</b>	<b>۱,۳۶۷,۲۳۴</b>	<b>۲,۹۶۷,۷۹۹</b>	<b>۳,۳۱۷,۵۸۰</b>	<b>مجموع کل</b>	

عدم بهره‌گیری مناسب بنگاه‌های غیردولتی از طرفیت بازار اوراق جهت تأمین مالی سبب شده تا بازار اوراق شرکتی همپای بازار اوراق دولتی رشد نکند.

#### تداوم نامطلوب شرایط درآمدهای دولت

هرچند تأمین مالی دولت از طریق انتشار اوراق بهترین و کم آسیب‌ترین روش برای جبران کسری بودجه قلمداد می‌شود اما انتشار پر جم اوراق دولتی در سال‌های اخیر باعث شده که رشد ارزش اوراق در این سال‌ها متوازن نبوده و بیشتر متکی به تأمین مالی دولت شود. بر این اساس در يك بازه ۸ ساله سهم دولت از ۱۰ درصد بازار اوراق بدهی به بیش از ۸۵ درصد افزایش یافت و دولت تبدیل به بازیگر اصلی این بازار شد که با توجه به چشم‌انداز تداوم نامطلوب شرایط درآمدهای دولت به نظر می‌رسد این وضعیت ادامه دار خواهد بود. اگر دولت با انتشار اوراق جدید، بدهی خود به سایر بخش‌های اقتصادی را تسویه کند سه اتفاق مهم رخ می‌دهد. در وهله اول بازار بدهی بزرگ‌تر می‌شود، دوم، دولت نسبت به پرداخت دیون خود متعهدتر می‌شود و دست آخر اینکه با تسویه بدهی بانکی دولت، ظرفیت اعتباری سیستم بانکی برای اعطای تسهیلات به سایر بخش‌های اقتصادی نیز افزاییش می‌یابد. اما نکته‌ای در حال حاضر باید مدنظر قرار گیرد این است که دوره اخیر منابع حاصل از فروش اوراق دولتی عموماً صرف هزینه‌های جاری دولت می‌شود و عدم استفاده از این منابع به منظور سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، دولت و بازار بدهی را در آینده با چالش جدی مواجه خواهد کرد. به نحوی که در صورت ادامه وضعیت موجود و استفاده از منابع حاصل از فروش اوراق برای هزینه‌های جاری، در سال‌های نه چندان دور انتشار اوراق جدید توسط دولت صرف قادر به تسویه اوراق سرسید شده خواهد بود و نیاز است تا مسئولان به این موارد در تصمیم‌گیری‌های خود توجه داشته باشند.

#### تکرار یک سنت همیشگی

از سوی دیگر برای حرکت اقتصاد به سمت بازار محور شدن باید شاهد رشد اقتصادی باشیم؛ یعنی شرکت‌ها و صنایع مختلف تعاملی به توسعه داشته باشند و در این صورت به سراغ تأمین مالی از طریق بازار بدهی بروند. یکی از پارامترهای تاثیرگذار بر تعاملی بخش خصوصی از استفاده از بازار بدهی موضوع نرخ اوراق است. در کشورهای توسعه‌یافته سازوکار اقتصاد، مبتنی بر جریان عرضه و تقاضاست و این بازار است که نرخها را تعیین می‌کند. البته در ایران

## توسعه بازار اوراق بدهی مورد توجه قرار گیرد

# تحولی در شفافیت اطلاعات ریسک



قاسم موسوی  
مدیرعامل رتبه‌بندی اعتباری پرهان

نهادهای مالی مذکور در قانون بازار اوراق بهادار، نسبت به ارائه گزارش‌های رتبه‌بندی اعتباری برای شرکت‌های مختلف اقدام کردند. این گزارش‌ها در بازارهای مشابه در دنیا به عنوان ابزاری برای سنجش ریسک اعتباری و احتمال نکول اوراق مورد استفاده قرار می‌گیرد. با گذشت بیش از سه سال از شکل گیری مؤسسه‌سات رتبه‌بندی و تکامل تدریجی معیارهای ارزیابی ریسک توسط این شرکت‌ها، امکان بهره‌گیری از رتبه‌بندی اعتباری در انتشار اوراق بهادار، بیش از گذشته فراهم شده است. مؤسسه‌سات رتبه‌بندی به سازمان بورس پیشنهاد داده اند که به عنوان قدم اول، بازار اوراق رتبه‌بندی شده را تشکیل دهد. در این بازار، اوراق منتشره از نظر اعتباری رتبه‌بندی می‌شوند و ارکان ضامن و معهد پذیره‌نویس حذف خواهد شد. وجود رکن بازارگردان هم اختیاری خواهد بود. در این بازار، رکن بازارگردان صفا تقاضه‌سوندگی را تعهد کرده و تضمین حداقل قیمت را به معهد ندارد. کشف قیمت در عرضه اولیه این گونه اوراق بر اساس روش ثبت دفتری است، در این روش، قیمت اوراق می‌تواند به کمتر یا بیشتر از ارزش اسم باشد و در نتیجه بازدهی آنها بر اساس ریسک آنها - که از طریق رتبه‌بندی اعتباری مشخص می‌شود - تعیین خواهد شد. به این ترتیب هزینه‌های انتشار اوراق بهادار و زمان دریافت مجوز و انتشار آن کاهش می‌یابد. این بازار در ابتدای روز سرمایه‌گذاران نهادی باز خواهد بود و افراد عادی نخواهند توانست که نسبت به خرید اوراق منتشره در این بازار اقدام کنند. همچنین در صورت تشكیل چنین بازاری، به نظر می‌آید که انتشار اوراق شرکتی، توسعه قابل توجهی یافته و جایگاه خود را در اقتصاد ایران پیدا کند.

### دستاوردهای برجسته

مؤسسه‌سات رتبه‌بندی اعتباری در دنیا قدیمی بیش از ۱۰۰ سال دارند و نقش اساسی در اقتصاد کشورها داشته و به افزایش کارایی و کاهش فساد هم کمک می‌کنند. درجه بندی عملکرده بنگاههای مالی و تولیدی، نقش مهمی در مدیریت ریسک اقتصادی ایفا می‌کند. علاوه بر این باید توجه داشت که اطلاع از وضعیت عملکرده بنگاههای مالی و تولیدی و آگاهی از میزان ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها حق سرمایه‌گذاران است. در واقع رتبه‌بندی و درجه بندی می‌تواند به تصمیم‌گیری صحیح سرمایه‌گذاران منتهی شود، این امر ازسوی دیگر بهره‌وری و شفافیت بنگاههای مالی و تولیدی را افزایش می‌دهد و یک رقابت منطقی نیز ایجاد می‌کند. به بیان دیگر مؤسسه‌سات رتبه‌بندی فضای تأمین مالی را شفاف‌تر می‌کند. خدمات این مؤسسه‌سات، باعث می‌شود تا هزینه تحلیل اطلاعات برای سرمایه‌گذاران کاهش، منابع مالی به شکل بهینه‌تر به فعالیت‌های اقتصادی تخصیص، حجم تأمین مالی در اقتصاد افزایش، نقد شوندگی اوراق بهادار بهبود و در نهایت رشد و تولید اقتصادی تقویت شود.

باید در نظر داشت که سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات شفاف دارند. بازدهی‌ها و عملکرده شرکت‌ها با ارائه اطلاعاتی در سامانه‌های مختلف منتشر می‌شود. اگرچه در این روند، ارائه تحلیل‌های مختلف توسط شرکت‌های متفاوت راجع به عملکرده و بازدهی شرکت‌ها بد نظر قرار می‌گیرد اما راجع به ریسک، گزارش‌هایی که تهیه می‌شود بسیار کم بوده و نیاز است در این زمینه زیاد کار شود که شرکت‌های اعتباری می‌توانند این کمبود را جبران کنند، چراکه اطلاع از ریسک و بازدهی شرکت‌ها، امری ضروری برای سرمایه‌گذاران به شمار می‌آید.

### بستری برای انتشار اوراق بدون ضامن

جایگاه شرکت‌های رتبه‌بندی در حال حاضر به دلیل مقررات برای انتشار اوراق بدون ضامن تدوین شده که شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری در این زمینه نقش ایفا می‌کنند. اما باید این مقررات اصلاح شوند تا شرکت‌ها بیشتر براساس رتبه اعتباری خود، اوراق بدون نیاز به ضامن منتشر کنند، تا بازار اوراق بهادار رونق بیشتری گیرد. در شرایط کنونی اوراقی به غیر از سهام که منتشر می‌شود بیش از ۹۰ درصد آن دولتی و کمتر از ۱۰ درصد آن مربوط به شرکت‌های خصوصی است. نقش تأمین مالی و انتشار اوراق اسلامی توسط شرکت‌ها برای تأمین مالی باید افزایش پیدا کند، زیرا از جایگاه مناسیبی برخوردار نیست. در واقع سازمان بورس با وضع مقررات مناسب در این زمینه باید این بازار را گسترش دهد که یکی از وظایف و اهداف سازمان بورس همین است.

بازار بدهی بخشی جدا نشدنی از بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته است. به طور کلی در یک نظام مالی سالم، تأمین مالی مقاضیان وجوه کلان عمده‌ای از مسیر بازار سرمایه صورت می‌پذیرد و با انکه نیز خود از بازگران بزرگ این بازار هستند. در حالی که در اقتصادهای نوظهور نظریت کره جنوبی و مالزی، ارزش بازار اوراق بدهی شرکتی تا ۴۰ درصد از تولید ناخالص داخلی آنها می‌رسد و در کشورهای نظریه‌پرداز این رقم بالغ بر ۱۰ درصد گزارش شده، این نسبت در کشور ما کمتر از ۲ درصد است که نشان می‌دهد شرکت‌ها عمده‌ای از انتشار اوراق بهادار برای تأمین مالی خود استفاده نمی‌کنند و بیشتر به نظام باانکی در این زمینه متکی هستند. بر اساس آمار منتشره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، از مجموع ۳۷۶ هزار میلیارد تومان مانده اوراق بدهی در بازار سرمایه در پایان مرداد ۱۴۰۰، بالغ بر ۳۱۹ هزار میلیارد تومان معادل ۸۵ درصد از کل این اوراق توسط دولت انتشار یافته است. اینها همه نشان دهنده لزوم توجه به توسعه بازار اوراق بدهی است. پر و واضح است که دسترسی شرکت‌ها به تقاضینگی می‌تواند زمینه ساز افزایش تولید، اشتغال و در نهایت رشد تولید ناخالص داخلی و رفاه در کشور شود.

### تمرکز بر فرآیند و شروط انتشار اوراق

اکنون این سوال مطرح است که چه عواملی موجب شده تا شرکت‌های نتوانند از طرفیت‌های بازار سرمایه در انتشار اوراق بدهی بهره برداری کافی را داشته باشند؟ برای پاسخ به این سوال لازم است فرآیند انتشار اوراق بدهی و شروط آن را مورد بررسی قرار دهیم تا به موانع و هزینه‌های این کار برای شرکت‌ها پی ببریم. در حال حاضر ضرورت دارد شرکت‌ها برای انتشار اوراق بدهی اقدام به جلب نظر ارکان مختلف کنند که از جمله این ارکان می‌توان به ضامن، معهد پذیره‌نویس، بازارگردان و همچنین حسابرس و امن اوراق اشاره کرد. دریافت موافقت ارکانی نظریه ضامن، معهد پذیره‌نویس و بازارگردان - که باید از میان نهادهای مالی باشند - مستلزم ارائه وثائق معتبر و قابل قبول به این نهادها بوده که هزینه‌های انتشار را بالا برده و برای شرکت‌هایی که وثیقه کافی ندارند، مانع وجود آورده است. بر این اساس برای جلب نظر سرمایه‌گذاران، معمولاً رکن ضمانت به یک بانک سپرده می‌شود تا اطمینان سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در اوراق منتشره، جلب شود. قبول این تعهد از طرف بانک‌ها نیازمند اخذ مجوز از بانک مرکزی و رعایت الزامات کفایت سرمایه توسط آنهاست که این خود به مشکلات انتشار اوراق بهادار، می‌افزاید. شرکتی که برای تأمین مالی خود، دست به انتشار اوراق بدهد از است، تحت مقررات سخت‌گیرانه‌ای برای انتشار اطلاعات و حفظ شفافیت، قرار می‌گیرد. همه این‌ها در کنار زمان بر بودن فرآیند انتشار اوراق و اخذ مجوز، موجب می‌شود که شرکت‌ها کماکان ترجیح دهند که از طریق شبکه بانکی تأمین مالی کنند.

### تدبیری در خصوص حذف برخی موانع

در سال‌های اخیر، شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یکی از

پیشینه و پیشرفت‌هایی که امیدوار کننده نبست

## پروژه‌های ناتمام در انتظار پایان



فائزه سالارالدینی

رئیس هیأت مدیره گروه خدمات آرمان آتی

به شرکت پروژه منتقل می‌شود. آن‌گاه شرکت پروژه به شرکت سهامی عام تبدیل شده و سهام آن در بورس یا بازار خارج از بورس قابل معامله خواهد شد. دارایی‌های صندوق پروژه از جمله سهام شرکت پروژه، بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تقسیم شده و صندوق تسویه و منحل خواهد شد.

**ریسک‌های تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری پروژه**  
**\* ریسک مالیاتی:** ریسک پرداخت مالیات بر عملکرد در انتقال دارایی به صندوق برای بانی. (مالیات بر ارزش افزوده و نقل و انتقال معاف شده است). توافق با متعهد پذیره‌نویس و بازارگردان\* افزایش هزینه‌های تأمین مالی و عدم توافق در چندین مرحله\* عدم هماهنگی با ناظرفی\* گزارش‌گری و شفافیت و نظارت بورسی. البته توجه به این نکته مهم بوده که غیر از مورد مالیاتی بقیه موارد مبتلا به تأمین مالی از بازار سرمایه است.

**شروط و ضوابط قابل توجه**  
**\* شرکت سهامی عام پروژه شرکتی است که به شکل سهامی عام و با مکانیزم پذیره‌نویسی عمومی و به منظور تکمیل و بهره‌برداری از**

اولیه طراحی و آماده‌سازی که پروژه ریسک سرمایه‌گذاری بالاتری دارد تأمین مالی از طریق اوراق سرمایه‌ای انجام می‌پذیرد. هرچه پروژه تکمیل‌تر شده و به مرحله بهره‌برداری نزدیکتر می‌شود و به عبارتی ریسک کاهش می‌یابد، امکان استفاده از اوراق بدھی منطقی‌تر می‌شود. همچنین استفاده از صندوق پروژه و شرکت سهامی عام پروژه در مراحل اولیه تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی کاربرد دارد. با توجه به مسائلی که مطرح شد با توضیح مختصی در خصوص این دو نهاد مالی به مقایسه معایب و محاسن آن‌ها در مقابل هم می‌پردازیم.

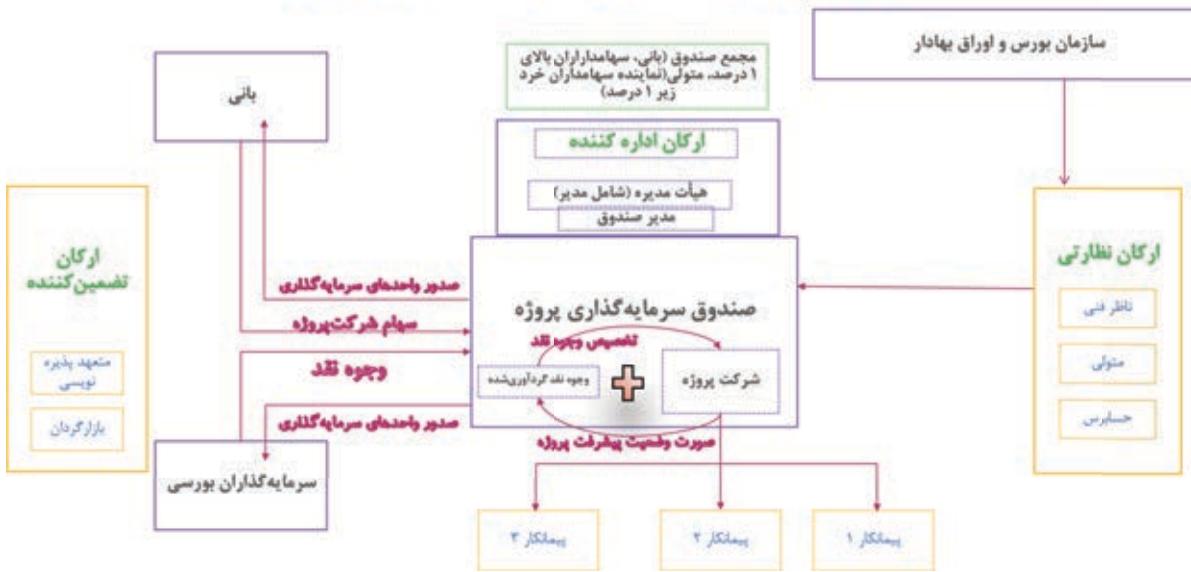
**تأسیس، تقسیم، انحلال**  
 صندوق‌های پروژه، صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) هستند که با حداقل سرمایه ۵ میلیارد ریال تأسیس می‌شوند و حداقل پذیره‌نویسی در آن‌ها یکصد میلیارد ریال است. صندوق به منظور اجرای پروژه، یک شرکت سهامی خاص را که شرکت پروژه نامیده می‌شود، از بین شرکت‌های موجود انتخاب یا در غیر این صورت تأسیس می‌کند. کلیه سهام شرکت پروژه به صندوق تعلق خواهد داشت. پس از تکمیل پروژه و آغاز بهره‌برداری از آن تا حد امکان دارایی‌ها و تعهدات صندوق

تصویب دستورالعمل تأسیس نهادهای مالی همچون صندوق پروژه و شرکت سهامی عام پروژه و یا ابزارهایی مانند صکوک استصناع در سازمان بورس گامی در جهت تأمین مالی پروژه‌ها و حرکت به سمت اجرای مشارکت عمومی خصوصی در کشور بوده است. اما نگاهی به پیشینه ایجاد و پیشرفت این نهادها و ابزارها امیدوار کننده نیست. تاکنون فقط یک صکوک استصناع برای شرکت صنعتی و معدنی توسعه ملی (سهامی خاص) در سال ۱۳۹۴ منتشر شده که توانسته مبلغ ۱۶۳ میلیارد تومان تأمین مالی کند. همچنین فقط یک صندوق پروژه به نام صندوق پروژه آرمان پرند مپنا در سال ۱۳۹۶ تأسیس شد که فقط توانست ۱۰۰ میلیارد تومان تأمین مالی انجام دهد.

### تدبیری برای احیا

با توجه به تصویب دستورالعمل تأسیس شرکت سهامی عام پروژه در ۱۴۰۰/۰۳/۱۰ هنوز شرکت پروژه سهامی عام تأسیس نشده است. ضعف مدل‌سازی انجامشده، عدم توجه به نکات مالیاتی نهادهای مزبور، عدم جذابیت اقتصادی طرح‌ها همگی از دلایل عدم استفاده گسترده از این ابزارها و نهادهای مالی بوده است. به طورکلی، در مراحل

## نمودار مفهومی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه



استفاده از سهام ممتاز وجود دارد که در صندوق پروژه نیست.

لازم به تهیه صورت‌های مالی تلفیقی نیست.

در شرکت سهامی عام پروژه معافیت سود برای شرکت مؤسس (انتقال دهنده دارایی) وجود دارد اما در صندوق پروژه چنین معافیتی وجود ندارد.

### مزیت‌های صندوق پروژه

نسبت به سهامی عام پروژه امکان استفاده از شرکت سهامی خاص موجود به عنوان شرکت پروژه وجود دارد.

برای پروژه‌های زیر ۵۰۰ میلیارد تومان نیز امکان استفاده دارد.

صراحت قانونی وجود دارد که منابع شرکت سهامی عام پروژه امکان هزینه کرد جهت پرداخت بدھی‌های گذشته را ندارد. چنین صراحت قانونی در صندوق پروژه وجود ندارد.

در صندوق پروژه در صورت انحراف بالای بیست درصدی از پیش‌بینی اجرای پروژه، متعهد خرید الزام باخرید ندارد.

تشریفات افزایش سرمایه صندوق پروژه در مقایسه با شرکت سهامی عام پروژه، انعطاف‌پذیر و به روزتر بوده و مراحل آن در زمان کمتری قابلیت اجرا دارد.

معاملات سهام شرکت سهامی عام پروژه در تابلوی قرمز فرابورس انجام می‌شود.

مؤسسان می‌توانند جهت تداوم مدیریت از امکان سهام ممتاز در چارچوب اساسنامه نمونه شرکت‌های ثبت شده استفاده کنند.

مؤسسان باید متعدد شوند تا زمان تکمیل و بهره‌برداری پروژه، تمامی سهام خود را تحت هر عنوان واگذار و منتقل نکنند و بر اساس طرح کسب و کار نسبت به تکمیل پروژه اقدام کنند. حداقل ۲۵ درصد از سهام متعلق به مؤسسان باید اقلانصف سرمایه شرکت را استیفای حقوق پذیره نویسان در موارد عدم تکمیل پروژه، به عنوان سهام وثیقه با کالتنامه مؤید اعطای اختیار فروش به ذینفعی بورس مریوطه، سپرده می‌شود ملاک در تعیین میزان سهام در اخذ تعهد موضوع این ماده، زمان عرضه عمومی است.

صدور مجوز پذیره‌نویسی منوط به تأیید کلیات پروژه توسط هیأت پذیرش بورس مریوطه می‌باشد. پس از پایان دوره پذیره نویسی، نماد شرکت در تابلویی که بر اساس مصوبه هیأت مدیره سازمان به این منظور ایجاد می‌شود، قابلیت معامله خواهد داشت.

### محاسن سهامی عام پروژه

نسبت به صندوق پروژه

در شرکت سهامی عام پروژه میزان پیشرفت فیزیکی و مالی پروژه هر شش ماه یکبار توسط ناظر فنی و مالی پروژه باید تأیید شود، اما در صندوق پروژه هر ماه این کار صورت می‌گیرد.

در شرکت سهامی عام پروژه امکان

پروژه‌های کلان اقتصادی که دارای توجیه فنی و اقتصادی است، تشکیل می‌شود. دستورالعمل آن به طور رسمی در تاریخ ۱۴۰۰/۰۳/۱۰ منتشر شده است. هنوز شرکتی به این صورت تأسیس نشده است. دستورالعمل برای شرکت‌های سهامی عام پروژه در شرف تأسیس است و امكان تبدیل سهامی خاص به عام و یا شرکت سهامی عام موجود وجود ندارد.

حداقل سرمایه آن ۵۰۰ میلیارد تومان است. برای عرضه عمومی شرکت‌های مذکور، مؤسسان باید اقلانصف سرمایه شرکت را خود تعهد کرده و صد درصد مبلغ اسمنی هر سهم تعهد شده در حسابی به نام شرکت در شرف تأسیس نزد یکی از بانک‌ها سپرده کنند. همچنانی مؤسسان باید عین آورده غیرنقند یا مدارک مالکیت آن را در همان بانکی که برای پرداخت مبلغ نقدی، حساب باز شده است، تودیع کنند.

درصد تکمیل پروژه باید حداقل بیست درصد باشد. در صورتی که آورده غیر نقد مؤسسان به صورت سهام باشد سهام انتقالی در جهت کنترل ریسک و امکان فروش در آتی باید به صورت پرتفوی سهام انتخاب و اعلام شود.

پروژه انتقالی و یا در دست اجرا باید دارای توجیه فنی و اقتصادی بوده و دوره بازگشت از زمان بهره‌برداری حداقل ۵ سال باشد.

قیمت فروش محصولات و یا خدمات شرکت پروژه متناسب با شرایط اقتصادی کشور، تعیین شود و این طرح از قیمت‌گذاری حمایتی و دولتی مستثنی باشد.



چالش‌های تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط قابل توجه است

## SME‌ها در مراحل ابتدایی



نفیسه شاهمرادی  
کارشناس بازار سرمایه

شده تا بر روی حساب‌های دریافتی این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند. در این میان نیز برخی از SME‌ها اقدام به انتشار اوراق بدهی (Bond) می‌کنند که به آن اوراق قرضه کوچک می‌گویند، البته این روش نیازمند افشا و شفاقت اطلاعاتی بیشتری است تا سرمایه‌گذار اعتماد لازم برای سرمایه‌گذاری در اوراق بدهی مذکور را کسب کند، اگر چه عرضه این اوراق اغلب به صورت عرضه خصوصی می‌باشد اما همین موضوع دسترسی SME‌ها به بازار سرمایه را در تأمین مالی مبتنی بر بدهی آسان تر کرده است. پیرو این موضوع نیز صندوق‌های تخصصی اوراق بدهی تأسیس شده‌اند که صرفا بر روی اوراق بدهی منتشر شده توسط این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. از مزیت‌های این روش جلب اعتماد سرمایه‌گذار شهادی و خرد برای سرمایه‌گذاری است.

**روش‌های مبتنی بر سهام (Equity) و چالش‌های برجسته**  
در سال ۳۰۱۷، بازار سهام (بورس) مختص SME‌ها در جهان وجود داشته که تعداد شرکت‌های لیست شده در آن‌ها ۷۰,۶۴۴ به ارزش بازاری ۱۰,۳۸۵ میلیارد دلار بود که در حدود ۴۲ میلیارد دلار در آن سال تأمین مالی کرده‌اند. لیست شدن شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس‌ها با چالش‌هایی رو به روست از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

عدم تطبیق شرایط این شرکت‌ها با قوانین لیست شدن در بورس‌های مربوطه؛ در عمل به عنوان نمونه بورس‌هایی همچون AIM انگلیس و یا بازار NewConnect لهستان، AltX آفریقای جنوبی، GreTai چین و یا سایر بورس‌های جایگزین برای حل این موضوع از مشاوران کمک گرفته‌اند تا علاوه بر همراهی SME‌ها در لیست شدن، اعتماد سرمایه‌گذاران به خرید سهام منتشر شده این شرکت‌ها را هم جلب کنند.

نقد شوندگی پایین سهام این شرکت‌ها؛ برای این موضوع اغلب بورس‌ها این موضوع را پذیرفته‌اند که سرمایه‌گذاران با شرایط خاص باید وارد این بازار شوند، اما برخی نیز راهکارهایی برای افزایش حداقل نقدشوندگی در این بازار اندیشه‌پردازان، نظیر بورس BIST استانبول و یا

بر اساس گزارش بانک جهانی، ۹۰ درصد کسب‌وکارها و ۵۰ درصد مشاغل در جهان به SME‌ها اختصاص دارند و در اقتصادهای نوظهور بالغ بر ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی (GDP) مربوط به شرکت‌های کوچک و متوسط است. مطابق برآوردهای صورت گرفته تا سال ۲۰۳۰، برای جذب نیروی کار در حال رشد، ۶۰۰ میلیون شغل دیگر باید به وجود آید. این موضوع باعث شده تا دولتها توسعه SME‌ها را در اولویت برنامه‌های خود قرار دهند. یکی از عوامل مهم در رشد SME‌ها دسترسی به منابع مالی می‌باشد و این موضوع در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه به عنوان یک مانع برای رشد این شرکت‌ها مطرح است.

### نیاز سالانه ۵.۲ تریلیون دلاری

تأمین مالی SME‌ها از طریق شبکه بانکی به نسبت شرکت‌های بزرگ کار آسانی نیست و برای تأمین مالی عموماً از راهکارهای دیگری استفاده می‌کنند. مطابق آمارهای ارائه شده توسط شرکت تأمین مالی بین‌المللی (IFC) حدود ۶۵ میلیون بنگاه خرد، کوچک و متوسط (یا حدود ۴۰ درصد از شرکت‌های نابالغ در کشورهای در حال توسعه) سالانه ۵,۲ تریلیون دلار نیاز تأمین مالی برآورده شده دارند که تقریباً ۱۴ برابر بزرگتر از متوسط استقراض فعلی آنهاست. راهکارهای متفاوتی برای تأمین مالی این شرکت‌ها بجز استفاده از تأمین مالی خانواده، دوستان و استقراض وجود دارد. بر اساس گزارش بانک جهانی در خصوص بازار سرمایه و SME‌ها در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه، می‌توان نگاهی اجمالی بر این روش‌ها کرد:

### روش‌های مبتنی بر بدهی (Debt)

اگر چه عوامل زیادی بر سرمایه در گردش SME‌ها تاثیرگذار است، اما یکی از مهمترین آنها، نحوه قراردادهایی است که این شرکت‌ها برای فروش خدمات و کالاهای تولیدی خود منعقد می‌کنند که عموماً دریافت درآمدهای به صورت بلند مدت حاصل می‌شود، این موضوع منجر شده تا اغلب این شرکت‌ها به استفاده از روش فکتورینگ (فروش حساب‌های دریافتی) روی آورند. بنابراین ابزارهایی نظیر صندوق‌های مبتنی بر فکتورینگ طراحی

**پیش نیازهایی که باید عملیاتی شود**

# بازاری در سیطره دولت

در خصوص تأمین مالی اوراق شرکتی  
و تأمین مالی پروژه محور  
از توسعه خیلی کمی برخوردار بوده‌ایم



موسی احمدی  
تحلیلگر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری

بازار بدھی ایران از روند رو به رشدی خصوصاً در چند سال اخیر برخوردار و حجم کل اوراق بدھی منتشر شده از ابتدای شکل‌گیری تاکنون رشد قابل ملاحظه‌ای را به خود اختصاص داده است. البته آمارها حاکی از اختصاص عمده این اوراق بدھی به دولت و بخش عمومی دارد. از منظر نوع اوراق منتشره نیز با نگاهی به آمار حجم اوراق منتشره متوجه می‌شویم که استناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق اجاره و اوراق سلف حجم قابل توجهی از میزان انتشار را به خود اختصاص داده‌اند.

## نیازمند ایجاد زیرساخت‌های مهم

در برنامه‌های توسعه اقتصادی کشور جایگاه ویژه‌ای برای توسعه بازار بدھی به خصوص در راستای تسویه بدھی دولت به پیمانکاران در نظر گرفته شده است. اینکه بازار بدھی کشور پاسخگوی برنامه یاد شده بوده یا خیر، موضوعی بوده که نیازمند توجه ویژه از سوی سیاستگذاران است. اگرچه اندازه بازار بدھی در دنیا قابل توجه و چند برابر بازار اوراق سرمایه‌ای است، اما توسعه بازار بدھی در کشور نیازمند ایجاد زیرساخت‌های مهم بوده که باید مورد توجه قرار گیرد. در صورتی که سطح فرهنگ

Bovespa Mais برزیل که استفاده از بازار گردان را تغییب می‌کنند و یا بورس NSE Emerge هند و NewConnect لهستان که حضور بازار گردان را اجباری کرده‌اند.

عدم وجود تحلیل‌ها، تحقیقات یا اطلاعات کافی در خصوص شرکت‌های لیست شده؛ معمولاً تحلیلگران، تحقیق بر روی این شرکت‌ها را مقرن به صرفه نمی‌بینند. همین موضوع موجب کمتر دیده شدن این شرکت‌ها از نگاه سرمایه‌گذاران شده است، لذا بورس‌های مختلف نظیر بورس هندوستان، مبالغ کمکی را برای انجام تحقیقات بر روی این شرکت‌ها پرداخت می‌کنند.

نگرانی در خصوص تداوم و موجودیت بورس‌های جایگزین؛ این نگرانی به دلیل تعداد کم شرکت‌های لیست شده، میزان تأمین مالی پایین که تا کنون از این طریق برای این شرکت‌ها صورت گرفته می‌باشد و این سوال مطرح است که آیا بورس‌ها نقشی به عنوان تقویت کننده این شرکت‌ها دارند یا نه؟ این موضوع عموماً نسبت به بورس‌های اصلی سنجیده می‌شود و از این رو برای کمک به حل مسئله، اغلب بورس‌های مادر کمک‌های حمایتی به بورس‌های جایگزین ارائه می‌دهند. در ایران نیز بازار SME شرکت فرابورس در سال ۹۵ به منظور عرضه سهام این شرکت‌ها را ماندازی شد و تا کنون ۵ شرکت جمعاً با سرمایه حدود ۱۱۳۵ میلیارد ریال پذیرش شده‌اند و احتمالاً چالش‌هایی که برای بازارهای مشابه در نقاط مختلف دنیا وجود دارد پیش روی این بازار نیز خواهد بود و تعداد محدود شرکت‌های پذیرش شده در این بازار می‌تواند گواه این موضوع باشد.

تأمین مالی جمعی مبتنی بر سهم‌الشرط (Equity crowdfunding) از منظر شرکت‌هایی که از این طریق تأمین مالی کرده‌اند، با توجه به عدم نیاز به شرایط تطبیق مقرراتی خاص، این روش یکی از بهترین روش‌ها برای استفاده از منابع سرمایه‌گذاران خرد می‌باشد. اگرچه این روش برای شرکت‌هایی که در مراحل اولیه رشد خود هستند استفاده می‌شود اما عملای راهی سرمایه‌گذاران عادی برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌های پیش‌تر مختص سرمایه‌گذاران عادی را نمی‌تواند این ابراز اگرچه آهسته اما در حال رشد است به گونه‌ای که تأمین مالی صورت گرفته از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ از ۲۰۰ میلیارد دلار به ۱۳ میلیارد دلار رسید. این ابراز در فرابورس ایران در سال ۹۹ را ماندازی و ۸ طرح جهت تأمین مالی بر روی پلتفرم‌های دارای مجوز ارائه شد و دارای ظرفیت بالایی برای تأمین مالی این حوزه است.

