

بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی

■
■

بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی

دفتر اول
بازار اوراق بهادار

ویراستار
حسین عبده تبریزی



سرشناسه: عبده تبریزی، حسین، ۱۳۳۰ - ● عنوان و نام پدیدآور: بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی/ ویراستار: حسین عبده تبریزی. ● مشخصات نشر: تهران، نشر نی، ۱۴۰۰ ● نوبت چاپ: چاپ اول، ۱۴۰۰ ● مشخصات ظاهری: ج. ۱: مصور، نمودار، ۳۳۳ ص. ● شابک: ج ۱. 978-622-06-0371-9 شابک دوره: ● وضعیت فهرست‌نویسی: فیپا ● یادداشت: عنوان دیگر: بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی: تجربه یک کلاس. ● موضوع: بازار سرمایه - ایران - تاریخ - قرن ۱۴ Capital market - Iran - History - 20th century؛ بورس - ایران - Stock exchanges؛ اوراق بهادار - ایران - Securities ● رده‌بندی کنگره: HG۵۷۲۰/۲ ● رده‌بندی دیویی: ۳۳۲/۰۴۱۵۰۹۵۵ ● شماره کتابشناسی ملی: ۸۴۰۳۱۴۳

قیمت: ۹۸۰۰۰ تومان



نشرنی

بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی

تجربه یک کلاس

دفتر اول: بازار اوراق بهادار

ویراستار: حسین عبده تبریزی

صفحه‌آرا: اصغر قلی‌زاده

چاپ اول: تهران، ۱۴۰۰، ۱۶۵۰ نسخه

لیتوگرافی: باختر ● چاپ: غزال ● صحافی: غزال

شابک: ۹۷۸-۶۲۲-۰۶-۰۳۶۶-۵

شابک دوره: ۹۷۸-۶۲۲-۰۶-۰۳۷۱-۹

نشانی: تهران، خیابان دکتر فاطمی، خیابان رهی معیری، تقاطع خیابان فکوری، شماره ۲۰

کد پستی: ۱۴۱۳۷۱۷۳۷۱، تلفن دفتر نشر: ۸۸۰۲۱۲۱۴، تلفن واحد فروش: ۸۸۰۰۴۶۵۸-۹، نامبر: ۸۹۷۸۲۴۶۴

www.nashreny.com ● email: info@nashreny.com ● nashreny

© تمامی حقوق این اثر برای نشرنی محفوظ است. هرگونه استفاده تجاری از این اثر یا تکثیر آن کلاً و جزئاً، به هر صورت (چاپ، فتوکپی، صوت، تصویر و انتشار الکترونیکی) بدون اجازه مکتوب ناشر ممنوع است.

فهرست مطالب

پیش‌گفتار.....	۷
برنامه کلی شانزده جلسه.....	۱۱
فصل مقدماتی. «مالی چیست؟».....	۱۳
«مالی» چیست و از چه سخن می‌گویند؟ (حسین عبده تبریزی).....	۱۵
مروری بر مالی شرکت‌ها.....	۳۷
فصل اول. بازار سهام.....	۵۳
تحولات بازار سهام در دهه ۹۰ شمسی (جواد سنگینیان و مرتضی استهروی).....	۵۵
ساختار و روش‌های توسعه بازار سرمایه در ایران (مهدی حیدری).....	۷۷
مهم‌ترین چالش‌های بازار سرمایه در دهه ۹۰ شمسی (مجید زمانی).....	۱۱۱
فصل دوم. بازار اوراق با درآمد ثابت.....	۱۲۵
مبانی نظری اوراق با درآمد ثابت (محمد بت‌شکن).....	۱۲۷
تحولات بازار اوراق بدهی دولت در دهه ۹۰ شمسی (علی‌رضا توکلی کاشی).....	۱۵۱
بازار بدهی در فرابورس (امیر هامونی).....	۱۷۶
نقش بازار بدهی بر اقتصاد کلان و بازار سهام؛ تجربه آمریکا (میثم رادپور).....	۲۰۲
فصل سوم. شبکه کارگزاری.....	۲۱۳
تحولات صنعت کارگزاری در دهه ۹۰ شمسی (حسین خزلی).....	۲۱۵
توسعه صنعت کارگزاری ایران در دهه ۹۰ شمسی (حمید آذرخش).....	۲۲۸
فصل چهارم. ارزشیابی سهام.....	۲۴۳
مبانی ارزشیابی و ارزشیابی کالاهای هنری (سعید اسلامی بیدگلی).....	۲۴۵
مبانی ارزشیابی سهام در بازار؛ تجربه‌های ایران (هادی لاری).....	۲۶۱
عرضه‌های اولیه و شیوه‌های قیمت‌گذاری؛ تجربه‌های ایران (احمد پویان‌فر).....	۲۷۷
فصل پنجم. اعتبارسنجی ناشران.....	۲۹۵
اعتبارسنجی ناشران اوراق بهادار در ایران (قاسم محسنی دمنه).....	۲۹۷
فصل ششم. ادغام و تملک.....	۳۲۱
تجربه‌هایی از ادغام و تملک در بازار سرمایه ایران (امیر تقی‌خان تجریشی).....	۳۲۳

پیش‌گفتار

در نیم‌سال دوم سال تحصیلی ۹۹-۹۸ و دوران کرونا، اول بار تدریس بلندمدت غیرحضوری را تجربه کردم. طی چند ماه و از طریق سه کلاسی که در دانشگاه‌های تهران برگزار شد، با نقاط قوت و ضعف آموزش غیرحضوری آشنا شدم. اما نقطه قوت اصلی این آموزش، دسترسی آسان به استنادی بود که به عنوان مهمان از تهران و شهرستان‌ها و حتی خارج از کشور به جلسه دعوت می‌شدند. این امکان که حاصل استفاده از فناوری جدید بود، مرا بر آن داشت که در ترم بعد، درس قدیمی «مباحث منتخب مالی» را ارائه کنم که محتوای آن با کلاس غیرحضوری همخوانی بیشتری داشت.

این درس که در بعضی از دانشگاه‌ها تحت عنوان «بررسی موارد خاص در حوزه مالی» تدریس می‌شود، کلاسی سمینار-محور است که سخنرانان متعدد دارد. برنامه جدید دوره را به شرحی که در بخش بعدی این کتاب ملاحظه می‌کنید، نوشتم. این برنامه وجوه مختلف بازارها و نهادهای مالی و ارتباط عمومی آنها با اقتصاد کلان کشور را بررسی می‌کند. در برنامه تنظیمی برای هر کلاس سه سخنران در نظر گرفته شد و از آنان دعوت شد که هر یک به مدت یک ساعت در کلاس سخنرانی کنند.

بسیاری از استادان، مدیران و کارشناسان منت گذاشته و پذیرفتند که در این کلاس‌ها ارائه داشته باشند. مطالب درس عیناً برای سه کلاس دانشگاه شریف، امیرکبیر و بهشتی مشابه طراحی شد و به دلیل تعداد قلیل دانشجویان بهشتی، با دانشکده موافقت به عمل آمد که دانشجویان بهشتی و دانشجویان امیرکبیر در کلاس واحدی قرار گیرند. البته کلاس‌های آمادگی جداگانه‌ای برای هر یک از آنها تدارک شد. با پذیرفتن چند دانشجوی مستمع آزاد در هر کلاس، ظرفیت هر کلاس در سقف ۳۰ نفر پر شد.

قبل از شروع هر کلاس، سخنرانان به دانشجویان معرفی شدند و عناوین سخنرانی آنان و اسلایدهایی که سخنرانان تهیه کرده بودند، در اختیار دانشجویان قرار گرفت. آن‌گاه پس از تشکیل کلاس، فایل صوتی و تصویری هر سخنرانی در اختیار دانشجویان قرار گرفت.

به عنوان هماهنگ‌کننده مطالب درس، امر پیاده‌سازی نوارها، ویرایش آنها، کنترل محتوا با سخنرانان و تدوین نهایی متن نوشتاری سخنرانی‌ها را خود برعهده گرفتم. پذیرفتم که شش ساعت سخنرانی در هفته را

پیاده کرده و به نوشتار تبدیل کنم. برای هر متن ساعت‌ها وقت گذاشته و با استاد و سخنران مربوطه هماهنگ کردم که مطالب آن‌گونه باشد که مدنظر وی است. متن نوشتاری عمدتاً همان مطالبی است که سخنرانان در فاصله زمانی مهرماه ۱۳۹۹ تا پایان دی‌ماه ۱۳۹۹ در کلاس‌ها ارائه کرده‌اند. البته گاهی تغییرات کوچکی در نحوه بیان موضوع و یا به‌روزآوری آمارها در متن‌های نوشتاری یافت می‌شود که در فایل سخنرانی نیست. اما تغییر در هیچ مورد زیاد نیست.

اگر امروز که این کتاب را می‌خوانید، بعضی از متن‌ها اندکی دور از وضعیت جاری کشور می‌نماید، علت به دینامیزم بالای شرایط در ایران و تغییرات اوضاع در کشور ما برمی‌گردد. یعنی آنچه حداکثر ۴ یا ۵ ماه قبل گفته شده، ممکن است امروز کهنه به نظر آید. به هر حال، در سال طوفانی ۱۳۹۹ که در آن تحریم از یک سو و تورم، تغییرات قیمت ارز، املاک و سهام از سوی دیگر زندگی مردم را به شدت تحت تأثیر قرار می‌داد، کارشناسان در مورد بازارهای مالی این چنین می‌اندیشیدند. ضبط این دیدگاه‌ها برای بررسی تاریخی اقتصاد سیاسی ایران اهمیت داشت و از این رو تصمیم به نوشتاری کردن سخنرانی‌ها گرفتم. شاید فرصت این که بار دیگر چنین وظیفه‌ای را برعهده گیرم، ممکن نباشد.

گزارشی که از تشکیل کلاس «مباحث منتخب مالی» خدمت خوانندگان ارائه می‌شود، بیانگر حجم بالای مطالبی است که در هر کلاس عرضه شده است. دانشجویان هر کلاس در هر نشست سه سخنران داشتند و چون دو کلاس برقرار بود، در این مجموعه متن سخنرانی‌های هر دو کلاس گزارش خواهد شد. تنها جلسه استثنایی، جلسه اول هر کلاس بوده که در آن من خود به‌تنهایی سخن گفتم.

خوشحالم که چنین کلاسی تشکیل شد و چنین مجموعه‌ای در اختیار ۳۰ دانشجو قرار گرفت. اما روشن بود که برای این همه صرف وقت و آمادگی استادان و سخنرانان و تلاش برای پیاده‌سازی و تهیه متن‌ها، ۳۰ مخاطب کافی نبود. از این رو با همکاری و همراهی استادان سخنران مقرر شد که این مباحث به شکل کتاب تنظیم شود و تجربه این کلاس به جامعه وسیع‌تری از علاقه‌مندان به مباحث مالی عرضه شود.

متن نوشتاری بیش از ۸۰ سخنرانی مجموعه حجیمی را می‌سازد که تنظیم، ویرایش و انتشار آن مدتی زمان می‌برد. از این رو تصمیم گرفتم در چاپ اول این مجموعه، مقالات را به تدریج و به شکل موضوعی منتشر کنم و این کتاب دفتر اول آن مجموعه است. این دفتر به اوراق بهادار و بورس مربوط است.

عین متن الکترونیک کتاب نیز در اختیار علاقه‌مندان قرار خواهد گرفت و بی‌شک هزاران نسخه از آن تکثیر خواهد شد. امیدوارم کسانی که کتاب را در دست می‌گیرند یا به نسخه الکترونیک متن مراجعه می‌کنند، مقالات مورد علاقه خود را در آن بیابند.

لازم می‌دانم صمیمانه از سخنرانان ارجمندی که در این کلاس وقت گذاشتند تشکر کنم. بدون همکاری دو دستیار آموزشی کلاس، تشکیل کلاس و برگزاری منظم آن ممکن نبود. نقش آقای بهراد بهروش (دانشجوی MBA شریف) در این میان بسیار برجسته است؛ مطمئناً در هر هفته وی ساعات طولانی

از وقت خود را برای هماهنگی جلسات، ارسال مطالب به دو گروه آموزشی، پاسخگویی به دانشجویان و استادان، تنظیم مطالب، ضبط و تهیه فایل مطالب اختصاص داد. از ایشان صمیمانه سپاسگزارم. دستیار دیگر کلاس، آقای سهند مصطفی‌زاده دوانی، نیز به‌ویژه در نیمه دوم کلاس به برگزاری منظم کلاس‌ها کمک شایسته‌ای کرد.

از آقای پارسا پورقاسم بسیار تشکر می‌کنم که در پیاده‌سازی اولیه پنج سخنرانی مشارکت داشتند. اما کار بزرگ ایشان آماده کردن نمودارها برای چاپ بود، چرا که بسیاری از نمودارهای رنگی توسط ایشان بازآفرینی شده و به شکل سیاه‌وسفید در دسترس قرار گرفت. آقای محمدرضا هجرانی‌فر و خانم ندا خوانزاده نیز در پیاده‌سازی اولیه یک یا دو سخنرانی کمک کردند. از خانم سمیرا سبزی برای پیاده‌سازی فایل‌های صوتی سخنرانی‌ها، تایپ و صفحه‌بندی آنها صمیمانه تشکر می‌کنم. از همه همکاران نشر نی نیز عمیقاً تشکر می‌کنم که این کتاب را با سرعت برای انتشار آماده کردند. امیدوارم که این دفتر و دیگر دفترهای این مجموعه نقشی هر چند کوچک در ارتقای دانش مالی در ایران داشته باشند.

حسین عبده تبریزی
فروردین‌ماه ۱۴۰۰

برنامه کلی شانزده جلسه

برنامه کلی شانزده جلسه کلاس را که در دانشگاه‌های مختلف یکسان ارائه شد، در نمودار ۱ می‌یابید:

نمودار ۱. برنامه جلسات کلاس

عناوین جلسات کلاس	
جلسه ۱	مروری بر مالی، مالی چیست؟
جلسه ۲	بازار سرمایه ایران در دهه ۹۰ شمسی
جلسه ۳	امروز بازار سرمایه ایران
جلسه ۴	بازار بدهی‌های دولت
جلسه ۵	تحولات زمین و مسکن در دهه ۹۰ شمسی
جلسه ۶	صنعت پتروشیمی در بازار سرمایه ایران
جلسه ۷	بانک‌های ایرانی در دهه ۹۰ شمسی
جلسه ۸	چرا نقدینگی به بخش مولد اقتصاد هدایت نمی‌شود؟
جلسه ۹	تحولات بازار رمزارزها
جلسه ۱۰	سهامی‌های خاص و صندوق‌های حفظ ارزش
جلسه ۱۱	تأمین مالی خدمات شهری در ایران بعد از انقلاب
جلسه ۱۲	مالی کالاها و خدمات فرهنگی و هنری در ایران
جلسه ۱۳	تأمین مالی دانش‌بنیان‌ها در دهه ۹۰ شمسی در ایران
جلسه ۱۴	بخش کشاورزی: نیازها و راه‌حل‌های بازارهای پول و سرمایه
جلسه ۱۵	صنعت بازنشستگی و تأمین آتیه: صندوق‌های بازنشستگی، بیمه عمر و صندوق‌های تأمین اجتماعی
جلسه ۱۶	مسئولیت مالی در مقام علمی نوپا

در شانزده نشست این کلاس، سخنرانان مختلف در مورد وجوه مختلف بازارها و نهادهای مالی و رابطه آنها با اوضاع اقتصاد کلان کشور صحبت می‌کنند. در هر کلاس، حداکثر سه سخنران در هر جلسه موضوعی را تحت عنوان اصلی آن جلسه ارائه می‌کنند. مثلاً در نشست هفتم، وضعیت بانک‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. عنوان اصلی جلسه «بانک‌های ایران در دهه ۹۰ شمسی است.» سخنرانانی

که تحت این عنوان کلی صحبت می‌کنند، هر یک عنوانی را برگزیده‌اند. تلاش بر آن بوده که تا حد ممکن از تکراری بودن مطالب جلوگیری شود، هر چند که هم‌پوشانی مطالب در حد متعارف می‌تواند برای فهم مسائل مفید فایده باشد.