جایگاه بر جسته سرمایه‌گذاری جسورانه و خصوصی (PE-VC) سرمایه‌گذاری صندوق‌ها یا شرکت‌های جسورانه و خصوصی در شرکت‌های SME نیز راهکار دیگر و روبه رشدی است به گونه‌ای که مبلغ سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه از مبلغ حدوداً ۲۱ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۹ به حدود ۷۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۸ رسیده است. یکی از دلایل پایین بودن تأمین مالی از این روش، پایین بودن نرخ افراد آشنا به این حوزه است و عمدلاً PE‌ها یک روش تأمین مالی جدید در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه تلقی می‌شوند. اگر بخواهیم این رقم را با کل تأمین مالی سرمایه‌گذاری خصوصی در دنیا مقایسه کنیم مطابق گزارش مکنزی بالغ بر ۴۰۰ میلیارد دلار بوده است. بنابراین انتظار می‌رود این ابراز طی سال‌های آتی نقش مهمی در تأمین مالی کسب و کارهای خرد و کوچک و متوسط ایفا کند. در ایران، در حال حاضر ۳ صندوق خصوصی و ۱۳ صندوق جسورانه با مجموع سرمایه ۲۰، ۷۵۰ میلیارد ریال تاسیس شده و ارتباطات خوبی میان بنگاه‌های اقتصادی و این صندوق‌ها در حال شکل‌گیری است.



و ارائه شناسنامه کامل پروژه‌ها می‌تواند زمینه مدلسازی و جذاب سازی پروژه‌ها را برای بخش خصوصی فراهم کند. همچنین پس از تعیین و تخصیص رتبه اعتباری پروژه، در نهایت بسته تأمین مالی مناسب با مشخصات پروژه طراحی و نسبت به تأمین مالی آن اقدام می‌شود. بدینهی است اجرای کامل فرآیند فوق مستلزم تدارک زیرساخت‌ها و پیش نیازهای قانونی، فنی، اطلاعاتی و ساختاری است. در حوزه تأمین مالی حوزه نوآوری و جسورانه نیز ایجاد صندوقهای سرمایه‌گذاری جسورانه و اختصاصی، بازار ایده، عرضه عمومی اولیه شرکت‌های استارت‌آپی بزرگ و سایر ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه از جمله مواردی بوده است که جای خود را به تدریج در بازار سرمایه باز می‌کند.

#### استفاده از ظرفیت بازارهای بین‌المللی

در زمینه پروژه‌های بزرگی که نیازمند مبالغ بسیار زیاد بوده باید تأمین منابع مالی از طریق بازارهای مالی بین‌المللی صورت گیرد.

بر این اساس، رعایت استانداردهای بین‌المللی گزارش‌گری مالی، تعامل با مؤسسات حسابرسی معترض بین‌المللی در ارزیابی صورت‌های مالی، راهاندازی مؤسسات معترض رتبه‌بندی اعتباری در کشور و آماده‌سازی شرکت‌ها در این زمینه، ارتقای سطح داشت مالی شرکت‌های بزرگ در زمینه آشنایی با الزامات تأمین مالی از بازارهای بین‌المللی، تسهیل مبانی انتقال وجهه به کشور و راهاندازی بازار مشتقات ارزی از جمله اقداماتی است که به منظور تعامل موثر با بازارهای بین‌المللی خصوصاً در زمینه تأمین مالی پروژه‌های بزرگ و بلندمدت زیرساختی در راستای مشارکت عمومی خصوصی مورد نیاز است. بنابراین استفاده از سازوکار مشارکت عمومی خصوصی در واگذاری پروژه‌ها، تشکیل بازار تکیی اوراق رتبه‌بندی شده، ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاران و در مجموع اندیشه‌ورزی و آینده‌بیژوهشی در بازار سرمایه اهمیت بالایی در برگشته کنونی پیدا کرده است. همچنین در این روند پایداری منابع در بازار سرمایه، ارتقای سواد مالی و فرهنگ سرمایه‌گذاری آحاد سرمایه‌گذاران، تقویت جایگاه تحلیل و تحلیلگری و مراکز گردآوری و تأمین اطلاعات پردازش شده و بهره‌گیری از ظرفیت‌های بازارها، نهادها و بازارهای مالی از جمله مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، شرکت پردازش اطلاعات مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌ها و سبدها و استفاده از نوآوری‌ها و اندیشه‌های نو در حوزه بازار سرمایه از جمله موضوعات و دغدغه‌هایی است که می‌تواند در این میان مورد توجه و مرکز قرار گیرد.

می‌توانند زمینه‌های مناسب با ریسک و بازده انتظاری خود را انتخاب کنند.

#### سهم اندک بخش خصوصی

در حال حاضر تکنولوژی‌های تأمین مالی در دنیا به دو بخش عمده تکنولوژی تأمین مالی مبتنی بر وثیقه و تأمین مالی مبتنی بر رتبه اعتباری تقسیم‌بندی می‌شوند، به این معنا که در تأمین مالی بر اساس ضمانت و وثیقه بیشتر به کیفیت و ارزش ضمانت ارائه شده توجه می‌شود، این روش در کشورهای فاقد سازوکار مستقل رتبه‌بندی اعتباری فرآگیری بیشتری پیدا کرده است. اوراق بازار بدھی کشور حاکی از آن است که بخش قابل توجهی از این بازار مختص به اوراق دولتی از جمله اسناد خزانه اسلامی و بخش دیگری نیز مختص بخش عمومی و بخش کوچکی مربوط به بخش خصوصی است. همچنین در خصوص تأمین مالی اوراق شرکتی و تأمین مالی پروژه‌محصور از توسعه خیلی کمی برخوردار بوده‌ایم.

#### امیدواری برای توسعه

در صورتی که بتوان هزینه تأمین مالی را به تناسب وضعیت اعتباری متقاضیان منابع مالی تعیین کرد باعث خواهد شد علاوه بر ایجاد ارزش برای ایجاد و حفظ جایگاه اعتباری مناسب برای بنگاه‌های اقتصادی، پروژه‌ها و اشخاص، زمینه حفظ و بهبود آن به منظور بهره‌مندی از مزایای آن فراهم شود. همچنین عقود و اصول تأمین مالی اسلامی و تجارب کشورهای مختلف اسلامی در این زمینه ابهام نظرات فقهای عالیقدر در زمینه معرفی ابزارهای مالی اسلامی جدید به تناسب نیازهای موجود، موجب خواهد شد تا حسب نیازهای موجود در بازار سرمایه از ابزارهای مختلفی بهره‌مند شده و سرمایه‌پذیرها با توجه به نیازهای مالی خود از ابزارهای مالی متناسب با نیاز تأمین مالی خود بهره‌مند شوند. بر این اساس در زمینه تأمین مالی پروژه‌ها در بازار سرمایه و اجرایی شدن مشارکت عمومی خصوصی نیز شاهد مرحله نهایی لایحة مشارکت عمومی خصوصی در مجلس و امکان بهره‌گیری از ظرفیت‌ها و ابزارهای و نهادهای موجود در بازار سرمایه خواهیم بود. همچنین با تأسیس شرکت‌های سهامی عام پروژه، صندوق پروژه و انواع اوراق (سکوک) از جمله سکوک استثنا و اجاره می‌توان به توسعه این بخش نیز امیدوار بود.

#### ظرفیت‌هایی در حال گسترش

در خصوص تأمین مالی پروژه‌محصور و مشارکت عمومی خصوصی در مرحله اول، تهمیه

سرمایه‌گذاری در بین اقسام مختلف مردم در کشور ارتقاء یابد و عموم مردم در سطوح سنی مختلف از آموزش‌های لازم در زمینه سواد مالی بهره‌مند شوند، شاهد جهت‌دهی سرمایه‌های اضافی مردم به سمت ابزارهای بدھی موجود در بازار سرمایه خواهیم بود که موجبات توسعه آن را فراهم خواهد آورد.

#### ضرورتی قابل توجه

با توجه به این که چند سالی است مجوز سه مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری توسط سازمان بورس و اوراق بهادر ارائه شده است، اما اکثریت انواع اوراق موجود در بازار بدھی با توجه به بهره‌گیری از ضمانت، مشابه یکدیگر بوده و اوراق از منظر ریسک‌ها با یکدیگر متفاوت نیستند. لذا رویکرد ریسک‌گیری یا ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تاثیری بر انتخاب سبد اوراق بهادر آن‌ها ندارد. به نظر می‌رسد جذب سرمایه‌گذاران با ذاته‌ها و سلایق مختلف و اشتهاهای مختلف ریسک‌پذیری مستلزم ایجاد سازوکارهای ریسک‌سنجی اوراق و ناشران در بازار است. از همین‌رو ضرورت داشته بازهایی تعییه شود تا این مؤسسه‌ساز کارکرد واقعی خود را بتوانند در بازارها و نظامهای تأمین مالی همچون تجارب موفق دنیا ایفا کنند. این در حالی است که سامانه ملی اعتبارسنجی که رفتار اعتباری اشخاص را نشان می‌دهد نیز از ظرفیت بالایی برای تکمیل چرخه ارزیابی اهلیت اشخاص برخوردار است.

عدم برخورداری از سازوکار رتبه‌بندی اعتباری باعث می‌شود که دو متقاضی یکی دارای توان مالی مناسب و دیگری نامناسب بتوانند با هزینه‌های مشابه تأمین مالی انجام دهنند و توجهی به احتمال عدم بازپرداخت توسط آن‌ها نشود. باید توسعه نظامهای تأمین مالی و تخصیص بهینه‌دارایی‌ها را بدون شفاف سازی و تقارن اطلاعاتی را امری غیرممکن دانست.

#### تمرکز بر رتبه اعتباری مناسب

برخورداری از رتبه اعتباری مناسب به عنوان یکی از شاخصه‌های فعالیت در بازارهای مالی دنیا مطرح است. دولت‌ها، بنگاه‌های اقتصادی، پروژه‌ها و اشخاص برنامه‌های وسیعی را برای زمینه‌سازی برخورداری از یک رتبه اعتباری مناسب و ارتقای آن در نظر گرفته و با جدیت آن را دنبال می‌کنند؛ چرا که می‌دانند از دستدادن رتبه اعتباری خوب، هزینه‌های بالایی را برای کسب و کار آن‌ها به همراه خواهد داشت و آن‌ها را از بسیاری از زمینه‌های مناسب موجود در بازارهای مالی محروم خواهد کرد. سرمایه‌گذاران نیز با توجه به اشتهاهی ریسک‌پذیری خود



## مدیریت صندوق های سرمایه گذاری

صندوق سرمایه گذاری درآمد ثابت، صندوق سرمایه گذاری در سهام، صندوق اخصاصی بازارگردان

- ✓ خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادر در بازار بورس تهران و فرابورس ایران
- ✓ خرید و فروش سهام از طریق سامانه معاملات برخط
- ✓ ارائه خدمات به مشتریان در قالب باشگاه مشتریان ساپویس
- ✓ ثبت نام غیر حضوری و احراز هویت از طریق دفاتر پیش خوان دولت
- ✓ مشاوره عرضه و پذیرش شرکت ها و سایر اوراق بهادر در بورس ها
- ✓ خرید و فروش انواع محصولات نفتی و مشتقات آن، معاملات برق و سایر حامل های انرژی در بورس انرژی
- ✓ خرید و فروش کلیه کالاهای صنعتی، معدنی، فرآورده های تفتی و پتروشیمی و محصولات کشاورزی در بورس کالای ایرانی
- ✓ خرید و فروش سکه و انواع گواهی سپرده کالایی
- ✓ انجام معاملات سلف موافق استاندارد در رینگ معاملات مشتقه مبتنی بر کالا
- ✓ ارائه گزارش های دوره ای خبری-تحلیلی در حوزه بازار سرمایه





به میدان آوردن تمام ظرفیت بازارهای مالی  
بحران خانه دار شدن را پایان می دهد

# چشم انتظار رویای چند میلیونی

۸۲ ◀▶ ۸۳



۹۵ تدبیری محکوم  
به شکست



۹۰ پیدا شدن  
حلقه مفقوده



۸۶ آرزوی بزرگی  
در آستانه تحقق



به میدان آوردن تمام ظرفیت بازارهای مالی، بحران خانه دار شدن را پایان می‌دهد

## چشم انتظار رویای چندمیلیونی

در چند سال اخیر، سالانه حدود ۳۵۰ هزار واحد مسکونی ساخته شد  
۳۶۰ هزار میلیارد تومان نیاز اولیه، برای آغاز طرح جهش تولید مسکن  
برآورد شده است



هاجر شادمانی  
روزنامه‌نگار

### توجه بر نتایج گذشته

طرح جهش تولید و تأمین مسکن با محوریت ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال به مدت چهار سال پیاپی (مصادف با دوره چهار ساله فعالیت دولت سیزدهم) در حالی قرار است از امسال اجرایی شود که از همان ابتدای مطرح شدن در مجلس در قالب طرح نماینده‌ها، موضع گیری گروه‌های مختلفی از کارشناسان، فعالان و صاحب‌نظران حوزه مسکن را به دنبال داشت. این موضوع گیری‌ها اغلب پاسخ به چند پرسش مهم در ارتباط با این طرح است. طرحی که حالا بعد از تجربه نه چندان موفق ساخت مسکن مهر و مسکن ملی، روی میز دولت سیزدهم قرار گرفته است. باید در نظر داشت که دو طرح قبلی، هنوز به طور کامل به نتیجه نرسیده‌اند و حتی از مجموع ۵۳۰ هزار واحد مسکونی که دولت دوازدهم در قالب طرح اقدام ملی تعريف و فرآیند ساخت آن را آغاز کرد تاکنون کمتر از ۲۰ هزار واحد تحويل داده است. حال دولت سیزدهم از سال اول آغاز فعالیت خود، در گیر طرحی خواهد شد که بزرگ مقیاس‌ترین پروژه اقتصادی این دولت خواهد بود.

### طرح «یک میلیون مسکن» از کجا آمد؟

اما طرح ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال از کجا آمد و چرا در زمانی که دولت دوازدهم طرح دیگری با مقیاس ۵۳۰ هزار واحد در قالب طرح اقدام ملی مسکن را آغاز کرده بود، نمایندگان مجلس تصمیم به اجرای چنین طرحی گرفتند؟

قانون ۲۵ ماده‌ای جهش تولید و تأمین مسکن بالاخره بعد از ماهها بحث و بررسی، تصویب، رفت و برگشت به شورای نگهبان برای رفع ایرادات و ابهاماتی که در آن بود، در سوم شهریور ماه ۱۴۰۰ به تایید رسید و از سوی رئیس مجلس به متولی بخش مسکن و سایر دستگاه‌های مسئول در اجرای این قانون ابلاغ شد.  
مشخص‌ترین و بارزترین رکن این قانون، به ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال و توالي آن به مدت چهار سال پیاپی اشاره دارد. قرار است در اجرای این قانون متولی مسکن سالانه یک میلیون واحد مسکونی در سراسر کشور احداث کند با این نیت که از این طریق، نیاز گروه‌های فاقد مسکن که به تنها‌ی و بدون مداخله دولت قادر به خرید واحد مسکونی نیستند برطرف شود.

### پیش‌بینی‌های اولیه

طراحان این قانون، پیش‌بینی‌هایی در مورد نحوه و محل تأمین منابع مالی، زمین، مصالح ساختمانی و سایر اجزای دخیل در امر ساخت و ساز در متن آن به عمل آورده‌اند. به عنوان نمونه پیش‌بینی شده است برای تأمین منابع مورد نیاز این پروژه چهار میلیون واحدی، صندوقی با عنوان «صندوق توسعه مسکن» ایجاد شود. همچنین تمامی منابع قابل وصول در بخش مسکن و تمام بودجه‌های مرتبط با آن به این صندوق وارد شده و از منابع حاصل برای ساخت واحدهای مسکونی مذکور استفاده شود.

## تحقیق کاهش ۵۰ درصدی

همان طور که نمودارها نشان می‌دهند از سال ۹۲ تاکنون حجم ساخت و سازها در کشور به طور متوسط به حدود یک دوم ساخت و سازهای سال‌های ابتدایی دهه ۹۰ کاهش یافته است. در شهر تهران نیز همین روند مشاهده می‌شود. ساخت و ساز و عرضه جدید به بازار مسکن شهر تهران در سال ۹۹ در حالی به معادل ۵۳ هزار و ۴۰۰ واحد مسکونی رسید که در سال‌های ابتدایی دهه ۹۰ به طور متوسط سالانه حدود ۲۰۰ هزار واحد مسکونی در شهر تهران ساخته

شد. این میزان در سال ۹۰ برابر با ۲۲۲ هزار واحد مسکونی، در سال ۹۱ برابر با ۲۰۰ هزار واحد مسکونی و در سال ۹۲ برابر با ۱۷۶ هزار واحد مسکونی بوده است اما از سال ۹۳ و همزمان با شروع دوره رکود در بازار ساخت و ساز به یکباره حجم ساخت و ساز و عرضه جدید در شهر تهران به کمتر از نیمی از ساخت و سازهای سال ۹۲ می‌رسد. در سال ۹۳ تیراژ ساختمانی شهر تهران ۸۵ هزار و ۲۰۰ واحد مسکونی بوده است و از این سال تا سال ۹۹ به طور متوسط در هر سال کمتر از ۷۰ هزار واحد مسکونی جدید به بازار معاملات مسکن شهر تهران عرضه شد. نتیجه این امر را می‌توان در کاهش مستمر سهم فروش واحدهای مسکونی نوساز در بازار معاملات مسکن شهر تهران و افزایش مداوم فاصله قیمت این واحدها با واحدهای مسن‌تر مشاهده کرد. در حالی که در سال‌های رونق معاملات مسکن و ساخت و ساز بیش از ۵۰ درصد از سهم فروش واحدهای مسکونی در پایخت مربوط به واحدهای مسکونی نوساز بود، این سهم هم اکنون به کمتر از ۳۵ درصد سقوط کرده است. سقوط سهم فروش واحدهای مسکونی نوساز کماکان در بازار مسکن شهر تهران ادامه دارد.

## عطش به عرضه جدید

رکود بازار ساخت و ساز مسکن در حالی دست کم ۷ سال پی در پی را پشت سر گذاشته است که نیاز به عرضه جدید همچنان وجود دارد وابن نیاز حتی نسبت به گذشته نیز افزایش یافته است. در حالی که در سال‌های ابتدایی دهه ۹۰ بیش از دو سوم نیاز به عرضه جدید از سوی بخش خصوصی و مکانیزم بازار تأمین می‌شد هم اکنون این سهم به حدود یک سوم کاهش یافته است. از این رو متولی و سیاست‌گذار بخش مسکن برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال را با این توجیه و استدلال در دستور کار خود قرار داده است. هر چند منتقدان می‌گویند ورود مستقیم دولت به انبوهاسازی مسکن سیاستی نادرست و غیر کارشناسی است و بهتر است متولی مسکن در نقش تسهیل گر شرایط ورود و تشویق سرمایه‌گذاران و سازندگان بخش خصوصی برای عرضه واحدهای مسکونی متناسب با نیاز متقارضیان را فراهم کند.

## جهش ۱۵ برابری

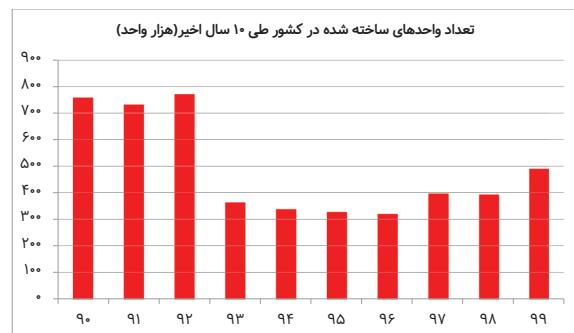
این در حالی است که از سوی دیگر، طراحان سیاست ساخت ساختمانی واحد مسکونی در سال، اجرای این برنامه را با تعديل قیمت‌ها در بازار ملک مرتبط می‌دانند. آن‌ها معتقدند عدم تعادل بین عرضه و تقاضای مسکن باعث شده، جهش‌های مکرر قیمت در بازار مسکن نیز تاثیرگذیرتر و حساس‌تر کرده است. به این معنا که جو و فضای بازار مسکن با هر نوسان ایجاد شده در داخل و خارج از این بازار، نوسانی می‌شود. بررسی‌های انجام شده به آمارهای رسمی، نشان می‌دهد میانگین قیمت مسکن در شهر تهران در فاصله سال‌های ۹۰ تا ۱۴۰۰ به ۱۵ برابر افزایش یافته است. سال

**منتقدان می‌گویند ورود مستقیم دولت به انبوهاسازی مسکن سیاستی نادرست و غیر کارشناسی بوده و بهتر است متولی مسکن در نقش تسهیل گر شرایط ورود، تشویق سرمایه‌گذاران و سازندگان بخش خصوصی برای عرضه واحدهای مسکونی متناسب با نیاز متقارضیان را فراهم کند**

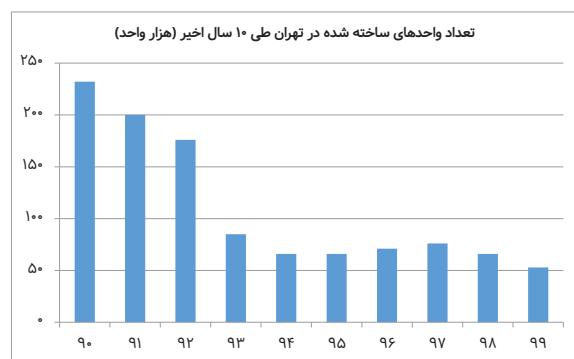
مطابق با نیازسنجی‌های صورت گرفته در طرح جامع مسکن که آخرین ویرایش آن مربوط به سال ۹۲ یعنی سال ابتدایی آغاز به کار دولت روحانی -دولت یازدهم- است، کشور سالانه به تأمین ۹۰ هزار واحد مسکونی جدید نیازمند است. عرضه ۹۰ هزار واحدی به بازار مسکن در هر سال به منظور پاسخ به نیازهای جدید در بازار مسکن از جمله نیاز به مسکن از سوی خانوارهای تازه تشکیل شده... از یک سو و پاسخ به ابیشت نیاز مسکن تحت تأثیر عدم تأمین مسکن برای خانوارها در سال‌های قبل محاسبه شد. این عدد سال‌ها مبنای اظهارنظرهای مسئولان و متولیان بخش مسکن قرار گرفت. اندکی بعد از انجام این نیازسنجی، بازار ساخت و ساز در کشور به رکودی عمیق فرو رفت. در حالی که نیازسنجی‌ها و مطالعات انجام شده ضرورت عرضه سالانه ۹۰ هزار واحد جدید به موجودی مسکن کشور را مورد تاکید قرار می‌دهد اما عملاً در سال‌های اخیر -حداقل ۶ سال گذشته- سالانه به طور متوسط حدود ۳۵۰ تا ۳۰۰ هزار واحد مسکونی ساخته شده که معادل حدود یک سوم پاسخگویی به نیاز کشور بود. طراحان سیاست ساخت یک میلیون مسکن در سال می‌گویند با اجرای این طرح بخشی از نیاز ابیشه شده در بازار ملک از یک سو و همچنین عده نیاز به تأمین مسکن برای خانوارهای جدید تأمین خواهد شد. در حالیکه عملکاریزیم بازار در این زمینه با شکست مواجه شده و نیاز است در چینی شرایطی دولت به عنوان متولی تأمین مسکن وارد عمل شود.

در نمودار شماره ۱، وضعیت ساخت و سازهای کشور و در نمودار شماره ۲ وضعیت ساخت و سازهای شهر تهران و تحولات آن‌ها در یک بازه زمانی ۱۰ ساله آمده است.

نمودار شماره ۱: وضعیت ساخت و سازها در کشور (از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹)



نمودار شماره ۲: وضعیت ساخت و سازهای مسکونی در تهران (از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹)



میانگین قیمت هر مترمربع مسکن در شهر تهران معادل حدود ۲ میلیون تومان بود اما هم اکنون متوسط قیمت هر مترمربع واحدهای مسکونی در شهر تهران به بیش از ۳۱ میلیون تومان افزایش یافته است. این میزان افزایش در فاصله سال های ۹۰ تا ۹۹ حدود ۱۲ برابر است. همچنین میانگین قیمت فروش هر مترمربع مسکن در شهر تهران در سال ۹۰ حدود ۲ میلیون تومان بود. این میزان در سال ۹۹ معادل ۲۴ میلیون تومان گزارش شد. میانگین قیمت هر مترمربع مسکن در کشور نیز از ۷۷۰ هزار تومان در سال ۹۰ به ۸ میلیون تومان در سال ۹۹ افزایش یافت.

در سال ۹۹ افزایش یافت. در نمودارهای (۳ و ۴) تغییرات قیمت مسکن در ۱۰ سال گذشته نشان داده است.

میانگین قیمت فروش هر مترمربع مسکن در شهر تهران در سال ۹۰ حدود ۲ میلیون تومان بود. این میزان در سال ۹۹ معادل ۲۴ میلیون تومان گزارش شد.

میانگین قیمت فروش هر مترمربع مسکن در شهر تهران در سال ۹۰ حدود ۲ میلیون تومان بود. این میزان در سال ۹۹ معادل ۲۴ میلیون تومان گزارش شد.

میانگین قیمت هر مترمربع مسکن در کشور نیز از ۷۷۰ هزار تومان در سال ۹۰ به ۸ میلیون تومان در سال ۹۹ افزایش یافت.

مسکن و عرضه انبو واحدهای مسکونی را ایجاد می کند.

## ۵۱ درصد افزایش سکونت استیجاری

به گفته آنها یکی از مهمترین چالش هایی که در سال های اخیر در بازار مسکن ایجاد شده است به کاهش نسبت خانوارهای مستأجر دارای تصرف ملکی نسبت به خانوارهای مستأجر بر می گرد. آمارهای نشان می دهد در حالی که در سال ۶۵ تعداد ۱۵،۵ درصد از کل خانوارهای کشور در واحدهای مسکونی استیجاری سکونت داشته و سایر خانوارها در مسکن ملکی ساکن بوده اند این نسبت در سال ۹۸ به حدود ۵۱ درصد افزایش یافته است.

نمودار شماره ۵: نسبت تعداد خانوارهای مستأجر به کل خانوارها در سه دهه گذشته

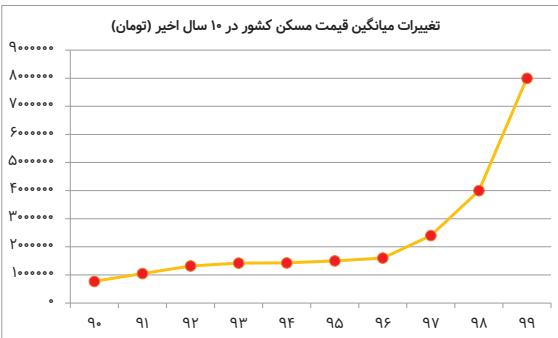


طراحان سیاست ساخت یک میلیون مسکن در سال معتقدند می توان از طریق ساخت و عرضه این واحدها نه تنها بازار معاملات خرید و فروش مسکن بلکه بازار اجاره را نیز از التهاب خارج کرد.

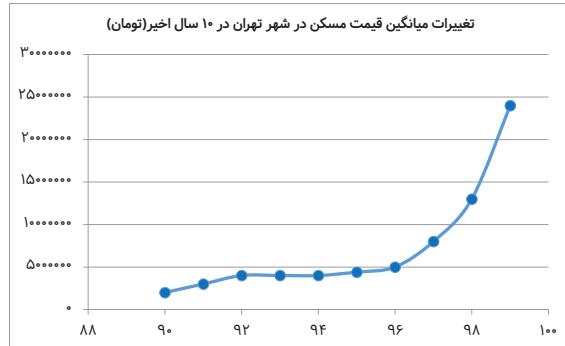
## مختصات جهش و ۳۶۰ هزار میلیارد تومان نیاز اولیه

همان گونه که اشاره شد با ابلاغ قانون جهش تولید و تأمین مسکن ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی برای مدت چهار سال متواالی در دستور کار متولی بخش مسکن قرار گرفته است. جزییات این قانون نشان می دهد قرار است با تشکیل صندوقی به نام صندوق توسعه مسکن تمام منابع و تسهیلات بخش مسکن به این صندوق وارد شده و از این طریق صرف ساخت پروژه های تعریف شده شود. آن طور که جزییات این طرح و اظهارات طراحان آن نشان می دهد قرار است سالانه دست کم ۲۰ درصد از کل تسهیلاتی که بانک ها به بخش های مختلف پرداخت می کنند به بخش مسکن اختصاص یابد. این سهم در سال های اخیر کمتر از ۵ درصد بوده است. از این محل برای سال ۱۴۰۰ منابعی بالغ بر ۳۶۰ هزار میلیارد تومان پیش بینی شده است و آن طور که طراحان آن می گویند این مبلغ در هر سال افزایش خواهد یافت. علاوه بر آن منابع حاصل از بازگشت خط اعتباری مسکن مهر، منابع و بودجه های سالانه دولتی مربوط به

نمودار شماره ۳: تغییرات قیمت مسکن (فاصله سال های ۹۰ تا ۹۹)



نمودار شماره ۴: تغییرات قیمت مسکن در تهران (فاصله سال های ۹۰ تا ۹۹)



## شیب صعودی رشد قیمت

همان گونه که مشاهده می شود شیب رشد قیمت مسکن از سال ۹۷ در شهر تهران و کشور به شدت صعودی شده است. جهش قیمت مسکن در شهر تهران از اوایل سال ۹۷ و در کشور از اوایل سال ۹۷ آغاز شد که نتیجه آن خود را در شکل افزایش چند برابر سطح قیمتها نشان می دهد.

## استدلال های قابل تأمل طراحان

طراحان طرح جهش تولید مسکن با این استدلال که رکود در بازار ساخت و عرضه واحدهای جدید به بازار مسکن مهمترین دلیل رشد و جهش بی رویه سطح قیمت هاست اقدام به طرح ریزی و تصویب این برنامه کردند. به اعتقاد آنها در صورتی که سالی یک میلیون واحد مسکونی دست کم به مدت چهار سال (مجموعاً چهار میلیون واحد مسکونی) ساخته شود می توان انتظار داشت نه تنها به همین تعداد، خانوار قادر مسکن صاحب خانه شوند بلکه ضمن تحریک و افزایش عرضه، روند رشد نامتعادل

است از سه طریق تأمین شود. استفاده از موجودی زمین‌های دولتی و اراضی تحت اختیار دولت در داخل شهرها، الحاق زمین‌های قابل ساخت و خارج از محدوده محدها و همچنین ساخت مسکن در شهرهای جدید اطراف کلانشهرها و شهرهای بزرگ سه مکان تأمین زمین برای اجرای این طرح در نظر گرفته شده است. البته در این روند، اختصاص زمین‌های قابل ساخت واقع در بافت‌های فرسوده برای این ساخت و سازها نیز در قانون مورد تأکید قرار دارد. در این قانون همچنین به موضوع تأمین مصالح ساختمانی و تأمین خدمات ساختمانی اشاره شده است. بر این اساس، وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف شده است برای پوشش ریسک (خط‌بندیری) ساخت مسکن، امکان پیش خرید و سایر ابزارهای پوشش خط‌بندیری خرید مصالح ساختمانی (صرف سیمان و فولاد) را دربورس کالا فراهم کند. همچنین برای هدایت رساندن هزینه ساخت این واحدها که در نهایت منجر به کاهش قیمت این واحدها برای مقاضیان می‌شود، هزینه صدور و تمدید پروانه ساختمانی و گواهی پایان کار ساختمان کلیه برنامه‌های حمایتی وزارت راه و شهرسازی در بخش مسکن باید با سی درصد تخفیف محاسبه و دریافت شود.

### منتقدان چه می‌گویند؟

منتقدان به طرح ساخت یک میلیون مسکن در سال، چند محور اصلی در ارتباط با این طرح را مطرح و بر پایه این دلایل اعلام می‌کنند. دولت نباید برای ساماندهی بازار مسکن به بیراهه‌های قبلی رجوع کند، چرا که اگر تجربه ساخت و سازهای انبوه به خصوص در خارج از محدوده‌های شهری در تنظیم بازار مسکن، خانه دار شدن مردم و مقابله با جهش قیمت مسکن موثر بود تجربه مسکن باید این نتایج را به همراه داشت.

### ضرورت تمرکز بر تأمین مالی

اولین محور قابل توجه مورد انتقاد گروهی از کارشناسان در ارتباط با اجرای این طرح مربوط به نحوه تأمین مالی این طرح است. هم‌اکنون بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و به طور کلی نظام بانکی با چالش‌های زیادی همراه هستند. در حالی که در سال‌های گذشته و به موجب قوانین مختلفی که در ارتباط با تأمین مالی حوزه مسکن به تصویب رسید، بانک‌ها مکلف به پرداخت تسهیلات در بخش مسکن بوده‌اند اما عمل‌هیچ کدام از بانک‌ها (به استثناء بانک تخصصی بخش مسکن) از این تکلیف استقبال نکرده و در عمل تسهیلاتی به بخش مسکن پرداخت نکرده‌اند. البته اخیراً و براساس آمارهای رسمی سهم مسکن از کل تسهیلات بانکی به حول و حوش ۵ درصد سقوط کرد. همچنین طولانی مدت بودن دوره بازگشت منابعی که در قالب تسهیلات به مقاضیان مسکن پرداخت می‌شود توجیه پذیری پرداخت تسهیلات از سوی بانک‌ها به این بخش را از بین برده است.