از دانشجویان در کلاس توقع می‌رفت که مطالب ارائه شده را دنبال کنند. از فایل‌های صوتی و تصویری هر سخنران برای باز شنیدن مطالب استفاده کنند. متن نوشتاری آن سخنرانی‌ها را که با فاصله چند هفته تهیه می‌شد و در اختیارشان قرار می‌گرفت بخوانند. هدف آن بود که مطالب ارائه شده را کاملاً دریابند. هر دانشجو در طول دوره باید سه تکلیف بلند تحویل می‌داد و در سه آزمون در میانه و پایان دوره شرکت می‌کرد. مثلاً، در تکلیفی که در ارتباط با جلسه (تحولات زمین و مسکن در دهه ۹۰ شمسی) به دانشجویان داده شد، از آنان خواسته شد که طرح خود را برای استفاده از بازارهای مالی جهت توسعه واحدهای مسکونی در ایران ارائه کنند. یا در تکلیفی که در ارتباط با جلسه دوازدهم (مالی کالاها و خدمات فرهنگی و هنری در ایران) به دانشجویان داده شد، از آنان خواسته شد که مبانی ارزشیابی یک تابلوی فرش نفیس استاد فرشچیان را ارائه دهند. هدف این تکالیف که برای انجام هر یک سه روز به دانشجو فرصت داده می‌شد، و نیز هدف از برگزاری سه آزمون درس آن بود که دانشجویان مطالب ارائه شده در ۱۶ جلسه توسط ده‌ها سخنران را به طور عمیق دریابند و با مفاهیم مالی بازارهای مختلف کشور آشنا شوند.

غیر از اسلایدها و فایل سخنرانی‌ها، فهرست کتاب یا مقاله اضافی به دانشجویان داده نشد تا آنان صرفاً روی مطالب ارائه شده تمرکز یابند.

فصل مقدماتی. «مالی چیست؟»

در بخش مقدماتی این دفتر، استثناً دو مقاله از سخنرانی نشست اول کلاس آورده‌ام که به بورس و اوراق بهادار مربوط نیست. این فصل شامل دو سخنرانی حسین عبده تبریزی است. در شروع مقاله «مالی» تعریف می‌شود و مرزهای آن با سایر علوم توضیح داده می‌شود. سخنرانی اول فهم سخنران از «مالی» را به مثابه علمی از زیرشاخه‌های اقتصاد ارائه می‌دهد. سخنران آن‌گاه حوزه‌های مختلف مالی را توضیح می‌دهد. او می‌کوشد تصویر ذهنی خود از مالی و حوزه‌های این دانش را به شنونده (خواننده مقاله) انتقال دهد، بدون آن‌که بر دقت تقسیم‌بندی‌های خود اصرار ورزد.

سخنرانی دوم مباحث «مالی شرکت‌ها» یعنی «مالی» در شرکت‌های غیرمالی را مرور می‌کند؛ عنوانی که یکی از چهار حوزه اصلی مالی است. سخنران مباحث مختلف مالی شرکت‌ها را طبقه‌بندی می‌کند و در مورد سرمایه در گردش بحثی مفصل‌تر می‌کند. سایر موضوعات «مالی شرکت‌ها» که در این ارائه مرور می‌شود عبارت است از بودجه‌بندی سرمایه‌ای، تأمین مالی کوتاه و بلندمدت، محیط قانونی و حاکمیت شرکتی، ارزشیابی، سیاست تقسیم سود، ادغام و تملک، ریسک و پوشش آن، بحث مالی بین‌الملل و ورشکستگی. این دو مقاله چارچوبی عمومی برای درک ما از «مالی» ارائه می‌کند، و چون به همه سخنرانی‌های این دفتر و دفترهای بعدی مربوط است، در مقدمه کتاب آورده می‌شود.

حسین عبده تبریزی

حسین عبده تبریزی کارشناسی بازرگانی و زبان از مدرسه عالی بازرگانی و ترجمه تهران و ارشد MBA از مرکز مطالعات مدیریت ایران (ICMS) و دکترای مالی از مدرسه کسب و کار منچستر (دانشگاه منچستر) دارد. وی سابقه ۴۴ سال تدریس در مؤسسات آموزش عالی، سازمان‌ها و مراکز تحقیقاتی کشور دارد و استاد مدعو مالی در دانشگاه‌های شریف، تهران، بهشتی، علامه، امیرکبیر، امام صادق (ع)، آزاد و مؤسسه عالی پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه بوده است. وی مترجم و مؤلف مقالات و کتاب‌های بسیاری است، و عناوین شغلی مختلف در نهادهای مالی ایران داشته است.

«مالی» چیست و از چه سخن می‌گوید^۱؟

حسین عبده تبریزی

در ۶ یا ۷ ترم گذشته، فقط دو درس در دانشگاه شریف ارائه کردم، یکی «افته‌هایی در مالی شرکت‌ها» و دومی «مالی املاک و مستغلات». با توجه به این که این ترم غیرحضوری است، و کلاس‌های غیرحضوری به‌رغم مشکلات آن، مزایایی هم دارد، و آن دسترسی به طیف گسترده سخنرانان است، تصمیم گرفتم بعد از گذشت سال‌ها، در قالبی جدید درس «مباحث منتخب مالی» را در این ترم در دانشگاه‌ها دوباره ارائه کنم.

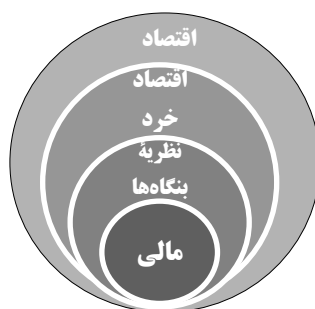
تقریباً در شروع هر کلاسی، همواره توضیح می‌دهم که «مالی^۲ چیست و از چه حوزه فعالیتی صحبت می‌کند. در این کلاس هم با همین بحث کلاس را شروع می‌کنیم. توضیح می‌دهم که دانش مالی چیست و آن را چگونه می‌بینم.

جایگاه دانش مالی؟

دانش مالی در چارچوب علم اقتصاد بررسی می‌شود. آن بخش مالی که جزو مالی یا مالیه عمومی نیست و به دولت مربوط نمی‌شود، و مباحث مربوط به بخش خصوصی و بنگاه غیردولتی است، در حوزه «اقتصاد خرد» طبقه‌بندی می‌شود. اگر دقیق‌تر بخواهیم صحبت کنیم، مالی غیردولتی در چارچوب «نظریه بنگاه» می‌گنجد. بنابراین، جایگاه «مالی» اقتصاد است؛ از اقتصاد صحبت می‌کنیم، و البته آن بخشی از اقتصاد که به آن «اقتصاد مالی» گویند.

بحث «اقتصاد مالی» بخش بزرگی از «اقتصاد» را – و شاید هم ناعادلانه – پر کرده است. علت آن که پول بسیاری صرف تحقیقات در این رشته می‌شود؛ بعد از پزشکی، بیشترین حجم پژوهش‌ها به حوزه اقتصاد مالی تعلق دارد. نهادهای مالی جریان نقدی^۳ دارند و می‌توانند هزینه‌های پژوهشی این رشته را پردازند.

نمودار ۱. جایگاه دانش مالی



۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه اول درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۱ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. finance
3. cash flow

گفتیم که «مالی» به مثابه رشته‌ای دانشی^۱، در حوزه اقتصاد خرد است و از آن دریچه به مباحث می‌پردازیم. اما همیشه وقتی از «مالی» در کشور ما صحبت می‌کنیم، بحث حسابداری^۲ هم پیش می‌آید و حتی بین این دو عنوان مغلطه پیش می‌آید. البته ۴۰ سال قبل که زمان آغاز کلاس‌های مالی در ایران بود، برای تفکیک این دو رشته مالی، ناچار بودم بی‌پروا بگویم که «مالی» و «حسابداری» ارتباطی با هم ندارند. اجازه می‌خواهم برای استفاده بعضی از حاضران در این کلاس که سابقه تحصیلی در رشته‌های مرتبط ندارند، عرض کنم که این دو حوزه علم از یکدیگر مستقل‌اند، و رابطه آنها مثل رابطه هر دو حوزه علم با یکدیگر است.

حسابداری

در حوزه حسابداری اولاً در چارچوب علم دیگری هستیم که بهتر است آن را «علم اطلاعات» بخوانیم. حسابداری روی اطلاعات خاصی کار می‌کند که اطلاعات یا داده‌های مالی نام دارد. ویژگی داده‌های مالی^۳ آن است که با پول داخلی هر کشور تعریف می‌شود. بنابراین، در یک بنگاه اقتصادی، اطلاعات تعداد و مهارت کارگران، اطلاعات مهمی است، اما داده‌های مالی نیست. نقشه‌های یک شرکت مهندسی حاوی اطلاعات بااهمیتی است، اما اطلاعات مالی نیست. ارزیابی کارایی نیروی کار توسط واحد پرسنلی که پر از عدد و رقم است، کار مهمی است، اما با اطلاعات مالی سروکار ندارد. داده‌های مالی به آن داده‌هایی می‌گویند که براساس عدد و رقم ریالی در کشور بیان می‌شود. حسابداری سعی می‌کند این داده‌های خام مالی را بگیرد و به کیفیتی درآورد که به کار تصمیم‌گیری بخورد. حسابداری علم یا فنی است که داده‌های مالی را گردآوری و پردازش می‌کند، و به اطلاعات قابل استفاده مدیریت تبدیل می‌کند. وقتی ارقام خام حسابداری را در نظر می‌گیرید، و به هزینه‌هایی که تقبل می‌شود یا به درآمدهایی که کسب می‌شود، توجه می‌کنید، این ارقام خام به تنهایی برای تصمیم‌گیری کافی نیست. اما وقتی این داده‌های خام در قالب‌هایی مشخص ریخته می‌شود، و طبقه‌بندی‌های مشخصی پیدا می‌کند، آن موقع با مطالعه صورت‌های مالی، می‌توان نتایجی برای تصمیم‌گیری اخذ کرد. حسابداری فرآیندی است که طی آن داده‌های خام ریالی به اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، مدیر، و دولت تبدیل می‌شود.

حسابرسی

دستگاه حسابرسی به حسابداری بنگاه کمک می‌کند که این داده‌های مالی پخته شود. حسابرس در فرایند تبدیل داده‌های مالی یعنی داده‌های ریالی به اطلاعات معنادار و مفید به حسابدار کمک می‌کند.

1. discipline
2. accounting
3. financial data

رعایت کنترل‌های داخلی در بنگاه که حساب‌رسان بر آن تأکید دارند به همین منظور است. کار حساب‌رسان فقط گزارش موارد خلاف نیست، هرچند اگر در فرایند کار خود مورد خلاقی ببینند، گزارش می‌کنند؛ کار اصلی حساب‌رسان آن است که به حسابداران کمک می‌کند تا کیفیت اطلاعات مالی را ارتقاء دهند.

حسابداران و حساب‌رسان کار خود را به اتکای اصول و نظریه‌های حسابداری انجام می‌دهند که در دانشگاه‌ها تدریس می‌شود. هم‌چنین، از استانداردهای حسابداری استفاده می‌کنند که جمع‌بندی حرفه است، و قانون نیست. حرفه می‌گوید که شما حساب‌ها را به این شکل سامان بدهید که قابل مقایسه باشد؛ استهلاک را بدین شکل ثبت کنید؛ سود را این‌جوری شناسایی کنید؛ درآمد را در این مقطع قطعی تلقی کنید. استانداردهای حسابداری قواعدی است که حرفه حسابداری و حسابدارها در طول سال‌ها به آن دست یافته‌اند. حسابدار هم در چارچوب استانداردهای ملی یا بین‌المللی حساب‌هایش را تنظیم می‌کند.

ملاحظه می‌کنید که حسابدار داده‌های مالی را جمع می‌کند، و در قالب‌هایی می‌ریزد که قابل‌استفاده مدیر باشد. یکی از استفاده‌کنندگان این اطلاعات و گزارش‌ها هم مدیر مالی است. مسئولان مالی بیش از بقیه از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند، و این نباید باعث شود «مالی» را با «حسابداری» اشتباه بگیریم. چون در این دانشگاه که درس می‌خوانیم، در تابلوی سر در واحد حسابداری به اشتباه «امور مالی» نوشته شده، نباید این دو را قاطی کنیم. «مالی» چیز دیگری است. در چارچوب رشته دانشی اقتصاد تعریف می‌شود. حسابداری حوزه دیگری است که اطلاعات مالی را گردآوری و پردازش می‌کند، و اطلاعاتی قابل‌فهم را به عامه، مدیر، و سرمایه‌گذار گزارش می‌کند.

حسابداری مالی و حسابداری مدیریت

حسابداری مالی^۱ با حسابداری مدیریت^۲ فرق دارد. این دو براساس هدف گزارشگری از هم جدا می‌شوند: حسابداری مالی هر بنگاه در درجه اول به بیرون سازمان یعنی سهامداران، دولت و عامه مردم و از جمله کارگران و کارمندان خود گزارش می‌دهد؛ در بعضی کشورها کارکنان حق دریافت اطلاعات دارند. حسابداران برخی کشورهای دنیا طبق مقررات در مورد عملکرد بنگاه در زمینه محیط‌زیست هم گزارش می‌دهند: آیا شرکت به محیط‌زیست صدمه زده، و آن را آلوده کرده، مثلاً، گاز سمی وارد جو کرده یا فضولات به دریا ریخته است؟ گزارشگری ریسک بنگاه هم دارد جدی می‌شود و سازمان بورس در ایران اخیراً از حساب‌رسان خواسته که گزارش ریسک عملیات شرکت را بدهند. حسابداری مالی در درجه اول برای بیرون شرکت گزارش می‌دهد؛ این بدان معنی نیست که

1. financial accounting
2. management accounting

در داخل بنگاه مدیر از صورت‌های مالی استفاده نمی‌کند. تأکید می‌کنیم که در درجه اول هدف حسابداری مالی «گزارشگری به بیرون سازمان» است و از این رو، این شاخه از حسابداری را حسابداری بیرونی^۱ می‌خوانند.

حسابداری مدیریت برعکس در درجه اول به داخل سازمان و برای تصمیم‌گیری مدیران گزارشگری می‌کند. البته مأمور مالیات هم برای بررسی حساب‌ها می‌تواند گزارش‌های حسابداری مدیریت را طلب کند، یا مجمع سهامداران اگر اراده کند، به این گزارش‌ها دسترسی خواهد داشت، اما حسابداری مدیریت در درجه اول گزارشگری به داخل سازمان را هدف گرفته است. حسابداری هزینه^۲ که اسم قدیمی آن حسابداری صنعتی بوده، جایی بین این دو رشته قرار می‌گیرد: تا جایی که قیمت تمام‌شده را محاسبه می‌کند، جزو حسابداری مالی است؛ آنجا که به بررسی عملکرد و برنامه‌ریزی آتی، هزینه‌های استاندارد و پیدا کردن مغایرت‌ها، و بودجه می‌پردازد، ذیل حسابداری مدیریت طبقه‌بندی می‌شود.

برابری اصلی حسابداری

چند جمله هم در مورد برابری اصلی حسابداری صحبت کنیم. این به حضارانی که کلاس حسابداری یا مالی نداشته‌اند، و یا از رشته‌های فنی و مهندسی آمده‌اند، ممکن است کمک کند.

$$\text{دارایی‌ها} = \text{بدهی‌ها} + \text{سرمایه}$$

این معادله در حسابداری فقط مطرح است، و خواهیم دید در اقتصاد کاربرد زیادی ندارد. دارایی چیست؟ هر چیزی که ارزش اقتصادی دارد؛ در گذشته‌ها، این دارایی‌ها عمدتاً فیزیکی بوده و در عصر دیجیتال بسیاری از دارایی‌ها نامشهود و معنوی است. پس، برنامه‌ای که نوشته‌اید، حق تألیف شما بر کتاب یا برند (نشان تجاری) شرکت شما همه دارایی‌های غیرمشهود هستند و در ذات خود ارزش دارند. هر جایی که الان آنجا هستید را محل بنگاه خود در نظر بگیرید. هر چه اطراف شماست، دارایی است: مبلمان، کامپیوتر، میز کار، ... ماشین‌آلات، تجهیزات، زمین، ساختمان، ...

$$۷۰ + ۳۰ = ۱۰۰$$

ارزش هر چه اطراف شماست را دارایی‌های بنگاه خود و برابر ۱۰۰ فرض کنید. معادله می‌گوید، ۱۰۰ شما مساوی ۳۰ واحد بدهی و ۷۰ واحد سرمایه است. دارایی را می‌دانیم چیست؛ آن چیزی است که ارزش معاملاتی دارد، قابل معامله است، و در ذات خود ارزش دارد. حال بدهی یا سرمایه چیست؟ بدهی و سرمایه چیز جدایی از دارایی نیست. دارایی‌ها متعلق به کسانی است که عنوان آنها در شرکت مالک، صاحب سهم یا سهام‌دار است؛ یا متعلق به کسانی است که عنوان آنها طلبکار است. ۷۰ واحد از

1. external accounting
2. cost accounting

دارایی‌ها مربوط به کسانی است که عنوان مالک یا صاحب سرمایه دارند و ۳۰ واحد مربوط به کسانی است که عنوان طلبکار یا بستانکار شرکت را یدک می‌کشند. بنابراین، بدهی چیزی جدای از دارایی‌ها نیست؛ سرمایه چیزی سوای از دارایی‌ها نیست، بلکه بدهی و سرمایه حقوق حاکم بر دارایی‌هاست. یعنی، از آن ۱۰۰ واحد دارایی، ۷۰ درصد متعلق به کسانی است که عنوان حقوقی مالک یا صاحب سهم^۱ دارند و ۳۰ درصد از آن کسانی است که عنوان حقوقی طلبکار یا بستانکار دارند، مثلاً دارنده اوراق قرضه^۲ شرکت‌اند.

دارنده سهام و دارنده بدهی

دارنده سهام و دارنده بدهی (مثلاً دارنده اوراق مشارکت) از نظر حقوقی امکان و الویت‌های متفاوت دارند. این تقسیم‌بندی حسابداران است و در عین حال نوعی تقسیم‌بندی حقوقی است. اگر دارندگان مالکیت بر آن ۱۰۰ واحد پولی (دارایی‌ها) ۱۰ نفر باشند، و یکی مالک و ۹ نفر دیگر طلبکار باشند، حقوق آن ۹ نفر با مالک تعریف متفاوتی دارد. در یک شرکت بورسی که با نسبت ۷۰ به ۳۰ دو گروه سرمایه‌گذار دارد، سهام‌داران شرکت ممکن است چند هزار نفر باشند؛ طلبکاران هم ممکن است ۲۰ مؤسسه، دو بانک، دولت و هزاران نفر طلبکار باشند که دارندگان اوراق مشارکت یا اوراق صکوک شرکت‌اند. این اشخاص حقیقی یا حقوقی از دید اقتصاددان همه سرمایه‌گذارند، با این تفاوت که اسم یکی مالک سهام و اسم دیگری طلبکار، دارنده صکوک اجاره یا دارنده اوراق مشارکت شرکت است.

روشن است که سهامداران اصلی طولانی‌تر در شرکت می‌مانند، اما سهامداران کوچک ممکن است فردا شرکت را ترک کنند، در حالی که اوراق قرضه شرکت را دو سال نگاه دارند. پس این که چه کسی زمان بیشتری با شرکت می‌ماند، ملاک تفکیک صاحب سرمایه از صاحب بدهی نیست. ملاک تمیز صاحب سرمایه از صاحب بدهی به اولویت در دریافت سود برمی‌گردد. این الویت متعلق به دارنده اوراق صکوک، اوراق قرضه و دارنده اوراق مشارکت یا هر صاحب بدهی دیگری است که اول بهره را دریافت می‌کند و اگر چیزی ماند به دارنده سهام یا مالک شرکت تعلق می‌گیرد. مالک شرکت در این مورد اولویت ندارد. اول بهره پرداخت می‌شود و بعد باقی‌مانده سود شرکت نصیب مالک می‌شود.

وقتی هم که می‌خواهیم شرکت را جمع کنیم یا شرکت ورشکسته شده و می‌خواهیم آن را تعطیل کنیم، این اولویت باز هم با طلبکار است؛ بعد اگر چیزی باقی ماند، صاحب سرمایه دریافت می‌کند، و از این

1. equity holder
2. bond holder

رو صاحب سرمایه را دریافت کننده باقی مانده^۱ می‌نامند. از دید اقتصاددان، این دو گروه همه سرمایه‌گذارند؛ اما از دید خود شرکت، از دید حسابدار و حقوقدان این تفکیک ضروری است.

مرز حسابداری و مالی

مالی روی ارزش‌های بازار کار می‌کند، و حسابداری روی ارقام تاریخی. یکی از حوزه‌هایی که اینها را از هم جدا می‌کند، تعریف سرمایه در حسابداری و اقتصاد است. حسابداری سرمایه را آورده سهامداران شرکت می‌داند و کیفیت ادعای سهامداران را روی دارایی‌ها از وام‌دهندگان متمایز می‌کند. اما اقتصاددان معتقد است هر کس که نسبت به دارایی‌ها در ترازنامه ادعا دارد و آورنده منابع به شرکت است، سرمایه‌گذار تلقی می‌شود و با دیگران تفاوت ندارد. برای اقتصاددان

کلمه equity معنی عام آورنده منابع مالی را دارد و کیفیت ادعایی که دارنده منابع دارد، نوع قراردادی که به عنوان آورنده پول در اختیار دارد، قرارداد مالکیت است یا قرارداد مطالبات، مهم نیست. اقتصاددان به قرارداد کاری ندارد؛ می‌گوید همه اینها صاحب سرمایه به معنای عام آن هستند.

«مالی» در این میان هر دو نگاه به موضوع را دارد: گاهی از دید سهامدار به موضوع نگاه می‌کند و می‌پرسد این سهام یا این اوراق بدهی چقدر بازده دارد؟ گاهی هم به همه کسانی که پول آورده‌اند نگاه می‌کند و می‌پرسد، بازده روی کل این سرمایه‌گذاری^۲ چقدر است؟ وقتی بازده روی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را محاسبه می‌کنیم، یعنی بازده برای همه کسانی که پول آورده‌اند؛ یعنی بازده روی تمام دارایی‌ها^۳ را در نظر می‌گیریم، مثل اقتصاددان به مسئله نگاه می‌کنیم. ولی وقتی به بازده روی حقوق صاحبان سهام^۴ توجه داریم، مثل حسابدار به مسئله نگاه می‌کنیم.

از نظر سرمایه‌گذاری هم دیدگاه حسابداری با مالی فرق می‌کند. در حسابداری عنوان «سرمایه‌گذاری» به دارایی‌هایی اشاره دارد که طبق استانداردهای حسابداری «دارایی» تلقی می‌شوند، در حالی که در اقتصاد بیشتر تمرکز روی دارایی‌های مولدی است که در آینده جریان نقدی ایجاد می‌کنند. خرید کالاها یا مولد نه به منظور مصرف آنی آنها، بلکه به منظور به کارگیری آنها در تولید کالا یا خدمت در آینده است. بنابراین، در تعریف اقتصادی، سرمایه‌گذاری به معنی به کارگیری وجوه جهت راه‌اندازی و یا توسعه کسب و کارهاست. مالی سرمایه‌گذاری را شامل هر دو گروه می‌داند و خرید و نگاهداری دارایی مالی را هم سرمایه‌گذاری تلقی می‌کند. گاهی هم مثل حسابدار به سرمایه‌گذاری نگاه می‌کند. با توجه به دیدگاه حسابدار و اقتصاددان، می‌توان دانش مالی را دانشی تعریف کرد که استفاده گسترده از

1. residual earner
2. return on investment
3. return on asset
4. return on equity

داده‌های حسابداری می‌کند، از دانش اقتصاد بهره می‌گیرد، تا یکی از مهم‌ترین وظایف خود را که محاسبه ارزش روز دارایی‌هاست انجام دهد.

حسابدار در مقابل مدیر مالی

سپهر فکری متخصص حسابداری چیست؟ او فکر بدهکار و بستانکار حساب‌هاست، فکر این است که هزینه‌های سربار در دفاتر به‌درستی جدا شود، هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم از یکدیگر تمیز داده شود، اصل وضع هزینه‌های هر دوره از درآمدهای آن دوره رعایت شود، استانداردهای حسابداری در شرکت به‌درستی به حسابداران آموزش داده شود و صورت مالی بر آن اساس تنظیم شود، گزارش مالیات به‌موقع تهیه شود تا شرکت با دولت به مشکل نخورد، سیستم موجودی انبار درست کار کند تا از دارایی‌ها به شکل صحیحی نگهداری شود، و حقوق پرسنل بادقت محاسبه و نگهداری شود. سپهر فکری او پردازش داده‌های خام مالی است.

کار حسابدار با متخصص مالی که نگران قیمت سهام شرکت خود است، و می‌خواهد بین ریسک و بازده تعادل لازم را فراهم آورد، خیلی فرق می‌کند. مدیر مالی به دنبال آن است که از کدام بازار پول بگیرد که هزینه سرمایه کاهش یابد، و بحران نقدینگی شرکت را درست مدیریت کند؛ او باید بر قوانین بورس و بازار سرمایه مسلط باشد، بتواند دیرش^۱ دارایی‌ها را برای پاسخگویی به بدهی‌ها دقیق محاسبه کند، و در ادغام یا قبضه مالکیت درست عمل کند. مدیر مالی باید در مورد صحت سرمایه‌گذاری چند صد میلیارد تومانی در پروژه‌ها تصمیم بگیرد، از قیمت ذاتی سهام شرکت دفاع کند، و سبد سرمایه‌گذاری مناسب در بازار پول برای مدیریت نقدینگی تدارک ببیند. پس با دو حوزه وظیفه‌ای متفاوت مواجه‌ایم، با دو آدم مختلف با سپهر اشتغالات فکری متفاوت.

کار حسابدار کل^۲ با معاون مالی^۳ و مدیر مالی^۴ کلاً متفاوت است. پردازش داده‌های مالی اشتغال ذهنی اصلی حسابدار کل است، در حالی که متخصص مالی با استفاده از اطلاعات دستگاه حسابداری به دنبال پول ارزان برای شرکت می‌گردد، می‌خواهد مطمئن شود که منابع مالی به‌درستی در شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. رسالت مالی استفاده کارآمد از وجوه در داخل شرکت است. اگر دست‌مایه مدیر تولید نیروی کار و مواد اولیه، دست‌مایه مدیر پرسنلی نیروی کار و روش‌های آموزشی در راستای ارتقای کیفیت کار، و دست‌مایه مدیر تولید هم مواد اولیه است؛ دست‌مایه مدیر مالی وجوه است که می‌خواهد در داخل بنگاه به شکل کارآمدی از آن استفاده شود. رسالت مدیر مالی آن است

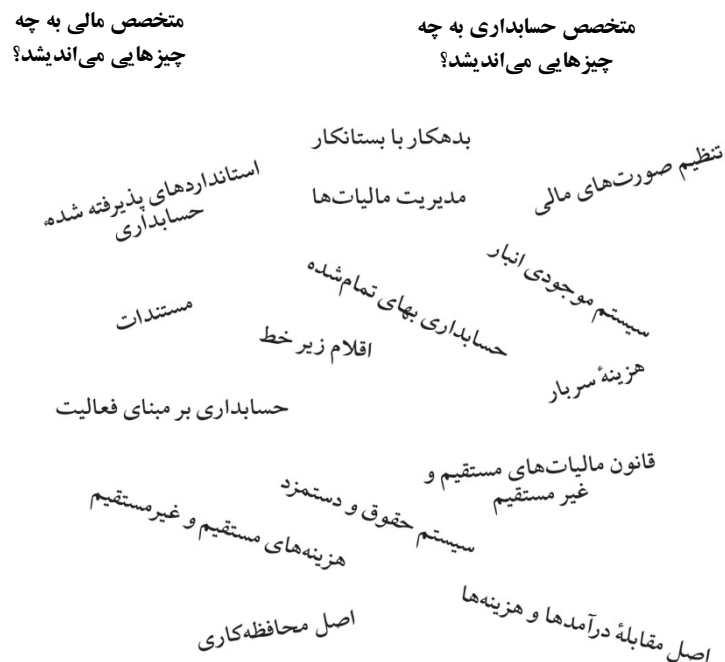
1. duration

2. controller or comptroller

3. chief financial officer (CFO)

4. financial manager or treasurer

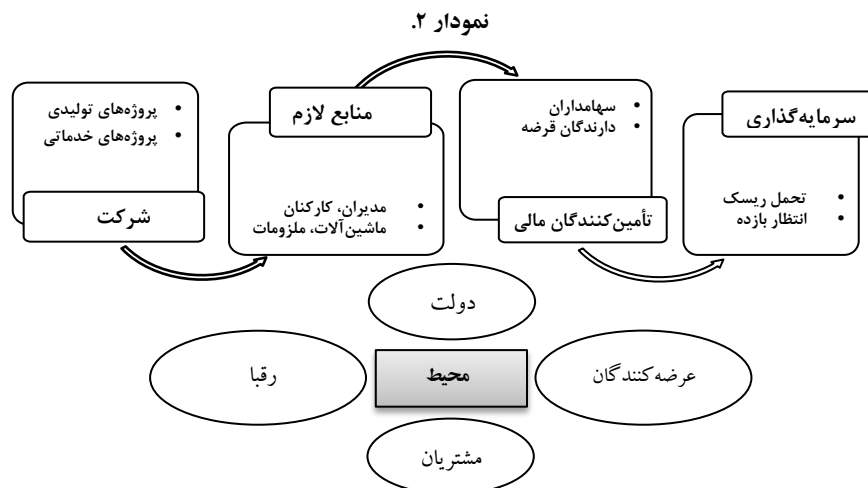
که ارزش شرکت را بالا ببرد. مدیر مالی مثل مدیران با وظایف دیگر در شرکت‌های سهامی، به دنبال بیشینه‌سازی ارزش سهام است.



بیشینه‌سازی ارزش و اصل تفکیک فیش

هر بنگاهی در محیطی زندگی می‌کند، و آن فضای بیرونی شرایطی را به بنگاه تحمیل می‌کند. دولت، رقبای شرکت، فروشندگان^۱ کالاها و خدمات به شرکت، و مشتریان شرکت آن فضای بیرونی را می‌سازند که شرکت در کنترل آن نیست. هر شرکت پروژه‌های مختلفی را با توجه به این عناصر بیرونی به اجرا درمی‌آورد. هر شرکت برای پروژه‌های تولیدی و خدماتی خود منابعی دارد؛ برای پیش‌بردن این پروژه‌ها از مدیران و کارکنان، ماشین‌آلات، ملزومات، و منابع دیگر استفاده می‌کند. تا آنجا که به بحث ما مربوط است، بنگاه از مجاری متفاوتی منابع مالی دریافت می‌کند: کسانی که به عنوان فراهم‌آورندگان منابع مالی، عنوان سهامدار (یا مالک شرکت) را دارند و کسانی است که به شرکت وام داده و از آن مطالبات دارند. اشخاصی که به شرکت پول می‌دهند، تحمل ریسک متفاوت دارند، و طبعاً انتظار بازده متفاوتی هم دارند؛ آنهایی که ریسک بیشتری را تحمل می‌کنند، انتظار بازده بیشتری هم دارند.

1. supplier



وقتی به سیر تکاملی شرکت‌ها توجه می‌کنیم، می‌بینیم شرکت‌ها تک‌مالکی بوده‌اند، بعد اشکال پیچیده‌تری یافته به شکل سهامی خاص و بعداً به شکل شرکت سهامی عام درآمده‌اند. در شرکت تک‌مالکی، مالک مدیر عملیات، مدیر بازاریابی، مدیر مالی و ... است. تضاد درونی پایین است؛ مالیات شرکت و سود سهام یک مرحله‌ای است. منابع مالی کسب‌وکار محدود است و فشار کمی برای بدهکارشدن وجود دارد. مالک خود مدیر بازاریابی، مدیر اجرایی و مدیر هر حوزه‌ای است؛ خودش تصمیم می‌گیرد و تضاد درونی ندارد. کسی که پشت دخل قنادی نشسته و تک‌مالک قنادی است، فقط منافع خودش را تأمین می‌کند. باید مواظب باشد کسی مورد اعتماد پشت دخل بنگاه او بنشیند؛ خرید ارزان انجام بدهد؛ درست بفروشد؛ و طلب‌هایش را وصول کند. به عنوان مالک، وی منابع مالی محدودی دارد؛ به عنوان تک‌مالک طبعاً نمی‌تواند هزار میلیارد تومان وام بگیرد. برای این کار مجبور است در قالب شرکت حرکت کند.