### ناگزیر شدن به خلق پول

منتقدان همچنین معتقدند این طرح می‌تواند مانند طرح مسکن مهر آثار تورمی بر جای بگذارد و دولت در نهایت به واسطه درگیر شدن با تعهد گسترده ساخت سالانه مسکن یک میلیون واحد مسکونی و ایجاد توقع در مردم، ناگزیر به اختصاص خط اعتباری و خلق پول و در نتیجه افزایش پایه پولی کشور می‌شود. تجربه‌ای مشابه آنچه بعد از اجرای طرح مسکن مهر در کشور به دست آمد.

در صورتی که سالی یک میلیون واحد مسکونی دست کم به مدت چهار سال ساخته شود می‌توان انتظار داشت نه تنها به همین تعداد، خانوار فاقد مسکن صاحب‌خانه شوند بلکه ضمن تحریک و افزایش عرضه، روند رشد نامتعادل و جهش قیمت در بازار معاملات ملک نیز متوقف شود

بخش مسکن و درآمدهای مالیاتی بخش مسکن از این صندوق واریز شده و صرف تأمین مالی پروژه‌های ساخت یک میلیون مسکن در سال می‌شود. مطابق با این قانون همچنین منابع دیگری مانند درآمدهای حاصل از واگذاری زمین‌های ۹۶ ساله، اقساط برگشتی صندوق پس انداز مسکن یکم و کمکهای خیرین نیز به این صندوق واریز خواهد شد. همچنین در این روند، تسهیلاتی که بانک‌ها به موجب این قانون مکلف و موظف به پرداخت آن هستند براساس نیاز سالانه مسکن در طرحها و برنامه‌های اعلام شده پرداخت می‌شود. این تسهیلات پس از انمام دوره ساخت (اتمام دوره مشارکت) تبدیل به تسهیلات فروش اقساطی شده و به خریدار این واحدها منتقل می‌شود.

### تسهیلات ۲۵۰ تا ۴۵۰ میلیونی

آن طور که برخی از مسئولان می‌گویند برای اجرای این طرح به ازای هر واحد مسکونی تسهیلاتی بین ۲۵۰ تا ۴۵۰ میلیون تومان در نظر گرفته خواهد شد. البته رقم این تسهیلات بسته به شرایط و مختصات آتی می‌تواند تغییر کند و تازمان تنظیم این گزارش رقم نهایی تسهیلات از سوی مجری برنامه ساخت یک میلیون واحد در سال - دولت - اعلام نشده است. هر چند مطابق با مفاد قانون جهش تولید مسکن طول دوره بازپرداخت این تسهیلات ۲۰ ساله خواهد بود.

### به میدان آوردن تمام ظرفیت بازارهای مالی

همچنین در قانون جهش تولید و تأمین مسکن، به بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری مشارکت کننده در اجرای این برنامه مجوز داده شده است به منظور تأمین مالی منابع در نظر گرفته شده اقدام به انتشار و عرضه اوراق رهنی در چارچوب مقررات بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار کنند. البته در قانون مذکور، ضمانت اجرایی در خصوص نحوه عملکرد بانک‌ها در اختصاص سهمیه تعیین شده برای اختصاص به این طرح به صورت سالانه تعیین شده و به صراحت اعلام شده است: سازمان امور مالیاتی کشور موظف است در صورت عدم رعایت موضوع این ماده (اختصاص سهم ۲۰ درصدی از کل تسهیلات پرداختی به بخش مسکن از سوی بانک‌ها) در قالب بودجه سناواتی مالیاتی برابر با ۲۰ درصد تعهد انجام نشده را از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری دریافت و به خزانه داری کل کشور واریز کند. همچنین مالیات‌های دریافتی از این محل نیز به صندوق توسعه مسکن وارد می‌شود و برای پیشبرد طرح ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال به کار گرفته می‌شود.

همچنین استفاده از ظرفیت‌های دیگری از بازار سرمایه علاوه بر انتشار اوراق رهنی در این قانون مورد تأکید قرار گرفته است. براساس این قانون، وزارت راه و شهرسازی مکلف شده است با همکاری وزارت امور اقتصادی و دارایی نسبت به تاسیس، توسعه و تسهیل مقررات صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای تأمین مالی ساخت و اجاره

واحدهای مسکونی از طریق جذب سرمایه بخش خصوصی اقدام کند. در قالب این صندوق‌ها زمین‌های موضوع این قانون می‌تواند به پروژه‌ها اختصاص یابد. البته در این روند، دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در اولویت واگذاری واحدهای مسکونی ساخته شده از این طریق قرار خواهد گرفت.

### شفاف سازی سایر ارکان اساسی

زمین مورد نیاز برای این ساخت و سازها نیز قرار

## تمرز بر چالش‌های کنونی مسکن مهر

از سوی دیگر منتقدان این سیاست می‌گویند: اجرای چنین برنامه‌ای می‌تواند بپراهمهای قبلی مسکن در خصوص مکان یابی ساخت و احداثی مسکونی را تشدید کند و مشکلات بزرگتری را برای مردم و دولت‌ها ایجاد کند. هنوز تعداد زیادی از واحدهای مسکونی ساخته شده در شهرهای حومه‌ای و شهرهای جدید حاشیه کلانشهرها که مسکن مهر در آن‌ها بارگزاری شده، قادر خدمات زیربنایی و روبنایی و سرانه‌های شهری و خدماتی کافی هستند. حال افزودن اضافه بار ساختمانی و سکونتی به این مناطق می‌تواند مشکلات موجود در این مناطق را تشدید کرده و عمل حومه‌های کلانشهرها را به مکان‌هایی دشوار برای زندگی تبدیل کند.

جزیيات ساخت سالانه یك ميليون مسكن شفاف شد

# آرزوی بزرگی در آستانه تحقق

باید به طور متوسط روزانه معادل ۲ هزار و ۷۰۰ واحد مسکونی ساخته شود

**شنبه عزیزی**  
خبرنگار

قانون جهش تولید و تأمین مسکن بعد از چند بار رفت و برگشت به شورای نگهبان، در نهایت با انجام اصلاحاتی تایید و به متولی بخش مسکن ابلاغ شد. رئیس کمیسیون عمران مجلس جزیيات تازه‌تری از آنچه قرار است در قالب این طرح اجرایی شود را تشریح کرد. محمد رضا رضایی کوچی، رئیس کمیسیون عمران مجلس شورای اسلامی با اشاره به کم و کیف اجرای این طرح، به برخی از چالش‌های پیش رو در مسیر ساخت یك میلیون واحد مسکونی در سال آشارة کرد. وی همچنین از عملکرد ضعیف برخی دستگاه‌های متولی شناسایی و تأمین زمین برای شروع این برنامه انتقاد و افزود: با پیگیری مجلس این مشکل برطرف خواهد شد. رضایی کوچی، تأمین به موقع منابع مالی و مصالح ساختمانی با نرخ پایه و حمایتی را دو موضوع اساسی برای اجرای موفق و به موقع این پروژه عنوان کرد. مشروح گفت و گو با رئیس کمیسیون عمران مجلس را پیرامون مسائل قانون جهش تولید و تأمین مسکن در ادامه می‌خوانید.

## احیای سیاست مهاجرت معکوس

براساس تحقیقات میدانی به عمل آمده این طرح همچنین می‌تواند بر ضد سیاست مهاجرت معکوس و تمرکزدایی از کلانشهرهایی مانند تهران عمل کند. تحقیقات میدانی نشان می‌دهد هم‌اکنون بیش از ۷۰ درصد ساکنان شهرهای جدید اطراف تهران مهاجران سایر استان‌ها هستند که به دنبال بارگزاری‌های عظیم ساختمانی ناشی از اجرای سیاست مسکن مهر به حومه تهران مهاجرت کرده‌اند. انگیزه اصلی آن‌ها برای مهاجرت به حومه تهران یافتن شغل است. در حالی که توان خرید یا اجاره مسکن در درون پایتخت را ندارند در نتیجه به حومه ارزان قیمت تهران مهاجرت می‌کنند. این در حالی است که در همه سال‌های گذشته تاکنون یکی از سیاست‌های اصلی جمعیتی در کشور، سیاست رفع تمرکز از پایتخت و مدیریت جمعیت و مهاجرت‌ها بوده است.

## بی توجهی به نوسازی و تکرار مکان‌یابی نامناسب

کارشناسان همچنین معتقدند سیاست نوسازی بافت‌های فرسوده شهری و کیفی سازی در هسته میانی و درونی شهرها که باید در اولویت برنامه‌های سیاست‌گذار مسکن در حوزه تأمین مسکن قرار بگیرد عملکرد این طرح جایگاهی ندارد. اگرچه در قانون جهش تولید مسکن به این موضوع اشاره شده است، اما تأکید متولیان و طراحان این طرح بر تأمین زمین در خارج محدوده شهرها و ساخت و ساز در حومه نشان می‌دهد عملاً ساخت مسکن در بافت‌های فرسوده اولویت این سیاست نیست، بنابراین خطر تشدید و تکرار مکان‌یابی‌های نامناسب برای اجرای پروژه‌های مسکونی به شدت وجود دارد.

## آغاز ثبت نام پر ابهام

با این حال، کارشناسان نسبت به چالش‌های بسیار زیادی که دولت و متولی بخش مسکن در اجرای این طرح با آن مواجه هستند هشدار می‌دهند. این چالش‌ها از دیدگاه آن‌ها می‌تواند مشکلات بزرگی را در مسیر اجرای این پروژه و طرح ایجاد کند. حتی برخی منتقدان پا فراتر گذاشته و از غیر ممکن بودن اجرای این سیاست خبر می‌دهند. البته با وجود همه این انتقادها دولت به تازگی ثبت نام از مقاضیان این طرح را آغاز کرده در حالی که هنوز میزان تسهیلات، هزینه ساخت و قیمت تمام شده این واحدها مشخص نشده است در مجموع باید به انتظار نشست تا بینیم با در نظر گرفتن تمام مسائلی که مطرح شد و عده سالانه ساخت یك میلیون واحد مسکونی در سال ۱۴۰۱ جامه عمل خواهد پوشید یا همچنان چویندگان واقعی یك واحد مسکن - باید، زندگی خود را با رویاهای چند میلیونی سپری کنند. بگذاریم گذشت زمان، این بار بدون فrust سوزی مستثولان قضاوت کند.

که مهمترین و محوری‌ترین تکلیف در این طرح نیز ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی است. این طرح با کسب ۷۵ درصد آرای مثبت نمایندگان در نهایت به تصویب رسید.

### ■ با اجرای این طرح به دنبال تحقق چه هدفی هستید؟

معتقدیم با اجرای این طرح می‌توان از رشد افسارگسیخته قیمت مسکن گلوگیری کرد. البته به هیچ وجه ادعا نداریم که اجرای این طرح منجر به عدم افزایش قیمت مسکن در همه دوره‌ها می‌شود بلکه تلاش می‌کنیم رشد قیمت مسکن را کنترل کرده و با اجرای این طرح به گونه‌ای عرضه را تقویت کنیم که در نهایت قیمت مسکن حداکثر به میزان تورم و متناسب با آن افزایش یابد. نکته مهم و موثر در خصوص این طرح آن است که در این طرح تلاش شده تا به همه اجزای دخیل در امر ساخت و ساز توجه شود؛ از جمله موضوع زمین، منابع مالی و همچنین سایر هزینه‌های مربوط به ساخت و ساز و تأمین مصالح ساختمانی در این طرح مورد توجه واقع شده است، حتی تمهیمات خوبی در این قانون برای نظرات بر حسن اجرای تکالیف درنظر گرفته شده است.

### ■ برخی منتقدان اجرای سیاست

**ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی** معتقدند، تجربه مشابه این سیاست یعنی مسکن مهر که در اواسط دهه ۸۰ اجرایی شد نشان داد سیاست‌های ابیوه‌سازی از سوی دولت محکوم به شکست است؛ در این زمینه چه نظری دارید؟

باید تاکید کنم که این برنامه تفاوت‌های اساسی و فاحش با برنامه مسکن مهر دارد. مسکن مهر به طور قطع دارای نواقص اساسی بود از جمله در بحث جانمایی‌ها، عدم نظارت‌ها، کیفیت پایین در ساخت و عدم توجه به بخش عمده‌ای از نیازهای مردم. هر چند نیاید از نظر دور داشت که به رغم وجود همه این نواقص در نهایت مسکن مهر نیز برای تعداد زیادی از خانوارهای فاقد مسکن سبب خیر شد و آن‌ها به واسطه این طرح خانه‌دار شدند. در برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال تلاش کرده‌ایم با عترت‌آموزی از مسکن مهر، نقاط ضعف مسکن مهر را تکرار نکرده اما از نقاط مثبت آن استفاده کنیم. از جمله مهمترین مواردی که در برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی بر آن تاکید داریم آن است که در این سیاست منابع بسیار مناسبی برای تأمین مالی پروژه‌ها و همچنین



### ■ همه جانبه تبدیل شده است.

اما یکی از اصلی‌ترین و مهمترین معضلاتی که در نتیجه این موضوع ایجاد شده، آن است که کمبود عرضه و تولید مسکن باعث رشد روزافزون قیمت مسکن و چشم‌های مکرر قیمتی در بازار معاملات ملک شده است؛ به طوری که هم‌اکنون جمعیت قابل توجهی در کشور حتی آن‌هایی که از سطح درآمد متوسط برخوردارند دیگر قادر به صاحبخانه شدن نیستند و قیمت مسکن به قدری افزایش یافته که خرد خانه برای مردم به یک رویا تبدیل شده است. این رو با در نظر گرفتن جمیع چهات و پس از برگزاری دهه جلسه کارشناسی در این زمینه، مجلس طرح جهش تولید و تأمین مسکن را مصوب کرده و این طرح هم اکنون به صورت قانون ابلاغ شد

### ■ با ابلاغ قانون جهش تولید و تأمین

مسکن، دولت مکلف به اجرای طرح جدید ابیوه‌سازی در حوزه مسکن شده است؛ شرایط کنونی بازار مسکن را بر اساس کلیات این قانون چگونه ارزیابی می‌کنید؟

مطابق با برآوردهای کارشناسی و نیازمنجی‌های صورت گرفته و براساس قانون جهش تولید مسکن در کشور باید سالانه یک میلیون واحد مسکونی ساخته شود. در واقع یک میلیون واحد مسکونی در سال نیاز کشور به تولید و تأمین مسکن است. این در حالی است که در سال‌های اخیر در هر سال به طور متوسط بین ۳۰ تا ۳۵ هزار واحد مسکونی جدید ساخته و به بازار عرضه شده است و مباقی نیاز، مغفول مانده است. این معلم نه تنها منجر به کاهش عرضه مسکن به بازار و مشکلات مربوط به تأمین مسکن خانوارها می‌شود، بلکه از آنجا که فعالیت بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی و واحدهای تولیدی مرتبط با امر مسکن در نتیجه این رکود ساختمانی به حالت تعطیل و نیمه تعطیل درآمده، مجموعه اقتصاد کشور از این ناحیه دچار آسیب شده است. از سوی دیگر از آنجا که بخش زیادی از درآمدهای شهرداری‌ها نیز از ناحیه عوارض ساختمانی و صدور پروانه ساخت مسکن است، مدیریت شهری نیز در تأمین هزینه‌های خود از محل درآمدهای ناشی از ساخت و ساز با مشکل و کمبود مواجه شده است، بنابراین کاهش تولید مسکن در جامعه به یک معلم

اگرچه معتقدیم با اجرای طرح جهش می‌توان از رشد افسارگسیخته قیمت مسکن گلوگیری کرد، اما به هیچ وجه منجر ادعا نداریم که اجرای این طرح منجر به عدم افزایش قیمت مسکن در همه دوره‌ها می‌شود بلکه تلاش می‌کنیم رشد قیمت مسکن را کنترل کرده و با اجرای این طرح به گونه‌ای عرضه را تقویت کنیم که در نهایت قیمت مسکن حداکثر به میزان تورم و متناسب با آن افزایش یابد

تأمین خدمات زیربنایی و روپایی در نظر گرفته شده است. در بحث نظارت‌ها حساسیت‌ها بسیار زیاد است و در جانمایی‌ها تلاش کرده‌ایم تا نهایت دقت به عمل آید. در بحث منابع ساخت تلاش کرده‌ایم علاوه بر استفاده از منابع دولتی و بودجه‌های بخش مسکن، حداقل ۲۰ درصد از تسهیلاتی که بانک‌ها در هر سال به بخش‌های مختلف اختصاص می‌دهند به بخش مسکن هدایت شود. بر این اساس برای سال جاری که سال اول اجرای برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی درسال است ۳۶۰ هزار میلیارد تومان منابع از این محل پیش‌بینی شده است که در کنار سایر منابع در صندوق توسعه مسکن به خواهد آمد. اعتقاد ما بر این است که این قانون می‌تواند به طور قطع در کنترل قیمت مسکن موثر واقع شود و مردم زیادی از این طریق صاحبخانه شوند. اما یکی از مهمترین پیش‌شرط‌های تحقق هدف هماهنگی و رود جدی دستگاه‌های متولی و اجرایی در این طرح است.

### ■ تأمین مالی ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال چگونه بوده و ضمانت تأمین منابع چیست؟ همچنین با توجه به سوابق گذشته بازار بول، برای الزام بانک‌ها به اختصاص ۲۰ درصد از منابع تسهیلاتی خود به بخش مسکن کنیت تدبیری اندیشه شده است؟

با مصوبه مجلس هشتم در دهه ۸۰، خط اعتباری ۵۰ هزار میلیارد تومانی در اختیار بانک مسکن برای ساخت واحدهای مسکن مهر و تزریق به این پروژه‌ها قرار گرفت. هم‌آنکنون نزدیک به ۴۰ هزار میلیارد تومان از این خط اعتباری در اختیار بانک مسکن قرار دارد که قرار است این میزان برای تأمین مالی ساخت یک میلیون واحد مسکونی در صندوق توسعه مسکن قرار بگیرد. کمک‌های دولت در بخش مسکن و منابعی که سالانه در بودجه به این بخش اختصاص داده می‌شود به این صندوق وارد می‌شود. بانک‌ها نیز امسال براساس تکلیف مشخص شده برای آن‌ها در قانون باید ۳۶۰ هزار میلیارد تومان از منابع تسهیلاتی خود را به این برنامه اختصاص دهند که در هر سال این میزان افزایش خواهد داشت. پیش از این کمتر از ۹ درصد از تسهیلات بانکی به بخش مسکن اختصاص می‌یافتد. یکی از مهمترین دلایل عدم تمایل بانک‌ها برای تسهیلات دهی در بخش مسکن نیز طولانی بودن پروسه بازپرداخت تسهیلات مسکن است اما در قانون جهش تولید مسکن جرایمی برای بانک‌ها در نظر گرفته

### در برنامه ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی تلاش کرده‌ایم با عبرت آموختی از مسکن مهر، نقاط ضعف مسکن مهر را تکرار نکرده اما از نقاط ثبت آن استفاده کنیم از جمله مهمترین مواردی که در برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی بر آن تأکید داریم آن است که در این سیاست منابع بسیار مناسبی برای تأمین مالی پروژه‌ها و همچنین تأمین خدمات زیربنایی و روپایی در نظر گرفته شده است

شده است که در صورت تخلف از قانون و عدم اختصاص ۲۰ درصد از منابع تسهیلاتی خود به بخش مسکن به طور قطع این جرایم اعمال خواهد شد. در اقع هر بانکی به تعهدات تعیین شده در این زمینه عمل نکند مشمول جریمه خواهد شد. با اختیاری که به بانک مرکزی در این زمینه داده شده است باید امسال دست کم ۳۶۰ هزار میلیارد تومان منابع از این محل به صندوق توسعه مسکن وارد شود. پیش‌بینی شده است درآمدهای مالیاتی بخش مسکن نیز به این صندوق وارد شده و از منابع حاصل از آن برای ساخت این واحدها استفاده شود.

### ■ تسهیلاتی که در قالب برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال به مقاضیان تعلق خواهد گرفت، دوره بازپرداخت و نرخ سود آن چگونه خواهد بود؟

شاید مهمترین موضوعی که در این رابطه بتوان به آن اشاره کرد این است که در این برنامه تلاش کرده‌ایم ارزان‌ترین تسهیلات بانکی برای خانه دار شدن گروههای مدد و فاقد مسکن پرداخت شود. از سوی دیگر با تمهداتی مانند عرضه مصالح ساختمنی مورد نیاز سازندهای این واحدها در بورس کالا با قیمت پایه تلاش داریم تا قیمت تمام شده این واحدها به میزان محسوسی با سایر واحدهای مسکونی تفاوت داشته و تا حد امکان پایین باشد. به گونه‌ای در خصوص هزینه ساخت این واحدها و قیمت تمام شده آن‌ها برای هر زیربنایی شده است تا افرادی که از جانب آن‌ها به بخش‌های پایین درآمدی و اقتصادی قرار دارند به راحتی بتوانند از این طریق صاحبخانه شوند. در مورد تسهیلات نیز تلاش شده تا نرخ سود این تسهیلات برای گروههای کم درآمد بین ۱۰ تا ۱۲ درصد باشد. همچنین تسهیلاتی با سقف ۴۵۰ میلیون تومان مسکن نیز طولانی بودن پروسه بازپرداخت تسهیلات مسکن است اما در قانون جهش تولید مسکن جرایمی برای بانک‌ها در نظر گرفته

در صد درآمد افراد تجاوز نکند. یکی از ابتداءات مهمی که در برخی از طرح‌های انبوی‌سازی مسکن از سوی دولت - نظیر طرح اقدام ملی مسکن - وجود داشت آن است که این تسهیلات با نرخ سود ۱۸ درصدی به مردم عرضه شد. به همین دلیل رقم اقساط آن درصد بالایی از درآمد افراد را به خود اختصاص می‌داد که همین موضوع باعث شد بسیاری از مقاضیان از این طرح انصراف دهند. اما در برنامه جدید برای ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال بازپرداخت، تسهیلات به صورت پلکانی خواهد بود و برname ریزی شده است رقم قسط ماهانه وام از ۴۰ درصد حقوق و درآمد افراد تجاوز نکند. به این صورت دست‌کم در سال اول رقم اقساط ماهانه مبلغی حول و حوش دو میلیون تومان و حتی کمتر از این میزان در نظر گرفته خواهد شد. یک نکته مهم در ارتباط با این برنامه آن است که در روند سیاست‌گذاری برای تدوین قانون جهش تولید مسکن و ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی در استطاعت بودن اقساط تسهیلات یک شرط اساسی و لازم است. در غیر این صورت طرح با شکست مواجه خواهد شد. از این رو به صورتی که توضیح داده شد سعی شده است تا اقساط در استطاعت برای این تسهیلات در نظر گرفته شود.

### ■ یک انتقاد دیگر برخی منتقدان برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی آن است که دولت به سبب منابع عظیمی که برای این طرح نیاز خواهد داشت ناچار به خلق و انتشار بول خواهد شد و این موضوع می‌تواند منجر به ایجاد تورم و افزایش پایه پولی شود. در این خصوص چه نظری دارید؟

بانک‌ها در پرداخت تسهیلاتی که برای آنان تعیین شده، بار مالی اضافه متحمل نخواهند شد. چرا که افزایش تسهیلات دهی برای آن‌ها مکلف شدنداند از تسهیلاتی که به بخش‌های غیرضروری پرداخت می‌کنند کاسته و منابع آن را صرف تسهیلات دهی به بخش مسکن کنند. در واقع بانک‌ها زیر بار جدید مالی نخواهند رفت، بلکه همان تسهیلاتی که از جانب آن‌ها به بخش‌های مختلف پرداخت می‌شده، هدفمند خواهد شد. از سوی دیگر در صورتی که نگاهی واقع بینانه به اقتصاد کشور و بخش‌های مختلف این داشته باشیم متوجه می‌شویم که بخش مسکن لوکوموتیو و محک اقتصاد کشور است. در واقع این بخش به عنوان یک بخش مولد و اشتغال‌زا می‌تواند بسیاری از مشکلات

شرایط می‌تواند تغییر کند و پروژه‌ها و سازنده‌ها در روند اجرا دچار مشکل شوند.  
از این رو منابع مالی باید به گونه‌ای در صندوق توسعه مسکن تجهیز شود که در زمان مناسب به پروژه‌ها تزریق شود. از سوی دیگر حمایت‌های لازم برای اختصاص سهمیه مصالح با نرخ پایه برای به حداقل رساندن زمان و هزینه ساخت مسکن باید به عمل آید.

**■ یکی از مباحث مهم در ارتباط با اجرای این برنامه ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال، تأمین زمین مورد نیاز برای این پروژه‌هاست؛ همانگونه که اشاره کردید در کلانشهرها که عمدۀ نیاز به ساخت و عرضه مسکن در آن‌ها تمرکز باقته است مشکل تأمین زمین وجود دارد. این مشکل تا چه اندازه می‌تواند در فرآیند کار ایجاد اختلال کند؟**

وقتی صحبت از ساخت سالانه یک میلیون واحد مسکونی به میان می‌آید به این معناست که به طور متوسط در هر روز باید معادل ۲ هزار و ۷۰۰ واحد مسکونی ساخته شود. برای اجرای چنین پروژه‌های مهمی علاوه بر منابع، مصالح و نیروی انسانی، در وهله اول موضوع تأمین زمین از اهمیت اساسی برخوردار است. یعنی تا زمانی که زمین مناسب برای اجرای این پروژه‌ها تأمین نشود عمل فرآیند اجرای آغاز نمی‌شود. علاوه بر اراضی موجود در درون شهرها که متعلق به دولت است و باید در اختیار ساخت این واحدها قرار بگیرد زمین‌هایی که در حرایم شهرها قرار دارد و قابلیت ساخت و ساز نیز دارد (به جز مرتع و اراضی جنگلی)، در اختیار وزارت راه و شهرسازی قرار خواهد گرفت تا برای ساخت این واحدها مورد استفاده قرار بگیرد. موضوع مهم آن است که هر چه سریعتر این زمین‌ها شناسایی شوند و در کمیته‌ها و کمیسیون‌های تخصصی مانند کمیسیون ماده ۵ برای ساخت و ساز مجوز دریافت کنند، فرآیند اجرای کار نیز سریعتر پیش خواهد رفت. اما چالشی که در این زمینه در حال حاضر وجود دارد آن است که برخی متولیان این امر هنوز این موضوع را جدی نگرفته‌اند و اقدامات برخی در این زمینه به کندی انجام می‌شود. عدم شناسایی زودهنگام این اراضی والحق آن‌ها به محدوده شهر می‌تواند چالش بزرگی در اجرای قانون جهش تولید مسکن و ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال باشد. تلاش خود را به کار گرفته و موضوع را پیگیری خواهیم کرد تا این مشکل نیز به سرعت برطرف شود.

به جمعیت کشور دارد. همچنین شرکت‌ها و مشاوران با سابقه در این زمینه فعال هستند که متولی مسکن می‌تواند از توان اجرایی آن‌ها برای این پروژه‌ها استفاده کند. اگرچه به نظر می‌رسد متولی بخش مسکن نیز مذاکراتی با برخی کشورها در این زمینه انجام داده است، اما به نظر ما نیازی به استفاده از نیروی خارجی برای این پروژه‌ها نیست و توان داخلی جوابگو خواهد بود. تنها در بحث صنعتی سازی نیازمند تقویت قوا هستیم که باید مورد توجه قرار بگیرد.

**■ پاشنه آشیل اجرای این طرح در مرحله اجرا از سوی انبیوه‌سازان را چه می‌دانید؟ در واقع از دیدگاه شما چه عواملی باعث می‌شود که این طرح با موقفيت همراه نشود؟**  
یکی از مهمترین مسائلی که پیش از این نیز به آن اشاره شد در استطاعت نبودن رقم قسط ماهانه است که می‌تواند این طرح را با شکست مواجه کند. از این رو با فرمولی که برای محاسبه اقساط ماهانه تسهیلات در قالب بازپرداخت پلکانی در نظر گرفتیم این مشکل رفع می‌شود. از سوی دیگر با توجه به نقش پررنگ سازندگان و انبیوه‌سازان در فرآیندهای ساخت در این برنامه وسایر برنامه‌های تأمین مسکن، متولی مسکن و سایر مستولان امر باید حمایت‌های جدی از آن‌ها به عمل آورند. اما در بحث اجرا باید توجه داشت که انبیوه‌سازان و سازندگان تنها به واسطه دو عامل با مشکل در روند اجرا مواجه خواهند شد که باید از همان ابتدا این مسائل آسیب‌شناسی شده و از بروز آن‌ها جلوگیری شود. یکی مربوط به عدم پرداخت به موقع منابع و تسهیلات است که منجر به بروز اختلال در کار آن‌ها و ایجاد تأخیر در فرآیند کار خواهد شد. دیگری نیز مربوط به عدم تأمین مصالح ساختمانی با نرخ‌های حمایتی است. در واقع به واسطه این دو عامل این زمین‌ها شناسایی شوند و در کمیته‌ها و کمیسیون‌های تخصصی مانند کمیسیون ماده ۵ برای ساخت و ساز مجوز دریافت کنند، فرآیند اجرای کار نیز سریعتر پیش خواهد رفت. اما چالشی که در این زمینه در حال حاضر وجود دارد آن است که برخی متولیان این امر هنوز این موضوع را جدی نگرفته‌اند و اقدامات برخی در این زمینه به کندی انجام می‌شود. عدم شناسایی زودهنگام این اراضی والحق آن‌ها به محدوده شهر می‌تواند چالش بزرگی در اجرای قانون جهش تولید مسکن و ساخت کم میلیون واحد مسکونی در سال باشد. تلاش خود را به کار گرفته و موضوع را پیگیری خواهیم کرد تا این مشکل نیز به سرعت برطرف شود.

اقتصاد و اشتغال کشور را برطرف کند. از این رو اختصاص تسهیلات و منابع به این بخش نه تنها تورمزا نخواهد بود بلکه به معنای تسهیلات دهی به یک بخش مولد اقتصادی است. بنابراین نگرانی ای از بابت تورم زا بودن اجرای این برنامه وجود نخواهد داشت.

**■ آیا در خصوص نحوه توزیع جغرافیایی این برنامه و ساخت پروژه‌ها مطالعاتی انجام شده و مشخص است که چه میزان از این برنامه در چه مناطقی خواهد بود؟**

بله، از ابتدا تاکید بر این بوده است که در هر شهر و استان مناسب با نیاز واقعی، پروژه تعریف شده و واحدهای مسکونی احداث شوند. مطابق با نیازسنجی‌های صورت گرفته و مطالعات انجام شده هم‌اکنون تقریباً ۷۰ درصد از نیاز به ساخت این واحدها در ۱۱ کلانشهر کشور است. اما در این زمینه با چالش نیز مواجه هستیم. زمین در کلانشهرها به تناسب جمعیتی که در قالب این طرح نیاز به تأمین مسکن دارند بسیار محدود است. برای این منظور استفاده از ظرفیت شهرهای جدید و اراضی با قابلیت ساخت و سکونت پذیری در حریم شهرها مورد توجه است. از سوی دیگر ساخت و ساز در بافت فرسوده شهرها به عنوان یک اولویت مطرح است. امری که در سال‌های گذشته تاکنون مورد غفلت واقع شده است اما در طرح ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال بنا داریم آن را اجرایی کنیم.

**■ برخی معتقدند به لحظه نیروی انسانی ظرفیت چنین ساخت و سازی در کشور وجود ندارد؟ آیا برای این طرح از نیروی انسانی و مهندسان سایر کشورها استفاده خواهد شد؟**

عقیده داریم کشور ما از هر لحظه چه از نظر منابع و چه از نظر نیروی انسانی و توان ساخت، قادر به ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال است. حتی بیش از این میزان نیز در کشور توان ساخت به لحظه اجرایی و فنی وجود دارد. همچنین در بحث تولید مصالح ساختمانی نیز کشور ما خودکفا بوده و از نظر نیز مشکل خاصی وجود ندارد. هم‌اکنون مصالح ساختمانی مانند سیمان و فولاد به تولید بیش از دو برابر نیاز کشور رسیده‌اند و حتی بخش عمده‌ای از آن‌ها صادر می‌شود. بیش از ۵۰۰ هزار مهندس عمران و نیروی انسانی مهرب و آماده کار در کشور وجود دارد. جالب است بدانید ایران سومین کشور دنیاست که بیشترین تعداد مهندس را نسبت

در قانون جهش تولید مسکن، جرایمی برای بانک‌ها در نظر گرفته شده که در صورت تخلف و عدم اختصاص ۲۰ درصد از منابع تسهیلاتی خود به بخش مسکن، به طور قطع هر بانکی به تعهدات تعیین شده در این زمینه عمل نکند مشمول جریمه خواهد شد همچنین با اختیاری که به بانک مرکزی در این زمینه داده شده، باید امسال دست کم ۳۶۰ هزار میلیارد تومان منابع از این محل به صندوق توسعه مسکن وارد شود

## جالش‌های تأمین مالی صنعت مسکن کاهش می‌یابد

# پیدا شدن حلقه مفقوده



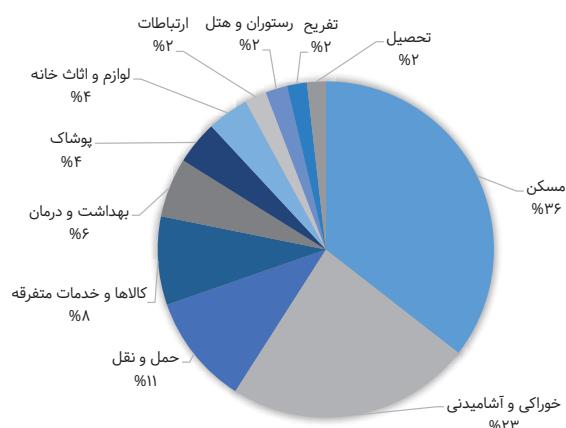
سلمان خادم‌المله

تحصیلگر و کارشناس بازار سرمایه

استراتژی‌های ساخت مسکن ارزان قیمت به نتایج قابل قبولی دست نیافتدند

**مسکن می‌تواند به افزایش تورم در جامعه بینجامد.** طبق گزارش بانک مرکزی، در حدود ۳۶ درصد هزینه ناخالص سالانه خانوارها را هزینه مسکن تشکیل می‌دهد که نسبت به سایر کشورها در محدوده بالایی قرار دارد. با توجه به روند افزایشی قیمت مسکن در ایران، پسانداز خانواده‌های با درآمد کم و یا متوسط کفاف هزینه‌های تأمین مسکن را نمی‌دهد و از این‌رو باید برای تأمین مالی این بخش از جامعه فکری اندیشید.