در شرکت سهامی خاص مسئولیت مالک و مدیر تفکیک می‌شود، و بلافاصله در یک دو راهی قرار می‌گیریم که منافع مدیر یا نماینده^۱ از منافع مالک^۲ جداست و تضاد ایجاد می‌شود. در عین حال، فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. مسئولیت‌ها تفکیک و تضادها بیشتر می‌شود. در شرکت سهامی عام فاصله مدیر از مالک بیشتر می‌شود. شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بازهم بیشتری مواجه می‌شود. سرمایه‌گذاران فعال و غیرفعال وارد مالکیت شرکت می‌شوند. منابع مالی شرکت افزایش می‌یابد و حرفه‌ای‌های مالی استخدام می‌شوند. تضادها طبعاً در سهامی‌های عام تشدید می‌شود. نه تنها

1. agent
2. principal

نظریه پردازان اقتصاد مالی به این تضادها می‌پردازند، بلکه علمای رشته‌های علوم اجتماعی و روانشناسی هم به بررسی این تضادها علاقه‌مندند.

سهامداران هر شرکت سهامی عام اهداف مختلفی را دنبال می‌کنند. مثلاً خانم احمدی سهامدار شرکت دبیری بازنشسته است و به جریان نقدی فوری نیاز دارد. او از شرکت انتظار دارد پروژه‌های کوچکی را انتخاب و اجرا کند که با سرعت فروش رفته و به سود می‌رسد. صندوق بازنشستگی سهامدار دومی است که سرمایه‌گذاری بلندمدت در پروژه‌های بزرگ را ترجیح می‌دهد، و به سود سهام نیاز ندارد. سرمایه‌گذار سوم خود تاجر است، پیش‌بینی می‌کند که قیمت‌ها بالا می‌رود، و بهتر است شرکت دارایی‌هایش را نفروشد و منتظر آینده باشد. در این شرکت سهامی عام که مدیر هدف حداکثرسازی ثروت سرمایه‌گذاران را دنبال می‌کند، با این ترجیحات مختلف سرمایه‌گذاران، چه باید بکند و چگونه به آنها پاسخگو باشد.

مدیر این شرکت سهامی عام با ترجیح‌های سرمایه‌گذاری مختلف مواجه است. یک سرمایه‌گذار می‌خواهد زودتر به جریان نقدی برسد و از جریان نقدی دائمی برخوردار شود. دومی می‌خواهد جریان نقدی فوری نداشته باشد، و سومی ترجیح می‌دهد که شرکت بخشی از دارایی‌هایش فروش برود و سود توزیع کند، و بخشی دیگر سرمایه‌گذاری شود. این جا هست که می‌بینیم ممکن است بین حداکثرسازی ثروت سرمایه‌گذاران با ترجیحات سرمایه‌گذاران تضاد وجود داشته باشد.

مدیر مالی در ابهام است که کدام مسیر ترجیحات سرمایه‌گذاران را دنبال کند که اصل تفکیک فیشر به کمک می‌آید. این اصل می‌خواهد تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را از ترجیحات سهامداران جدا کند. می‌گوید سرمایه‌گذاران برای برآورد ترجیحات زمانی مصرفی‌شان می‌توانند با نرخ بهره در بازار وام بدهند و بگیرند. بدین ترتیب، نقطه بهینه سرمایه‌گذاری جایی خواهد بود که نرخ بازدهی نهایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نرخ بهره بازار برابر باشد، و در آنجا ترجیحات زمانی مصرف (مصرف فعلی و آتی) مطلوبیت سرمایه‌گذار را به حداکثر می‌رساند. پس، اگر سرمایه‌گذار سود تقسیمی لازم دارد که بتواند مصرف کند، یا ندارد و مصرف آتی دارد، بازار بدهی اجازه می‌دهد این ترجیحات زمانی آنجا دنبال شود. به خاطر ترجیحات سرمایه‌گذاران نباید فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هدف پیشینه کردن ثروت سرمایه‌گذار فراموش شود. جایی به نام بازار وجود دارد و آن ترجیحات در آنجا حل و فصل می‌شود. بنابراین، مدیر مالی شرکت بدون توجه به ترجیحات زمانی مصرف سهامداران، در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کند که ثروت سهامداران پیشینه شود. اگر سود نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری تکافوی مقدار مصرف مطلوب سرمایه‌گذاران را ندهد، سرمایه‌گذار به اندازه کسری، وام می‌گیرد و مصرف فعلی خود را به نقطه مطلوب می‌رساند و اگر سود نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری بیش از مصرف سرمایه‌گذار باشد، به اندازه مازاد، سرمایه‌گذار وام می‌دهد.

راه حل ساده‌تر در بازار سهام است که مدیر مالی شرکت بدون توجه به ترجیحات زمانی مصرف سهامداران در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کند که ثروت سرمایه‌گذاران را بیشینه می‌کند و اگر سود نقدی تقسیمی شرکت تکافوی مصرف سهامداری را نکند، آن سهامدار اکنون سهامی را در اختیار دارد که قیمت مناسبی یافته است و در زمان‌های مناسب، سهامدار سهام خود را معامله می‌کند تا ثروت خود را در طول زمان انتقال دهد و به این ترتیب مطلوبیت خود را بیشینه سازد. به این ترتیب سهامداران مثال بالا همه خوشحال‌اند: خانم احمدی می‌تواند به قیمت افزایش یافته سهامش را بفروشد و نقد حاصل را بلافاصله مورد استفاده قرار دهد. مدیر صندوق بازنشستگی می‌تواند با وجوه سود تقسیمی دوباره سهام بخرد و لازم نیست پول سود تقسیمی را مصرف کند. سهامدار سوم هم می‌تواند بخشی از سهام را بفروشد و سرمایه‌گذاری مورد نظر خود را انجام دهد.

در اصل تفکیک فشر تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقل از ترجیحات سرمایه‌گذاران است. جالب است که به ظاهر این اصل بسیار شبیه نظریه ساختار سرمایه مودیلیانی - میلر است که می‌گوید تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقل از شیوه تأمین مالی است. این که حسن به عنوان سهامدار پول داده یا حسین به عنوان دارنده اوراق قرضه، در این که بنگاه کدام پروژه را انتخاب کند نباید تأثیر داشته باشد. طبق نظر فشر، ترجیحات سرمایه‌گذار از تصمیمات سرمایه‌گذاری بنگاه مستقل است. نرخ بهره در بازار وام راه‌حل ساده‌ای برای پاسخگویی به ترجیحات سهامداران است. در بازار سهام نیز سهامدار با معامله سهام می‌تواند ترجیحات نقدینگی خود را اعمال کند، و اجازه دهد مدیر مالی بیشینه‌سازی ثروت سهامداران را ادامه دهد.

اهمیت جریان نقدی

دو حوزه اصلی مالی تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری است. از کجا پول بیاوریم؟ و در چه پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنیم؟ توجه داریم که این‌ها بحث‌هایی جدا از هم است. توجه کردیم که بیشینه‌سازی با معیار ارزش خالص مورد توجه ماست؛ برای ما ارزش فعلی خالص بسیار اهمیت دارد. ارزش فعلی خالص برای بیشینه‌سازی چه طور محاسبه می‌شود؟ ارزش فعلی جریان نقدی ورودی را از خروجی کم می‌کنیم، و به ارزش فعلی خالص می‌رسیم. اگر این ارزش مثبت باشد، آن موقع می‌گوییم که دارایی‌های با بازده مناسب انتخاب شده و برای این که مدیر را ارزیابی کنیم به دنبال این هستیم که آیا ارزش بازار سهام از ارزش دفتری بیشتر است و ارزش افزوده‌ای خلق شده یا نه؟ اگر سود عملیاتی بعد از مالیات از هزینه سرمایه بعد از مالیات بیشتر باشد، ارزش افزوده اقتصادی خلق شده و این ملاک عملکرد مدیر قرار می‌گیرد.

توجه کنیم که جریان نقدی با سود فرق دارد. ارزش فعلی خالص سود خالص نیست؛ باید بتوانید سود را از جریان نقدی جدا کنید. سود امری واقعی نیست؛ همیشه با روش مختلف حسابداری می‌توان

سود را تغییر داد. اگر شرکتی که فقط ۱۰۰ واحد سرمایه‌گذاری کرده، رقم بزرگ ۱۰,۰۰۰ واحد هم سود کند، اما کسی پول فروش را ندهد و جریان نقدی هم در کار نباشد، قیمت سهام چه خواهد بود؟ در این شرکت اگر سود شناسایی شود، که رقم بزرگی هم می‌شود، چه اهمیتی دارد؟ سود نباید مبنای محاسبه ارزش سهام و ثروت سهامداران باشد، بلکه این جریان نقدی^۱ است که می‌تواند شرکت را زنده کند. اگر با تجدید ارزشیابی دارایی‌ها یا با فروش نسبه بلندمدت سود بزرگی ثبت کنیم، چه ارزشی برای سهامدار خلق کرده‌ایم؟ آن چیزی که برای محاسبه ارزش فعلی مهم است، جریان نقدی است که واقعیت دارد؛ سود واقعیت ندارد. ممکن است شرکتی سود بزرگی هم بکند، اما ورشکست شود؛ از این روتوجه شما فراتر از سود باید روی جریان نقدی متمرکز شود.

دارایی مالی در مقابل دارایی واقعی

اتومبیل دارایی واقعی^۲ است؛ دارایی واقعی حتماً لازم نیست مشهود و فیزیکی باشد. حق تألیفی که دارید، دارایی واقعی است که در ذات خود ارزش دارد. اما دارایی مالی^۳ در ذات خود ارزش ندارد، ادعایی روی دارایی‌های واقعی است. شما سهمی دارید؛ این ورقه خود در ذات خود ارزشی ندارد، عددی دیجیتال در کامپیوتر شرکت سپرده‌گذاری بورس است. مثل خودرو نیست که از آن خدمتی بگیریم. این سهم بیانگر حقی است که من در آن شرکت دارم. آن شرکت فعالیتی دارد که به جریان نقدی می‌انجامد و آن جریان نقدی چیزی واقعی داخل بنگاه است. ارزش دارایی‌های واقعی ناشی از ویژگی‌های فیزیکی است، مانند ساختمان، زمین، و ماشین‌آلات. ارزش دارایی‌های مالی ناشی از ادعا بر درآمدهای آتی است، مانند سهام و اوراق قرضه. وقتی بانکی وام می‌دهد، آن قرارداد وام دارایی بانکی است، اما آن دارایی در ذات خود ارزش ندارد. ارزش آن جریان نقدی است که از وام در آینده حاصل می‌شود. بنابراین، دارایی‌های مالی با دارایی واقعی نمایندگی می‌شود. علاقه ما به دارایی مالی به این لحاظ است که نماینده دارایی واقعی است و جریان نقدی دارد.

در فرمول کلی که قبلاً از آن صحبت کردیم، یعنی دارایی‌ها مساوی است با بدهی‌ها به علاوه سرمایه (سرمایه + بدهی = دارایی‌ها)، از دو روی سکه صحبت کردیم، یعنی گفتیم دارایی یک چیز و بدهی‌ها و سرمایه چیزی جداگانه نیست. سرمایه و بدهی حقوق حاکم بر آن دارایی‌هاست. حالا از دیدگاه افراد مختلف به مسئله نگاه کنیم تا مفهوم دارایی مالی را بهتر بفهمیم. دارایی مساوی است با بدهی به اضافه سرمایه. حالا اگر ۱۰۰ واحد دارایی واقعی داریم، مثلاً تولیدکننده اتومبیل هستیم، و معادله دارایی‌ها مساوی با ۷۰ + ۳۰ است. سرمایه‌گذاری ۳۰ مربوط به کسانی است که اوراقی به نام

1. cash flow
2. real asset
3. financial asset

اوراق قرضه یا صکوک در دست دارند؛ این اوراق قرضه یا صکوک برای دارندگان آنها دارایی مالی تلقی می‌شود. به‌علاوه، برابر ۷۰ واحد از ارزش شرکت مربوط به کسانی است که اوراق سهام در دست دارند و آنها هم مالک دارایی مالی‌اند. این دارایی مالی انعکاسی از ارزش کارخانه تولیدکننده اتومبیل است.

اگر حالا فرمول را ساده کنیم، از دید اقتصادی دارایی‌های واقعی مساوی است با دارایی‌های مالی؛ یعنی ارزش دارایی‌های واقعی مساوی است با حقوق حاکم بر آن دارایی‌ها. آنهایی که مالک شرکت هستند، دارایی مالی دارند. دارایی مالی = دارایی واقعی. دارایی مالی نماینده مالکیت روی دارایی‌های واقعی است. سهام، طرح بیمه‌نامه خوب، یک طرح بازنشستگی، و یک حساب سپرده از جمله این دارایی‌های مالی است. این‌ها در ذات خود ارزش ندارند و ارزش آنها به جریان نقدی حاصل از دارایی واقعی برمی‌گردد. از این نظر، دارایی مالی از دید حسابداران همان بدهی و سرمایه در شرکت‌های غیرمالی است. البته شرکت‌های مالی در هر دو طرف ترازنامه، دارایی‌های مالی دارند.

اصطلاح ابزارهای مالی به تعهد قانونی برمی‌گردد که یک طرف به طرف دیگر (یا طرفین نسبت به همدیگر) برای انتقال ارزش (پول) در زمانی در آینده در شرایط معین می‌دهد. اصطلاح‌های ابزار مالی، اوراق مالی، و اوراق بهادار را می‌توانیم مترادف بگیریم؛ وقتی از ابزار مالی صحبت می‌کنیم، منظورمان مجموعه اوراق بهاداری است که به شکل بدهی و سرمایه شکل گرفته است.

ابزارها، نهادها و بازارهای مالی

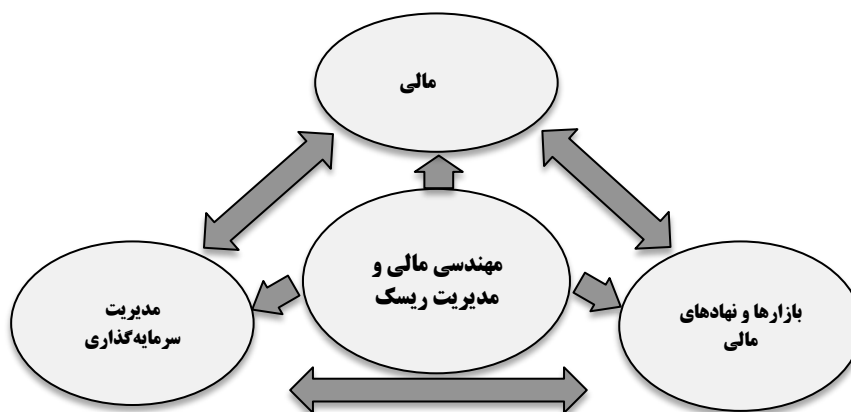
انواع واحدهای تجاری را به بنگاه‌های مالی و غیرمالی تقسیم می‌کنند: بنگاه مالی مثل بانک، و بنگاه غیرمالی مثل فروشنده یا تولیدکننده اتومبیل یا بیمارستان. این‌ها همه می‌توانند بنگاه غیرمالی تلقی شوند. شرکت بازرگانی، شرکت صنایع سنگین، و شرکت تولیدی مبلمان همه بنگاه‌های غیرمالی هستند. صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه، بانک، مؤسسه اعتباری، صرافی، و کارگزاری همه بنگاه‌های مالی هستند. آنها اجناس مالی می‌فروشند، و واحدهای غیرمالی جنس غیرمالی معامله می‌کنند. گروه اول دکان‌هایی هستند که سهام، اوراق قرضه، اوراق صکوک، و بیمه‌نامه می‌فروشند و گروه دوم مغازه‌هایی هستند که خانه، آموزش، پزشکی، آرایشگری، اتومبیل و ماشین سنگین می‌فروشند. بنگاه‌های مالی نهادهایی هستند که خدماتی مربوط به دارایی مالی ارائه می‌دهند یا آن دارایی‌ها را می‌فروشند. وقتی می‌گوییم نهادهای مالی یا بنگاه‌های مالی منظورمان همان شرکت‌های مالی است. معمولاً کلمه نهاد بیشتر برای شرکت‌های مالی به کار می‌رود. وقتی می‌گوییم نهادهای مالی منظورمان بانک، بیمه، و تأمین سرمایه است.