نمودار ۱: سهم گروههای مختلف از هزینه ناخالص سالانه خانوار



### دلایل رشد قیمت هر متر مربع

متوسط قیمت هر مترمربع زمین مسکونی در شهر تهران در بازه ۱۱ ساله از ۱۳,۱۲۵ هزار ریال به ۳۶۵,۰۰۰ هزار ریال در سال ۱۳۹۹ رسید. از ۱۳۹۱ تا به حال حاضر هم، قیمت هر مترمربع زمین مسکونی در تهران ۱۱ برابر شد.

در قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران در اصل ۳۱، داشتن مسکن مناسب با نیاز، حق هر فرد و خانواده ایرانی به حساب آمده و دولت موظف است با رعایت اولویت اشاره نیازمند، زمینه اجرای این اصل را فراهم کند. بنابراین ارائه خدمات رفاهی (مسکن، راه و شهرسازی و...) به عنوان یکی از وظایف دولت‌ها شناخته شده است. بی‌تردید ورود و ارائه این خدمات رفاهی در ایران در ادوار مختلف افت و خیزهایی به دلیل سیاست‌های رفاهی مسکن، ساختارهای کلان، شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی حاکم بر هر دوره داشته است.

### استراتژی‌های ناموفق

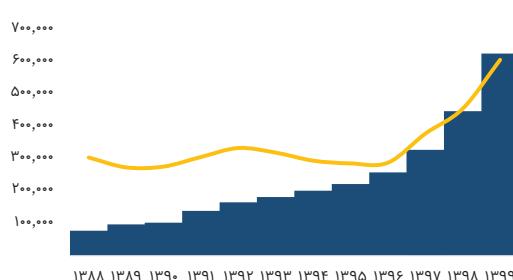
در ایران براساس ۶ برنامه توسعه، از سال ۱۳۶۸ تا ۱۴۰۰ این استراتژی‌های برای ساخت مسکن ارزان قیمت و کد کردن آنگ حركتی قیمت‌ها و... اتخاذ شد که به نتایج قابل قبولی دست نیافتدند. شاید بتوان عدم کارایی و مهمترین حلقة مفقوده مشترک در تمامی سیاست‌های توسعه مسکن اتخاذ شده در ادوار مختلف را عدم توسعه اقتصاد مالی املاک و مستغلات در کشور دانست. البته در این روند جذاب کردن بخش مسکن برای بخش خصوصی و همین طور جهت بطریف کردن هر دو طیف مشکل (عرضه: کمبود تعداد واحدهای مسکونی نسبت به خانوار تقاضا: نبود امکان خرید متناسب با درآمد و توان مالی خانوارها)، صرفاً با اهتمام ورزی و توجه به ظرفیت اقتصاد مالی، بازارهای مالی، نهادهای مالی، ابزارهای مالی و غیره قابل حل است.

### تسهیلات اندک و نبود کفاف هزینه

باید پذیرفت در کشورمان نظام تأمین مالی در بخش مسکن عمده‌ای بانک محور است و تسهیلاتی که بانک‌ها به این بخش اختصاص داده‌اند در قالب عقود جعله و فروش اقساطی بوده است. همچنین این تسهیلات بخش کمی از قیمت ملک را پوشش می‌دهد و افزایش میزان وام



نمودار ۴: متوسط اجاره‌ی ماهانه یک مترمربع زیربنای مسکونی در تهران (ریال) و نسبت P/R



تراکم خانوار و برآورد کمبود تعداد واحدهای مسکونی شناخته می‌شود، در کل کشور از ۱,۰۷ در سال ۱۳۵۵ به ۱,۰۶ در سال ۱۳۹۵ افزایش داشته است. که عباراتند از: تعداد دلیل این نسبت در ادوار گذشته بهتر شده است. که دلیل کاهش سطح زیربنا و همین طور رشد بیشتر واحدهای مسکونی به دلیل کاهش سطح زیربنا و همین طور رشد جمعیت و خانوار کمتر (به دلیل شرایط اقتصادی و...) در چند دهه اخیر.

### ظرفیت‌هایی برای تأمین مالی

اگرچه روش‌های متعددی برای تأمین مالی در مسائل خرید، سرمایه‌گذاری و مسائل پیرامون حوزه مسکن مطرح است اما بررسی ظرفیت ابزارهای حال حاضر بازار سرمایه کشورمان در این خصوص مدنظر قرار می‌گیرد.

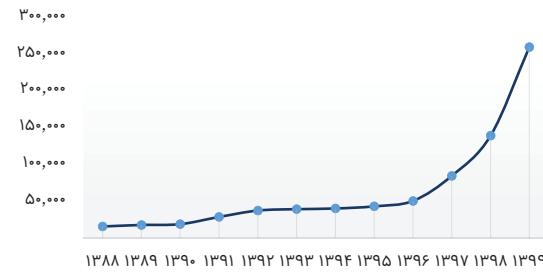
\* صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات (Real Estate Investment Trusts): صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، صندوق سرمایه‌گذاری از نوع محدود است که صدور یا ابطال واحدها طی شرایط خاص مندرج در امید نامه و اساسنامه انجام می‌شود. صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات می‌تواند به‌قصد کسب منفعت از دارایی‌های غیرمنقول، نسبت به خرید، فروش یا اجاره داده دارایی‌ها اقدام کند. واحدهای تجاری یا سرمایه‌گذاری این صندوق، سبدهایی با دارایی مبتنی بر املاک و مستغلات را خریداری، ایجاد و اداره می‌کنند. این دارایی‌های غیرمنقول باید در ایران ثبت و دارای سند رسمی مالکیت باشند. صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات نمی‌تواند در زمین‌های بدون بنا یا دارای بنا یا مستحداثات غیرمنتاسب با مساحت زمین سرمایه‌گذاری کند. تقسیم سالانه حداقل ۹۰ درصد از آمددهای دریافتی حاصل از اجاره دارایی‌های غیرمنقول و نیز سود دریافتی ناشی از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادران تحت تملک صندوق پس از کسر هزینه‌های صندوق، الزامي است. خرید یا فروش دارایی‌های غیرمنقولی که ارزش آن‌ها بیش از ۵۰ درصد کل دارایی‌های صندوق است، متوافق با اخذ مجوز از مجمع صندوق است. از جمله مزایای صندوق می‌توان به نقدشوندگی آن اشاره داشت. همچنین مدیریت این صندوق‌ها به عهده افراد حرفه‌ای است که سبک کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. طبق مصوبه تأسیس و فعالیت این صندوق‌ها، حداقل ۷۵ درصد از دارایی‌های صندوق باید در دارایی‌های موضوع فعالیت

نمودار ۲: متوسط قیمت یک مترمربع واحد مسکونی در شهر تهران - هزار ریال



در سال ۹۹ متوسط قیمت یک مترمربع زیربنای مسکونی در شهر تهران به رقم ۲۶۰,۰۰۰ هزار ریال رسید. به رغم کارشناسان صنعت ساختمان‌سازی جند دلیل عدمه از جمله تورم انتظاری بالا و افزایش تقاضای سفته‌بانه، افزایش نهاده‌های ساختمانی و در رأس آن رشد قیمت زمین و درنهایت افزایش دستمزد کارگران، موجب این رشد شده است.

نمودار ۳: قیمت فروش یک مترمربع زیربنای مسکونی تهران-هزاریل



### خرید با دید سرمایه‌ای

قیمت اجاره واحدهای مسکونی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ حدود ۸ برابر شده است. با توجه به قیمت یک مترمربع زمین و قیمت یک مترمربع اجاره در همین بازه زمانی در می‌باشیم که ۳۵ سال طول می‌کشد تا از محل اجاره قیمت ملک مستهلك شود. بالا بودن این نسبت (بهای تمامشده به اجاره) نشان‌دهنده این واقعیت است که عدمه مالکان به عایدی سرمایه‌ای یعنی افزایش قیمت آتی ملک (نسبت به درآمد اجاره که درآمد جاری است)، امیدی بیشتری بسته‌اند و مسکن و مستغلات بیشتر به دید یک دارایی سرمایه‌ای نه مصرفی خریداری می‌شود.

### بهبود شاخص خانوار در واحد مسکونی

بر اساس نتایج آخرین سرشماری عمومی نفوس و مسکن در سال ۱۳۹۵، جمعیت کشور حدود ۸۰ میلیون نفر، تعداد خانوار کل کشور برابر با ۲۴ میلیون خانوار، تعداد واحد مسکونی دارای سکنه برابر با ۲۲,۸ میلیون واحد و تعداد کل واحد مسکونی برابر با ۲۷,۵ میلیون واحد بوده است. شاخص خانوار در واحد مسکونی که به عنوان یک شاخص مهم در تعیین

جمعیت، خانوار و تراکم خانوار

سال	جمعیت	شاخص خانوار	درصد جمعیت	درصد خانوار	درصد رشد خانوار	بعد خانوار	واحد مسکونی	درصد رشد واحد مسکونی	تراکم خانوار
۱۳۵۵	۳۳,۷۰۸,۷۴۴	۶,۷۱,۶۲۸	۰	۰	۰	۵,۰۲	۵,۳۰۰,۰۰۰	۰	۱,۲۷
۱۳۶۵	۴۹,۴۴۵,۰۱۰	۹,۶۷۳,۹۳۱	۳,۹۱	۳,۷۲	۳,۷۲	۵,۱۱	۸,۲۱۷,۳۷۹	۴,۴۸	۱,۱۸
۱۳۷۵	۶۰,۰۵۵,۴۸۸	۱۲,۳۹۵,۲۳۵	۱,۹۶	۲,۵۱	۲,۵۱	۴,۸۵	۱۰,۷۷۰,۱۱۲	۲,۷۴	۱,۱۵
۱۳۸۵	۷۰,۴۹۵,۷۸۲	۱۷,۵۰۱,۷۷۱	۱,۶۲	۳,۵۱	۳,۵۱	۴,۰۳	۱۵,۸۵۹,۹۲۶	۳,۹۵	۱,۱۰
۱۳۹۰	۷۵,۱۴۹,۶۶۹	۲۱,۱۸۵,۶۴۷	۱,۲۹	۳,۸۹	۳,۸۹	۳,۵۵	۱۹,۹۵۴,۷۰۸	۴,۷۰	۱,۰۶
۱۳۹۵	۷۹,۹۲۶,۲۷۰	۲۴,۱۹۶,۰۳۵	۱,۲۴	۲,۶۹	۲,۶۹	۳,۳۰	۲۲,۸۳۰,۰۰۳	۲,۷۳	۱,۰۶

رهنی است. در این روش تأمین مالی، بانی مجموعه‌ای از تسهیلات اعطایی خود به مشتریانش را نقداً به نهاد واسطه می‌فروشد. نهاد واسطه به پشتوانه این تسهیلات، اوراق رهنی منتشر و وجهه را از دارندگان اوراق جمع‌آوری می‌کند. بدین ترتیب مبالغی که به صورت اقساط طرف چند سال به بانک بازپرداخت می‌شود، با تنزیل اما نقداً در اختیار بانک قرار می‌گیرد. از جمله مزایای تبدیل به اوراق رهنی کردن برای بانک‌ها و مؤسسات مالی می‌توان به کاهش هزینه تأمین مالی، مدیریت ریسک ناشی از عدم انتساب دارایی‌ها و بدھی‌ها، بهبود نسبت کفايت سرمایه، خارج کردن دارایی‌ها از ترازنامه و بهبود ترکیب دارایی‌ها و افزایش نقدشوندگی اشاره داشت.

**\* اوراق اجاره:** اوراق بهادر باتامام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. از این ابزار تأمین مالی می‌توان برای تأمین نقدینگی شرکت‌ها یا دارایی موردنیاز آن‌ها استفاده کرد. در حالت اول که تأمین مالی برای خرید دارایی است، نهاد واسطه به درخواست شرکت بانی که فرآیند انتشار اوراق برای تأمین مالی او صورت می‌گیرد، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌کند و با وجود جمع‌آوری شده کالای سرمایه‌ای را به وکالت از صاحبان اوراق اجاره خریداری کرده و در قالب عقد اجاره به شرکت بانی واگذار می‌کند. حالت دوم انتشار اوراق اجاره برای تأمین نقدینگی شرکت‌ها به منظور انجام پروژه‌های اجرایی است که در این حالت نهاد واسطه، اوراق اجاره منتشر و با وجود حاصل از آن، دارایی شرکت بانی را به صورت نقد خریداری می‌کند و سپس بانی در قالب قرارداد «اجاره به شرط تملیک» یا «اختیار فروش»، همان دارایی را می‌خرد.

اوراق اجاره، دارای درصد سود ثابتی هستند. همچنین پرداخت سود نیز در زمان‌های مشخصی انجام می‌شود. قیمت اوراق اجاره تحت تأثیر عوامل مختلف مانند نوع قرارداد اجاره، نرخ بازدهی اوراق، نرخ بازدهی اوراق مشابه و نرخ تورم تغییر می‌کند.

**\* اوراق سلف موازی:** اوراق سلف موازی استاندارد یکی از ابزارهای تأمین مالی برای تولیدکنندگان بوده و سرمایه‌گذاران با خرید اوراق سلف موازی استاندارد به صورت مستقیم در ارتقای سطح تولید مشارکت می‌کنند. این روش سرمایه‌گذاری با هدایت پس‌اندازهای کوچک، زمینه بهره‌مندی صنایع از سرمایه‌های عمومی به صورت کم‌هزینه را فراهم کرده و علاوه بر تأمین سرمایه در گرددش به تأمین سرمایه ثابت و گسترش خطوط تولیدی منجر می‌شود.

اصلی صندوق سرمایه‌گذاری شود و صندوق می‌تواند حداقل ۲۰ درصد از دارایی‌های خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادر تأمین مالی مرتبط با دارایی‌های مذکور (مانند اوراق مشارکت، استصناع، رهنی و اجاره در پروژه‌های ساختمانی) و سهام شرکت‌های ساختمانی اختصاص دهد. بنابراین یکی دیگر از مزایای صندوق، سرمایه‌گذاری متنوع است.

**\* صندوق زمین و ساختمان:** صندوق‌های زمین و ساختمان به منظور جذب منابع مردمی و هدایت مازاد نقدینگی به سمت بخش ساختمان و زمین در بستر بازار سرمایه شکل گرفته است. در این صندوق‌ها با بررسی و توجیه کارشناسی توسط ارکان صندوق، هزینه خرید زمین، ساخت و تکمیل پروژه با وجود سرمایه‌گذاران تأمین شده و در زمان فروش پروژه عواید حاصل بین دارندگان واحدهای صندوق توزیع می‌شود. اگرچه در این الگو، واحدهای ساختمانی مستقیماً به سرمایه‌گذاران و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و اگذار نمی‌شود، اما دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌توانند همچون سایر افراد در مزایده املاک و واحدهای مسکونی تکمیل شده شرکت کرده و در صورت ارائه قیمت بهتر، مالکیت واحدهای ساخته شده را در اختیار بگیرند.

#### مزایا:

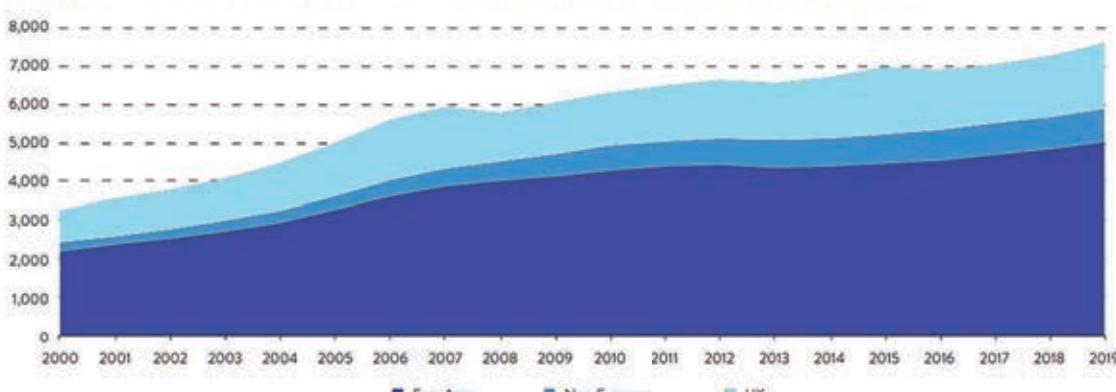
- ✓ جدایی تأمین مالی از مدیریت
- ✓ تضمین تأمین مالی به موقع
- ✓ معافیت مالیاتی
- ✓ نظارت مستمر و گزارش دهی مستمر مالی و پیشرفت فیزیکی
- ✓ امکان توثیق واحدهای سرمایه‌گذاری توسط بانک و استفاده از مزایای توثیق
- ✓ حفظ نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری توسط بازار گردان
- ✓ ابزاری برای پسانداز و حفظ ارزش پول

**\* وام رهنی (Mortgage Loan):** متقاضی وام (وام گیرنده) ملک یا دارایی تجاری موردنیاز خود برای خرید را نزد وامدهنده (بانک یا شرکت لیزینگ) قرار می‌دهد تا به پشتوانه این دارایی‌ها، وام ریافت کنند. به عبارت دیگر وامدهنده ملک خریداری شده توسط وام گیرنده را به عنوان وثیقه نزد خود نگه می‌دارد تا در صورت نکول وام، بتواند ملک را مصادره کند.

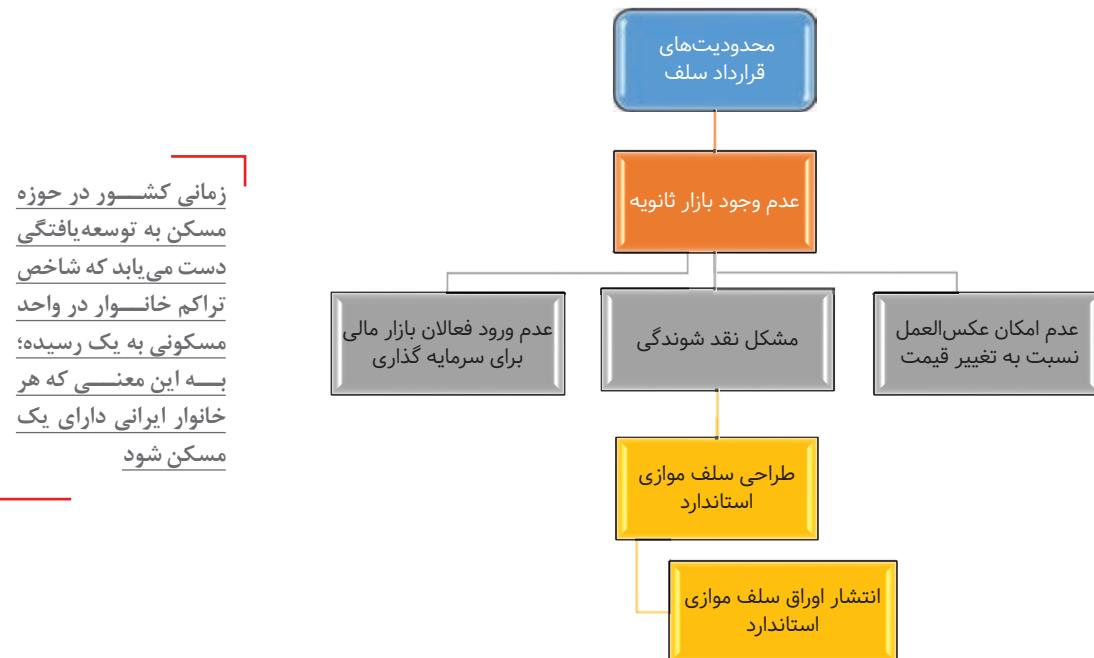
**\* اوراق بهادر به پشتوانه وام‌های رهنی (securities)**: این اوراق ارجمله اوراق بهادر با پشتوانه دارایی است که جریان نقدی آن به پشتوانه اصل و بهره‌های پرداختی مجموعه‌ای از وام‌های

نمودار ۵: ارزش وام‌های رهنی مسکن منتشره به میلیارد یورو

CHART 19 | OUTSTANDING RESIDENTIAL MORTGAGE LOANS IN EU27 AND UK, IN EUR BN



Source: European Mortgage Federation



این روش منحصر به فرد بوده و برخلاف طرح‌هایی که با بودجه‌های تلفیقی تأمین مالی می‌شوند، امکان توقف طرح به دلیل منافع سایر رقبان وجود نخواهد داشت. تأمین مالی افزایش مالیات، ابزاری انعطاف‌پذیر و به لحاظ سیاسی‌تر جذاب است. این ابزار می‌تواند برای طرح‌های گوناگون و در هر زمان استفاده شود.

### چالش بر جسته و قابل تأمل

دولت‌ها با سیاست‌گذاری در حوزه‌های مختلف پولی، مالی و قانون‌گذاری بسته‌را برای فعالیت بخش خصوصی در بخش مسکن تسهیل می‌کنند. برخی از این سیاست‌ها عبارت‌اند از توسعه صنعتی سازی ساختمان، سیاست کنترل بازار زمین، سیاست یارانه‌ها و کمک‌های مالی، سیاست کنترل اجراء، سیاست ایجاد بانک اطلاعاتی زمین و مسکن، سیاست ساخت واحدهای مسکونی اجراء به شرط تمیلک. اگرچه در ایران نیز دولت‌ها در ادوار مختلف اقداماتی در راستای ایجاد تعادل در بازار مسکن انجام داده‌اند که از آن جمله می‌توان به واگذاری زمین دولتی بهصورت اجراء ۹۹ ساله در طرح مسکن مهر، وضع سیاست‌های مالیاتی و کنترل سوداگری، افزایش تسهیلات ساخت مسکن و غیره اشاره داشت؛ اما به دلیل نداشتن چشم‌انداز مشترک، عدم وجود یک راهبرد بلندمدت مشترک، ضعف انسجام و... اقدامات مدنظر به نتیجه دلخواه منتج نشده‌اند.

### راهبردهای عملیاتی

بر این اساس، با توجه به جوان بودن جمعیت کشور، تقاضای مؤثر و تقاضای ابیاشته سال‌های گذشته، زمانی کشور در حوزه مسکن به توسعه‌یافتنگی دست می‌یابد که شاخص تراکم خانوار در واحد مسکونی به یک رسیده؛ به این معنی که هر خانوار ایرانی دارای یک مسکن باشد. برای رسیدن به این هدف در کنار تعديل تقاضا به تقاضای مؤثر، دولت باید بستر افزایش عرضه مسکن مناسب را فراهم کند. همچنین با توسعه ابزارهای مالی جهت تأمین مالی مسکن، تشکیل یک بازار متشکل به جای بازار غیر متشکل فعلی، همسان‌سازی و استانداردسازی مسکن، یکپارچه‌سازی سیستم مالیات (مالیات بر بازده سرمایه‌ای و نقل و انتقالات) و... می‌توان تعادل را در سمت عرضه و تقاضا برقرار کرد و بر این مشکل فائق آمد.

همچنین دارندگان اوراق با حفظ قدرت خرید پول خود در برابر نوسانات قیمت مسکن می‌توانند به صورت کامل یک واحد را خریداری و یا به صورت خرید متری که به تأیید شورای فقهی بانک مرکزی رسیده در پروژه سرمایه‌گذاری کنند. افرادی که تعداد معینی اوراق سلف داشته باشند می‌توانند اقدام به تحويل واحد موردنظرشان کنند و اگر تا زمان سرسید اوراق، نتوانند اقدام به خرید ملک موردنظرشان کنند، حراج برگزار می‌شود و البته می‌توانند در آجرا اوراق خود را بفروشند. افرادی هم که به صورت متری اقدام به خرید کرده‌اند پس از حراج واحدها از اختلاف قیمت خرید و فروش منتفع می‌شوند.

**مزایا:**

- ✓ سود حاصل از قراردادهای سلف و درآمدهای ناشی از نقل و انتقال آن از پرداخت هرگونه مالیات معاف است.
- ✓ مصون شدن از تغییرات نرخ مسکن و خرید با نرخ قطعی
- ✓ امکان خرید متری و سرمایه‌گذاری با حداقل سرمایه
- ✓ امکان تحويل فیزیکی مسکن
- ✓ انجام اعتبار سنجی و نظرارت بر سازنده
- ✓ تقویت طرف عرضه مسکن.

\* **تمرکز بر افزایش مالیات (TIF):** تأمین مالی افزایش مالیات روشنی است که دولت‌های محلی از آن برای تأمین مالی پروژه‌های توسعه‌ای استفاده می‌کنند. در این روش دولت محلی، منطقه‌ای را برای توسعه تعیین کرده و نشان می‌دهد که این منطقه واجد شرایط لازم در بستر مقررات توامندسازی دولت است. سپس پیش‌نویس طرح توسعه مجدد را برای ایجاد بهبود مورد انتظار در محدوده تعیین‌شده تهیه می‌کند. همچنین، دولت اصلی اغلب یارانه‌هایی را برای مجریان این طرح توسعه در نظر می‌گیرد. با رشد ارزش دارایی‌ها در این منطقه و افزایش مالیات دریافتی دولت محلی از رشد آتی در آمدهای مالیاتی برای پرداخت هزینه‌های اولیه توسعه اقتصادی و نیز هزینه‌های پیش رو استفاده می‌کند. این روش، انگیزه کافی برای تأمین مالی به هنگام و مؤثر طرح‌های زیربنایی را فراهم می‌آورد. با اجرای این روش، دولت‌ها متعهد به بهره‌برداری از طرح‌های زیربنایی طی یک دوره زمانی معین و معنادار هستند. منبع تأمین مالی طرح‌ها در

سازمان بورس مقررات زدایی کند

# پیش‌نیازهای تأمین مالی آرمان یک میلیونی

مسکن با سرمایه‌های موجود در بازار تقویت می‌شود. با این حال و به رغم کارایی بسیار زیاد این صندوق‌ها، عملاً صندوق‌های زمین و ساختمن نتوانستند در سال‌های اخیر جایگاه خود را در نظام تأمین مالی مسکن به دست آورند. البته تجربه راهاندازی این صندوق‌ها تنها به چند مورد محدود در دهه ۹۰ ختم شد.

## در نظر گرفتن دو شرط اساسی

محمدهاشم بت شکن، مدیر عامل اسبق بانک مسکن که تجربه راهاندازی این صندوق‌ها مربوط به دوره مدیریت وی در بانک مسکن است، با اشاره به تکلیف قانون جهش تولید مسکن برای راهاندازی این صندوق‌ها در تأمین مالی ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال، گفت: ظرفیت راه اندازی و استفاده از صندوق‌های زمین و ساختمن به منظور تأمین مالی پروژه‌های جدید دولت در حوزه ساخت مسکن و همچنین سایر موارد مربوط به ساخت و عرضه واحدهای مسکونی وجود دارد و می‌توان از این ظرفیت استفاده کرد. اما استفاده درست و کارآمد از این ظرفیت دو شرط اساسی دارد. یعنی با لحاظ این دو شرط و با رعایت آن می‌توان انتظار داشت که این صندوق‌ها به عنوان روش‌های نوین تأمین مالی در امر مسکن به کار گرفته شود.

بت شکن افزود: اولین شرط آن است که بوروکراسی سازمان بورس برای تسهیل در روند ایجاد و فعالیت این صندوق‌ها برطرف شود. به اصطلاح لازم است روندهای اداری مربوط به ایجاد و راهاندازی و همچنین فعالیت این صندوق‌ها روان‌سازی شود. در واقع لازم است نوعی مقررات زدایی در مورد این صندوق‌ها به کار گرفته شود. وی معتقد است: روند راهاندازی این صندوق‌ها به عنوان یک روش نوین تأمین مالی مسکن در شرایط فعلی آن است که در وهله اول سازمان بورس نوعی روان‌سازی، ساده‌سازی و مقررات‌زدایی در این باره انجام دهد. البته منظور، زدودن و روان‌سازی مقررات زاید، دشوار و بسیار دست و پویاگیری است که رغبت سرمایه‌گذارها و سازنده‌ها را برای ایجاد صندوق‌ها و ورود به این روش نوین تأمین مالی از بین برده است. دیگر آنکه، سازمان بورس باید فرهنگ‌سازی خوبی در این زمینه و در ارتباط با صندوق‌های زمین و ساختمن به عنوان یک روش نوین تأمین مالی مسکن و همچنین سرمایه‌گذاری در حوزه مسکن در بازار سرمایه انجام دهد. چرا که، واقعیت آن

صندوق‌های زمین و ساختمن در حالی یکی از مهمترین ابزارهای نوین تأمین مالی در بخش مسکن محسوب می‌شوند که استفاده از این روش در سال‌های اخیر تاکنون تنها به چند نمونه انگشت شمار محدود شد. اگرچه پروژه‌هایی در مقیاس‌های نه چندان بزرگ از طریق این صندوق‌ها احداث و به بازار عرضه شد اما در نهایت این روش تاکنون مورد استقبال سازنده‌ها و سرمایه‌گذاران نبوده است. البته به دنبال مطرح شدن قانون جهش تولید مسکن، راهاندازی واستفاده از ظرفیت این صندوق‌ها به عنوان یک گزینه مهم در تأمین مالی پروژه‌ها مطرح شده است. موضوعی که برخی معتقدند عمل‌کرد در نهایت تنها بر روی کاغذ باقی خواهد ماند و در نهایت این اعتبارات و منابع بانکی و دولتی است که برای ساخت یک میلیون مسکن در سال مورد استفاده متولی مسکن و سازنده‌ها قرار خواهد گرفت.

## نیوبود برنامه عملیاتی

از سوی دیگر در شرایطی که هنوز استارت پروژه اینبوسداری یک میلیون مسکن در سال زده نشده است، مانور مستثوان، متولی مسکن و قانون گذاران و طراحان این طرح بر استفاده از منابع صندوقی با عنوان صندوق توسعه مسکن برای ساخت این واحدهای است. به رغم آنکه در قانون جهش تولید مسکن استفاده از ابزارها و نهادهای نوین تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه همچون صندوق‌های زمین و ساختمن درج شده است اما در اظهار نظر متولیان و مسئولان امر و حتی طراحان آن اشاره‌ای در خصوص برنامه عملیاتی راهاندازی این صندوق‌ها به چشم نمی‌خورد.

## یک تیر و دو نشان

با این حال، ابزار مذکور یکی از علمی‌ترین، ساده‌ترین و کاربردی‌ترین روش‌های سرمایه‌گذاری در بخش مسکن و ساختمن است. راهاندازی صندوق‌ها و جذب سرمایه‌های خرد و کلان مردم برای ساخت مسکن نه تنها نقدینگی را به مسیری مولد هدایت می‌کند و اثرات تورمی و مخرب بر جای ندارد بلکه منجر به افزایش عرضه مسکن شده و از فعالیت‌های سفت‌هزاری و سوداگری در بازار ملک نیز می‌کاهد. در واقع راهاندازی صندوق‌ها را می‌توان به یک تیر و دو نشان تأمین مالی در حوزه مسکن تعییر کرد.

## حذف سفت‌هزاری؛ تقویت عرضه

از یک سو با جمع‌آوری سرمایه‌ها و نقدینگی‌های در اختیار مردم، مسیر سفت‌هزاری در بازار ملک مسدود شده و سرمایه‌ها به مسیری مولد هدایت می‌شود و از سوی دیگر عرضه



محمدهاشم بت شکن: واقعیت آن است که هنوز مردم شناخت و اطلاع خوبی از روش‌های نوین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در حوزه مسکن ندارند



**اعتبارات و هزینه‌های وعده ساخت  
یک میلیونی چگونه تأمین خواهد شد؟**

## تدابیری محکوم به شکست



کارشناس مسکن



دولت ساخت ۴ میلیون واحد مسکونی را در شرایطی آغاز کرد که هنوز تعداد قابل توجهی از ۲۱ میلیون واحد مسکونی مسکن مهر، پس از ۶۷ سال، به اتمام نرسیده است. این در حالی است که شمار قابل توجهی از آنها هم فاقد مقاضی هستند. از سوی دیگر، میزان استقبال از طرح مسکن ملی که مقرر بود سالانه ۴۰۰ هزار واحد مسکونی را ایجاد کند، به ۱۰ درصد این میزان هم نرسید. هرچند، هزینه‌های آشکار و ناآشکار بسیار زیادی از طریق دو طرح یاد شده بر جامعه تحمیل شد. شاید بتوان مهترین و آسیب‌زدایی‌ترین هزینه اقدامات یاد شده را ایجاد این ذهنیت که حتی باید دولت برنامه ساخت مسکن داشته باشد، قلمداد کرد. تمرکز بر سیاست‌های سمت عرضه و تصور اینکه مسئله مژمن مسکن که سابقه آن به بیش از چند دهه برمی‌گردد را می‌توان صرفا از طریق تأمین زمین و سرمایه حل کرد بدون توجه به عوامل بنیادین مؤثر بر ساختار عرضه و تقاضای مسکن بهویژه توان خرید خانوارها، توزیع فضایی، رانتهای برنامه‌ای و غیره، دومین آسیب این نوع سیاست‌گذاری‌ها بود. حتی سیاست‌های به ظاهر سمت تقاضا نیز صرفا بر مبنای تغییرات و افزایش منابع و دسترسی به وامها و اعتبارات مختلف تأمین مالی خانوارها متتمرکز شد که خود نوعی سیاست عرضه منابع مالی است تا سیاست‌های مدیریت تقاضا.