بازارهای مالی بازارهایی است که در چارچوب بازار پول و سرمایه تعریف می‌شود. در بازارهای مالی بنگاه‌های مالی کار می‌کنند که جنس مالی می‌فروشند و در بازارهای غیرمالی بنگاه‌های غیرمالی کار می‌کنند، مثل باشگاهی که خدمات ورزشی می‌فروشد یا مثل بیمارستانی که خدمات بهداشتی می‌فروشد، یا سوپرمارکتی که اجناس مصرفی می‌فروشد. بازارهای مالی محلی است که ابزارهای مالی و اوراق بهادار در آنجا معامله می‌شود؛ مثلاً بازار سهام بازاری است که ابزارهای مالی خاصی در آن خرید و فروش می‌شود.

مالی شرکت‌ها

حال که این اصطلاحات را مرور کردیم، به سراغ حوزه‌های دانش مالی برویم. آن مجموعه گسترده و انبوه درس‌ها و مباحث مالی که در این دانشکده، در دانشکده‌های مالی، مدیریت و اقتصاد زیر عنوان کلی مالی^۱ تدریس می‌شود را به چهار حوزه می‌توان تقسیم کرد. در نمودار ۳ ما سه مبحث را در پیرامون و یک عنوان را در کانون گذاشتیم. هر موضوعی که شما در بحث‌های مالی می‌خوانید، در این چهار گروه قابل تقسیم است: مالی شرکت‌ها، مدیریت سرمایه‌گذاری، بازارها و نهادهای مالی، و بالاخره مهندسی مالی و مدیریت ریسک. این آخری به همه سه حوزه دیگر خدمات می‌دهد، و بیشتر خدماتش را به حوزه‌های «بازارها و نهادهای مالی» و «مدیریت سرمایه‌گذاری» ارائه می‌دهد.

نمودار ۳. روابط متقابل حوزه‌های دانش مالی



1. finance

یکی از عناوین «مالی شرکت‌ها»^۱ است. مالی شرکت‌ها یعنی چه؟ یعنی فاینانس برای شرکت‌های غیرمالی. پس مثلاً در بانک از «مالی شرکت‌ها» صحبت نمی‌کنیم. وقتی می‌گوییم «مالی شرکت‌ها» از مالی برای شرکت ساختمانی، مالی برای شرکت بازرگانی، مالی برای شرکت صنعتی، مالی برای ایران‌خودرو، مالی برای پتروشیمی، ... صحبت می‌کنیم. این حوزه از «مالی» خیلی مهم است. متأسفانه مدتی است «مالی شرکت‌ها» مورد غفلت قرار گرفته است. در شرکت‌های ایرانی مدیر مالی موفق و کارآمد به قدر کافی پیدا نمی‌کنید. همه جوانان و شما که در کلاس هستید، علاقه وافر به بازار سرمایه دارید. اما اگر در شرکت‌های غیرمالی ارزشی خلق نشود، نمی‌توان در بازار سرمایه ارزشی را شناسایی کرد.

از نظر من در این برهه زمانی برای بنگاه‌های ایرانی حوزه «مالی شرکت‌ها» بسیار مهم است. از این رو، در ده سال اخیر تمرکز کلاس‌های خود را از بازار سرمایه به «مالی شرکت‌ها» انتقال داده‌ام؛ درس «افته‌هایی^۲ در مالی شرکت‌ها» به این دلیل ارائه شد. چون در نشست‌های بعدی این کلاس^۳ «مباحث منتخب مالی»، بیشتر از بازارهای مالی صحبت خواهد شد، و به «مالی شرکت‌ها» خیلی نمی‌پردازیم، در بخش پایانی این اولین کلاس درس، مباحث «مالی شرکت‌ها» را مرور خواهیم کرد.

علت غفلت از «مالی شرکت‌ها» در ۱۰ سال اخیر گسترش و جذابیت بازار سرمایه است. حدود ۴۰ و چند سال پیش که تدریس را در مدرسه عالی بازرگانی بعد از تکمیل دوره فوق لیسانس خود شروع کردم، در تابستان سال ۵۳، و اولین درس مالی را با عنوان «مدیریت مالی» ارائه کردم، مدرس برای مالی وجود نداشت. معلم‌های حسابداری این وظیفه را برعهده گرفته و بحث‌هایی مثل نقطه سربه‌سر، بودجه نقدی و نسبت‌ها را به عنوان «مدیریت مالی» تدریس می‌کردند؛ حداکثر این که بودجه‌بندی سرمایه‌ای^۳ تدریس می‌شد، و بحث‌ها فراتر از این مباحث نمی‌رفت. مباحثی که امروز به عنوان حسابداری مدیریت تدریس می‌شود، به عنوان مالی تدریس می‌شد. آرام آرام پیشرفت کردیم و به مباحث «مالی شرکت‌ها» رسیدیم. از آغاز دهه ۸۰ که بازار سرمایه جان گرفت، بحث‌های بازار سرمایه و نهادهای مالی هم در دانشگاه‌ها شیوع یافت. الان پایان‌نامه‌ها، علاقه‌ها، مطالعات و پول‌های تحقیقی روی مباحث «مدیریت سرمایه‌گذاری» و «بازارها و نهادهای مالی» متمرکز شده و از حوزه «مالی شرکت‌ها» فاصله گرفته است. درحالی که اگر ما در شرکت‌ها مدیریت مالی خوبی نداشته باشیم، برای کسانی هم که در بازارهای مالی هستند، شرایط خوب نخواهد بود.

1. corporate finance
2. cases
3. capital budgeting

سه حوزه دیگر

حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری^۱ که درس‌های مختلف در دانشگاه‌ها به آن اختصاص دارد، به مدیریت اوراق بهادار می‌پردازد. وقتی در مالی می‌گوییم «سرمایه‌گذاری»، منظورمان مدیریت اوراق بهادار است. حوزه «بازارها و نهادهای مالی» هم که عنوان روشنی است و محصولات، نهادها و بازارهای مالی را بررسی می‌کند. بخش قابل‌ملاحظه‌ای از مباحثی را که در «مالی» می‌خوانیم، در این دو حوزه متمرکز است. بخش دیگر آن هم که گفتیم به «مالی» شرکت‌های غیرمالی مرتبط است.

اما حوزه «مهندسی مالی و ریسک» به سه حوزه دیگر خدمت داده و کمک می‌کند؛ به «مالی شرکت‌ها» کمتر و بیشتر به «مدیریت سرمایه‌گذاری» و «بازارها و نهادهای مالی». البته بدیهی است که دو حوزه «مدیریت سرمایه‌گذاری» و «بازارها و نهادها» باید در نهایت در خدمت «مالی شرکت‌ها» باشند. با این همه، به نظرم «مالی شرکت‌ها» موضوعی کمتر مورد توجه است، در حالی که نیاز اصلی کشور ما در این حوزه است.

شرکت سرمایه‌گذاری یا شرکت هلدینگ

این توضیح را برای دانشجویان رشته‌های غیرمرتبط بدهم که وقتی در «مالی» از «مدیریت سرمایه‌گذاری» صحبت می‌کنیم منظورمان «مدیریت اوراق بهادار» است. یعنی از سرمایه‌گذاری در شرکت ساختمانی، صنعتی یا تجاری حرف نمی‌زنیم. در دوره مدیریت خود در بورس در اوایل دهه ۸۰ سعی کردم اسامی را اصلاح کنم، و «سرمایه‌گذاری» را از «هلدینگ» جدا کنم. وقتی می‌گوییم «شرکت سرمایه‌گذاری»^۲ مثل شرکت سرمایه‌گذاری ملی، از شرکت‌هایی صحبت می‌کنیم که فقط اوراق بهادار شرکت‌ها را در ترازنامه خود دارند، بدون این که آن شرکت‌ها را اداره کنند. اما «هلدینگ‌ها»^۳ که در بورس «گروه شرکت‌ها» خوانده می‌شوند، هرچند اوراق بهادار شرکت‌ها را دارند، اما آن شرکت‌ها را اداره می‌کنند. این تفاوت هلدینگ با شرکت سرمایه‌گذاری است.

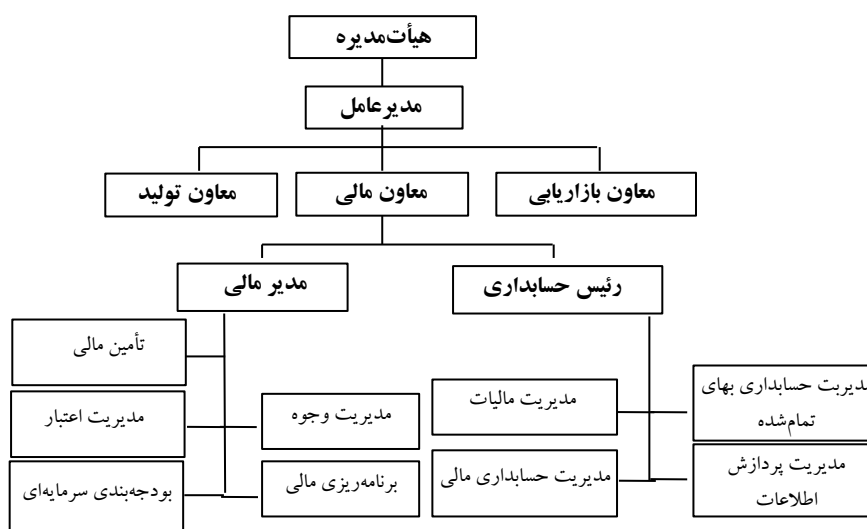
در شرکت سرمایه‌گذاری که در آن ۳٪، ۵٪ یا ۸٪ سهام دارید، اگر از سهمی خوشتان نیاید، آن را می‌فروشید و از شرکت خارج می‌شوید. چون سهم زیادی ندارید، رها کردن شرکت ممکن است. اما در شرکت هلدینگ که مثلاً ۴۰ درصد سهام دارید، نمی‌توانید بسادگی شرکت را ترک کنید، بلکه مجبورید روی مدیریت آن کار کنید؛ درست است که دارایی‌هایتان سهام است، اما با تغییر دادن مدیریت سعی می‌کنید عملکرد را بهتر کنید.

1. investment management
2. investment company
3. holding

مدیر مالی

نمودار ۴، نمودار سازمانی نمونه معمول شرکتی غیرمالی است. در این بنگاه‌هاست که «مدیر مالی» معنی دارد. عنوان «مدیر مالی» برای شرکت غیرمالی به کار می‌رود. اگر در شرکت بیمه ایرانی عنوان «مدیر مالی» را دیدیم، منظور به بیان اشتباه «حسابدار کل» است. شرکت‌های بیمه و بیمه مرکزی باید اصطلاحات خود را تصحیح کنند. در بانک هم عنوان «مدیر مالی» نداریم. مدیر مالی اصطلاحی برای شرکت‌های غیرمالی است.

نمودار ۴. جایگاه مدیر مالی در نمودار



همان‌طور که قبلاً گفتیم معاون مالی که مدیر مالی زیر نظر اوست، طبق این نمودار کنترلر یا رئیس حسابداری را هم تحت نظارت دارد. اما ۹۰ درصد وقت معاون مالی روی حوزه‌های سمت چپ این نمودار می‌گذرد، یعنی وی در حوزه مالی کار می‌کند، هرچند که حوزه حسابداری را هم زیر نظر دارد. البته لازم نبود «حسابداری» زیر نظر او باشد، بلکه امکان داشت حسابداری زیر نظر اداره فناوری اطلاعات یا خود مدیر عامل باشد. بنابراین، این که رئیس حسابداری زیر نظر معاون مالی است به این معنی نیست که «مالی» و «حسابداری» در یک حوزه علمی هستند. تلاش این کلاس آن بود که در ذهن شما این دو حوزه را تفکیک کنیم. البته بر حسب تصادف نیست، که حسابداری اینجا زیر نظر مدیر مالی است، چون انبوه اطلاعات رئیس حسابداری مورد نیاز حوزه «مالی» است.

قبلاً مفصل توضیح دادیم که سپهر فکری حسابدار و مالی بسیار فرق می‌کند. پس، اصطلاح مدیر مالی را باید در نمودار سازمانی شرکت‌های غیرمالی ببینیم. مدیر مالی چه کار می‌کند؟ از یک طرف در

ارتباط با بازارهای مالی و از طرف دیگر در ارتباط با شرکت است. کار اصلی او آن است که وجوه را با نرخ‌های مناسب از سرمایه‌گذاران بگیرد، و در پروژه‌های ارزش‌ساز سرمایه‌گذاری کند. بعد وجوه را دوباره از پروژه‌ها تحویل بگیرد و به سرمایه‌گذاران برگرداند. آن‌گاه دوباره منابع برای سرمایه‌گذاری مجدد گرد آورد. پس کار اصلی مدیر مالی در شرکت‌های غیرمالی در دو حوزه است: یا از منابع ارزان‌قیمت و با کمترین نرخ پول جمع می‌کند، و یا با کارایی بالا و با همکاری سایر مدیران در پروژه‌های با کارایی و بازده بالاتر پول خرج می‌کند.

ترازنامه بنگاه غیرمالی

اگر به ترازنامه شرکت غیرمالی توجه کنیم، عمده دارایی‌های آن دارایی‌های غیرمالی است، هرچند ممکن است چند دارایی مالی کوچک هم داشته باشد؛ مثلاً حساب سپرده‌ای هم داشته باشد. در سمت چپ ترازنامه تعهد دارد: تعهد به سهامدارانش، یعنی سهامداران ادعاهایی روی دارایی‌های شرکت دارند؛ و تعهد به بستنکارانش. بخشی از دارایی‌ها متعلق به صاحبان سرمایه و بخشی دیگر متعلق به صاحبان بدهی است. قبلاً گفتیم که ادعا روی دارایی‌ها را تفکیک نمی‌کنیم. مثلاً نمی‌گوییم که ماشین‌آلات مربوط به دارندگان سرمایه و دارایی‌های جاری از آن دارندگان بدهی است. بدین شکل تفکیک نمی‌کنیم. این ادعاها مشاع است. البته دیدیم که اولویت‌ها متفاوت است.

صاحب بدهی روی ۱۰۰ درصد دارایی‌ها اولویت دارد و صاحب سرمایه چنین اولییتی ندارد. میان صاحبان بدهی هم بعضی اولویت بیشتری دارند. مثلاً اولویت دولت در وصول مطالباتش از شرکت خیلی بیشتر از بقیه است. اگر شرکتی ورشکست بشود، اول پول دولت را می‌دهند؛ بعد از دولت پول کارگران را می‌دهند؛ بعد به طلبکارانی پرداخت می‌شود که با حفظ وثیقه اولویت دارند، مثلاً کارخانه را در رهن گرفته‌اند. کارخانه در تهرین را نمی‌شود فروخت، مگر آن که اول حقوق دولت و کارگران را بدهیم و بعد بدهی به مرتهن را. بنابراین، بعضی از مطالبات اولویت بالاتری دارند، و برخی اولویت کمتر. پس، در ترازنامه بنگاه غیرمالی دارایی‌هایی داریم که عمده‌تاً واقعی هستند. در مقابل بنگاه تعهداتی به صاحبان سهام و صاحبان بدهی دارد. این وضع ترازنامه شرکت‌ها در حوزه غیرمالی یعنی در شرکت‌های ساختمانی، صنعتی، بیمارستان، دانشگاه، یا جایی که ماشین‌آلات سنگین می‌فروشد، یا در سوپرمارکتی که کالاهای خرده‌فروشی می‌فروشد، در زنجیره فروشگاه‌های فروش پوشاک، .. است. این‌ها شرکت‌های غیرمالی‌اند.