است که هنوز مردم شناخت و اطلاع خوبی از روش‌های نوین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در حوزه مسکن نداشته، همچنین صندوق‌های زمین و ساختمان نیز به خصوص جزو مواردی است که عمدۀ مردم هیچ شناختی از آن ندارند. انجام این دو گام را در واقع می‌توان به عنوان پیش‌نیاز توفیق در راهاندازی صندوق‌های زمین و ساختمان، همچنین یک ضرورت اصلی و اساسی در احیا و رونق صحیح بازار مسکن دانست.

### ضرورت به کارگیری همه ابزارها

مدیر عامل اسبق بانک مسکن همچنین به امکان استفاده از سایر ابزارها و نهادهای نوین تأمین مالی در حوزه مسکن اشاره کرد و افزود: در قانون جهش تولید و تأمین مسکن تنها به راهاندازی، ایجاد واستفاده از ظرفیت صندوق‌های زمین و ساختمان اشاره شده است و اشاره‌ای به سایر ابزارها و نهادهای نوین تأمین مالی در بازار مسکن مانند انتشار اوراق سلف موازی یا فروش متری نشده است. البته اشاره‌ای نیز مسئولان به راهاندازی صندوق‌های املاک و مستغلات یا همان ریت‌ها دارند.

وی بیان داشت: ریت‌ها هم ابزارها و نهادهای خوبی برای سرمایه‌گذاری در حوزه بازار مسکن هستند اما آنچه که تاکنون در حوزه تأمین مالی مسکن در کشور اجرایی نشده و تجربه‌ای در این زمینه وجود ندارد، رواج آن نیز زمانی خواهد بود. ضمن آنکه راهاندازی ریت‌ها به عنوان یک روش نوین تأمین مالی در بخش مسکن را تایید می‌کنم؛ به طور قطعی این روش تأمین مالی نیز باید در بازار مسکن به کار گرفته شده و رایج شود، اما راهاندازی و رواج این روش در مقایسه با صندوق‌های زمین و ساختمان زمانی خواهد بود.

### ظرفیتی بسیار خوب

بت شکن با اشاره به اینکه بالاخره نمونه‌ها و تجارب موفقی از اجرای پروژه‌های مسکونی با استفاده از صندوق‌های زمین و ساختمان وجود دارد، گفت: در حوزه ریت‌ها نیز باید این تجربه حاصل شود، همچنین ریت‌هایی تشکیل شود و بازدهی و کارایی آن‌ها برای بازار مسکن نمایان شود. البته باید چک‌های مورد نیاز در خصوص آن به عمل آید و کارکردهای آن در عمل مشخص شود تا بتوان تضمیم درستی در خصوص استفاده از این روش نوین تأمین مالی نیز به عمل آورد. همچنین ریت در واقع ناظر بر مفهوم و روش اجاره‌داری در تأمین مالی مسکن است. در واقع لازم است یک ملک با ارزش پشتوانه قرار گرفته، اجاره داده شود و از محل درآمدهای حاصل از اجاره آن سرمایه‌گذاران منتفع شوند. در واقع این روش نیز ظرفیت بسیار خوبی برای تأمین مالی مسکن دارد.

### چرا ریت مغفول ماند؟

مدیر عامل اسبق بانک مسکن و صاحب‌نظر حوزه مالی مسکن با بیان اینکه راهاندازی ریت‌ها در مقاطعی نیز مطرح و قرار بود افرادی که صاحبان املاک هستند این روش را به کار گرفته و ریت‌ها را راهاندازی کنند، تصريح کرد: ظاهراً صاحبان املاک و افرادی که قرار بوده آن‌ها را راهاندازی کنند علاقه‌هایی به این امر نشان نداده‌اند. اگرچه یکی از مهمترین علل این عدم تمايل را شاید بتوان به مقررات مالیاتی مربوط به درآمد اجاره نسبت داد، اما به نظر می‌رسد در قوانین جدید این محدودیت نیز برطرف شده است و به طور قطعی می‌توان با پیگیری و فرهنگ‌سازی در این زمینه، این روش نوین تأمین مالی در حوزه مسکن را فعال کرده و از آن نتایج خوبی نیز به دست آورده. به گفته بت شکن، یک عامل دیگر در خصوص مغفول ماندن ریت‌ها را می‌توان همان روان نبودن و بیورکرات بودن سازمان بورس در ارتباط با ضوابط و مقررات راهاندازی این صندوق‌ها عنوان کرد که در این زمینه نیز لازم است مقررات زدایی‌های لازم روان‌سازی‌های مورد نیاز انجام شود.

## نوسان بحرانی و غیر متعارف

واقعیت این است که رشد اقتصادی نزدیک به صفر طی بیش از ۱۰ سال گذشته، باعث شده است که درآمد سرانه طی این مدت به قیمت‌های واقعی بیش از ۳۴ درصد کاهش یابد. این بدین معنی است که به طور متوسط خانوارهای ایرانی ۳۴ درصد فقیرتر شده و قدرت خرید درآمدهای کنونی آنها، تنها دو سوم ۱۰ سال گذشته است. البته این کاهش در دهکه‌های مختلف برابر نیست. به عبارتی، ممکن است گروههایی از جامعه، حتی مسکن مهر در دو منطقه سیستان و تهران توجه کنیم، طی ۱۴ سال گذشته، واحدهای مسکن مهر در تهران نزدیک به ۸۰۰ میلیون تومان افزایش قیمت داشته اند این در حالی است که همان واحدهای در سیستان تنها ۵۰ میلیون تومان افزایش داشته‌اند. این بدین معنی است که ارزش دارایی‌ها در مرکز با سرعت بیشتری نسبت به پیرامون در حال افزایش است رانت حاصل از مرکز در مرکز هنوز به قدرت و قوت در حال عمل است. نکته جالب اینکه، در پاسخ به این موضوع، گفته می‌شود تقاضای مسکن باید به تقاضای مصرفی تبدیل شده و از تقاضای سرمایه‌ای خارج شودا.

## نادیده گرفتن واقعیت‌های بازار

در خصوص مسکن به عنوان نیاز ضروری، کاهش شدید در کیفیت تقاضا مورد انتظار است. ناتوانی در ورود به بازارهای رسمی، به گسترش بازارهای غیررسمی، انتقال به بازارهای پیرامونی را سبب می‌شود. با این حال، بدون توجه به این موضوع، مرکز صرف روی تغییرات قیمت مسکن و تلاش برای جلوگیری از رشد قیمت، آن هم در شرایطی که تورم عمومی طی چند دهه گذشته تقریباً همواره ۲ رقمی بوده و در سال‌های اخیر، به بالاترین سطح خود رسیده است، نشان می‌دهد سیاست‌گذار تا چه میزان از واقعیت‌های بازار دور است یا سعی می‌کند موضوع به این مهمی را نادیده بگیرد. حتی اگر فرض کنیم قیمت‌های واقعی مسکن، با افزایش عرضه و تولید دستوری مسکن به قیمت‌های واقعی ۱۰ ساله گذشته برسد، باز هم خانوارها ۶۶ درصد توان خرید ۱۰ سال گذشته را دارند. در واقع، اگر ۱۰ سال گذشته، برای خرید یک واحد مسکونی با قیمت‌های همان دوره، مجموع درآمد ۱۰ سال کفایت داشت، الان با همان قیمت‌های آن دوره، مجموع درآمد نزدیک به ۱۴ سال لازم خواهد بود.

## بحran رانت و امضاهای طلایی

هزینه دیگر این نوع سیاست‌گذاری، به بی‌توجهی به مسئله بسیار مهم آمایش سرزمین برپی‌گردد. مرکز شدید جمعیت و فعالیت در

اقتصادی نزدیک صفر اتفاق افتاد، روند تشکیل سرمایه ثابت را منفی کرد. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاری‌ها حتی به اندازه استهلاک و نگهداری مسکن‌های انجام شده، صورت نگرفته است. این موضوع به‌ویژه در سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی قابل توجه است و نشانه‌های آن را می‌توان در کمبود و ناتوانی در تأمین برق و گاز ملاحظه کرد. بی‌توجهی به این موضوع و پرداختن به سرمایه‌گذاری برای ساخت واحدهای مسکونی، هزینه‌های بسیار زیادی را بر جا خواهد گذاشت. در حالی که برای افزایش هر نوع تولید، نیاز به زیرساخت‌های یاد شده است، بی‌توجهی به این موضوع و مرکز بر تولید ۴ میلیون مسکن، بدین معنی خواهد بود که فشار کمبود زیرساخت به بقیه بخش‌های اقتصادی افزون تر خواهد بود که متناسب با آن هزینه‌های ناآشکار زیادی را تحمل خواهد کرد.

### در انتظار شفاف سازی و پاسخگویی

موارد فوق، در کنار ایرادات و نقدنهای مهمی چون مسئله تأمین مالی و نقدینگی این طرح و تورم زا بودن آن، مرکز بر سیاست‌های یکسره و بی‌توجهی به ماهیت محلی و نیاز به سیاست‌گذاری محلی، تصور اشتباه در مورد بافت‌های فرسوده و امکان افزایش ظرفیت جمعیت شهرها در این محدوده‌ها بدون توجه به نیازهای خدماتی تأمین نشده در این محلات و در نهایت بی‌توجهی به این موضوع که ساخت یک میلیون واحد مسکونی در سال، به معنی ایجاد شهری به اندازه مشهد در هر سال است. اگر تأمین مالی واحدهای مسکونی آن را از طریق روش‌های غیرتومرزا انجام می‌دهیم، سرمایه‌گذاری برای سایر زیرساخت‌ها و خدمات چگونه خواهد بود؟ چنانچه هزینه این سرمایه‌گذاری در قیمت واگذاری مسکن در نظر گرفته شود (کما اینکه گفته می‌شود هزینه هر مترمربع ۷ تا ۱۰ میلیون تومان خواهد بود)، قیمت هر واحد مسکونی قابل واگذاری چقدر در توان خانوارها خواهد بود؟ آیا با چنین قیمتی، در شرایط کنونی در بخش زیادی از شهرهای (غیر کلان‌شهرها) ایران، مسکن قابل تأمین نیست و نیاز به مداخله سنگین دولت دارد؟ در مجموع برای سیاست‌گذار ضروری است که بازنگری در سیاست‌های مسکن به‌ویژه مرکز بر این موضوع که حل مسئله مسکن، خارج از حیطه مسکن باید دنبال شود، رابه عنوان یک اولویت راهبردی مدنظر قرار دهد، چرا که عامل‌های اصلی بحران کنونی مسکن در خارج از بخش مسکن وجود دارند.

**تا زمانی که سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها و بستر فعالیت‌های اقتصادی در پیرامون شکل نگیرد، روابط رانتی از جمله مرکز قدرت و سرمایه در مرکز، امضاهای طلایی و نزدیک شدن به ساختار قدرت و اعتبار برای دسترسی به آن، وجود داشته باشد، هرگونه سرمایه‌گذاری مردم به سمت مناطق برنامه‌ریزی شده محکوم به شکست خواهد بود**

این در حالی است که اصولاً مسکن به عنوان بادامترین و کم استهلاک‌ترین دارایی، اصولاً دارای تقاضای سرمایه‌ای است. رفع مسئله رانت‌زایی مرکز و مرکز بیش از حد در مرکز، صرفاً از طریق ساخت مسکن در پیرامون، میسر نخواهد شد. تا زمانی که سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها و بستر فعالیت‌های اقتصادی در پیرامون شکل نگیرد، روابط رانتی از جمله مرکز قدرت و سرمایه در مرکز، امضاهای طلایی و نزدیک شدن به ساختار قدرت و اعتبار برای دسترسی به آن، وجود داشته باشد، هرگونه سرمایه‌گذاری برای تولید مسکن و جابه جایی مردم به سمت مناطق توسعه می‌شود. میزان از واقعیت‌های بازار دور است یا سعی می‌کند موضوع به این مهمی را نادیده بگیرد. حتی اگر فرض کنیم قیمت‌های واقعی مسکن، با افزایش عرضه و تولید دستوری مسکن به قیمت‌های واقعی ۱۰ ساله گذشته بررسد، باز هم خانوارها ۶۶ درصد توان خرید ۱۰ سال گذشته را دارند. در واقع، اگر ۱۰ سال گذشته، برای خرید یک واحد مسکونی با قیمت‌های همان دوره، مجموع درآمد ۱۰ سال کفایت داشت، الان با همان قیمت‌های آن دوره، مجموع درآمد نزدیک به ۱۴ سال لازم خواهد بود.

**تحمیل افزایش هزینه‌های ناآشکار**  
همچنین عدم سرمایه‌گذاری کافی در سال‌های گذشته که عمدتاً به دلیل رشد

## ظرفیت‌هایی که با ید شناخته شوند



سara هاداوند  
کارشناس حوزه مسکن

### الزام تقویت و توسعه ابزارهای نوین

برای بهبود شرایط و رونق سمت تقاضای مسکن به عنوان یکی از نیازهای اساسی و یک اهم پیشran اقتصاد کشور علاوه بر نقش بی‌بدیل دولت در حمایت از افزایش تولید و ساخت وساز در بخش مسکن، باید نسبت به تقویت و توسعه ابزارهای نوین تأمین مالی در کنار افزایش میزان تسهیلات مسکن نیز توجه ویژه‌ای صورت گیرد. روش‌های نوین تأمین مالی اکثرآ مبتنی بر بازار سرمایه است. در این روش نیز بخش عرضه و تقاضا از طریق سرمایه‌های حقیقی و حقوقی موجود در جامعه تجهیز می‌شوند اما مکانیزم آن متفاوت است. ایجاد فرا صندوق‌ها و اوراق سلف موازی استاندارد از جمله روش‌هایی است که در تأمین مالی نوین بخش مسکن طراحی شده است. یکی از ابزارهای نوین قابل استفاده در حوزه مسکن فرا صندوق‌هاست. فراصندوق که در کشورهای خارجی به آن «صندوق صندوق‌ها (FOF)» گفته می‌شود، یکی از انواع جدید صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که در شهریورماه سال ۱۳۹۷ به دایره لغات سرمایه‌گذاری کشور اضافه شده‌اند. در واقع این فراصندوق می‌خواهد قدرت مانور صندوق‌های جسورانه را افزایش دهد تا شرکت‌های خصوصی بیشتری را زیر پوشش حمایت مالی خود قرار دهند. نحوه سرمایه‌گذاری در فراصندوق‌ها مانند نحوه سرمایه‌گذاری در دیگر صندوق‌هاست. هدف از تاسیس این فراصندوق حل مشکل تأمین مالی کسب و کارهای فناوری محور در حوزه‌های مختلف است که البته به عنوان یک راهکار برای تأمین مالی مسکن مطرح است.

### راهبرد قابل توجه اوراق سلف

همچنین بورس کالای ایران به منظور پاسخگویی به نیاز تأمین مالی بخش صنعت، اقدام به طراحی اوراق سلف موازی استاندارد کرد که در سال ۱۳۸۹ موضوع انتشار اوراق سلف موازی مورد موافقت قرار گرفت. در حال حاضر با توجه به دلیل قیمت بالای مسکن در کشور و عدم توانایی بسیاری از افراد برای خرید خانه، عرضه املاک در بورس کالا راهی برای کمک به خرید مسکن است. با این اتفاق مردم می‌توانند براساس میزان سرمایه خود اقدام به خرید اوراق سلف مسکن در بورس کالا کنند. همچنین در این روند هم ارزش پول در برابر نوسانات قیمت مسکن حفظ می‌شود و هم مردم در خرید یک واحد مسکونی سهیم شده و یا امکان خرید یک واحد کامل را خواهند داشت. بدینهی است که بسیاری از اشخاص قادر به خرید مسکن نیستند. اما از طریق خرید اوراق سلف مسکن در بورس کالا می‌توانند در بخشی از سود خرید یک واحد مسکونی سهیم شده و ارزش پول خود را حفظ کنند. درواقع با پیش فروش مسکن به شکل متری و در قالب اوراق سلف استاندارد، بسترهای حفظ ارزش پول آنها در مقابل تورم فراهم می‌شود.

### تمرکز بر اطلاع رسانی و آموزش

از آنجاکه نیازهای مالی بخش مسکن به دلیل پیچیدگی‌های خاص خود عموماً با ابزارهای موجود در بازار مرفت نمی‌شوند، ضرورت هنر ترکیب نوآرane ابزارها و نهادهای مالی متناسب با مقتضیات پروژه‌ها نمایان می‌شود. البته در این راستا بکارگیری راه حل‌های متعدد و متنوع در مواجهه با مسائل چندوجهی پیشنهاد می‌شود و در صورتی که علاوه بر طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه، دولت نیز سهم بزرگ‌تر از بابت سیاستگذاری درست در این خصوص داشته باشد، می‌توان به استقبال سرمایه‌گذاران امیدوار بود. همچنین به منظور همسویی بیشتر و نهادسازی و ترغیب سازندگان و سرمایه‌گذاران به همکاری و مشارکت در حوزه مسکن، پیشنهاد می‌شود برنامه‌های اطلاع‌رسانی در خصوص آموزش فعالان حوزه مسکن در راستای افزایش و ارتقاء سواد مالی و استفاده از ابزارهای نوین و ظرفیت‌های تأمین مالی بخش مسکن از طریق بازار سرمایه و بازار پول به عنوان یک راهکار مؤثر در دستور کار نهادها و ادارات مرتبط با این امر قرار گیرد.

### دو روش بر جسته

در میان راهکارهای معرفی شده جهانی برای غلبه بر چالش مسکن اقتصادی، حوزه مالی و تأمین مالی مسکن کمتر مورد توجه بوده است. موضوعی که اگرچه ممکن است سهمش در مقایسه با سایر ابعاد فیزیکی (زمین، مصالح، تکنولوژی ساخت و...) کمتر جلوه کند اما نابسامانی اش در چالش کشاندن اقتصاد تاثیر به سزاپی داشته و دارد. درک این خطمنشی در حوزه سیاست‌گذاری موجب شده است تا دوره جدید مدیریت حوزه مسکن در وزارت راه و شهرسازی تلاش داشته باشد تا ابعاد اقتصادی و مالی این حوزه را بیش از پیش مورد توجه قرار دهد و به راهکارهای مالی در کنار سایر راه حل‌ها بپردازد و درصد کمک از طریق تاسیس نهادها و طراحی ابزارهای مالی مربوط به بخش مسکن بدون دخلت مستقیم دولت برآید. بهطور کلی تأمین مالی در حوزه مسکن از دو روش بر جسته، منابع مالی متنکی بر بدھی یا بازار پول و منابع مالی متنکی بر بازار سرمایه (تبديل دارایی‌ها به اوراق بهادر و بازار رهن ثانویه) صورت می‌گیرد.

### به وجود آمدن نقطه عطف

اگرچه در کشورهای توسعه‌یافته، بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد، اما در بیشتر کشورهای در حال توسعه از جمله ایران بازار پول محور تأمین مالی است. البته برای بهبود این روند، با تصویب قانون بازار اوراق بهادر در سال ۱۳۸۶، سستر لازم جهت تاسیس نهادها، ابزارها و بازارهای مالی جدید بددید آمد. تصویب آئین نامه اجرایی تصریه ۲ ماده ۷ قانون حمایت از احیاء، بهسازی و نوسازی (که البته برای محدوده‌ها و محلات هدف بازاری شهربنی مطرح گردید، لیکن قابل تعمیم به مقوله تأمین مالی مسکن به صورت عام است) نیز نقطه عطف دیگری در زمینه تأمین مالی مسکن محسوب می‌شود. این آئین نامه امکان استفاده همزمان از سه ابزار بازار پول، بازار سرمایه و بیمه را در قالب ابزار بازار پول و بازار سرمایه فراهم می‌آورد. برخی از این ابزارها دارای سابقه اجرایی در کشور هستند و برخی از ابزارها نظیر اوراق رهنی مسکن برای اولین بار پس از تصویب آئین نامه اجرایی شده و برخی دیگر نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری تنظیم و تملک مجدد قطعه‌بندی زمین مسبوق به سابقه در کشور نیستند.

# ضعف تعامل دو سویه



فخرالدین زاده

کارشناس و صاحبنظر حوزه مسکن

**بهره برداری نامناسب از ظرفیت ها**

باوجود آن که در حال حاضر بهطور کلی ابزارهای متعددی در حوزه‌های مختلف تأمین مالی در بازار سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما کارایی و عمق بازار در حوزه تأمین مالی مسکن بسیار از حالت ایده‌آل فاصله دارد. گسترش بهره‌برداری و جا افتادن بسیاری از ابزارها در بازار مالی مسکن نیازمند مرور زمان برای شناخته شدن در بازار و بهبود مستمر مقررات و فرآیندهاست. توسعه بازار ثانویه رهن در بازار سرمایه برای کمک به تأمین مالی خرید مسکن یکی از مهم‌ترین این حوزه‌ها بهشمار می‌رود. با توجه به نسبت پایین تسهیلات به بیان مسکن، بهطور کلی تسهیلات خرید مسکن ریسک نکول اندکی در کشور داشته و کیفیت مناسبی برای انتشار اوراق بهادر به پشتونه تسهیلات رهنی (MBS) دارد. این در حالی است که این ظرفیت بهطور مناسبی مورد بهره‌برداری قرار نگرفته است.

تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و بسترسازی برای گسترش بهره‌برداری از صندوق‌های زمین و ساختمن نیز از جمله حوزه‌هایی است که ضمن تأمین مالی خرید و ساخت مسکن، ابزارهای مناسبی برای مدیریت ریسک در اختیار سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بازار سرمایه قرار می‌دهد و هم‌زمان به مقاضیان مصرفی و دارندگان سرمایه‌های خرد امکان می‌دهد ضمن حفظ قدرت خرید پس اندازها، از سود فعالیت در این حوزه نیز بهره‌مند شوند.

## ضعف در گسترش و چرخه ناکارآمد

هرچند برخی از این موارد به صورت محدود و محدود مورد بهره‌برداری قرار گرفته‌اند، اما به نظر می‌رسد علت اساسی ضعف در گسترش بهره‌برداری از ابزارهای نو در بازار مالی مسکن، در بسترسازی نامناسب نهفته باشد. البته جانداختن یک ابزار جدید در بازار، علاوه بر تمرين، نیازمند پی‌گیری در دریافت بازخورد و تکرار چرخه بهبود مستمر فرآیندها و رفع کاستی‌های مقرراتی و فرآیندی است. به نظر می‌رسد در مورد طیف گستردۀ خدمات و ابزارهای مالی مسکن، پی‌گیری این چرخه اصلاحی با کندی و تاخیر صورت می‌پذیرد و تأکید اصلی دست‌اندرکاران بیش از هرچیز بر معرفی ابزارهای نو قرار دارد و چرخه مهم بازنگری و بهبود برای رفع کاستی‌ها و تطبیق با شرایط موجود بهشکلی ناکارآمد انجام می‌شود.

## طرح‌های خاص و میان‌مدت

همچنین در سایر بازارهای مالی کشور بهطور کلی سودهای مناسبی قابل دست‌یابی و درک است که فعالان این بازارها انجیزه کمتری برای ورود به بازار پردردسرتر مسکن دارند. متولیان بازار سرمایه نیز دغدغه‌های بی‌شماری در حوزه تنظیم مقررات بازار فعلی دارند. از منظر متولیان حوزه مسکن، توسعه بازار مالی مسکن یکی از اینو دور غدغه‌های متعدد حوزه مسکن بهشمار می‌رود. بر این اساس، بهویژه با توجه به بلندمدت و بسیار تخصصی بودن فرآیند توسعه یک محصول در بازار مالی مسکن، گاه این مهم در میان درگیری‌ها و مسائل روزمره مورد توجه کافی قرار نمی‌گیرد یا اگر توجهی می‌شود عمدتاً محدود به روش‌ها و ابزارهایی است که طرح‌های خاص و میان‌مدت مسکن دولت را تأمین مالی کند.

در مجموع به نظر نگارنده مهم‌ترین مانع برای توسعه مناسب ابزارها و خدمات نو در بازار مالی مسکن، نداشتن متولیان پیگیر و دارای انجیزه‌های کافی برای توسعه این بازار خاص (حاصل تلفیق دو حوزه مسکن و مالی) است که با بررسی، اسیب‌شناسی مداوم پیاده‌سازی ابزارها و خدمات جدید، رفع موانع، و تنظیم و بازنگری سریع‌تر مقررات، بستر مناسب را برای توسعه فعالیت هر یک این ابزارها فراهم کند.

## ضعف تقاضا و عرضه

در مجموع بازار مسکن در سمت تقاضا با ضعف شدید تقاضای مصرفی (ناشی از کاهش قدرت خرید خانوارها و ناتوانی بازار مالی مسکن در اعطای تسهیلات خرید مؤثر به خانوارها) روی رو است. روی دیگر این سکه در سمت عرضه، دشواری فروش برای سازندگان و سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری در این حوزه است. در چین شرایطی هرچند اولویت اصلی برای بهبود پایدار بخش مسکن کشور در گروی پیگیری و پیاده‌سازی اصلاحات ساختاری اقتصادی است. همچنین انجام اقدامات متعددی نیز در سطح بازار سرمایه، بهویژه در حوزه تأمین مالی مسکن، امکان‌پذیر و گاه ضروری است.

گزینه  
بازگشایی



# موافع بسیار جدی برای حضور در اقتصاد بین‌الملل

۱۰۵

سرابی سود اور  
برای خارجی‌ها

۱۰۸



منافع ملی را  
بلندمدت ببینیم

۱۰۴



همچنان در ابتدای راه  
هستیم

۱۰۲





# موانع بسیار جدی برای حضور در اقتصاد بین الملل

سال هاست که با برنامه‌ای به نام برجام  
قرار است تحریم‌ها کاهش یا رفع شوند  
و اقتصاد به شکوفایی برسد



تحریم‌ها بخش‌های کلیدی اقتصاد ایران را در تیزرس خود قرار داده‌اند. بخش انرژی و خصوصاً صنعت نفت و گاز از آن رو که بخش مهمی از درآمد دولت را تأمین می‌کند، در زمرة اهداف کلیدی تحریم‌ها قرار دارد. همچنین از آن رو که لازمه و پیش شرط تمامی فعالیت‌های اقتصادی و تجاري، رونق بازارهای مالی (پول - سرمایه) هستند اعمال محدودیت در این خصوص جزو اهداف اساسی، طراحان و اجراء‌کنندگان تحریم‌ها علیه ایران قرار گرفته است. سال هاست که با برنامه‌ای به نام برجام قرار است تا تحریم‌ها کاهش یا رفع شوند و اقتصاد به شکوفایی برسد. باید توجه داشت، همانطور که اعمال تحریم‌ها به مرور وضعیت پولی و مالی کشور و بعد از آن کل اقتصاد را در وضعیت نامناسبی قرار داد، رفع تحریم‌ها نیز به مرور شرایط حوزه پولی - مالی کشور و بعد از آن کل اقتصاد را به وضعیت عادی بر می‌گرداند. واقعیت این است که بازگشت به شرایط عادی اقتصادی و بانکی نه تنها وابسته به رفع تحریم‌هاست، بلکه رفع تنش‌های سیاسی و سایه تحریم بر سر کشور که طی سال‌های اخیر، نارسایی‌ها و مشکلات ساختاری اقتصادی را عیان تر کرده، باید در اولویت قرار گیرد. بنابراین نظام تصمیم‌گیری اقتصاد ما نیازمند اصلاح است و دولت باید در شرایط فعلی ضمن اتخاذ تدبیر کار ساز برای به سرانجام رساندن برجام برای تأمین مالی راحت‌تر، همزمان در جستجوی یافتن راهکارهای اساسی تر برای درمان خشم‌های عمیق تر اقتصاد، خود تحریمی‌ها باشد تا کشتی اقتصاد در این بلیشو به سلامت پهلو بگیرد. نظرات تعدادی از فعالان بخش خصوصی در تحلیل موارد مذکور قابل تأمل است.



## کاهش قیمت‌ها در گروه مراودات جهانی

علی نقیب، نایب رئیس کمیسیون فضای کسب و کار و کارآفرینی اتاق بازرگانی ایران با بیان اینکه برجام یک عامل خوبی برای فعالان اقتصادی است تا بتوانند دسترسی به بازارهای جهانی و سیستم‌های مالی داشته باشند، افروز: دسترسی فعالان اقتصادی به دلیل تحریم‌ها به بازار بین‌الملل مختلف شده است. اگر برجام اجرایی شود فعالان اقتصادی راحت‌تر به بازارهای مالی دنیا دسترسی خواهند داشت و در دسر کارهای اقتصادی آنها کم خواهد شد. وی اظهار داشت: اگر بخواهیم از سیستم‌های مالی دنیا استفاده کیم باید ابزارهای مالی خود را با دنیا هماهنگ کنیم. البته فقط برجام سد راه فعالان اقتصادی نیست، تعیین تکلیف FATF هم مهم است. از نظر فعالان اقتصادی هر چه بتوانیم راحت‌تر مراودات مالی با دنیا داشته باشیم، به طور یقین قیمت تمام شده پول و محصولات قابل عرضه هم به همان نسبت کاهش خواهد یافت، به شرط اینکه توافقات



داشته باشیم، پیمان‌های تجارتی دوجانبه بیندیم و تعرفه‌های ترجیحی تعریف کنیم، حتی با برخی از کشورها می‌توانیم تجارت آزاد تعریف کرده، انجام همه این موارد باعث می‌شود تا اثرات تحریم بر اقتصاد ما به این اندازه اذیت کننده نباشد.

رئیس اتاق بازرگانی مشترک ایران و چین با تأکید بر اینکه، بلا تکلیفی بر جام و **FATF** از موانع بسیار جدی و حقیقتی غیر قابل انکار برای حضور مقتدرانه اقتصاد ایران در فضای بین‌المللی به شمار می‌آیند، اظهار داشت: به نقطه‌ای رسیده ایم که هیچ‌کدام از تصمیم‌گیران مملکت این را انکار نمی‌کنند. اگر این مشکل رفع شود کار بسیار خوبی است، اما اتکا و معطل ماندن بر این قضیه نشان داده شده که ضربات جدی تری خواهیم خورد و باید راههای جایگزین طراحی و اجرا شود. وقتی در تحریم هستیم علاوه بر بازارهای آمریکای شمالی، بازارهای بلوک سیاسی غرب را هم از دست داده ایم. بر این اساس بسیاری کشورها نظری استرالیا، ژاپن و کره جنوبی نمی‌توانند روابط کامل تجاری با ایران داشته باشند. بنابراین با شناسایی و تعامل در بازارهای دیگر دنیا، زمینه‌ای برای کاهش اندکی از فشار تحریم بر اقتصاد مان فراهم می‌شود.

### منطبق شدن اقتصاد با تحریم



اگر بر جام به  
نتیجه نرسد،  
همچنان ارزش  
پول ملی  
کاهش و قیمت  
دلار افزایش  
می‌باید، چراکه  
فرصت‌های  
پیش روی  
بعد از بر جام  
شرایطی برای  
عادی سازی  
اقتصاد  
خواهد بود

چمشید عدالتیان، استاد دانشگاه و فعل اقتصادی با اشاره به اینکه تحریم بر همه بازارها اثرگذار بوده، اظهار داشت: اگر مذاکره با وین نتیجه بخش باشد برای اقتصاد مثبت است، زیرا باعث کاهش تورم و تأمين کسری بودجه خواهد شد. همچنین در این روند اجرای طرح‌های عمرانی دولت تسريع و بخش خصوصی می‌تواند به راحتی واردات و صادرات کند. البته اگر پول ملی تقویت شود. این استاد دانشگاه ادامه داد: برنامه دولت جدید این است که اقتصاد را وابسته به نتیجه نرسیدن بر جام نکند و اگر بر جام به نتیجه نرسید، بتواند کسری بودجه را از طریق مالیات کاهش دهد تا تورم را کنترل کند. اما دولتمردان باید بدانند که اگر بر جام به نتیجه نرسد همچنان ارزش پول ملی کاهش و قیمت دلار افزایش می‌یابد. وی عنوان کرد: دولت قبلی هم اقتصاد را به بر جام وابسته نکرده بود، فقط نحوه تأمین بودجه کشور را روش‌های مختلف انجام گرفت. به عنوان نمونه از طریق بورس و دست در جیب مردم کردن، بخش قابل توجهی از منابع بودجه تأمین شد. اما دولت جدید بیشتر بر روش افزایش مالیات، نظیر اخذ مالیات بر دارایی، خودرو و غیره تمرکز دارد. این فعل اقتصادی تصریح کرد: ارزش پول ملی بیشتر از ۵۰۰ درصد کاهش پیدا کرده و تورم هم همیشه بوده و ادامه دارد. به هر حال فشار تحریم‌ها با به سرانجام نرسیدن بر جام یا در همین شرایط خواهد بود یا مقداری افزایش خواهد داشت. بنابراین اقتصاد خود را با تحریم منطبق کرده که از زمان دولت قبلی شروع شده و در دولت جدید هم ادامه خواهد داشت. عدالتیان با اشاره به اینکه فرصت‌های پیش روی بعد از بر جام، شرایطی برای عادی سازی اقتصاد کشور خواهد بود، بیان داشت: بر این اساس مبادلات اقتصادی با اروپا و حضور ایران در شانگهای بر جسته‌تر می‌شود. ایران در شانگهای به دنبال حذف دلار است تا با واحد پولی بین کشورهای شانگهای معامله انجام شود. اگر این اتفاق بیفتند تجارت ایران با دیگر کشورها بسیار راحت‌تر خواهد بود و شرایط تجاری ایران سهل‌تر می‌شود.



بوروکراسی  
حاکم در کشور  
برای دسترسی  
به منابع مالی  
دست و پاگیر  
است که در این  
وابطه دولت باید  
تسهیلات بهتر  
و بیشتری را در  
اختیار فعالان  
اقتصادی بگذارد

بر جام، نتیجه مثبتی داشته باشد.

نقیب ادامه داد: اگر توافقات بر جام نتیجه مثبتی نداشته و اهرم‌های مالی دنیا در دسترس فعالان اقتصادی قرار نگیرد، قطعاً راهکارهای تأمین مالی داخلی باید روان‌تر شود. امروزه می‌بینیم که بوروکراسی حاکم در کشور برای دسترسی به منابع مالی دست و پاگیر است که در این رابطه دولت باید، تسهیلات بهتر و بیشتری را در اختیار فعالان اقتصادی بگذارد. عضو هیأت نمایندگان اتاق ایران با اشاره به اینکه بر جام یک بحث کلان کشور است که تصمیم‌گیری در مورد آن توسط حکومت صورت می‌گیرد از ورچه به سرانجام رسیدن بر جام زودتر اتفاق بیفتند فعالان اقتصادی می‌توانند عملکرد بهتری داشته باشند، وی تأکید کرد: ما فعالان اقتصادی، فضای رقابتی را بیشتر می‌پسندیم زیرا در بازار رقابتی می‌توانیم فعالیت اقتصادی خود را راحت‌تر انجام دهیم. اگر هم نتوانیم در بازارهای رقابت جهانی به دلیل محدودیت‌ها حضور یابیم، مسلم‌ا در هر بازار دیگری که امکان فعالیت باشد، خواهیم رفت. زیرا برای تولید کننده، بازار عرضه بسیار مهم است.

### ضرورت تعیین تکلیف بر جام و **FATF**



وقتی در تحریم  
هستیم علاوه  
بر بازارهای  
آمریکای شمالی،  
بازارهای بلوک  
سیاسی غرب  
را هم از دست  
داده ایم، پس  
بسیاری کشورها  
نمی‌توانند روابط  
کامل تجاري  
با ایران داشته  
باشند

مجید رضا حریری، رئیس اتاق بازرگانی مشترک ایران و چین می‌گوید: در سطوح مختلف تصمیم‌گیری نظام دو سناپری برای بر جام مطرح است. یکی مذاکره با تحریم کنندگان که ادامه مذاکره با احیای بر جام است که اثرات تحریم را بر اقتصاد برطرف کند. البته شواهدی هم برای عدم امکان این موضوع در دستاوردهای یک بار مذاکرات را انجام داده ایم اما دستاوردهای برای کشور نداشت. حریری گفت: اگر هم فقط متكلی باشیم بر اینکه با آمریکا مذاکره کنیم که رفع تحریم شود چه تضمینی وجود دارد رئیس جمهور بعدی آمریکا از توافق خارج نشود؟ از طرف دیگر بعید است که طرف مقابل توافقنامه لازم الاجرا را پذیرد. همچنین ممکن است شروطی را معین کند که برای مذاکره کنندگان ایرانی پذیرفتن آن غیر ممکن باشد، بنابراین وضعیت بر جام نامعلوم خواهد بود. وی خاطرنشان ساخت: بر این اساس باید سعی کنیم سناپری بعدی که کاهش اثرات تحریمی آمریکاست را در اقتصاد ایران دنبال کنیم. از جمله تدبیر راهبردی در این خصوص، ارتباط بهتر با همسایگان به ویژه در منطقه خلیج فارس است. به عنوان نمونه در منازعه با کشوری مثل عربستان نمی‌توانیم اثرات تحریمی بر اقتصاد را کاهش دهیم. باید با همسایگان و کشورهایی که هدف بازارهای صادراتی ما می‌توانند باشند به صورت جداگانه مذاکراتی انجام دهیم، تا بتوانیم فعالیت تجاری خود را حتی با وجود اختلافات در حوزه سیاست با این کشورها برقرار و توسعه دهیم.

حریری تصریح کرد: اگرچه پذیرفته شدن ایران در سازمان کنفرانس شانگهای و روابطی که با اتحادیه اوراسیا در چند سال اخیر برقرار شد، بسیار خوب است، اما باید بتوانیم در این مدل پیمان‌های منطقه‌ای مشارکت فعال

# همچنان در ابتدای راه هستیم



راه اندازی «مرکز مشاوره و خدمات سرمایه‌گذاری»  
تدبیر پارلمان بخش خصوصی بود



فریدون مهدیزادگان  
خبرنگار

جذب سرمایه‌گذاری همواره به عنوان یکی از اصول راهبردی در توسعه کشورها مد نظر قرار گرفته است، چراکه تحقق این موضوع علاوه بر تسريع در بهره برداری پروژه‌ها، زمینه‌ای مطلوب برای افزایش ثبات و تعامل با اقتصاد جهانی را فراهم می‌سازد. آنچه در ایران براساس آمار رسمی وجود دارد از فاصله بسیار زیاد شاخص‌های جذب سرمایه‌گذاری ایران در مقایسه با الگوهای جهانی حکایت می‌کند. البته در شرایط کنونی مسائلی نظیر برجام و FATF هم، جذب سرمایه‌گذاری در ایران توسط دولت را با چالش‌های بسیاری مواجه ساخته است. بر این اساس به نظر می‌آید که پارلمان بخش خصوصی با ظرفیت‌های خود بتواند مسیری هر چند کوچک را برای رونق جذب سرمایه‌گذاری فراهم سازد. فرصتی فراهم شد تا درگفت و گویی نظرات فریال مستوفی، رئیس مرکز خدمات سرمایه‌گذاری و رئیس کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق تهران رادر خصوص برخی مسائل پیرامون جذب سرمایه‌گذاری جواب شویم.

بود که همه آن هم عملیاتی نشد. کشورهایی نظیر چین، هنگ کنگ، مالزی، سنگاپور و ترکیه به صورت میانگین ۱۹۰ میلیارد دلار جذب سرمایه‌گذاری داشته‌اند، در صورتی که پتانسیل‌های ایران به مراتب بیشتر از کشورهای نامبرده است. اگرچه در ایران روی بستر فراوان نفت و گاز که ارثی موردنیاز دنیا بوده خواهید ایم، گستردگی معادن غنی، دسترسی به آبهای آزاد، جمعیت نسبتاً خوب و موارد بسیار دیگر داریم، اما با وجود همه این پتانسیل‌ها نتوانستیم جذب سرمایه‌گذاری کنیم زیرا زیرساخت، مدیریت مناسب و امنیت سرمایه‌گذاری در کشور فراهم نیست. از آنجا که اقتصاد ایران، شرایط لازم برای جذب سرمایه‌گذاری بر اساس عوامل گفته شده را ندارد، لازم است تا دولت برنامه

جامعه و ثبات سیاسی وابسته است. بنابراین در ابتداء، باید فضای کسب و کار بهبود پیدا کند و تحقق این موضوع از طریق ایجاد بسته‌های لازم با الگوبرداری از راهکارهای کشورهای موفق در کنار حمایت دولت از بخش خصوصی واقعی در تصمیم‌سازی‌ها، امکان‌پذیر است.

## ■ شرایط کنونی جذب سرمایه‌گذاری در ایران را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

اگر روند سرمایه‌گذاری در کشور را در سه دهه گذشته نگاه کنیم، با وجود پتانسیل‌های بزرگی که کشور ما در امر جذب سرمایه‌گذاری دارد، موفقیت آنچنانی نداشته‌ایم، به عنوان نمونه در سال ۲۰۱۷، بالاترین رقمی که توانستیم جذب سرمایه‌گذاری کنیم صحبت از ۵ میلیارد دلار

## ■ رونق جذب سرمایه‌گذاری

مستلزم اتخاذ چه تدبیری است؟ جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در اغلب کشورهای جهان به عنوان یکی از مهمترین متغیرهای توسعه اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرد. امنیت به عنوان یکی از مولفه‌های اصلی جذب سرمایه‌گذار داخلی و خارجی است. این موضوع به خصوص در کشورهای جهان سوم که در مقایسه با کشورهای توسعه یافته از رسیک سیاسی - اقتصادی بالاتری برخوردارند اهمیت بیشتری دارد. البته امنیت سرمایه‌گذاری خود به عوامل مهمی چون کیفیت محیط کسب و کار در کشور میزبان، سهولت فعالیت شرکت‌ها، شفافیت، استقرار نظام موثر قانونی، عدم فساد مالی در

منسجم و راهبردی در این خصوص تهیه کند. اگر برنامه‌ریزی‌ها با استراتژی هدفمند و اصولی هدایت شود به طور یقین امنیت سرمایه‌گذاری تأمین خواهد شد و ریسک اقتصادی هم پایین می‌آید. برای اینکه بتوانیم جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی داشته باشیم، نیازمند این هستیم که بسترها و زیرساخت‌های جذب سرمایه‌گذاری را فراهم سازیم.

**خوزه بازار سرمایه، تهیه پیش نویس قانون ارتقای بازار سرمایه کشور با همکاری کانون کارگزاران بورس اوراق بهادار همراه با ارائه پیشنهادات اصلاحی، بررسی موضوع معافیت مالیاتی در بازار سوم بورس ایران پیرو مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و ارسال درخواست پیگیری تجدیدنظر در مصوبه منکور به رئیس اتاق از اهم اقدامات انجام شده به شمار می‌آیند. البته در این میان اتاق بازار گانی به دنبال بررسی وضعیت بورس اوراق بهادار با تأکید بر ضرورت اقدام به تأمین مالی طرح‌های نیمه تمام و متعاقباً بررسی نقش بازار سرمایه در تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی در تعامل با بانک پاسارگاد هم فعالیت‌هایی داشته است.**

همچنین تهیه گزارش از صندوق‌های قابل معامله و چالش‌های آن بررسی ETF دولتی و تحلیل مدل‌های پیشنهادی دولت هم مد نظر قرار گرفت. همچنین در ادامه این اقدامات، ارائه چارچوب بررسی اولیه صلاحیت اعضا اتاق برای پذیرش در بورس و شرایط پذیرش شرکت‌ها در بازار اول، دوم، بازار شرکت‌های کوچک - متوسط فرابورس و تصویب انجام فرآیند شناسایی، اطلاع رسائی، غربالگری اعضا اتاق توسط معاونت کسب و کار اتاق تهران و ارسال پیش نویس تفاهمنامه پیشنهادی کمیسیون به سازمان بورس اوراق بهادار انجام شد. در مجموع بررسی چگونگی توسعه تأمین مالی تولید از طریق بازار سرمایه و تشریح سه پروژه "بکارگیری ابزارهای نوین تأمین مالی با هدف جذب نقدینگی سرگردان"، "بهره‌گیری از ظرفیت سرمایه‌های مردمی و حمایت از راه اندازی هدینگ‌های سرمایه‌گذاری" همراه با "اگذاری مجوزهای معدنی در بورس" هم ازدیگر اقدامات انجام شده به شمار می‌آیند.

### ■ دستاوردهای این اقدامات

#### چه بود؟

باید در نظر داشت که بوروکراسی، قوانین دست و پاگیر تأمین مالی از بازار سرمایه بسیار پیچیده است. بر این اساس آسان سازی روش‌ها و همگام شدن با الگوهای جهانی در این خصوص ضرورت پیش روی مدیران بازار سرمایه است. اگرچه همچنان رایزنی استفاده از خدمات تأمین مالی بازار سرمایه برای فعالان اتاق انجام می‌شود، اما همچنان در ابتدای راه هستیم.

**قرار بود بین اتاق و سازمان بورس**  
با ایجاد پنجه واحدی، زمینه ورود بخش خصوصی به بازار سرمایه رونق یابد، سرانجام این پروژه به کجا رسید؟

**خدماتی که تاکنون در این زمینه انجام داده اید چه مواردی هستند؟**  
مکان‌هایی که در کشور ظرفیت فنی و اقتصادی خوبی دارند شناسایی شد. همچنین توجه مجلس و دولت را به قوانین دست و پاگیر مرتبط با جذب سرمایه‌گذاری جلب کردیم. با شرکت‌های مشاوره‌ای درجه یک دنیا تفاهمنامه‌هایی امضا کردیم که کنار ما باشند و راهنمایی کنند که چگونه می‌توانیم طرح‌های اقتصادی با توجیه سرمایه‌گذاری را بنویسیم. اما با توجه به عدم زیرساخت‌های مناسب برای جذب سرمایه‌گذاران، این مرکز هنوز در کار خود موفقیت کامل را به دست نیاورده است.

**بالاترین رقمی که توانستیم جذب سرمایه‌گذاری کنیم صحبت از ۵ میلیارد دلار بود که همه آن هم عملیاتی نشد. کشورهایی نظیر چین، هنگ کنک، مالزی، سنگاپور و ترکیه به صورت میانگین ۱۹۰ میلیارد دلار جذب سرمایه‌گذاری داشته‌اند، در صورتی که پتانسیل‌های ایران به مرابت بیشتر از کشورهای نامبرده است**

**■ راه اندازی کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق بازار گانی، با چه هدفی صورت گرفت؟**

کمیسیون بازار پول و سرمایه اتاق بازار گانی تهران با هدف پایش محیط کسب و کار در حوزه بازار پول و سرمایه، توجه به مسائل و مشکلات این حوزه، ارائه راهکار جهت رفع آنها، ایجاد بسترها لازم جهت اصلاحات اقتصادی مورد نیاز به منظور تسهیل و تصحیح تأمین مالی ارزی و ریالی از طرق مختلف و افزایش سهام بازار سرمایه برای تأمین مالی بخش خصوصی ایجاد شد.

**■ اهم اقدامات کمیسیون مذکور در خصوص تأمین مالی فعالان اتاق، از بازار سرمایه چه بوده است؟**

بسترزایی از طریق آموزش و فرهنگ سازی در خصوص نحوه سرمایه‌گذاری و ورود به بازار سرمایه، چگونگی استفاده از ابزارهای مالی نوین با هدف تأمین مالی شرکت‌های بخش خصوصی و پذیرش آنها در بازار سرمایه، انجام مطالعات کارشناسی و ارائه پیشنهاد جهت ارتقای رتبه ایران در شاخص‌های مربوط به بازار سرمایه در گزارشات بین المللی (شاخص حمایت از سهامداران خرد)، بررسی مشکلات فعالیت در

منسجم و راهبردی در این خصوص تهیه کند. اگر برنامه‌ریزی‌ها با استراتژی هدفمند و اصولی هدایت شود به طور یقین امنیت سرمایه‌گذاری تأمین خواهد شد و ریسک اقتصادی هم پایین می‌آید. برای اینکه بتوانیم جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی داشته باشیم، نیازمند این هستیم که بسترها و زیرساخت‌های جذب سرمایه‌گذاری را فراهم سازیم.

**■ اتاق بازار گانی با توجه به قدمت و تجارت، برای رونق جذب سرمایه‌گذاری چه نقشی ایفا کرده است؟**

در این راستا پارلمان بخش خصوصی برای اولین بار در ایران در سال ۱۳۹۴، مرکزی تخصصی با بهره‌گیری از کارشناسان زده، مهربان و از همه مهمتر بین‌المللی تحت عنوان «مرکز مشاوره و خدمات سرمایه‌گذاری» در اتاق بازار گانی تهران با اهداف ملی تأسیس کرد. همچنین دولتی بسون اقتصاد، تاکید بر جایگاه ویژه بخش خصوصی در تسهیل و پیشبرد روند سرمایه‌گذاری، از جمله دلایل ایجاد این مرکز بود. اگرچه مهمترین و اولین اقدام مرکز مذکور، آماده‌سازی بسترهاست که به دلیل تحريم‌های بین‌المللی در سال‌های گذشته فراهم نشد اما ضرورت ایجاد چنین مرکزی در اتاق بازار گانی که پارلمان بخش خصوصی است، کاملاً روشن است.

**■ برای تسريع تحقق اهداف مدنظر**

**چه برنامه‌ای دارید؟**

مرکز مشاوره و خدمات سرمایه‌گذاری اتاق تهران در نظر دارد به عنوان یک مرکز ملی نسبت به خدمترسانی به سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران در کل کشور اقدام کند. همچنین در همکاری با نهادهای، مؤسسات بین‌المللی و داخلی، برگزاری کارگاه، سمینار و همایش بین‌المللی در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی به عنوان برترین مرتع خدمترسانی به سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران کشور تبدیل شود. به نظر می‌رسد کوشش‌هایی که برای افزایش امنیت محیط اقتصاد ایران انجام می‌شود، باید به گونه‌ای برنامه‌ریزی و جهتدهی شود که به تصحیح تدریجی این سازی در حوزه سرمایه‌گذاری منتهی شود که نتیجه آن جلب اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران داخلی - خارجی و جلوگیری از فرار سرمایه‌های داخلی و جذب سرمایه‌های خارجی خواهد بود. نباید از خاطر برد که ایران کشوری با عقبه تاریخی و فرهنگی غنی است. ایران می‌تواند و باید با استفاده از پتانسیل‌های کشور، موقعیت خود را در فضای تجارت جهانی بهبود بخشد و به جایگاهی که شایسته آن است، بازگردد.



**ظرفیت‌های بسیار برای جذب سرمایه‌گذاری**

## منافع ملی را بلند ملت ببینیم

**پلاتکلیف ماندن پرونده برجام، همین آش و همین کاسه اکنون اقتصاد را به دنبال دارد**

ساره صابری  
خبرنگار

کشورهای مختلف جهان موفق شده‌اند بسیاری از موانعی را که طی سالیان متمادی برای ارتقای سطح رفاه مردمشان بر سر راه داشتند، با توسعه روابط بین الملل از میان برداوند. یکی از مهمترین این موانع، تأمین منابع مالی و دیگری دسترسی به تکنولوژی و بازار است. ایالات متحده آمریکا با همراهی اتحادیه اروپا و برخی دیگر از کشورها در سال‌های گذشته تحریم‌های گسترده وی ساقه‌ای را علیه جمهوری اسلامی ایران وضع و اجرا داشتند. طراحان تحریم‌های ایران، اقدامات خود علیه نظام پانکی و مالی کشورمان را در چند مرحله انجام و تلاش کرده‌اند در سطوح و لایه‌های مختلف، دسترسی ایران به بازار پانکی و مالی بین المللی را قطع کنند. همچینین یکی دیگر از اهرم‌های اصلی تحریم‌ها، محدودیت دسترسی به منابع اقتصادی بوده که مهمترین آنها تجارت برون مرزی است.

اکنون با روی کار آمدن دولت آیت الله رئیسی دوباره پرونده برجام باز شد و نویدهایی را با خود به همراه داشت. در حقیقت رفع تحریم‌ها، تحولات مثبت قابل توجهی در حوزه بولی و مالی کشور رخ خواهد داد که خروج از رکود و بهبود وضعیت رفاهی خانوارها در آینده برخی از موارد است. اما موضوع مهمی که باید در کنار رفع تحریم‌ها در نظر داشت این است که برخی از مشکلات کنونی اقتصاد، ریشه در مشکلات ساختاری دارند و نباید انتظار داشت که رفع آنها تنها منوط به اجرای برجام باشد. بر این اساس تعیین تکلیف برجام، کشور را از فشار وارد از ناحیه تحریم‌ها رهایی می‌دهد تا با برگشت اقتصاد به شرایط عادی، فرصت برای برنامه‌ریزی کارآمد به منظور مرتفع سازی مشکلات ساختاری مذکور ایجاد شود. البته میزان دسترسی به این مهم، بستگی به اتخاذ سیاست‌های اقتصادی در دوران مذکوره برجام و پس از برجام دارد. بررسی برخی از مهمترین مسائل پژوهه برجام و تأثیری گذاری آن در ساختار اقتصادی ایران، در گفت‌وگو با سیده فاطمه مقیمی، عضو هیأت رئیسه اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران و فعل اقتصادی مد نظر قرار گرفت.

بله این موضوع صحیح است. اتاق بازرگانی ایران، بورس تهران، فرابورس ایران و جامعه حسابداران رسمی، تفاهمنامه همکاری در راستای ایجاد پنجره واحد برای ورود شرکت‌های بخش خصوصی به بازار سرمایه امضا کردند زیرا بخش خصوصی از روند طولانی بودن پذیرش در بورس گلایه داشتند که برای کوتاهی فرآیند پذیرش این تفاهمنامه امضا شد.

قرار بود تا قبل از پذیرش، بسیاری از کارها نظیر شفاف سازی صورت‌های مالی شرکت‌ها انجام شود که در نهایت سازوکار پذیرش شرکت‌ها و تأمین مالی آنها از بازار سرمایه تسريع شود. با توجه به تفاهمنامه مذکور، ثبت شرکت‌ها که خیلی زمانبر بود در حال حاضر چند روزه صورت می‌گیرد. همچنین این پنجره واحد کار بسیار خوبی که انجام می‌دهد آموزش شرکت‌ها برای ورود به بورس است که چگونه می‌توانند شرایط خود را برای ورود به بورس آماده کنند.

### ■ چشم‌انداز اتاق بازرگانی برای رونق تأمین مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه ارزیابی می‌کنید؟

از جمله اهداف اتاق بازرگانی این است که بتواند شرکت‌های خصوصی بیشتری را کمک کند تا وارد بورس شوند حتی شرکت‌های دانش بنیان، زیرا از شفافیت بهتری برخوردار خواهند بود. برای این منظور اتاق، تسهیلات آموزش به افراد و شرکت‌ها ارائه می‌دهد تا چگونه وارد بورس شوند تا ضرر کمتری بینند. در سال‌های گذشته دیدیم که افراد زیادی بدون اینکه دانش این کار را داشته باشند با ورود به بورس ضرر و زیان زیادی را محتمل شدند.

فعالیت در بورس پر ریسک بوده و افرادی وارد آن شده نباید حتماً توقع داشته باشند که همواره به سود برسند یکی از کارهایی که اتاق در نظر دارد، این است که روش‌های تأمین مالی شرکت‌های خصوصی کوچک، بزرگ و متوسط را با تمام ابزارهای مختلف تأمین مالی که در ایران و دنیا وجود دارد بررسی و بعد انتقال دهد. بر این اساس شرکت‌ها آگاه می‌شوند که با چه روشی بهتر می‌توانند تأمین مالی کنند. در مجموع به نظر می‌آید با این روش‌ها و کارهایی که صورت پذیرفته، شاهد ایجاد تأمین مالی شرکت‌های خصوصی از بازار سرمایه خواهیم بود.

حتی اقتصاد ۱۵ درصدی بخش خصوصی را هم با کنندی حرکت مواجه می‌کند، چه رسید به ۸۵ درصد اقتصاد کشور که وابسته و همه تصمیمات را دولت اتخاذ می‌کند. در مجموعه‌ای فرار گرفته‌ایم که تأثیرات تصمیم‌گیری دولت هم از نظر قانونی و هم در کنار تصمیم‌گیری‌های همراهی با مجموعه‌های بزرگ اثر خود را در اقتصاد دارد. بنابراین باید گفت و گوهای مربوط به تعامل با دنیا در چارچوب مواضع تصمیم‌گیری سیاست‌گذاری دولتی به طرقی شکل بگیرد که شاهد رشد و شکوفایی اقتصاد خود در تمام بخش‌های دولتی نکته اول، تحریم است که از زمان انقلاب یعنی ۴۲ سال قبل در تحریم هستیم فقط شکل، اندازه و روش آن تغییر کرده است. مسئله دیگر ویروس کروناست که در اقتصاد همه دنیا اثر منفی خود را گذاشته و روند اقتصادی ایران وجهان را کند کرده است. چالش نهایی بر جام است. توافقات مربوطه یا عدم به توافق رسیدن در زمان مقتضی شامل حال ماشد، که به دنبال آن FATF و مشکلات بانکی هم از آن نشات گرفت. اگر قرار بر این است که در یک اقتصاد روان حرکت و حضور موثر داشته باشیم، قدر مسلم نیاز به این است که رفع عدم گفت و گوهای متقابل شکل بگیرد تا به سمت ساماندهی وضعیت اقتصادی برویم.

### ■ در خصوص امکان تأمین مالی خارجی در شرایط کنونی چه نظری دارد؟

اگر سرمایه‌گذار خارجی اطمینان حاصل کنده امنیت سرمایه‌گذاری، سود حاصل از سرمایه‌گذاری برای خروج یا سرمایه‌گذاری مجدد او با مشکل مواجه نمی‌شود، قطعاً دلگرمی نسبت به سرمایه‌گذاری در ایران با همین شرایط هم شکل می‌گیرد. معتقدم فرصت‌های بسیار خوب اقتصادی برای سرمایه‌گذاری خارجی در ایران می‌تواند ساماندهی شود، مشروط به اینکه تأمین امنیت سرمایه‌گذاری خارجی مشخص و قانون اجرایی داشته باشد. در شرایط کنونی سرمایه‌گذار خارجی فقط یک سرمایه‌گذار غیرایرانی نیست، این موضوع ایرانیان خارج از کشور را هم شامل می‌شود. اگر از سرمایه‌های ایرانیان خارج از چرخ‌های اقتصادی کشور به سیاری در درمی آیند، تمرکز خود را برای تحقق این موضوع بگذاریم.

■ فرصت‌های پیش روی تأمین مالی در صورت مشخص شدن بر جام چیست؟ با توجه به تجارت بندۀ، بخش حمل و نقل از جمله حوزه راه سازی، کریدورهای بین المللی ترانزیتی و...، امکان جذب سرمایه‌گذار خارجی را داشته و می‌تواند توسعه پیدا کنند. باید در نظر داشت که کریدورهای بین المللی در دنیا بسیار زیاد در ترانزیت، صادرات و واردات کالا اثرگذار بوده و بازگشت منابع در آمدی خوبی به همراه دارند. بنابراین با توجه به ظرفیت‌های کشورمان در این خصوص، بسیار جای کار داریم، توسعه ناوگان حمل و نقل هم مورد دیگری برای سرمایه‌گذاری است. اگر در همین موارد گفته شده سرمایه‌گذاری شود بسیار ارزانه خواهد بود. البته به طور یقین بخش‌های اقتصادی دیگری نظیر سد سازی، نفت، پتروشیمی، معدن و جاهای دیگر نیاز به سرمایه‌گذاری دارند. مایک کشور<sup>۴</sup> فصل با همه نوع قابلیت سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی هستیم. ایران یک فرصت برای سرمایه‌گذاری است و از این فرصت باید استفاده بپنجه شود. بنابراین، ظرفیت‌های بسیاری برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی داریم، فقط باید ثبات شکل بگیرد و قوانین منظم برای اجرایی شدن به وجود آید.

### ■ آیا بر جام عامل کلیدی تأثیرگذار بر بازارهای مالی بوده، به عبارت دیگر اقتصاد ما چقدر به بر جام و FATF گره خورده است؟

بر جام قطعاً یک عامل کلیدی در اقتصاد ما به شمار می‌آید. در حال حاضر، با سه مشکل همزمان مواجه هستیم. اگر در بین این موارد، بر جام به سرانجام بر سر مشکلات دیگر اقتصادی حل شدنی است. نکته اول، تحریم است که از زمان انقلاب یعنی ۴۲ سال قبل در تحریم هستیم فقط شکل، اندازه و روش آن تغییر کرده است. مسئله دیگر ویروس کروناست که در اقتصاد همه دنیا اثر منفی خود را گذاشته و روند اقتصادی ایران وجهان را کند کرده است. چالش نهایی بر جام است. توافقات مربوطه یا عدم به توافق رسیدن در زمان مقتضی شامل حال ماشد، که به دنبال آن FATF و مشکلات بانکی هم از آن نشات گرفت. اگر قرار بر این است که در یک اقتصاد روان حرکت و حضور موثر داشته باشیم، قدر مسلم نیاز به این است که رفع عدم گفت و گوهای متقابل شکل بگیرد تا به سمت ساماندهی وضعیت اقتصادی برویم.

### ■ آینده اقتصاد ایران به احیا یا عدم احیای بر جام گره خورده، تحقق هریک از این موارد چه تحولاتی به همراه خواهد داشت؟

بدون احیای بر جام، اقتصاد محصور می‌شود در یکسری از مراودات تجاری محدود با برخی از کشورها. اما احیای بر جام یعنی داشتن

سیستم برد-برد مباحثه‌ای و توافقی با کشورهایی که قرار است پشت میز مشترک بنشینیم. البته در این روند، بیان یک موضوع مهم حائز اهمیت است و آن اینکه، اگر فقط می‌خواهیم مشکلات اقتصادی را حل کنیم و صحبت‌هایی انجام شود که به درد منافع ملی نخورد و در کوتاه مدت اثیخشی کند، در واقع حکم یک مسکن داشته که بعد از آن درد و حشتناک دوبلاره آغاز و گریبان اقتصاد و جامعه ما را می‌گیرد، این نوع گفت و گو به درد اقتصاد و کشور نمی‌خورد. به عبارت دیگر، نگاه دولتی که دارد صحبت کردن و مراوده گفت و گو را با کشورهای طرف مقابل جلو می‌برد باید حتماً یک نگاه منافع ملی برای بلندمدت باشد. نه در طول ریاست جمهوری<sup>۴</sup> یا ۸ ساله خود. به نظر می‌آید که بلوغ فکری در دولتمردان ما شکل گرفته است که با این بلوغ، قدر مسلم صحبت کردن با طرف‌های مقابل می‌تواند شرایطی را ایجاد کند که این شرایط به مایک زمینه سازی صحبت متعادل گفت و گویی برد-برد برای طرفین را حداثت کند اما برای به دست آوردن این موضوعات هم اعتقاد ندارم که همه مسائل را به بر جام گره بزنیم. بنده هیچ وقت اعتقاد ندارم که همه چیز را در یک کاسه بریزیم و اگر کاسه از دستمنان افتاد همه چیز نایود شود.

### ■ بلا تکلیفی بر جام در روند توقف یا رونق اقتصادی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

وقتی تکلیف یک موضوع استراتژیک مشخص نیاشد، عدم امکان تعامل با طرف‌های تجاری شکل می‌گیرد. زمانی که یک نابسامانی از تصمیم‌گیری در سطوح بالای مدیریتی کشور مشخص باشد، قطعاً

بازار سهام به شرایط رونق خواهد رسید

# امکانی برای متعادل شدن

شرط حضور در بازارهای بین المللی  
 فقط تعیین تکلیف برجام و پذیرش FATF نیست

۱۶



مدیر معاملات کارگزاری بانک پاسارگاد با تاکید براینکه اگر پیوستن به FATF و به نتیجه رسیدن برجام اتفاق بیفتد، قطعاً شاهد افزایش سودآوری شرکت‌ها خواهیم بود، بیان داشت: براین اساس وضعیت شرکت‌ها رو به رشد خواهد شد، زیرا مبادلات و فروش‌های بین المللی محصولات آنها بهبود یافته که این کار هم به نفع اقتصاد کلان و هم مصرف کننده داخلی است. این مدیر بازار تصریح کرد: اگر تحریم‌ها رفع شود و به FATF پیوستند، به طور یقین سرمایه خارجی به کشور باز خواهد گشت و بازار سهام هم می‌تواند از این موضوع برای تأمین کمبود نقدینگی استفاده کند. البته در این روند بخشی از مشکلات کنونی که بازار سرمایه با آن دست و پنجه نرم می‌کند، برطرف خواهد شد.

## چالش نوسان گیری و سفتنه بازی



بهروز شهربازی، کارشناس بازار سرمایه با تاکید براینکه در شفاف شدن برای FATF قرار نیست امتیازی داده شود، گفت: پذیرفتن FATF یک الزام است و به نتیجه رسیدن برجام، برای کل اقتصاد مثبت ارزیابی می‌شود. بنابراین FATF در کنار برجام نه تنها برای بازار سرمایه بلکه برای کل بخش‌های اقتصادی یک الزام به شمار می‌آید.

شخص شدن  
وضعیت برجام  
باعث کاهش  
نرخ دلار شده  
درآمدهای ارزی  
شرکت‌های  
بزرگ بورسی را  
تحت تاثیر خود  
قرار می‌دهد

وی افزود: کانال‌ها و مجاری رفت و آمد پول مثل سوئیفت باید شناسایی شود. اگر بگوییم سوئیفت را قبول نداریم در روابط بین الملل، پولی نمی‌توانیم ردوبدل کنیم. اکنون هم نمی‌توانیم بگوییم FATF را نمی‌پذیریم، نتیجه آن قرار گرفتن در بلک لیست و افزایش مشکلات عدیده اقتصادی خواهد بود.