ترازنامه بنگاه مالی

در بنگاه مالی ترازنامه به این شکل است که دارایی‌ها مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی است. طبعاً بنگاه مالی هم به صاحبان سهام و هم صاحبان بدهی تعهد دارد. صاحبان سهام و بدهی که آورندگان پول هستند به شرکت مستقیم یا با انتشار اوراق پول داده‌اند. بنابراین، در بنگاه‌های مالی، برخلاف بنگاه‌های غیرمالی، هر دو

طرف ترازنامه دارایی‌های مالی است. یک بخش تعهدات دیگران است که برای شرکت دارایی مالی به حساب می‌آید. بخش دیگر تعهدات شرکت است که برای دیگران دارایی مالی تلقی می‌شود. برای مثال، بانکی را در نظر بگیرید. این بانک وام می‌دهد. مقداری کاغذ به عنوان دارایی دارد که قراردادهای وام یا مطالبات اعتباری بانک است. مثلاً بانک مسکن تسهیلاتی که داده در سمت راست ترازنامه می‌نشیند و دارایی‌های بانک است. اما اگر این بانک اوراق منتشر کرده، و پول از بازار جمع کرده باشد یا سپرده گرفته باشد، در سمت چپ می‌نشیند. برای کسانی که این سپرده‌ها را می‌دهند، آن‌ها دارایی مالی است، و برای بانک مسکن این بدهی است. برای کسانی که به بانک پول داده و صاحب سرمایه بانک مسکن شده‌اند، یعنی برای دولت، اوراق سهام دارایی مالی دولت است، و شبیه سهام بسیاری از شرکت‌ها، دولت می‌تواند آن‌ها را بفروشد. برای بانک این تعهد است. پس در بنگاه‌های مالی دو طرف ترازنامه عمدتاً دارایی‌های مالی است.

در این شرکت‌های مالی مسائل اساسی چیست؟ از کجا پول بیاورد و دارایی‌های مالی را بخرد؛ و در کدام دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کند. در شرکت‌های غیرمالی مسئله آن است که در کدام یک از پروژه‌های واقعی، در کدام دارایی‌های واقعی، سرمایه‌گذاری کند؛ در مورد نهادهای مالی چون بانک مسکن مسئله آن است که در کدام دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کند. این‌ها تفاوت‌های دو شرکت است.

تأمین مالی روی دیگر سکه سرمایه‌گذاری

همان طور که عرض کردم، از دید سرمایه‌گذار که این دارایی‌ها را می‌خرد، چیزی که خریده، دارایی مالی است. از دید ناشر که پول گرفته، این بدهی یا تعهد است. آن شخصی که می‌خرد، سرمایه‌گذار می‌شود و آن که دارایی مالی را نشر می‌دهد، متعهد می‌شود. بنابراین، تعهد مالی روی دیگر دارایی مالی یا سرمایه‌گذاری است. از دید ناشر، به آن تعهد مالی گویند، و آن تعهد مالی برای سرمایه‌گذاری که دارایی مالی را خریده، تبدیل به دارایی مالی می‌شود.

دارایی مالی مبتنی بر بدهی یا سرمایه

حال ممکن است این دارایی مبتنی بر بدهی باشد، مثل اوراق قرضه که از دید سرمایه‌گذار خریدار این اوراق، دارایی مالی مبتنی بر بدهی است. از دید ناشر اوراق قرضه هم یک تعهد مبتنی بر بدهی انتشار یافته است. سهام برعکس نوعی دارایی مالی است که از جنس دارایی مبتنی بر سرمایه (حقوق صاحبان سهام) است. سهامی که منتشر می‌شود از دید سرمایه‌گذار سهامدار، دارایی مالی است و از دید ناشر منتشرکننده سهام تعهد است. شرکت‌هایی که سهام را منتشر می‌کنند و به این طریق سرمایه جمع می‌کنند، در مقابل سرمایه‌گذارانی که پول می‌دهند، تعهدی را پذیرفته‌اند.

از نظر تصمیمات سرمایه‌گذاری، بنگاه غیرمالی به کسب‌وکارها از طریق استراتژی‌های کسب‌وکارها ورود می‌کند. ترکیب دارایی‌ها از طریق بودجه‌بندی سرمایه‌ای تعیین می‌شود. در بنگاه مالی ورود به سرمایه‌گذاری‌ها از طریق تخصیص دارایی‌ها صورت می‌گیرد، و ترکیب دارایی‌ها از طریق مدیریت سبد سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود.

شرکت مالی از طریق مدیریت سبد سرمایه‌گذاری^۱ دارایی مالی می‌خرد و به سرمایه‌گذاری ورود می‌کند. بنابراین، ترکیب دارایی از طریق مدیریت سبد تعیین می‌شود. اینجا مدیریت سبد از انبوه دارایی‌های مالی که در اطراف خود دارد، باید آنهایی را انتخاب کند که بازده بالاتر دارند. دانش مدیر باید این باشد که چگونه دارایی‌های مالی را بغل هم بچیند که ریسک را کاهش بدهد. اما دانش مدیر مالی هر بنگاه غیرمالی باید این باشد که چه دارایی‌های غیرمالی (پروژه‌هایی) را کنار هم بچیند. اگر او ۱۰۰ واحد پولی و ده‌ها پروژه برای انتخاب دارد، باید بتواند آن پروژه‌هایی را انتخاب کند که بالاترین بازده را دارند. این‌جا غیر از مدیران مالی به دانش مهندسان و دیگر کارشناسان شرکت نیاز است. مهندسان از نظر فنی و مدیر مالی از نظر جریان نقدی پروژه‌ها را ارزیابی می‌کنند.

مدیر مالی و معادل او در نهادهای مالی

در آنجا که قلمرو «مالی شرکت‌ها» است، عنوانی که برای مسئول مالی داریم «مدیر مالی» است. اما تخصص مالی در بنگاه‌های مالی موضوع متفاوتی است. در بنگاه مالی عنوانی که به این نقش می‌دهیم، مدیر صندوق (در صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، مدیر اعتبارات (در بانک‌ها)، مدیر سبد بیمه‌نامه‌ها یا مدیر محصولات بیمه‌ای (در بیمه‌ها)، ... و از این قبیل عناوین است. بنابراین، تکرار می‌کنم که در بنگاه‌های مالی مثل بانک، بیمه، بازنشستگی، تأمین سرمایه، و غیره عنوان مدیر مالی نداریم. قلمرو کار آنان «مدیریت سرمایه‌گذاری» است و نه «مالی شرکت‌ها».

در مراجعه به بازار مالی، مدیر مالی دنبال این است که پول برای پروژه‌هایش پیدا کند. اما مدیر سرمایه‌گذاری دنبال این است که برای سبد سرمایه‌گذاری خود تأمین منابع کند. هر دو به دنبال پول هستند، اما دومی دارایی‌های واقعی نمی‌خرد، دارایی‌های مالی می‌خرد.

در شرکت مالی این تصمیمات متفاوت با شرکت‌های غیرمالی است. اینجا دیگر عنوان مدیریت مالی را نداریم. در نهادهای مالی مفاهیم دیگری را داریم. مثلاً در بانک مدیریت دارایی - بدهی‌ها^۲ را داریم. سررسید وام‌هایی که بانک می‌دهد باید با سررسید سپرده‌ها بخواند. در این مورد به جای عنوان «مدیر مالی» از عنوان مدیر اعتبارات یا عنوان مدیر سبد اعتباری استفاده می‌شود. در صندوق سرمایه‌گذاری عنوان «مدیر مالی» جای خود را به «مدیر صندوق» یا «مدیر سبد» داده است.

1. portfolio management
2. asset-liability management

نمودار ۵. اشکال مدیریت سرمایه‌گذاری در نهادهای مالی

• مدیریت دارایی - بدهی	بانک: ترازنامه
• مدیریت سبد اعتباری	بانک: اعتبارات
• مدیریت ثروت	بانکداری اختصاصی
• مدیریت صندوق	صندوق سرمایه‌گذاری
• مدیریت سبد سرمایه‌گذاری	شرکت سرمایه‌گذاری

در بانکداری اختصاصی^۱ که بانکداری برای افراد با درآمد بالا و ثروتمندتر است، بانک ثروت مشتری را اداره می‌کند. در این مورد کسی که حساب مشتری را اداره می‌کند، «مدیر حساب» یا «مدیر ثروت» نام دارد. «بانکداری اختصاصی» در مقابل بانکداری دولتی نیست؛ بلکه در این نوع بانکداری، بانک زندگی مالی کسانی را که ثروتشان از آستانه‌ای بالاتر است، تخصص بالا دارند، و نمی‌خواهند وقت‌شان را صرف خرید و فروش سهام یا معاملات ملکی کنند، اداره می‌کند. اگر پزشک جراحی، دانشمندی، فوتبالیستی، هنرپیشه‌ای، یا مهندس الکترونیکی با ویژگی درآمد بالا بخواهد برای حفظ پس‌اندازش، وقت خود را روی یادگیری بازار سرمایه یا اجرای پروژه ساختمانی صرف نکند، و بخواهد روی کار حرفه‌ای خود متمرکز شود، به دنبال متخصص معتمدی می‌گردد که اداره زندگی مالی خود را به او بسپارد.

مثلاً فلان هنرپیشه نباید مجبور باشد برای حفظ پس‌اندازش، رستوران بزند؛ یا فلان فوتبالیست خوب نباید ناچار باشد فروشگاه ورزشی بزند تا ثروتش حفظ شود. نهادهای مالی می‌توانند کمک کنند این افراد ثروت خود را درست اداره کنند و فراتر از ثروت، زندگی مالی‌شان کارآمد اداره شود. آنان به دنبال نهادی می‌گردند که شهریه اسم‌نویسی فرزندشان در مدرسه را پرداخت کند، برای سفرشان ۱۰۰۰ دلار ارز بخرد، خانه دوشان را اجاره بدهد یا برای تعطیلاتشان جایی را در شمال اجاره کند، قراردادهای مالی آنها را تنظیم کند، به آنها مشاوره حقوقی و مالیاتی بدهد و بالاخره پس‌انداز ایشان را مؤثر سرمایه‌گذاری کند. در خارج از ایران، بسیاری از سیاست‌مداران به دلایل دیگری از خدمات بانکداران اختصاصی استفاده می‌کنند تا از تضاد منافع پرهیز کنند. در واقع، وقتی صحبت از بانکداری اختصاصی می‌کنیم، فقط مدیریت ثروت مشتری مطرح نیست، بلکه خدمات مالی هم مهم است.

1. private banking

در ایران، مدیریت ثروت در بانک‌هایی مثل صادرات، آینده و بانک اقتصاد نوین مطرح بوده است، اما در این بانک‌ها مدیریت ثروت به تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای مشتریان محدود بوده است، و از خدمات مالی هم خبری نبوده است. بنابراین صحیح است گفته شود که هنوز بانکداری اختصاصی چندان در ایران پا نگرفته است. شما دانشجویان این حوزه را دست نخورده بدانید و می‌توانید در این حوزه کار کنید.

مروری بر مالی شرکت‌ها^۱

حسین عبده تبریزی

از آنجا که در ادامه این دوره بیشتر به بازارهای مالی خواهیم پرداخت، و به مباحث «مالی شرکت‌ها»^۲ نمی‌پردازیم، در این کلاس عناوین اصلی «مالی شرکت‌ها» را مرور می‌کنیم. فراگرفتم که «مالی شرکت‌ها» یعنی «مالی» برای شرکت‌های غیرمالی. حال وقتی واحدهای درس «مالی شرکت‌ها» را انتخاب می‌کنیم، در مورد چه مسائلی صحبت می‌شود.

فرق «مدیریت مالی» و «مالی شرکت‌ها»

دو نکته مقدماتی را کوتاه عرض کنم. اول این که ممکن است بپرسید اصطلاح «مدیریت مالی»^۳ با «مالی شرکت‌ها» چه تفاوتی دارد. وقتی از «مدیریت مالی» صحبت می‌کنیم، فقط از شرکت‌های سهامی صحبت نمی‌کنیم. مدیریت مالی مباحث پایه‌ای و اولیه مالی برای هر تشکیلی از جمله شرکت‌های تضامنی، شرکت‌های تک‌مالکی و «مالی فردی»^۴ را مطرح می‌کند. طبعاً بحث مدیریت مالی در موارد زیادی شبیه مالی شرکت‌هاست. مؤسسه غیرانتفاعی و دولت هم می‌توانند از مباحث مدیریت مالی استفاده کنند.

وقتی روی مباحث خاص‌تر شرکت‌های سهامی خاص و عام صحبت می‌کنیم، از اصطلاح «مالی شرکت‌ها» استفاده می‌کنیم. در این جا مباحث شرکت‌های سهامی دقیق‌تر و با جزئیات بیشتر بحث می‌شود؛ مباحثی چون نظریه‌های ساختار سرمایه و سود سهام که طبعاً مباحث پایه‌ای نیست. ما در درس «مدیریت مالی» معمولاً به سیاست‌های تقسیم سود نمی‌پردازیم، چرا که در مؤسسه انفرادی یا شرکت تضامنی بحث سیاست تقسیم سود چندان مطرح نیست، اما در شرکت‌های سهامی عام و خاص این سیاست‌ها بسیار اهمیت دارد. می‌بینید که «مالی شرکت‌ها» ادامه منطقی درس «مدیریت مالی» است. پس، مدیریت مالی و مالی شرکت‌ها بسیار با هم درگیرند، خیلی از مباحث می‌تواند مشترک باشد، ولی همان‌طور که عرض کردم، مدیریت مالی مباحث پایه‌ای‌تر را مطرح می‌کند و در باره آنها صحبت می‌کند، ولی مباحث مشترک هم زیاد دارند.

معمولاً دانشجویان درس مالی را با مدیریت مالی شروع می‌کنند. در ایران هم اولین کتاب مالی با عنوان «مدیریت مالی» منتشر شد که ۴۰ و چند سال پیش آن را از مآخذی امریکایی با تألیف

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه اول درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۸ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش‌شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. corporate finance
3. financial management
4. personal finance

وستون و بریگام ترجمه کردم، و چند نسل در ایران مالی را با این کتاب شناختند. بعد از این درس، دانشجویان معمولاً درس مالی شرکت‌ها را می‌خوانند؛ مباحثی که من رئوس آن را در این جلسه عرض می‌کنم.

شرکت سرمایه‌گذاری یا صندوق سرمایه‌گذاری

نکته دوم پاسخ به این سؤال یکی از دانشجویان است که فرق شرکت سرمایه‌گذاری را با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک پرسیده‌اند؟ هر دو نهاد کار مشابهی می‌کنند و سبدگردان اوراق بهادارند. تخصص هر دو ایجاب می‌کند شرکت‌داری نکنند. هر دو می‌کوشند یکی از مشکلات فعلی بورس را حل کنند و آن هم سهم پایین «سرمایه‌گذاری مستقیم»^۱ است. یعنی این که توده مردم خود می‌روند سهام انتخاب کرده و می‌خرند، بدون این که اطلاع چندانی از وضع شرکت‌هایی داشته باشند که سهام آنها را می‌خرند. این رفتاری امروز بازار سرمایه کشور است که افراد ناواردی شخصاً وارد بورس شده‌اند. توصیه به عموم مردم آن بوده که غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کنند، یعنی سراغ یک صندوق یا شرکت سرمایه‌گذاری بروند و واحد سرمایه‌گذاری یا سهام آنها را بخرند. وقتی کسی از شرکت سرمایه‌گذاری^۲ یا صندوقی سهم می‌خرد، فرض آن است که مدیرعامل و مدیران آن شرکت سرمایه‌گذاری یا مدیر آن صندوق سبد متنوع و مناسبی از اوراق بهادار را به نمایندگی از آن شخص شکل داده‌اند، و سهام و سایر اوراق بهادار سبد تحت مدیریت خود را به‌درستی مدیریت می‌کنند.

در اساسنامه اولیه شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران که اولین شرکت سرمایه‌گذاری در ایران و خاورمیانه بوده است، تصریح شده بود که نباید بیش از ۹ درصد از سهام شرکت واحدی را بخرد. بنابراین، تخصص مدیران شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران آن نبود که بنگاه را اداره کنند یا مدیر عوض کنند. تخصص آنان این بود که بتوانند هر سهم را کنار سهام دیگر در سبد سرمایه‌گذاری شرکت به گونه‌ای بچینند که در هر سطح بازده، ریسک سبد به حداقل برسد؛ یعنی آنان مدیریت سبد اوراق بهادار^۳ بلد بودند و نه شرکت‌داری. البته بعد از انقلاب، حداقل تا اواسط دهه ۸۰، شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران همه بنگاه‌داری می‌کردند. سرمایه‌گذاری ملی ایران هم بند محدودیت ۹ درصد را از اساسنامه خود حذف کرد، البته تاحدی به‌ناچار، چون بعد از انقلاب که ملی شدن شرکت‌ها رخ داد، به طور خودکار درصد سهام بعضی شرکت‌های سرمایه‌پذیر در سبد سرمایه‌گذاری ملی از ۹ درصد فراتر رفت. پس، حرکت به سمت درصد بالای مالکیت و شرکت‌داری لزوماً خواست مدیران شرکت سرمایه‌گذاری ملی نبود. در این ۱۵ سال اخیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری از هلدینگ

1. direct investment
2. investment company
3. portfolio management

(گروه شرکت‌ها) به تدریج تفکیک شده‌اند. چند شرکت سرمایه‌گذاری موجود کماکان شرکت‌داری می‌کنند، و هنوز مقررات روشنی برای منع آنها از بنگاه‌داری وضع نشده است. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک^۱ همان کار شرکت سرمایه‌گذاری را می‌کند؛ یعنی برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری خود سبد متنوعی از اوراق بهادار را معامله کرده و سود می‌سازد. صندوق^۲ شکلی جدید از کسب‌وکار است که از سال ۸۴ که قانون جدید بازار اوراق بهادار نوشته شده، به رسمیت شناخته شده است. قبل از آن فرم «صندوق» به عنوان شکلی از کسب‌وکار مثل شرکت سهامی یا شرکت تعاونی رسمیت نداشت. مثلاً نمی‌گفتند صندوق تأمین اجتماعی، و از عنوان سازمان تأمین اجتماعی استفاده می‌کردند. وقتی ضرورت تشکیل صندوق بود، آن را شرکت صندوق ... می‌نامیدند، چون هنوز صندوق به مثابه شکلی از کسب‌وکار تعریف نشده بود. وقتی در قانون ۱۳۸۴ «صندوق» تعریف شد، این نهاد در بورس پا گرفت.

«صندوق» شکل کسب‌وکار ساده‌تری است، آسان متولد می‌شود، و بسیار ساده منحل می‌شود. اما، تأسیس شرکت در ایران مشکل و تعطیل آن بسیار مشکل است. از این رو برای معاملات سهام و توسعه سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، شکل «صندوق» از شکل «شرکت» پیشی گرفته است. برای این شکل کسب‌وکار، صندوق مناسب‌تر است. برای بعضی کسب‌وکارها مثلاً کار خرده‌فروشی، فرم صندوق کمتر تناسب دارد؛ ولی برای مدیریت سبد سهام، برای طرح بازنشستگی، یا یک پروژه ساختمانی فرم کسب‌وکار «صندوق» بسیار مساعد است.

مالی رفتاری و مالی استاندارد

قبل از شروع رئوس مباحث مالی شرکت‌ها، این را بگویم که «مالی» به طور کلی در دو مکتب دنبال می‌شود: «مالی رفتاری»^۳ و «مالی استاندارد»^۴. مالی استاندارد مبتنی بر اقتصاد سنتی^۵ و اقتصاد جریان غالب^۶ است؛ اقتصادی که از سرمایه‌گذار منطقی صحبت می‌کند و او را در معادله ریسک و بازده می‌گذارد. ولی اقتصاد و مالی رفتاری سرمایه‌گذار را با این دو عامل محدود نمی‌کنند و سرمایه‌گذار منطقی را بدان معنی تعریف نمی‌کنند. اقتصاد سنتی فرض می‌کند افراد منطقی هستند، و اقتصاد رفتاری چنین فرضی نمی‌کند. پذیرش این که افراد همواره منطقی تصمیم نمی‌گیرند، بدان معنا نیست که آنان همواره غیرمنطقی هستند. بدان معناست که افراد اشتباه‌های سیستماتیک می‌کنند و همواره انتخاب‌هایی نمی‌کنند که به طور منسجم موفقیت یا خوشبختی آنان را بیشینه کند.

1. mutual investment fund

2. fund

3. behavioral finance

4. standard finance

5. traditional economics

6. main steam

نظریه اقتصاد سنتی بر سه اصل اساس مبتنی است: (۱) مردم منطقی هستند؛ (۲) تصمیمات افراد با نظریه مطلوبیت مورد انتظار سازگار است؛ و (۳) مردم دائماً نقطه‌نظرها و عقاید خود را با دریافت اطلاعات جدید به‌روز می‌کنند. اما، در جهان واقعی این مفروضات همواره درست نیست. اقتصاد رفتاری معتقد است پدیده‌های روانشناختی بر تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد، و در اقتصاد و مدل‌های مالی می‌باید بدان‌ها توجه کرد. به‌ویژه، پدیده‌های روانشناختی مثل تعصبات، محاسبات سرانگشتی و خطاهای شناختی می‌باید در این مدل‌ها لحاظ شود. دو رکن اصلی اقتصاد رفتاری عبارت است از: (۱) مردم اشتباهات سیستماتیک مرتکب می‌شوند که ناشی از نقاط کور روانشناختی آنان است. (۲) شرایط و فضایی که در آن تصمیم‌گیری می‌شود تأثیر بسیار زیادی روی تصمیم‌گیری دارد.

مالی رفتاری به کمک و با استفاده از علم روانشناسی از مسائل بسیاری بحث می‌کند که ما قبلاً در مالی استاندارد از آن صحبت نمی‌کردیم.

مثلاً این که چرا در روزهای آخر هفته نرخ بازده سهم معمولاً با سایر روزها فرق می‌کند؟ چرا حجم معاملات روزهایی از هفته با روزهای دیگر متفاوت است؟ چرا سرمایه‌گذاران بین پولی که از محل سود آمده با پولی که از محل سرمایه خودشان است تفاوت قائل می‌شوند؟ مثلاً در تحولات اخیر بورس ایران (سال ۱۳۹۹)، بسیاری از سرمایه‌گذاران که نگران بالارفتن شاخص بودند در مقطعی مثلاً در شاخص یک میلیون و سیصد به اندازه سرمایه اولیه خود سهام فروختند و گفتند حالا اصل سرمایه را کنار می‌گذاریم، و با سود حاصل به معامله ادامه می‌دهیم. طبعاً چنین رفتاری توضیح منطقی ندارد؛ پول، پول است، دیگر چه فرقی بین اصل و سود است. اگر فکر می‌کنید بازار تند رفته، باید کل پول را از بازار بیرون بکشید؛ چرا سودش را در بازار نگاه می‌دارید؟

این رفتارها را نمی‌توانیم با اقتصاد سنتی و مالی استاندارد پاسخ دهیم. اینها در حوزه مالی رفتاری قابل توضیح است. در همین دانشکده شما، چند پایان‌نامه مالی رفتاری داشته‌ایم. مثلاً در بحث دامنه نوسان، یکی از این پایان‌نامه‌ها بررسی کرد چرا قیمت‌ها گرایش دارند به دو سر دامنه نزدیک شوند. جواب این نوع سئوالات را فقط در چارچوب مالی رفتاری می‌توان داد. اکنون مالی رفتاری بسیار توسعه یافته و دامنه موضوعی آن بسیار گسترده شده است. به‌علاوه، شبیه مالی استاندارد، از اقتصادسنجی مالی، آمار و ریاضیات وسیعاً در مالی رفتاری استفاده می‌شود.

رئوس درس مالی شرکت‌ها

با هم مباحث مالی شرکت‌ها را مرور کنیم. حوزه «مالی شرکت‌ها» به کسب و کارهای غیرمالی مرتبط است. در حالی که حیطه عمل «مدیریت مالی» همه بنگاه‌ها از جمله شرکت‌های تک‌مالکی و تضامنی است، «مالی شرکت‌ها» عمدتاً روی شرکت‌های سهامی کار می‌کند.

محیط قانونی و حاکمیت شرکتی

محیط قانونی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند برای مالی شرکت‌ها مهم است. اگر در حوزه مالی شرکت‌ها کار می‌کنید، باید با قوانین و مقررات حاکم بر شرکت خود و قراردادهای آن آشنا باشید. مدیر مالی باید رعایت‌کننده این قوانین و مقررات باشد. بسیاری از قوانین چون قانون تجارت، قانون کار، قانون بازار سرمایه، بیمه مرکزی، بانک مرکزی، قانون پولشویی ... به این حوزه مربوط است. کسی که حوزه مالی شرکت‌ها کار می‌کند، باید کلیاتی از این قوانین و مقررات مربوط به آنها را بداند. باید بداند اختیارات بازرس در شرکت چیست، مجمع چیست و چه زمان تشکیل می‌شود؛ باید قانون و مقررات حاکم بر شرکت سهامی عام را بداند. باید مقررات مالیاتی را بداند. به علاوه بحث اخیرتر به مقررات حاکمیت شرکتی^۱ مربوط می‌شود.

مقرراتی که بسیار از شما آنها را با عنوان حاکمیت شرکتی می‌شناسید، و من ترجیح می‌دهم این مقررات را اصول شرکت‌داری بنامم (در مقابل اصول کشورداری برای کشورها)، هدف حکمرانی خوب را در داخل شرکت‌ها دنبال کرده و می‌کوشد روابط و حقوق ذی‌نفعان مختلف در داخل بنگاه و بین بنگاه و محیط بیرونی را تنظیم کند: سهامداران، عامه مردم، مدیران، کارگران، بستانکاران... همه حقوقی دارند و تعارض منافع هم دارند. چگونه اینها را با هم آشتی دهیم؟ چگونه از چالش‌ها کم کنیم؟ چگونه این حقوق مختلف را بر هم منطبق کنیم، تضادها را تخفیف داده و تنش‌ها در درون بنگاه را کاهش دهیم تا شرکت‌داری و حکمرانی خوب ممکن شود. این مستلزم آن است که مسئله نمایندگی^۲ در داخل شرکت را بفهمیم و نماینده^۳ (مدیر) بتواند منافع مالک^۴ را در نظر بگیرد. حاکمیت شرکتی مبحثی است که در مالی شرکت‌ها بدان می‌پردازیم.

مدیریت سرمایه در گردش

«مدیریت سرمایه در گردش»^۵ یکی از مباحث اصلی در مالی شرکت‌هاست. مدیریت سرمایه در گردش شامل چه بحث‌هایی است؟ این عنوان اشاره به نگهداری دارایی‌های جاری یا کوتاه‌مدت، از قبیل اسناد دریافتی، حساب‌های دریافتی، موجودی‌ها و بخشی از وجوه نقد دارد که برای رفع نیازهای نقدینگی موقتاً آنها را در اوراق بهادار قابل معامله^۶ پارک کرده‌ایم. کار بنگاه غیرمالی خرید و فروش اوراق بهادار نیست، بلکه اوراق بهادار را برای آن می‌خرد که موقتاً سودی از وجه نقدی بگیرد که بزودی برای سرمایه در گردش به آن نیازمند است. یعنی مازاد نقدینگی را به اوراق بهادار تبدیل

1. corporate governance
2. agency problem
3. agent
4. principal
5. working capital management
6. tradable securities

می‌کنیم. در مدیریت سرمایه در گردش یا سرمایه‌گردان^۱ غیر از اشاره به نگهداری دارایی‌های جاری یا کوتاه‌مدت از قبیل وجه نقد^۲، حساب‌های دریافتی^۳، موجودی کالا و مواد اولیه، و اوراق بهادار قابل معامله، به بدهی‌های جاری هم توجه داریم.

در بخش مدیریت دارایی‌ها، طبعاً از دارایی‌های کوتاه‌مدت مثل وجه نقد صحبت می‌کنیم. چه سطحی از وجه نقد لازم است؟ در ایران امروز که نرخ تورم بالاست، مدیریت وجه نقد اهمیت بالایی دارد. توجه «مالی» آن است که وجه نه کم باشد که عملیات با مشکل مواجه شود و نه زیاد که وجه بی‌استفاده بماند. اگر شرکتی با بیش از ۲۰۰ شعبه هستید، وجه نقد خود را چگونه مدیریت می‌کنید؟ اگر شرکت شهروند یا فروشگاه زنجیره‌ای مشابه باشید، یا ایران خودرو با صدها قطعه‌ی‌دکی در فرایند تولید باشید، مدیریت موجودی‌ها برای شما بسیار مهم است. موجودی انبار خود را چگونه نگاه می‌دارید؟ رقم سر جمع این موجودی‌ها عدد بزرگی است. موجودی انبار خود را چگونه مدیریت می‌کنید؟ میزان سفارشات هم مسئله مهمی است.

اگر نسیه می‌فروشید و پس از گذشت دو یا سه ماه پول فروش را می‌گیرید، حساب‌های دریافتی را چگونه نگاه می‌دارید؟ مثلاً اگر بخش البرز یا به‌بخش هستید و میان فروشگاه‌های مختلف مواد خوراکی و بهداشتی توزیع می‌کنید، حساب‌های دریافتی را چگونه جمع‌آوری می‌کنید؟ وقتی سطح فعالیت سامسونگ و ال‌جی (گلدیران) به دلیل افزایش قیمت دلار در ایران کم شد، یکی از مشکلات بزرگ آنها وصول حساب‌های دریافتی قبلی بود. بسیاری از توزیع‌کنندگان عمده‌ال‌جی و سامسونگ که به آنها بدهکار بودند، نمی‌توانستند بدهی‌های خود را بپردازند، چرا که همیشه بدهی‌ها را از محل فروش جدید می‌پرداختند. آنها بخشی از مبالغ فروش را در پروژه‌های خانه‌سازی سرمایه‌گذاری کرده بودند، با این امید که پول ال‌جی و سامسونگ را بچرخانند و سود اضافی به‌دست آورند. این بدان معناست که ال‌جی و سامسونگ سیاست حساب‌های دریافتی بسیار کارآمدی نداشتند. بخش قاسم هم در دوره‌ای دچار مشکل مشابه بود.

دو برداشت از سرمایه در گردش داریم یکی مفهوم ترازنامه‌ای و دیگری مفهوم چرخه عملیات. در مفهوم ترازنامه‌ای، پس خالص سرمایه در گردش عبارت است از تفاوت دارایی جاری و بدهی جاری. دارایی‌های کوتاه‌مدت یا دارایی‌های جاری شامل پول نقد، حساب‌های دریافتی، اسناد دریافتی، موجودی مواد اولیه یا کالا، و اقلام مشابه می‌شود. بدهی‌های جاری شامل اقلامی چون اسناد پرداختنی و حساب‌های پرداختنی می‌شود. این دو را از هم کم کنیم، خالص سرمایه در گردش به‌دست می‌آید که معمولاً رقم مثبتی است.

1. revolving capital
2. cash
3. receivables
4. inventories

چرا به این تفاوت سرمایه در گردش می‌گویند، درحالی که «سرمایه» دلالت بلندمدت دارد. واژه equity در مفهوم عام آن به معنی سرمایه صاحبان (وجوه بلندمدت) و بدهی‌های بلندمدت است. در اقتصاد، پولی که سرمایه‌گذار آورده (capital equity) و پول بلندمدتی که طلبکاران آورده‌اند (debt equity) همه سرمایه نامیده می‌شود. بنابراین معمولاً کلمه سرمایه بر وجوه بلندمدت دلالت می‌کند، پس چرا آن را در رابطه با دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری به کار می‌بریم؟ چرا به این پول کوتاه‌مدت سرمایه می‌گوییم؟ این را توضیح خواهم داد.

در مفهوم ترازنامه‌ای، خالص دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری زیر عبارت «سرمایه در گردش» می‌آید؛ در مفهوم چرخه عملیات «سرمایه در گردش» به چرخه‌ای اشاره دارد که از خرید مواد اولیه شروع می‌شود، به تولید می‌رسد، و سرمایه‌ای (وجوهی) که در این چرخه گیر است پس از فروش محصول نهایی آزاد می‌شود (دوره تبدیل موجودی)، و اگر فروش نسیه باشد، پس از وصول مطالبات وجوه آزاد می‌شود (دوره تبدیل حساب‌های دریافتی). این چرخه عملیاتی سرمایه در گردش است که از خرید مواد خام شروع و با وصول حساب بدهکاران خاتمه می‌یابد. هر طرح سرمایه‌گذاری هم ترکیبی از سرمایه ثابت و سرمایه در گردش می‌خواهد.