این کارشناس بازار سرمایه با اشاره به اینکه در کشور شرکتی نداریم که نیاز به مراوات بین المللی نداشته باشد، بیان داشت: حتی بخش لبیات هم کاغذهای بسته بندی خود را از خارج تهیه می‌کند، بنابراین مشخص نشدن تکلیف برجام و پذیرفتن FATF هزینه مراوات بین المللی در بخش مالی شرکت‌ها را به شدت افزایش می‌دهد که این به نفع هیچکس از جمله تولید کننده تا مصرف کننده نخواهد بود، بنابراین با پیوستن به FATF می‌توان از کانال‌های ارزان قیمت پول را جابجا کرد، با این کار علاوه بر کاهش

مشخص شدن سرایح برجام و FATF موجب بهبود مبادلات ارزی، روند صادرات و افزایش جذب سرمایه‌گذاری می‌شود که این مسئله بر عملکرد شرکت‌های بورسی تاثیر مثبت خواهد گذاشت.  
همچنین نتیجه آن بهتر شدن عملکرد، شرایط شرکت‌ها و افزایش تزریق نقدینگی به بازار سهام است. اگرچه گروهی این اظهارات را تایید می‌کنند اما معتقدند که تعیین تکلیف برجام و خارج شدن سرمایه و اقتصاد کلان باشد، اما شرط کافی نیست. به اعتقاد آنان در صورتی آثار موارد مذکور، مثبت خواهد بود که مدیریت کلان اقتصادی اصلاح و اجرای تصمیمات درست در پیش گرفته شود. برای تحلیل بیشتر این موضوع نظرات تعدادی از کارشناسان بازار سرمایه را جویا شدیم.

## بازگشت سرمایه‌گذار خارجی

محتبی شهربازی، مدیر معاملات کارگزاری بانک پاسارگاد با اشاره به اینکه عدمه شرکت‌های بازار سرمایه صادرات محور بوده و تولیدات صادراتی زیادی دارند، گفت: این شرکت‌ها از تحریم‌ها، برهم خوردن برجام و نپیوستن ایران به FATF ضررهاز زیادی متحمل شدند، به گونه‌ای که هزینه‌های صادرات آن‌ها افزایش و بازارهای فروش خود را در بازارهای بین المللی از دست دادند. همچنین شرکت‌های بورسی صادرات محور برای تهییه مواد اولیه خود باشد هزینه‌های زیادی را متحمل شوند که در کل هزینه تولید و فروش محصولات آن‌ها افزایش یافته است.

شهربازی افزود: با این توضیحات اگر ایران به FATF پیوستند و مشکل برجام هم برطرف شود، بخش قابل توجهی از هزینه‌ها برای شرکت‌ها صرف‌جویی می‌شود.

در واقع تحریم‌ها و مسائل مربوط به آن، علاوه بر افزایش هزینه‌های مالی و مبادلات ارزی چالش‌های دیگری را هم برای شرکت‌ها ایجاد کرده است. از طرف دیگر چالش مذکور، باعث شد تا شرکت‌ها انجیزه فروش و صادرات‌شان را از دست بدهند.



جعفر ریبعی

مدیر عامل هلدینگ خلیج فارس

# فرصتی برای بین‌المللی شدن



جعفر ریبعی

مدیر عامل هلدینگ خلیج فارس

بدون تردید داشتن روابط بانکی متعارف، زیرساخت‌های قانونی، نرم‌افزاری-

ساخت‌افزاری و همچنین کاهش رسکوهای کشور از مسیر ایجاد چشم‌انداز روش اقتصادی به عنوان یکی از پیش‌نیازهای همکاری با بورس‌های منطقه‌ای و بین‌المللی بوده و چنانچه این شرایط فراهم شود می‌توان با یک برنامه‌بریزی درست از فرصت‌های ایجاد شده استفاده کرد.

در صنعت پتروشیمی که از صنایع پیشرو، سوداًور و دارای مزیت رقبه‌ی کشور به شمار می‌رود، می‌توان از فرصت پذیرش در بورس‌های بین‌المللی برای تأمین مالی در این بازارها بهره برد که استفاده از ابزارهای بدھی اسلامی در کشورهای اسلامی فرصت مناسبی را پیش روی این صنعت قرار خواهد داد. کشور ایران با دراختیار داشتن یکی از بزرگترین و سهل‌الوصول ترین منابع گازی و نفتی (به عنوان خوارک صنایع پتروشیمی) در جهان ظرفیت بزرگی در پذیرش سرمایه خارجی دارد و پتانسیل تأمین بلند مدت و امن خوارک را برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت. فرصت‌های سرمایه‌گذاری چه در بالا دست و چه در پائین دست صنعت به وفور یافت می‌شود که نیازمند سازوکارهای جهت جذب سرمایه‌های خارجی است. استفاده از ابزارهای نوبنی نظری صندوقهای پروژه می‌تواند مسیر خوبی برای سرمایه‌گذاران در طرح‌های صنعت نفت و پتروشیمی باشد.

همچنین جذب سرمایه خارجی علاوه بر رونق تولید داخلی و ایجاد اشتغال، مقاومت در برابر تحریم‌های احتمالی رانیز افزایش خواهد داد که ضرورت توجه به آن چه در حوزه سیاست‌گذاری کلان و چه سیاست‌گذاری خرد باید جزء اولویت‌ها باشد. هلدینگ خلیج فارس با سرمایه‌گذاری‌های عظیمی که طی سال‌های گذشته انجام داده، اکنون براساس رتبه‌بندی سازمان مدیریت صنعتی در شاخص‌های متعددی رتبه نخست را در بین شرکت‌های ایرانی داشته و همچنین براساس رده‌بندی نشریه بین‌المللی ICIS هلدینگ خلیج فارس در سال ۱۳۹۸ در رتبه چهلم شرکت‌های شیمیایی و پتروشیمیایی دنیا قرار گرفت. این هلدینگ در سال‌های اخیر همواره توجه خاصی به بازار سرمایه داشته و تلاش کرده از تمامی ابزار موجود در بازار سرمایه بهره لازم را در جهت تسهیل امور ببرد. همچنین در راستای کمک به توسعه هر چه بیشتر بازار سرمایه از یک سو نسبت به عرضه شرکت‌های تابعه در بورس و از سوی دیگر اقدام به راهاندازی یکی از بزرگترین صندوقهای بازارگردانی داشته که توانسته نقدشوندگی کافی را در سهام این شرکت و شرکت‌های تابعه و در شرایط دشوار بازار ایجاد کند. این رویکرد مثبت هلدینگ خلیج فارس به بازار سرمایه کشور، در صورت فراهم شدن فرصت‌های بین‌المللی نیز تداوم خواهد داشت و به پشتونه سودآوری مناسب و برند خوب از پیشگامان ورد به عرصه بورس‌های بین‌المللی خواهد بود. البته همانطور که پیشتر هم بیان شد چنین رویدادی نیازمند بهبود روابط مالی و بانکی در کنار بهبود فضای اقتصادی و اعتماد متقابل است.

اگرچه شرکت‌های دارای زمینه دنباله‌روی سیاست‌های سازمان بورس و همچنین بانک مرکزی هستند، اما در وهله نخست نیاز است این نهادها شرایط و زیرساخت مورد نیاز را در اختیار شرکت‌ها قرار دهند. انتظار بازیگران بزرگی همچون هلدینگ خلیج فارس که به همراه شرکت‌های تابعه خود ۱۱ درصد ارزش بازار سرمایه‌گذاری را در اختیار دارد از دولت بعدی این است که به سازوکار عرضه و تقاضا در بازار سرمایه‌گذاری احترام گذاشته و از دخالت‌های هیجانی در آن خودداری کند. همچنین تأمین مالی پروژه‌های توسعه‌ای کشور را از طریق بازار سرمایه تسهیل و گسترش دهد.

هزینه‌هایی که به شرکت‌ها اعمال می‌شود، رونق آن‌ها رانیز در پی خواهیم داشت. شهادایی تصریح کرد: یک موضوع قابل تأملی در بازار سرمایه وجود دارد این است که مشخص شدن وضعیت برجام باعث کاهش نرخ دلار شده و درآمدهای ارزی شرکت‌های بزرگ بورسی را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد که در نهایت بازار سرمایه افت خواهد کرد. همچنین در شرایط کنونی تمرکز یک نگاه انتظاعی و ضعیف دیدگاه سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به حاشیه رفته و یک روند نوسان گیری و سفت‌هه بازی در بازار رواج دارد که اصلاح این روند ضرورتی قابل توجه به شمار می‌آید.

## امنیت اقتصادی، الوبت بنیادین

عباس هشی، کارشناس بازار سرمایه با تأکید بر اینکه برجام و FATF بازیچه دست سیاست‌گذار شده، اظهار داشت: FATF و برجام ربطی به هم ندارند اما در عین حال تکمیل کننده همیگر در اقتصاد هستند. به گونه‌ای که برای جلوگیری از سوء استفاده بانکی، FATF تدوین شده است و می‌گوید که هر بانکی باید برمشتری خود در یک چارچوبی اعمال نظارت کند. حال اگر برجام به نتیجه برسد، کشور می‌تواند به راحتی نفت بفروشد، روند صادرات تسهیل و اجتناس وارداتی هم گران خریداری نمی‌شود. وی گفت: با تعیین تکلیف برجام و تصویب FATF در اقع ورود خروج راحت پول تحقق پیدا می‌کند که منجر به کاهش هزینه برابری دلار می‌شود. یعنی با دلار ارزان، علاوه بر رونق تولید کالا و خدمات سطح قیمت‌ها، تورم و کسری بودجه دولت هم کاهش پیدا می‌کند. هشی با بیان اینکه نمی‌دانم از کجا به این نتیجه رسیده اند که در بازار سرمایه، سهام روی میز مانده و خریدار نیست و سرمایه‌گذار خارجی باید بیاید و آنها را خریداری کند، افزود: طبق مصوبه ای گفته شد اگر خارجی‌ها از بازار سهام ایران سهم بخزند، با خود دلار می‌آورند که هم از امتیاز قانون حمایت از سرمایه‌گذار خارجی بهره مند شوند و هم پاسپورت ایران را دریافت می‌کنند.

وی ادامه داد: حال فرض کنیم که ما فرش قرمز را برای سرمایه‌گذار خارجی پهن کرده ایم و سرمایه‌گذار خارجی هم آمد، سرمایه‌گذار خارجی وقتی می‌خواهد پول خود را به بورس بیاورد باید به نظام بانکی مراجعه کند، برای این کار هم باید عضو FATF باشیم، ما که نمی‌توانیم از سرمایه‌گذار خارجی انتظار داشته باشیم تا پول خود را چمдан وارد کشور کند.

این استاد دانشگاه تصریح کرد: با وجود اینکه سرنوشت برجام و تصویب FATF برای اقتصاد مهم است اما مهمتر از همه این موارد، اولویت بنیادین امن بودن اوضاع اقتصادی بوده تا بازار سرمایه هم مانند بازارهای دیگر بتواند کار خود را به راحتی انجام دهد. همچنین مشخص شدن وضعیت برجام به رفع مشکلات تحملی تحریم بانک مرکزی تا در این فروش نفت و کالا کمک می‌کند، یعنی اقتصاد ما که در حال حاضر درست کار نمی‌کند و از ریل انضباط اقتصادی خارج شده را به ریل اصلی برمی‌گرداند. وقتی این اتفاق افتاد با تصویب FATF قطار اقتصاد روی ریل اصلی حرکت می‌کند، یعنی تبادلات پول بین بانک‌های ایرانی و خارجی و برگرداندن پول صادرات به ایران درست صورت می‌گیرد. در حقیقت پول، خون گردش اقتصادی است و آن چیزی که مانع پمپاژ خون در اقتصاد است عدم پیوستن ایران به FATF است که ساماندهی این مشکلات با مدیریت صحیح اقتصادی قابل حل خواهد بود.



رویای توسعه پایدار بازار سهام جامه عمل می‌پوشد

# سرابی سودآور برای خارجی‌ها

شرایط خروج پول سرمایه‌گذار خارجی از بورس باید مشخص شود

## از بین رفتن اطمینان



سرمایه‌گذار خارجی می‌خواهد سرمایه‌گذار خود را به ارز تبدیل و از بورس خارج کند، هنوز مشخص نیست که این کار را چگونه باید انجام دهد؟

کشور وجود دارد. این مدیر باسابقه بورسی اظهار داشت: بازار سرمایه ایران یک بازار نوظهور است و هنوز یک بازار تکامل یافته مانند بورس هلند، بلژیک، لندن و ژاپن نیست، اما همین بازار نوظهور برای سرمایه‌گذاری خارجی‌ها جالب است، چراکه بورس‌های جهان به اندازه بورس ایران برای آنها سود ندارد. ولی مشکل مانع قوانین و مقررات برای برگشت پول سرمایه‌گذار خارجی است.

نخستین دبیرکل بورس با بیان اینکه در حال حاضر بورس ایران نسبت به گذشته خیلی بزرگتر شده است، تصریح کرد: در سال ۷۲ بورس کوچکتر از آن بود اما قوانینش با ثبات تر از شرایط حاضر بود، به همین دلیل در

۵۷ میلیون کد سهامداری تا پایان سال ۹۹ در بورس به ثبت رسید که ۳۷ میلیون کد آن فعال بود و از این عدد فقط ۳۷۰۰ کد، از آن سهامداران خارجی است. این عدد به لحاظ ارزش معاملاتی کمتر از اдрصد بوده و این مسئله نشان می‌دهد که بورس در جذب سرمایه‌گذار خارجی موفق عمل نکرده است. با توجه به روند مذاکرات برجام و پیش‌بینی‌ها مبنی بر حضور سرمایه‌گذاران خارجی در بازارهای مالی ایران، نظرات تعدادی از مدیران بازار سرمایه و اقتصادی را جویا شدیم و از آنها پرسیدیم که شرایط کنونی، سرمایه‌گذاران خارجی در بورس چگونه است و راهکارهای افزایش آن چیست؟



یک کارگروه  
باید از وزارت  
امور خارجه،  
بانک مرکزی و  
سازمان بورس  
تشکیل شود

وضعیت خوبی ندارد، گفت: ریسک‌های سیستماتیک کلان در بورس تاثیر زیادی دارد که از دست بورس خارج است. همچنین تحريم‌های بین‌المللی هم بر بازار مالی تاثیرگذار بوده است که مهمترین آن روابط بنکی است.

مرسلی افزود: وقتی سرمایه‌گذار خارجی وارد بورس ایران می‌شود باید پول وارد بانک ایران شود اما بنک‌های ما تحريم هستند که به این منظور برای ورود سرمایه به ایران باید از کانال‌های غیر رسمی مثل صرافی‌ها اقدام کند که هزینه و ریسک بالایی دارد.

سرمایه‌گذار خارجی به این شکل وارد سرمایه‌گذاری نمی‌شود و این موضوع تاثیر منفی زیادی در جذب سرمایه‌گذار خارجی گذاشته است.

این کارشناس بازار سرمایه اظهار داشت: البته حضور نهادهای مالی فعال جدای بانک، در جذب سرمایه‌گذاری خارجی هم مزید بر علت است که مهمترین این نهادها کاستودین (custodian) است. کار این نهادها به اینگونه است که مثلاً یک سرمایه‌گذار آلمانی اگر بخواهد در بورس ایران سرمایه‌گذاری کند باید از طریق کاستودین اقدام کند و ممکن افتتاح حساب و نقل و انتقال پول را کاستودین انجام می‌دهد و سرمایه‌گذار فقط کاستودین آلمانی را می‌شناسد و او مسئول همه کارها است. نکته مهم این است که تاکنون کاستودین‌های بین‌المللی به بورس ایران ورود نکرده‌اند.

وی بیان داشت: برخی از شرکت‌ها مثلاً بلومبرگ وجود دارند که تحلیلهای مالی بازارهای مختلف از کشورهای مختلف دنیا را به سرمایه‌گذاران رائه می‌کنند. اما این شرکت‌ها بازار سرمایه ایران را از نظر تحلیلی تحريم کرده‌اند.

مرسلی با بیان اینکه چند نرخی بودن قیمت ارز مشکل دیگر در اقتصاد است، گفت: نرخ ارز با نوسانات شدیدی مواجه است که می‌تواند سرمایه‌گذار خارجی را متضرر کند. در حال حاضر سرمایه‌گذاران خارجی که اکنون در بورس هستند و می‌خواهند از بورس خارج شوند بانک مرکزی تخصیص ارز را اولویت بندی کرده و ممکن است آنها در آن زمان، اولویت اول نباشند و پیشنهاد سرمایه‌گذاری مجدد به آنها می‌دهد. این موارد جز ریسک‌های سیستماتیک است و ربطی به سازمان بورس ندارد، موارد مذکور سازمان بورس را در جذب سرمایه‌گذار خارجی با مشکل مواجه می‌کند.

این مدیر بازار اظهار داشت: یکسری فرآیندهایی برای جذب سرمایه‌گذار خارجی در بورس است که خیلی پیچیده و گنگ است و زیرساخت‌های مناسب هم برای این موضوع وجود ندارد. مثلاً برای افتتاح حساب، سرمایه‌گذار خارجی باید حتماً در ایران حضور داشته باشد و اگر مدت ویژایش هم تمام شود و خارج از ایران باشد همه خدمات اینترنتی او غیرفعال می‌شود و باید مجدد به ایران برگرد. اینها ربطی به اقتصاد کلان ندارد و در بورس قابل حل است. همچنین سایت کمال شرکت‌ها در آن درج شده به زبان انگلیسی موجود نیست، که این موارد با استانداردهای جهانی شدن، اتصال بازارها تنافس دارد و باید اصلاح شود.

مرسلی تصریح کرد: طبق آمار WFE (فدراسیون جهانی بورس‌ها) بورس تهران به لحاظ عملکرد بین بورس‌های عضو در رتبه دو به لحاظ بازدهی قرار داشت. اگرچه این آمار خوب است اما باید فرآیندها بهتر و زیرساخت‌ها مهیا شود تا برخی مشکلات جذب سرمایه‌گذار خارجی سامان یابد. رئیس سابق اداره امور بین‌الملل سازمان بورس عنوان کرد: راهکار اصلی که به نظر مهم می‌آید این که بانک مرکزی، سازمان بورس، وزارت امور خارجه باید یک کارگروهی را تشکیل دهند و موانع جذب سرمایه‌گذار خارجی در ایران را مشخص کنند. همچنین می‌توان در کنسولگری‌های ایران یک کارشناس بازار سرمایه‌گذاری گذاشت که بسیاری موارد با این طریق قابل حل است.

آن زمان خارجی‌ها در بورس سرمایه‌گذاری داشتند. البته در حال حاضر که بورس بزرگ‌تر و متنوع تر شده، ولی به اندازه گذشته سرمایه‌گذار خارجی ندارد و این نشان دهنده عدم اطمینان به بورس ایران است.

رجایی سلاماسی گفت: اگر قانون درستی برای افزایش حضور سرمایه‌گذار خارجی در بورس تصویب شود، با وجود کارگزاری‌ها که آمادگی کامل در این زمینه دارند به طور یقین جذب سرمایه‌گذاری خارجی در این بازار راحت تر خواهد شد. البته موضوعی مهم وجود دارد این که سرمایه به دنبال جای امن است، بنابراین وضعیت ناسامان در اقتصاد و به تبع آن در بورس باید از بین برود یا به حداقل برسد. اگر این مسائل حل شود صدرصد سرمایه‌گذار خارجی تمایل دارد تا در بورس ایران سرمایه‌گذاری کند.

### اولویت اصلی تعامل منطقه‌ای و بین‌المللی

مهرداد کرباسیان، رئیس سابق هیأت اعمال ایمیدرو، هم جذب سرمایه‌گذاری خارجی را یکی از زمینه‌های رشد اقتصادی کشورها می‌داند و می‌گوید: کشورهایی مثل چین، ترکیه و هند جذب سرمایه‌گذاری خارجی را در اولویت اقتصاد خود قرار دادند و عملکرد موفقی هم داشتند. البته پیش زمینه جذب سرمایه‌گذاری خارجی، امنیت و شفافیت سیاست‌های ورود و خروج سرمایه با مقررات دقیق است.

کرباسیان افزود: در کشور ما از بدو پیروزی انقلاب به دلیل روحیه استکبارستیزی، جذب سرمایه‌گذار خارجی هیچ وقت در اولویت نبوده و نیست. البته در شعارها و مقررات نوشته و گفته می‌شود ولی در عمل اجرانشده است. وی خاطر نشان ساخت: باید دید منابع درآمدی برای توسعه کشور، از کجا تأمین می‌شود ارز حاصل از فروش نفت و تاحدودی گاز که باید برای سرمایه‌گذاری در کشور استفاده شود، تا به امروز برای سرمایه‌گذاری آنچنانی استفاده نشده بلکه صرف هزینه‌های جاری کشور شده است.

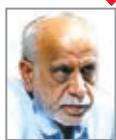
رئیس سابق هیأت اعمال ایمیدرو با اشاره به اینکه در ۴۰ سال گذشته رقم رشد کشور به متوسط دو و نیم درصد هم نرسیده تصریح کرد: در صورتی که با توجه به امکانات و جوانان کشور رسیدن به رشد اقتصادی ۸ درصد باید قابل اتکا باشد. البته تحقق نیافتند این موضوع، به دلیل نبود سرمایه‌گذاری کافی بوده است که برای انجام این کار، تعامل منطقه‌ای و بین‌المللی جزء اولویت اصلی است. همچنین موضوع حائز اهمیت دیگر این است که در سال‌های اخیر به دلیل نبود امنیت اقتصادی و کاهش سرمایه اجتماعی، خروج سرمایه هم داشته‌ایم. کرباسیان با تاکید بر اینکه بورس یک بخش مهمی از اقتصاد است، افزود: برای جذب سرمایه خارجی در بورس باید تعاملات بین‌المللی به نتیجه برسد.

البته دولت بعد هم باید انتخاب شود و سیاست‌های خود را بیان کند. همچنین دخلالت نهادهای خارج از دولت در حوزه اقتصاد باید کم نگیرد. همراه‌گنگ با سیاست‌های دولت باشد. بر این اساس وقته مشکلات داخلی اقتصادی حل شد، زمانی می‌توانیم درباره سرمایه‌گذار خارجی در بورس صحبت کنیم که تمرکز بر جذب سرمایه‌های ایرانیان خارج از کشور در اولویت قرار گیرد.

### چالش نبود کاستودین

فرهاد مرسلی، رئیس سابق اداره امور بین‌الملل سازمان بورس اوراق بهادران با بیان اینکه به چند دلیل بورس ایران از نظر سرمایه‌گذار خارجی

## چالش‌های قابل تامیل و تمکن بر FATF


**احمد حاتمی یزد**

مدیر عامل اسقیف بانک صادرات

مبادلات اقتصادی ما با خارج از کشور هستند باید با استانداردهای مشترکی سنجیده شوند. به عنوان مثال؛ همانگونه که دویچه بانک را با معیارها و ضوابط خاص خود می‌سنجیم باید اعتبار و کارآمدی بانک ملی را نیز با همان معیارها ارزیابی کنیم. داشتن این کار و حتی تصمیم سیاسی برای انجام این کار در کشور وجود ندارد.

بحث عده دیگری که بسیار جنجال برانگیز است بحث افای تی اف است. در حال حاضر مسئولان امر ضوابط آن را حدودی طراحی و اجرایی کرده‌اند اما قانون آن بنا به دلایلی هنوز تصویب نشده است. علت نیز از نگاه آنها این است، تا زمانی که سیستم بانکی با تحریمهای رو به راست، رعایت ضوابط بین‌المللی سودی برایشان نخواهد داشت. بنابراین برخی چشم انتظار رفع تحریمهای بانکی در گفت و گوهای برجام هستند تا بتوانند این قانون را تصویب کنند.

باید در نظر داشت اگر برجام تصویب شود و تحریمهای بانکی برداشته شود تحول عده‌ای اتفاق می‌افتد اما برای استفاده از فرصتی که ایجاد می‌شود ناجار به تصویب افای تی اف و خروج از لیست سیاه آن هستیم. چرا که در غیر این صورت فرصتی که برجام برای ما ایجاد می‌کند از دست خواهد رفت. تصور بnde این است که عقلایی قوم، سیاستمداران و قانونگذاران به این مطلب واقفاند و احتمالاً تصمیمات خردمندانه و مناسب با منافع ملی اتخاذ خواهد شد. اما آنها همچنان منتظر نتیجه اقدامات مذکوره‌کنندگان وین هستند.

بعد از اینکه نتیجه برجام نهایی شد، مجلس و مجمع تشخیص مصلحت نظام نیز تصمیم خود را در این باره خواهند گرفت. پس از آن باید تلاش عظیمی در سیستم بانکی صورت گیرد. باید دستورالعمل اجرای ضوابط افای تی اف بطور دقیق تدوین و به دویست هزار نفر کارکنان بانک‌ها آموزش داده شود. اهمیت کار و ساختی اجرای افای تی اف، به همان اندازه‌ای است که در تغییرسیستم بانکداری سنتی به بانکداری اسلامی در سال ۱۳۶۲ تجربه کردیم. تلاش‌های گسترده‌ای انجام شد تا کارمندان با آئین نامه‌های آن آشنا و قانون اجرایی شود. خیلی‌ها باید بسیج شوند تا رهنمودهای افای تی اف به مرحله اجرا گذاشته شود.

در یک نگاه کلی می‌توان گفت سیستم بانکی این روزها وضعیت چندان مطلوبی ندارد. در این میان، اولین و مهمترین مسئله‌ای که بانک‌ها با آن روبرو هستند، بحث کفایت سرمایه است. به این معنی که سرمایه بانک‌ها حتی در حد استانداردهای بانک مرکزی هم نیست. در چنین شرایطی نمی‌توان اعتباری برای بانک‌ها گشایش کرد. این موضوع موجب شده بانک‌های دنیا بررسی‌نمایی بانکی ما علامت سوال بزرگی بگذراند.

دومین مشکل عده بانک‌های ما مطالبات عموق است. یعنی شناسایی مطالبات عموق در سیستم بانکی کشورمان به درستی انجام نمی‌شود. بسیاری از مطالبات عموق وجود دارد که به دلیل ارتباط خاص شرکت بدھکار با رئیس شعبه یا مدیران بانک جزو مطالبات عموق یا سوخت شده منظور نمی‌شود. مصدق این مسئله را می‌توان در شرکت‌های بزرگ صنعتی چون ایران خودرو، سایپا، تراکتورسازی و ماشین سازی اراک دید. این شرکت‌ها بدھهای عموق کلانی دارند که در گزارش‌های مالی بانک‌ها به عنوان بدھی عموق لحاظ نمی‌شود.

سومین مسئله، تهیه صورت‌های مالی و صورت حساب بانک‌ها براساس استاندارهای بین‌المللی است. بانک‌های ما همچنان براساس استانداردهای جهانی ارزیابی نمی‌شوند و اختلاف نظرهای عده‌ای بین بانک مرکزی، جامعه حسابداران رسمی و سازمان حسابرسی وجود دارد. به هر حال از نظر مالی، بانک موسسه بسیار حساسی است که بخش کوچکی از منابع آن متعلق به سهامداران بانک و بیش از ۹۵ درصد آن متعلق به سپرده‌گذاران است. این رو، برای اینکه دارایی سپرده‌گذاران به خطر نیفتد، بانک‌ها باید بتوانند ریسک‌ها را تحلیل کنند. همچنین کمیته حسابرسی داخلی، کمیته ارزیابی ریسک و سازمانی برای مبارزه با پوششی داشته باشند.

شاید بانک‌ها در ظاهر از چنین تشکیلاتی برخوردار باشند اما در عمل ارزیابی‌های سیستم بانکی ما کیفیت مناسبی ندارند و بر تکنولوژی بانکداری مدرن مسلط نشده‌اند. مدت‌های زیادی است که کارکنان بانک‌ها نتوانسته‌اند در دوره‌های آموزشی خارج از کشور شرکت کنند. سیستم بانکی ما همچون صنعت در حالت انزوا و تحریم قرار گرفته است. ما خودمان که مختار بانک و بانکداری نبوده‌ایم حال اگر مختصر هم بودیم اختراعمن به درد خودمان می‌خورد و دنیا ما را قبول ندارد. در صورتی که بانک‌ها کانال اصلی

برجام از چند جهت می‌تواند منجر به رونق بازار سرمایه شود. با اجرای برجام از یک طرف منابع ارزی بلوکه شده به کشور بازخواهد گشت و از طرف دیگر درآمدهای نفتی منظم و قابل اعتمادی ایجاد خواهد شد. در چنین شرایطی علاوه بر آنکه موافع مربوط به واردات قطعات و لوازم و نهاده‌های تولید برطرف می‌شود، تولید کارخانجات افزایش می‌یابد.

### وضعیت مطلوب

از این رو، بازار سرمایه نیز جان می‌گیرد و می‌توان شاهد رونق بازار سهام بود. اجرای برجام در بحث صادرات نیز تاثیرات قابل توجهی خواهد داشت. در صورتی که برجام به سر منزل مقصود برست، وضعیت صادرات نیز بهبود می‌یابد و صادر کنندگان نیز می‌توانند روی بازار صادراتی حساب بازگشته و پول هایشان را بازیس بگیرند. ضمن اینکه در چنین شرایطی هزینه‌های کمتری را متحمل خواهند شد و این بخش نیز رونق خواهد گرفت. هرچند بعد از اجرای برجام انتظار معجزه نداریم اما وضعیت مطلوبی در اقتصاد کشور حاکم خواهد شد.

### تسريع شفافیت

در مورد بحث افای تی اف اما چندین نکته مطرح است. از آنجا که افای تی اف چند کنوانسیون دارد، در صورت تصویب مراودات بانکی روان تر می‌شود. این در حالی است که اگر صادر کنندگان پول خود را از بانکی به بانک دیگر منتقل کند اگر عضو افای تی اف نباشد، در لیست سیاه ممنوعیت قرار می‌گیرد. علاوه بر این، بانک‌ها نیز قادر نخواهند بود نقل و انتقال پول را انجام دهند. بنابراین هزینه‌هایی از نظر جریمه و خطر بلوکه شدن بر آنها تحمیل می‌شود اما در صورتی که به عضویت افای تی اف درآیند، نقل و انتقال ارزی نیز با سهولت بیشتری انجام خواهد شد. البته ناگفته نماند که شرط همکاری بانک‌های خارجی با بانک‌های کشور عضویت در افای تی اف اعلام شده است. به هر حال، صادر کنندگان، تولید کنندگان، دولت‌ها و بانک‌ها موظف به شفافیت اطلاعات در نظام مالی هستند. افای تی اف ایزاری برای نقل و انتقال مالی برای شفافیت بیشتر است. بنابراین عدم عضویت در افای تی اف ضریبه به بازار سرمایه و تولید و صادرات می‌زند. این در حالی است که هرگونه محدودیت جهانی کاهش فعالیت‌های اقتصادی را نیز به دنبال خواهد داشت. با این توضیحات، عضویت در افای تی اف از منظر اقتصادی هیچ ایرادی ندارد. از این رو، مسئولان باید تمامی جوانب آن را در نظر بگیرند. باید در نظر داشت بورس به نوعی بازاری برای تأمین سرمایه شرکت‌هاست. بنابراین وقتی صادرات محدود باشد عمل تلاشی برای تولید بیشتر نمی‌شود و بازار سرمایه آسیب می‌بیند. به همین دلیل مزایای افای تی اف به طور غیر مستقیم در بازار سرمایه منعکس می‌شود.

### تمرکز بر اعتماد سازی

هم‌اکنون با توجه به بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سرمایه، نمی‌توان انتظار داشت بازار روال سال گذشته را طی کند و ثبات بازار نیازمند زمان است. این در حالی است که هم‌اکنون شرایط بازار به گونه‌ای است که اگر کلاه مردم در این بازار بیفتد سهام‌های خردشان را هم وارد بازار نمی‌کند. به نظر می‌رسد برای بازگشت اعتماد و ثبات، آنها که بازار را به این فلاکت کشاندند باید به سزای اعمالشان برسند چرا که نوسانات بازار ارز توسط بازار گردانان حرفه‌ای و نه مردم صورت گرفته است. با این وجود هر چند تحلیلگران هم انتظار چنین ریشه‌های طولانی را نداشتند، دولت را مقصراً اصلی این اتفاقات در بازار سرمایه می‌دانند و معتقدند زمانی که دولت بازار را رها کرد، بازار سرمایه با تلاطمات جدی رویه رو شد.

# گام‌هایی برای رونق



آلireza Bagherian  
اقتصاددان

# اتفاق خاصی رخ نمی‌دهد



کامران نادری  
کارشناس مسائل اقتصادی

همانند قبیل است و تغییر چندانی در آن ایجاد نشده است.

**FATF** و دور بودن از نظام بین الملل در مورد افای تی اف و تاثیر آن در نظام بانکی نیز چند نکته قابل طرح است. زمانی که سیستم بانکی الزامات افای تی اف را نپذیرند ارتباط بانکها با دنیا قطع می‌شود و بخش تجارت از جمله صادرکنندگان واردکنندگان بیش از سایر بخش‌ها لطمہ می‌بینند و علاوه بر ایجاد مشکلاتی برای نقل و انتقال منابع، آنها مجبور می‌شوند از خدمات شبکه صرافی استفاده کنند که در چنین شرایطی هزینه‌های ایشان افزایش می‌یابد. نکته قابل تأمل دیگر اینکه به دلیل شرایط پیژه کشور سیستم بانکی ما در مقایسه با سایر کشورهای دنیا که مراواتات بسیار زیاد تجاری و بانکی دارند، ارتباطات بین المللی لازم را نداشتند. البته قبل از اعمال تحریم‌ها نیز بانکها ارتباطی با کشورهای دنیا نداشتند و زمانی هم که برجام امضا شد، روابط کارگزاری با بانک‌های خارجی شکل نگرفت. با این همه، اگر الزامات افای تی اف را بپذیریم زمینه برای همکاری‌های بین المللی با سایر بانک‌ها فراهم می‌شود. اما اینکه بانک‌ها چقدر بتوانند با توجه به شرایط ترازname می‌باشند در مجموع با نگاهی به گذشته در اتفاق افتاده است به نسبت سه سال گذشته بالاتر است و این به دلیل تورمی بوده که در چند سال گذشته ایجاد شد.

بنابراین اتفاق خاصی برای بانک‌ها در سطح مدیریتی و ساختاری صورت نگرفته است و مداخلات دولت و مجلس در حوزه بانکی چه در زمینه تعیین دستوری نرخ سود و چه در حوزه تسهیلات تکلیفی که به بانک‌ها الزام می‌شود، وجود دارد و در این مدت بعید است تغییر خاصی اتفاق بیفتد.

بانک‌ها ایجاد شده است به دلیل شرایط تورمی و افزایش ارزش دارایی بانک‌ها بوده است. افزایش ارزش دارایی بانک‌ها در یکی دو سال گذشته به مرابت بیشتر از افزایش میزان بدنه‌های آنها بود.

علت این موضوع نیز این است که نرخ سود سپرده‌ها بسیار پائین، در حالی که نرخ تورم به شدت بالا بود.

در چنین شرایطی معلوم است که ترازنامه بانک‌ها بهبود می‌یابد. البته بهبودی ترازنامه بانک‌ها به معنای این نیست که بانک‌ها فعالیت قابل قبول داشته‌اند بلکه هزینه و توان این داستان را مردم با تورم بالا پرداخت می‌کنند. با این توضیحات، اتفاق خاصی در اقتصاد ایران رخ نداده است و همانطور که گفته شد بهبود نسیی ایجاد شده در ترازنامه بانک‌ها بواسطه نرخ تورم و در ارتباط با همه شرکت‌های بورسی است.

علاوه براین، بخش قابل ملاحظه‌ای از افزایش قیمت سهام شرکت‌ها به تورم موجود در اقتصاد برمی‌گردد. منتهی در دوره‌ای به دلیل سیاست‌های تشویقی دولت و هجوم مردم عادی به بازار سرمایه تا حدود زیادی قیمت‌ها به شکل حبابی افزایش یافته و بعد از مدتی حباب آن ترکید. در مجموع با نگاهی به گذشته در می‌باشند که شاخص امروز علی رغم ریزشی که اتفاق افتاده است به نسبت سه سال گذشته بالاتر است و در همه جا وجود دارد، تعیین می‌شوند. برخی‌ها شاید توانایی‌های لازم برای اداره کردن بانک‌ها در مقیاس بزرگ را نداشته باشند. با این توضیحات، درست است که افزایش قیمت‌ها و تورم در سه سال اخیر تا حدودی ترازنامه بانک‌ها را بهبود بخشیده است اما مشکلات ساختاری و چالش‌های سیستم بانکی همچنان به قوت خود باقی است.

در حال حاضر وضعیت سیستم بانکی نسبت به سال‌های قبل از اعمال تحریم‌ها و خروج آمریکا از برجام به دلیل افزایش ارزش دارایی‌های بانکی و کاهش ناترازی بین دارایی و بدنه‌ها به طور نسبی بهبود پیدا کرده است اما معلوم نیست بعد از بازگشت احتمالی آمریکا به برجام و رفع تحریم‌ها این شرایط ادامه‌دار باشد.

## چالش‌های قابل تأمل

در حال حاضر اتفاق خاصی که بتوانیم اسم آن را اصلاح در نظام بانکی بگذرانیم رخ نداده است. مداخلات متعدد از ناحیه مجلس و دولت در امور بانکی ادامه دارد. مجلس از طریق لوایح بودجه یا سایر طرح‌ها و لوایح مصوباتی دارد و تکالیفی را به بانک‌ها تحمیل می‌کند. علاوه براین، تصمیماتی که در هیأت دولت به ویژه در رابطه با بانک‌های دولتی گرفته می‌شود، فشارهای زیادی را به بانک‌ها تحمیل می‌کند.

نرخ سود در سیستم بانکی نیز به صورت دستوری و نه براساس شرایط اقتصادی کشور تعیین می‌شود. بخش عدهای از مدیران بانکی در زد و بندها و ارتباطات ویژه‌ای که در اقتصاد عادی به بازار سرمایه تا حدود زیادی قیمت‌ها به شکل حبابی افزایش یافته و بعد از مدتی حباب آن ترکید. در مجموع با نگاهی به گذشته در می‌باشند که شاخص امروز علی رغم ریزشی که اتفاق افتاده است به نسبت سه سال گذشته بالاتر است و در همه جا وجود دارد، تعیین می‌شوند. برخی‌ها شاید توانایی‌های لازم برای اداره کردن بانک‌ها در مقیاس بزرگ را نداشته باشند. با این توضیحات، درست است که افزایش قیمت‌ها و تورم در سه سال اخیر تا حدودی ترازنامه بانک‌ها را بهبود بخشیده است اما مشکلات ساختاری و چالش‌های سیستم بانکی همچنان به قوت خود باقی است.

## دستاوردهای تورم

به هر حال، بهبود نسیی که در ترازنامه



# شرکت کارگزاری سی و لکس

کارگزار رسمی بورس در زمینه کالا، انرژی، اوراق بهادر و فرابورس

www.seavolex.com



سهامداران



شرکت سرمایه‌گذاری  
توضیع معدن و فلزات  
(سهام عام)



شرکت سرمایه‌گذاری سی و لکس



پارک علمی‌technological park  
کارگران فولاد

دفتر کیش (واحد کالا):  
تلفن: ۰۷۶-۴۴۴۵۲۴۷۲  
دورنگار: ۰۷۶-۴۴۴۵۲۴۷۵  
جزیره کیش، برج صد، طبقه همکف، تالار منطقه ای آذربایجان شرقی بورس کالای ایران

دفتر تبریز (واحد اوراق بهادر):  
تلفن: ۰۴۱-۳۵۴۰۵۷۲۰  
خیابان ارتش جنوی، کیانپارس، خیابان ۱۴ غربی، فاز ۲ (نش ایدون)، ساختمان ساختمان پست مرکزی، طبقه ۲، تالار بورس اقتصادی استان خوزستان، تالار بورس منطقه ای خوزستان

دفتر اهواز (واحد اوراق بهادر):  
تلفکس: ۰۶۱-۳۳۹۱۱۲۳۶  
خیابان ارتش جنوی، کیانپارس، خیابان ۱۴ غربی، فاز ۲ (نش ایدون)، ساختمان ساختمان پست مرکزی، طبقه ۲، تالار بورس اقتصادی استان خوزستان، تالار بورس منطقه ای خوزستان

شرکت کارگزاری سی و لکس (سهامی خاص) در تاریخ ۱۳۷۶/۰۲/۰۱ در اداره ثبت شرکتها و مؤسسات غیر تجاری تهران تحت شماره ۱۲۹۷۵۰ به ثبت رسیده است.

فعالیت اولیه شرکت در زمینه امور بازرگانی بود و لیز در سال ۱۳۸۲ و با تاسیس بورس فلزات تهران، این شرکت نیز به عنوان یکی از مؤسسین اصلی بورس مزبور، فعالیت خویش را به عنوان کارگزار معطوف به کارگزاری در بورس فلزات تهران نمود.

در سال ۱۳۸۶ با ادغام بورس فلزات و بورس کشاورزی و تشکیل بورس کالای ایران، زمینه فعالیت این شرکت نیز گسترش یافت و در تمام گروههای کالای بورس مزبور مجوز فعالیت گرفت.

شرکت طی سال ۹۲ موفق به اخذ مجوز داد و ستد اوراق بهادر در بازار فرابورس ایران و سپس در اوایل سال ۱۳۹۳ مجوز فعالیت در بورس اوراق بهادر را دریافت نمود و هم اکنون علاوه بر فعالیت در بورس کالا و بورس انرژی، در زمینه دادو ستد اوراق بهادر نیز فعال می‌باشد. هم اکنون این کارگزاری حائز رتبه الف در بورس کالای ایران و بورس اوراق بهادر و دارنده تندیس اولین کارگزار خردبار و فروشنده در بورس انرژی و دارای مجوز فعالیت و پذیرش تمام گروههای کالایی و بورس انرژی مشتقه قابل مبادله در بورس کالای ایران و بورس اوراق منجمله: کالاهای صنعتی،معدنی و محصولات کشاورزی، نفت، محصولات پایین دستی نفت و پتروشیمی و همچنین معاملات قراردادهای آتی، سلف مو azi، مشتقه برق و... می‌باشد.

در حال حاضر سرمایه ثبتی شرکت یکصد و پنجاه میلیارد ریال می‌باشد. سهامداران فعلی شرکت عبارت از مؤسسه صندوق حمایت و بازنیستگی کارکنان فولاد، شرکت سرمایه گذاری توسعه معادن و فلزات و شرکت سرمایه گذاری مس سرچشم می‌باشند.

## فعالیت‌ها و مجوزها

- کارگزار مؤسس بورس فلزات (کالا)
- کارگزار حائز رتبه "الف" بورس کالای ایران
- کارگزار حائز رتبه "الف" بورس اوراق بهادر
- دارای مجوز فعالیت، پذیرش و دادوستد تمام کالاهای قابل معامله در بورس انرژی
- دارای مجوز فعالیت، پذیرش و دادوستد اوراق بهادر در بازارهای بورس اوراق بهادر و فرابورس
- دارای مجوز عرضه، مشاوره و پذیرش شرکت‌ها در بورس کالا، انرژی، اوراق بهادر و فرابورس ایران

## آدرس

دفتر مرکزی:  
تلفن: ۰۲۱-۲۲۳۴۶۳۱۸  
دورنگار: ۰۲۱-۲۲۳۶۷۳۱۵  
تهران، سعادت آباد، خیابان  
پالتو از میدان ولی‌عصر(عج)، کوچه  
ریاضی بخشایش، خیابان  
سیزدهم غربی، پلاک ۶۹

دفتر بورس اوراق بهادر و کالا:  
تلفن (خط و پیوست): ۰۲۱-۸۸۹۳۶۶۷۰  
دورنگار: ۰۲۱-۸۸۹۳۶۶۹۱۹۴  
تهران، خیابان ولی‌عصر(عج)،  
بالاتر از میدان ولی‌عصر(عج)، کوچه  
حسینی، پلاک ۲۰، طبقه دوم



MIDHCO

# تمدّع جهش در آمد عملیاتی و سود آوری «میدکو»

«میدکو» همواره سیاست تقسیم سود حداکثری را دنبال کرده است

گروه مدیریت شده است به گونه‌ای که از مرحله استخراج از معدن تا تولید نهایی فولاد در شرکت‌های گروه انجام می‌پذیرد. این موضوع سبب مزیت رقابتی شرکت‌های گروه هلهینگ «میدکو» نسبت به سایر شرکت‌ها در تأمین مواد اولیه شده است. قابل توجه آنکه هلهینگ تخصصی «میدکو» برای تأمین مواد اولیه، فولاد بلند مدت ۲۵ ساله با سازمان توسعه معدن و صنایع معدنی ایران (ایمیدرو) منعقد کرده است.

## تدابیر کاهش رسیک

بر اساس این گزارش، تمامی طرح‌های در دست اجرا بسته شده است. با این حال تأمین سنگ آهن و مس از معدن دیگر داخلی و خارجی هم برآمدگردی برای استخراج شرکت را در شرایط مناسب‌تری قرار می‌دهد. از طرف دیگر اخذ قرارداد برای استخراج معدن سنگ آهن جلال آباد، مشارکت در معدن گل گهر<sup>۱</sup> و<sup>۲</sup>، معدن مس چاه فیروزه و معدن آهن گهر و دولومیت را نیز اجرایی کرده است. همچنین سرمایه‌گذاری در یکی از بزرگترین کشورهای معدنی سنگ آهن دنیا (در دست بورسی) و مشارکت در معدن سنگ آهن ۶ گل گهر و معدن خمرود (ذغال) و طبس از طریق برنده شدن در مذاقات از جمله برنامه‌های شرکت برای کاهش رسیک تهیه و تولید مواد اولیه است. پژوهش‌های اکتشافی «میدکو» نیز در پخش مس و سنگ آهن و آهن و باریت و کانی‌های آهن دار... که در دست آفدام است، می‌تواند شرکت را در تهیه و تولید مواد اولیه بی‌رقیب کند. ضمن اینکه با توجه به فزونی تقاضای محصولات فولادی و طرفیت‌های نصب شده تولید فولاد در داخل ایران، فرصت عرضه محصولات در قبال تقاضاهای پایدار و مطمئن برای محصولات شرکت فراهم است.

## طرح‌های در دست اجرا

▪ **فولاد زرنده:** این شرکت ۵ کارخانه فعال تولید کنسانتره سنگ آهن زرند، کارخانه تولید گندله سنگ آهن زرند، کارخانه کک سازی شماره ۱۳۷، کارخانه فراوری زغال سنگ پادانا و کارخانه توسعه کنسانتره سنگ آهن زرند دارد و پروژه CDQ را به اتمام رسانده و در حال حاضر پروژه کارخانه استخراج سنگ معدن جلال آباد زرند و کارخانه کک سازی شماره ۲آ طرفیت اسمی ۹۲۴ هزار تن سنگ آهن در سال و کارخانه استخراج معدن زغال آباد زرند و کارخانه کک اجرا دارد. ضمن اینکه پروژه کارخانه تولید فولاد زرند با امکان تولید سالانه ۱,۷ میلیون تن بیلت و بلوم فولادی را نیز در شهریور ماه سال جاری به بهره‌برداری رسانده است.

▪ **فولاد سیرجان:** این شرکت دارای ۵ کارخانه فعال شامل کارخانه تولید شمش فولاد بردسیر و کارخانه تولید آهن اسفنجی بردسیر با ظرفیت یک میلیون تن، کارخانه تولید گندله سنگ آهن سیرجان و کارخانه تولید گندله سنگ آهن سیرجان با ظرفیت تولید ۰,۵ میلیون تن، کارخانه تولید کنسانتره سنگ آهن سیرجان و کارخانه توسعه تولید کنسانتره سنگ آهن سیرجان با ظرفیت ۰,۲ میلیون تن در سال دارد.

▪ **فولاد بوتیایی ایرانیان:** این شرکت دارای کارخانه فعال تولید گندله سنگ آهن بوتیای با ظرفیت ۰,۵ میلیون تن در سال است و پروژه واحد برق بوتیا و نیز کارخانه فولاد بوتیای با ظرفیت تولیدی ۱,۵ میلیون تن شمش فولادی و تولید سالانه ۲ میلیون تن آهن اسفنجی را در دست اجرا دارد که بزودی به بهره‌برداری می‌رسد.

## صورت‌های مالی

سال مالی «میدکو» پایان اسفند ماه ۱۴۰۰ است و طی نیم سال اول توانسته مبلغ ۱۲,۱۳۴ میلیون ریال درآمد عملیاتی داشته باشد. نکته مهم در خصوص این شرکت آن است که صورت‌های مالی ۶ ماهه چندان نبی فعال باشد زیرا عدمه شرکت‌های زیرمجموعه سودهایشان را در پایان سال در صورت‌های مالی شرکت منعکس می‌شود. بررسی گزارش‌های ۵ سال اخیر نشان می‌دهد هلهینگ میدکو از منظر کسب درآمد و سودآوری در شرایط خوبی قرار داشته و از سال ۹۵ تا کنون روند رو به رشدی را طی کرده است.

سودآوری هلهینگ «میدکو» در سال ۹۹
۹۹ رشد پرستاب تری گرفت و مبلغ ۱۷,۳۶۹,۶۳۹ میلیون ریال سود خالص
شناسایی کرد که نسبت به سال ماقبل افزایش ۶۱ درصدی را نشان می‌دهد

«میدکو» سهمی است که با ارزش بازار ۲,۸۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال، این روزها بیشتر در دستان حقیقی‌ها جایجا می‌شود. بررسی معاملات ۲ ماه اخیر نشان می‌دهد اگرچه در خرید سهم، سرمایه‌گذاران خرد پیشتاب بوده اند اما در فروش آن، سرمایه‌گذاران حقوقی و حقیقی تقریباً سهم یکسانی داشته‌اند. میانگین ارزش معاملات سهم در سه ماه اخیر بالغ بر ۲۹۰ میلیارد ریال بوده است. هلهینگ بزرگ میدکو در پایان مهرماه سال جاری بالغ بر ۶۳,۹۵۵,۶۱۷ میلیون ریال در صنایع فلزات اساسی، خدمات فنی مهندسی، حمل و نقل، ابزار داری و ارتباطات، واسطه‌گری‌های مالی و پولی سرمایه‌گذاری کرده است.

## انتقال از فرابورس به بورس

البته به دلیل تمرکز سرمایه‌گذاری‌های شرکت بر صنعت فلزات اساسی که بیش از ۹۴ درصد از پرتفوی شرکت را تشکیل می‌دهد، نام شرکت در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بخش فلزات اساسی، گروه و طبقه تولید آهن و فولاد پایه درج شده و نماد «میدکو» به عنوان پانصد و نومندین شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در تیرماه سال جاری از تابلو بازار فرابورس به تابلو بازار دوم بورس منتقل شد.

## تصاحب جایگاه‌های مطلوب

علاوه بر این هلهینگ بزرگ مادر تخصصی توسعه معدن و صنایع معدنی خاورمیانه خدمات پیمانکاری عمومی و تخصصی و خدمات مشاوره مهندسی را نیز ارائه می‌دهد.

هلهینگ بزرگ مادر تخصصی توسعه معدن و صنایع معدنی خاورمیانه یکی از بزرگترین تولید کننده‌های کنسانتره سنگ آهن در کشور است و رتبه سوم تولید این محصول را بعد از شرکت‌های چادر ملو و شرکت صنعتی و معدنی گل گهر با سهم ۱۲,۷ درصدی، از آن خود کرده است.

در تولید گندله نیز سهم ۱۱,۳ درصد را بعد از شرکت فولاد مبارکه و شرکت صنعتی و معدنی گل گهر بخود اختصاص داده است.

در تولید آهن اسفنجی نیز با ظرفیت تولید ۳ میلیون تن در سال توانسته بعد از شرکت‌های بزرگ مانند شرکت فولاد مبارکه، شرکت صنعتی و معدنی گل گهر و شرکت فولاد خوزستان سهم ۸,۲ درصدی از تولید این محصول را بنام خود ثبت کند.

اما در تولید فولاد خام، «میدکو» یکی از مطرح ترین شرکت‌ها در کشور است که توانسته با ظرفیت تولید ۴,۲۰۰,۰۰۰ میلیون تن در سال در رتبه دومین تولید کننده فولاد خام در کشور بعد از شرکت فولاد مبارکه قرار بگیرد.

در روزمینه تولید لوله مسی این شرکت با ظرفیت تولید ۱۲۰۰ تن در سال توانسته ۱۸,۸ درصد از بازار تولید این محصول را از آن خود کند. «میدکو» قصد دارد راه اندازی خطوط جدید تولید مرتبط با فولاد سازی و گندله سازی ظرفیت تولیدی خود را افزایش دهد.

## در مسیر رشد ارزش سهام

با توجه به تخصصی بودن هلهینگ «میدکو»، بخش عمده و اصلی سرمایه‌گذاری‌های شرکت مرتبط با توسعه صنعت فولاد و صنایع وابسته به آن بوده و سیاست اصلی شرکت توسعه این بخش است. علاوه براین، شرکت‌های فرعی بزرگ این مجموعه مانند فولاد سیرجان و زرند قصد ورود به فرابورس را دارند که از مزیت‌های این مجموعه محسوب می‌شود و موجب رشد ارزش سهام خواهد شد.

## داشتن مزیت رقابتی در تأمین مواد اولیه

با توجه به نقش مهم هلهینگ «میدکو» در تولید فولاد و مواد اولیه این صنعت، هدف مدیریت رسیک ناشی از تأمین مواد اولیه، زنجیره تأمین فولاد در سطح شرکت‌های

## روند درآمد عملیاتی تلفیقی

واحد (میلیون ریال)	سال ۹۹	سال ۹۸	سال ۹۷	سال ۹۶	سال ۹۵
درآمد عملیاتی	۱۲۱,۹۵۰,۵۷۶	۶۸,۰۲۹,۸۳۱	۴۴,۶۵۸,۷۱۳	۲۷,۷۸۶,۹۰۵	۱۴,۵۴۳,۶۶۳

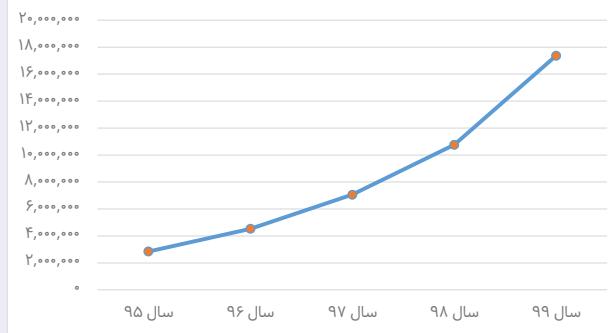
«میدکو» طی ۵ سال اخیر با رشد درآمد عملیاتی و به تبع آن رشد سودآوری همراه شده است. بر اساس صورت‌های مالی سالانه تلفیقی، هلدینگ بزرگ میدکو در سال ۹۹ مبلغ ۱۴۱,۹۵۵,۵۷۶ میلیون ریال درآمد عملیاتی کسب کرده که نسبت به سال ماقبل رشد بیش از دوباره برابر داشت. این روند رشد درآمدی از سال ۹۵ تاکنون ادامه‌دار بوده است.

درآمد عملیاتی تلفیقی «میدکو» در سال ۹۵ بالغ بر ۱۴,۵۴۳,۶۶۳ میلیون ریال بود و طی سال ۹۶ حدود دوباره شده است (درآمد ۹۱ میلیون ریال درآمد صعودی در سال ۹۷ نیز ادامه یافت و بالغ بر ۴۴,۶۵۸,۷۱۳ میلیون ریال درآمد عملیاتی نصیب شرکت کرد).

## سودآوری شرکت اصلی

واحد (میلیون ریال)	سال ۹۹	سال ۹۸	سال ۹۷	سال ۹۶	سال ۹۵
سود خالص	۱۷,۳۶۹,۶۳۹	۱۰,۷۶۲,۴۴۷	۷,۰۶۴,۵۶۱	۴,۵۳۲,۸۹۳	۲,۸۴۸,۳۸۶

روند سود خالص شرکت اصلی طی ۵ سال اخیر

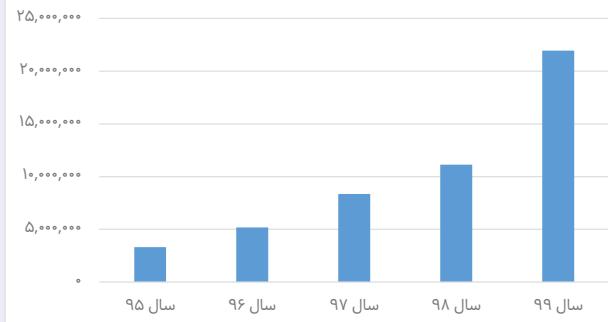


همانطور که مشاهده می‌شود روند رو به رشد پرشتابی را در شناسایی سود خالص در شرکت اصلی «میدکو» شاهد بودیم. این شرکت در سال ۹۵ مبلغ ۲,۸۴۸,۳۸۶ میلیون ریال سود محقق کرد و در سال ۹۶ آن را دو برابر کرد. سال ۹۷ شرکت توانست سودش را ۵۵ درصد افزایش دهد و مبلغ ۷,۰۶۴,۵۶۱ میلیون ریال محقق کند. سال ۹۸ نیز ببلغ ۱۰,۷۶۲,۴۴۷ میلیون ریال سود شناسایی شد که افزایش ۶۹ درصدی نسبت به سال ماقبل داشت. سودآوری هلدینگ «میدکو» در سال ۹۹ رشد پر شتابتری گرفت و مبلغ ۱۷,۳۶۹,۶۳۹ میلیون ریال سود خالص شناسایی کرد که نسبت به سال ماقبل افزایش ۶۱ درصدی را نشان می‌دهد.

## مقایسه سودآوری (تلفیقی) گروه

واحد (میلیون ریال)	سال ۹۹	سال ۹۸	سال ۹۷	سال ۹۶	سال ۹۵
سود خالص	۲۱,۹۴۱,۱۸۶	۱۱,۱۴۳,۰۲۳	۸,۳۵۸,۶۲۵	۵,۱۸۷,۳۶۲	۳,۳۱۱,۱۳۱

روند رشد سود خالص در گروه طی ۵ سال اخیر



سودآوری در گروه پر شتاب تر دنبال شده است و سود تلفیقی هلدینگ میدکو در پایان سال ۹۹ مبلغ ۲۱,۹۴۱,۱۸۶ میلیون ریال محقق شده که تقریباً دو برابر سود خالص سال ۹۹ است.

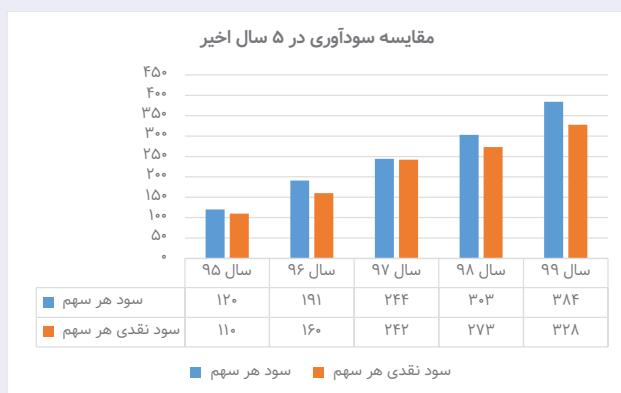
## عملکرد ۶ماهه شرکت‌های فولادی

فولاد سیرجان ایرانیان از زیرمجموعه‌های «میدکو» در ۶ماهه نخست سال مبلغ ۶۵,۹۰۳,۸۰۸ میلیون ریال درآمد عملیاتی داشته که نسبت به مدت مشابه ۱۷۹ درصد رشد داشت. سود عملیاتی شرکت بلغ ۲۴,۷۹۶,۵۶۶ میلیون ریال حاصل شده است که نسبت به مدت مشابه ۲۱۹ درصد رشد داشته است. سود خالص شرکت نیز با ۴۹۹ میلیون ریال افزایش مبلغ ۱۹,۱۲۵,۰۴۹ میلیون ریال درآمد عملیاتی کرده است. فولاد سیرجان ایرانیان در سال مالی ۹۹ مبلغ ۱,۷۳۹ ریال سود شناسایی کرده است. فولاد سیرجان ایرانیان درآمد عملیاتی داشته که نسبت به مدت مشابه ۲۳۷,۷۸۲,۲۵۷ میلیون ریال درآمد عملیاتی داشته که نسبت به مدت مشابه ۱۵۱ درصدی داشته و به سود خالصی بالغ بر ۱۴,۲۲۳,۴۲۳ میلیون ریال دست یافته که نسبت به مدت مشابه رشد ۱۵۸ درصدی را نشان می‌دهد.

فولاد بوتیای ایرانیان نیز طی ۶ماه نخست سال جاری مبلغ ۳۱,۹۶۵,۳۶۱ میلیون ریال درآمد عملیاتی کسب کرده که نسبت به مدت مشابه رشد ۲۶۴ درصدی را نشان می‌دهد. سود عملیاتی این شرکت مبلغ ۹,۲۱۹,۷۶۷ میلیون ریال با رشد ۴۲۸ درصدی نسبت به مدت مشابه حاصل شده است که نشان دهنده کنترل خوب هزینه‌های عملیاتی و سایر درآمدهای عملیاتی است. سود خالص شرکت طی ۶ماه نخست سال جاری مبلغ ۶,۳۳۷,۳۸۷ میلیون ریال حاصل شده است که نسبت به مدت مشابه ۴۲۰ درصد رشد داشته و از کل سود سال قبل بیشتر است. این شرکت در سال مالی ۹۹ مبلغ ۹۹ میلیون ریال سود خالص محقق کرده که نسبت به مدت مشابه سال ماقبل ۳۲۷ درصد رشد داشت.

فولاد زرند ایرانیان نیز در سال ۹۹ مبلغ ۴۵,۹۰۵,۱۴۱ میلیون ریال درآمد عملیاتی داشت و توانست به سود خالصی بالغ بر ۶,۴۸۰,۵۷۶ میلیون ریال دست یافته که نسبت به مدت مشابه رشد ۶۹ درصدی را داشت. نکته مهم در خصوص این شرکت آن است که طرح توسعه شرکت به انتهای خط تولید خود رسیده است.

## مقایسه سودآوری



همانطور که مشاهده می‌شود «میدکو» روند رو به رشد طی ۵ سال اخیر در تحقق سود خالص داشته و توانسته در پایان سال ۹۹ به مبلغ ۳۸۴ ریال سود برای هر سهم دست یافته که ۳۲۸ ریال آن معادل ۱۵۵ درصد را عنوان سود نقدی کارگر گذاشت. اگرچه شرکت‌های سرمایه‌گذاری یکی از دغدغه‌های اصلی شان تأمین نقدینگی بوده، اما طی سال‌های اخیر «میدکو» سیاست تقسیم سود حداکثری را دنبال کرده است.

## مدیریت بهینه نقدینگی

هلدینگ بزرگ «میدکو» اگرچه سیاست تقسیم سود حداکثری را در پیش گرفته است لکن در خصوص مدیریت نقدینگی به عنوان اساسی ترین فاکتور در ادامه حیات هر بنگاه اقتصادی، برنامه‌های مشخصی دارد. هلدینگ میدکو سبدی از تأمین مالی را با بهره گیری از تسهیلات، اورده سهامداران، فاینانس، یوزانس و انتشار اوراق مشارکت در نظر گرفته است.

از طرف دیگر «میدکو» با اولویت بخشی تأمین مالی، به اجرای خط تولیدی که می‌تواند زودتر به بهره برداری برسد، سعی در مدیریت بهینه نقدینگی داشته تا در زمان اجرای طرح‌های دیگر و خط کامل تولید، این بخش به تولید رسیده و ایجاد منابع مالی قابل توجه کند. البته در همین راستا سه طرح فرآوری ذغال و کک سازی و تولید فروسلیپس که دارای بازار مناسبی است، متعاقب ۴ طرح کنسانتره به بهره برداری رسید. سپس کارخانه احیا مستقیم و دو کارخانه کنسانتره سنگ آهن دیگر به تولید رسید و کارخانه لوله مسی و سه طرح گندله سازی و فولاد بردسیر نیز به تولید رسیدند.

در مجموع با توجه به طرح‌های توسعه و افزایش ظرفیت تولیدی بهویه در بخش فولاد و کنسانتره به نظر می‌رسد روند رو به رشد درآمدی شرکت ادامه دار باشد.



# بانک شفاف، بانک پاسخگو

ما در بانک خاورمیانه پاسخگویی و شفاقت در قبال ذینفعانمان را یکی از مهم ترین ارزش های بنیادی برای رسیدن به اهداف خود تعریف کردہایم و معتقدیم در قبال مشتریان، سهامداران، کارکنان و جامعه باید پاسخگو و شفاف باشیم.

ما تاکنون با انتشار بیش از ۱۰۰ گزارش با عنوانیشی مانند گزارش سالانه، گزارش صورت های مالی، گزارش وضعیت کفایت سرمایه، گزارش فعالیت هیات مدیره به مجمع عمومی، گزارش خالص تسهیلات اعطایی به تفکیک عقود، افشاگری ریسک های بانک طبق مدل پیمان بازل و... تلاش کردهایم در مسیر پاسخگویی و شفاقت قدم برداریم. ما معتقدیم ارزش های بنیادی بانک خاورمیانه نه یک شعار بلکه باید مقیاسی قابل اندازه گیری باشد.



بانک خاورمیانه  
Middle East Bank

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





## آفر طلایی

### طرح های بیمه ای کسر از حقوق (ویژه سازمان ها)

بیمه ماهان در نظر دارد تا با ارائه کلیه خدمات بیمه ای بصورت آنلاین و بدون نیاز به مراجعه حضوری، با مدل های پرداختی متنوع بصورت کسر از حقوق با اقساط ده ماهه، گامی کوچک در مسیر ارتقا فرهنگ سازمانی و رفاه کارکنان شرکت ها بردارد.



bimemahan.com



bimehmahan



۰۲۱-۴۵۲۳۹

فروشگاه آنلاین



The Fourth Financing Conference  
**چهارمین همایش تأمین مالی**

**مکان: شرکت بورس اوراق بهادار تهران**

دبيـرخـانـه هـمـايـش: تـهـراـن، مـيـدانـ فـاطـمـيـ، مـيـدانـ گـلـهاـ  
خـيـابـانـ جـهـانـ آـرـاـ، كـوـچـهـ 1ـ3ـ/ـ2ـ، بـابـكـ، پـلاـكـ 1ـ6ـ، طـبـقـهـ دـوـمـ

برای شرکت حضوری در همایش با دبیرخانه تماس بگیرید:  
تلفن: ۰۲۱-۴۱۶۷۴۱۰۲ - ۰۲۱-۴۱۶۷۴۱۰۷ | فکس: ۰۲۱-۴۱۴۲۵۸۹۴ | هزینه ثبت نام آنلاین: ۴۹۹۰۰۰ تومان

**۱۷ آبان ۱۴۰۰ | 8 NOVEMBER 2021**



w w w . f i n c o . c a p i t a l