وقتی کارخانه راه‌اندازی می‌کنیم، برای مواد و دستمزد تولید هم پول لازم است. برای نسیه فروختن هم نقدینگی لازم است تا پول فروش به شرکت برگردد. این آخری‌ها مصداق سرمایه در گردش است. وقتی شرکت‌ها از کمبود سرمایه در گردش صحبت می‌کنند، یعنی منابع نقد و پول برای تولید ندارند، در حالی که ظرفیت‌های مستقر برای تولید دارند. پول ندارند که برون‌د مواد بخرند و تولید کنند. شرکت‌های ایرانی زیادی پیدا می‌کنید، مثلاً در صنعت فولاد، که اینها نقدینگی (سرمایه در گردش) ندارند که بتوانند چرخه تولید را بگردانند. گاهی می‌بینید با ۳۰ یا ۲۰ درصد از ظرفیت کار می‌کنند. پول ندارند مواد اولیه بخرند و با ظرفیت‌های خیلی پایین کار می‌کنند.

چند روز پیش یکی از کارخانه‌دارهای محصولات لبنی با من صحبت می‌کرد و می‌گفت که «هرچند خیلی بیشتر از گذشته صادر می‌کنیم، اما تازه به ۲۱ درصد ظرفیت رسیده‌ایم.» باعث شگفتی است که کارخانه ایجاد می‌کنیم و از ۲۱ درصد ظرفیت آن استفاده می‌کنیم؛ این مثل خانه‌هایی است که ساخته شده و خالی می‌ماند؛ در تهران ۵۰۰ هزار واحد آن را داریم (سال ۱۳۹۹). یعنی، خانه ساخته‌اند، اما متناسب با درآمد مردم نیست و به فروش یا اجاره نمی‌رود. ظرفیت اضافی کارخانه هم به همین معناست. چندین میلیارد خرج کارخانه شده، اما چند صد میلیون نیست که صرف سرمایه در گردش کنیم و ظرفیت و بهره‌وری را بالا ببریم.

اگر مواد اولیه را نسیه بخریم، تعویقی در پرداخت پیدا می‌شود؛ این می‌شود بدهی جاری؛ مواد اولیه‌ای که به شرکت وارد می‌شود به دارایی جاری بدل می‌شود. پس ممکن است بخشی از نیاز به

نقدینگی را از طریق بدهی جاری تأمین مالی کنیم. میزان سرمایه‌گذاری در دارایی جاری به عوامل زیادی بستگی دارد. مثلاً اگر محصولی تولید می‌کنیم که چرخه تولید آن ۱۰ روز است، سرمایه در گردش بسیار کمتری از کارخانه ماشین‌سازی می‌خواهد که تولید هر محصول آن دو تا سه سال طول می‌کشد. هر چقدر سطح فروش بالاتر باشد، سرمایه در گردش بیشتر می‌خواهیم. سرمایه در گردش سوپر کوچکی در خیابان به مراتب کمتر از آن است که در سوپر زنجیره‌ای شهروند مورد نیاز است.

تعیین سطح موجودی مواد اولیه هم بسیار مهم است. در ایران که نرخ تورم بالا دارد، هر چقدر موجودی بیشتر باشد به نفع شرکت تلقی می‌شود، چون قیمت‌ها هر روز بالاتر می‌رود. ولی مواد اولیه بیشتر یعنی سرمایه در گردش بیشتر، و این نقدینگی بیشتری می‌خواهد. عقل مدیر کارخانه هم می‌رسد که در این شرایط تورمی، اگر ۱۰ برابر سطح مورد نیاز موجودی نگاه دارد، به نفع شرکت است. عقل مدیران مالی در کشورهای با تورم صفر یا منفی به این رسیده که هیچ موجودی نداشته باشند، چون موجودی هزینه دارد. خط تولید را طوری طراحی می‌کنند که هیچ موجودی نداشته باشند؛ این همان سیاست موجودی صفر^۱ است. با توجه به این رویکرد، نداشتن موجودی سیاستی موثرتر، انعطاف‌پذیرتر و ارزان‌تر از ذخیره مقدار زیادی موجودی است. خرده‌فروشی که می‌خواهد از خطرات و هزینه‌های نگهداری موجودی کالا جلوگیری کند، از زنجیره تأمین خود موجودی‌ها را حذف می‌کند.

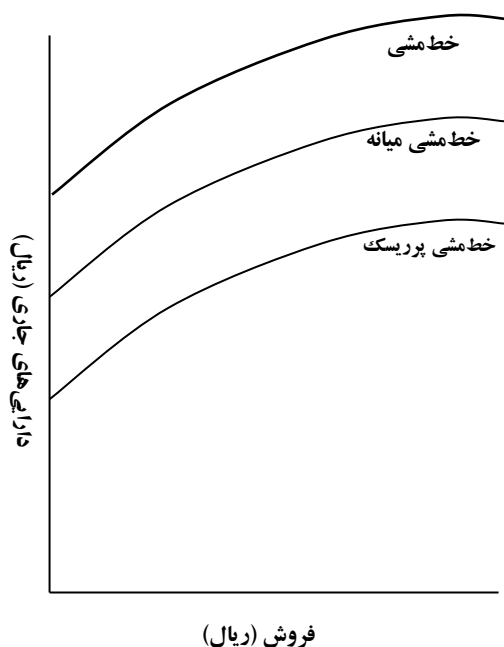
وقتی کرونا آمد صدا و سیمای ایران غربی‌ها را مسخره کردند که در دو هفته اول در سوپر آن کشورها بعضی اقلام با کمبود مواجه شد. البته، از هفته سوم همه چیز درست شد و سوپر‌ها موجودی بیشتر نگاه داشتند. علت این کمبود آن نبود که آنها مشکل تولید داشتند، بلکه علت آن بود که دهه‌ها بود فراگرفته بودند موجودی اضافه نگاه ندارند، چرا که سرمایه در گردش اضافی هزینه دارد. بنابراین، آنجا حفظ سطح موجودی کارآمد یکی از عوامل تعیین‌کننده در صنعت خرده‌فروشی است که حاشیه سود رقابتی پایینی دارد. اما برای ما در ایران که با تحریم مواجه هستیم و مواد اولیه بیشتر برای تداوم تولید در کارخانه‌هایمان نیاز داریم، پرداخت هزینه‌های بیشتر و انباشت موجودی اضافی ضروری تلقی شده است. وقتی پیدا کردن کشتی برای حمل سریع قطعاتی که لازم است، دشوار است؛ وقتی پیدا کردن ارز برای خرید قطعات طول می‌کشد؛ وقتی نرخ تورم این قدر بالاست؛ وقتی... طبعاً سطح موجودی‌ها در ایران خیلی بالاتر از سطح صنعت‌های مشابه در جهان قرار می‌گیرد، و نمی‌شود موجودی‌ها را کارآمدتر اداره کرد، و هزینه اضافی ناشی از سرمایه در گردش بالاتر را می‌پردازیم.

در دهه ۹۰ قرن بیستم بعد از آزادسازی صنعت برق، در کالیفرنیا خاموشی‌های بزرگ رخ داد. این به دلیل ضعف در تأمین برق در آن کشور نبود، بلکه ظرفیت پایین نیروگاه‌ها به دلیل آن بود که می‌کوشیدند تولید را بسیار کارآمد کنند، و ظرفیت مازاد نداشته باشند. وقتی هوا از متوسط تاریخی آن گرم‌تر شد و

1. zero inventory or just-in-time inventory approach

مصرف بالا رفت، خاموشی‌های بی‌سابقه و زیان‌های بسیار رخ داد. پس از آن، مقام‌های ناظر برای حفظ ذخیره احتیاطی مقررات جدید وضع کردند. بنابراین، می‌بینیم که سطح تقاضای پیش‌بینی‌نشده هم یکی از عوامل در تعیین سیاست سطح موجودی‌هاست. زمان پیش‌بینی‌شده برای دریافت سفارش مواد اولیه، سیاست‌های فروش اعتباری، سطح تقاضای پیش‌بینی‌شده و پیش‌بینی‌نشده، هزینه‌های نگهداری، دوره عملیات تولید، و غیره همه در تعیین سیاست نگهداری موجودی‌ها تأثیر دارد.

سیاست‌های سرمایه در گردش. نمودار ۱. سه سیاست مختلف تعیین سرمایه در گردش



نمودار ۱ سه سیاست مختلف تعیین سرمایه در گردش را نشان می‌دهد. همان‌طور که از نمودار مشاهده می‌شود، با افزایش فروش، نیاز به دارایی‌های جاری و طبعاً سرمایه در گردش بیشتر می‌شود. در سیاست محافظه‌کارانه دارایی‌های جاری زیادی نگاه داشته می‌شود؛ در سیاست میانه، سطح متوسط و در سیاست سرمایه در گردش متهورانه، سطح پایین «سرمایه در گردش» نگاه‌داری می‌شود. در سیاست اخیر پول کمتری درگیر دارایی‌های جاری است، اما ممکن است به همین دلیل موجودی کم بیاید، و

عملیات تولید کارخانه متوقف شود، و بنگاه زیان ببیند. یا ممکن است به دلیل کمبود نقدینگی بنگاه نتواند به تعهدات خود عمل کند و آسیب ببیند. پس اتخاذ سیاست متهورانه به دلیل ریسک‌های آن، در عمل همواره به نفع بنگاه نیست.

نیاز به سرمایه در گردش در طول زمان نوسان دارد، چرا که این نیاز به حجم عملیات (فروش) بستگی دارد. برای تداوم عملیات تولید و فروش به نقدینگی نیاز است. حداقلی از سرمایه در گردش همیشه وجود دارد. همیشه مقداری موجودی مواد و کالا وجود دارد؛ همیشه عده‌ای به شرکت بدهکارند و حساب بدهکاران حداقل رقمی دارد. بنابراین، هر روز از ۳۶۵ روز سال، نیاز به حداقلی از نقدینگی وجود دارد. این بخش از سرمایه در گردش دائماً لازم است. این جاست که کاربرد اصطلاح «سرمایه» به مثابه

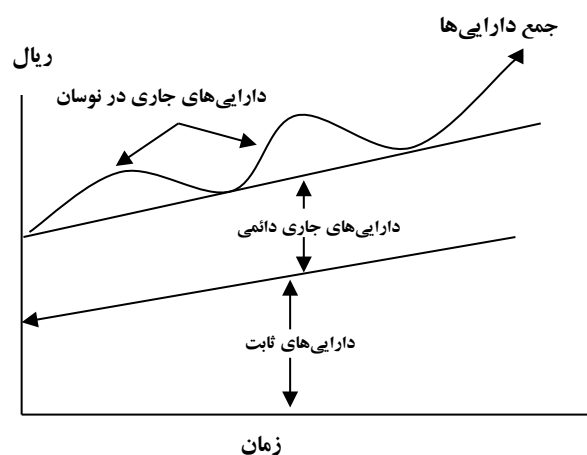
پول بلندمدت بامعنا می‌شود. پولی بلندمدت که دائماً از یک دارایی به دارایی دیگر تبدیل می‌شود. امروز مانده از موجودی نقدی را مصرف می‌کنیم و فردا باز به موجودی نقدی دیگری نیاز داریم؛ امروز موجودی جنسی داریم و به فروش می‌رود، اما فردا موجودی جنسی دیگری جای آن را می‌گیرد؛ امروز طلب داریم و وصول می‌شود، و فردا فروش اعتباری جدیدی داریم و مطالبات (حساب بدهکاران) جدیدی خلق می‌شود: مطالبات از حسن جای خود را به طلب از حسین می‌دهد. همیشه و دائمی به حداقلی از



دارایی‌های جاری نیاز است. سرمایه در گردش دائمی که در نمودار ۲ می‌بینید (زیر خط)، باید با پول بلندمدتی تأمین شود. بالای خطی که در شکل می‌بینید، بخش متغیر سرمایه در گردش است که در فاصله زیر منحنی و خط است. این آن بخش متغیر سرمایه در گردش است که می‌توان با بدهی کوتاه‌مدت تأمین مالی کرد. اگر این نیاز با بدهی کوتاه‌مدت تأمین مالی شود، بنگاه گرفتار نمی‌شود. اگر سرمایه در گردش صفر باشد، یعنی تمام نیاز به دارایی‌های جاری با وام کوتاه‌مدت از بانک تأمین شود، ریسک بنگاه خیلی بالا می‌رود، چرا که به نیاز بلندمدت و دائمی – پول بلندمدتی که در دارایی‌های جاری مصرف می‌شود – پول بلندمدت مثل وام ۲۰ ساله یا سرمایه صاحبان جواب می‌دهد. در نمودار ۳ می‌بینید که در طول زمان با رشد شرکت همه دارایی‌ها اعم از ثابت یا جاری افزایش می‌یابد. همه دارایی‌های ثابت باید از پول بلندمدت تأمین شود. اگر برای دفتر شرکت ساختمان می‌خریم، یا باید وام ۱۰ و ۲۰ ساله بگیریم، یا از پول صاحبان سهام استفاده کنیم. دارایی‌های جاری دائمی نیز از پول بلندمدت (صاحبان سهام یا بدهی بلندمدت) تأمین می‌شود، اما آن بخش از دارایی‌های جاری که نوسان می‌کند را می‌توان از محل بدهی کوتاه‌مدت پوشش داد. البته بخشی از دارایی‌های جاری دائمی خودبه‌خود از پول بدهی‌های کوتاه‌مدت دائمی تأمین می‌شود. روز دوم

فعالیت شرکت، بنگاه معادل یک روز به کارگران بدهکار است؛ این بدهی کوتاه‌مدت خودبه‌خود ایجاد شده و تأمین مالی خودبه‌خود^۱ نامیده می‌شود. حتی وقتی بنگاه مواد اولیه را نقدی می‌خرد و طبق قرارداد مثلاً سه روز بعد پول آن را می‌دهد، در آن سه روز، برای بنگاه تأمین مالی خودبه‌خودی اتفاق افتاده. بسیاری از فروشندگان مواد، قطعه یا خدمات به شرکت می‌گویند اگر پول حداکثر بعد از یک ماه پرداخت شود، معامله نقدی تلقی شده و قیمت نقدی اعمال می‌شود. این تأمین مالی‌های خودبه‌خودی از نیاز دارایی جاری کم می‌کند و مابه‌التفاوت باید تأمین مالی شود.

نمودار ۳.

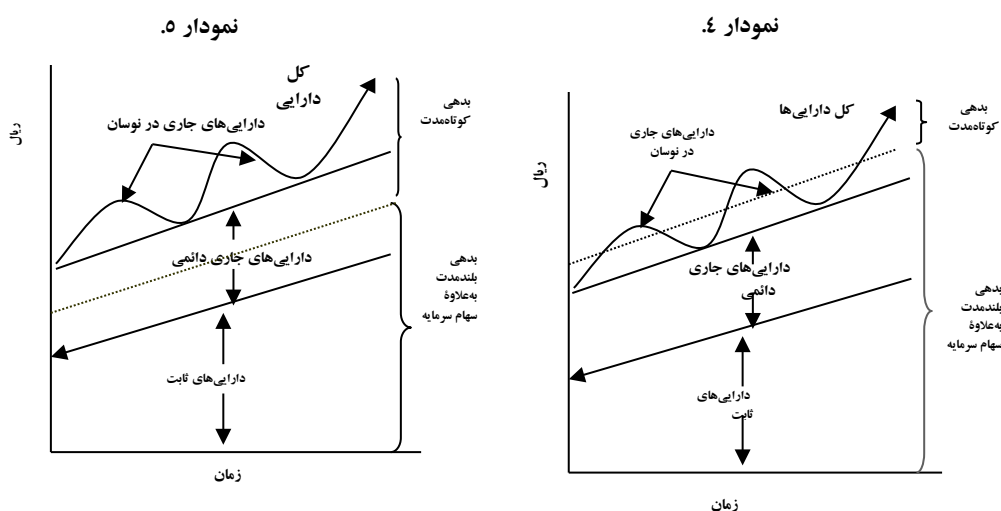


همان‌طور که در نمودار ۵ می‌بینید، اگر این سیاست دنبال شود که بخشی از دارایی جاری دائمی با بدهی کوتاه‌مدت تأمین شود، سیاست سرمایه در گردش پریسک را دنبال کرده‌ایم. اگر برعکس به شکل نمودار ۴، بخشی از دارایی جاری متغیر هم با پول بلندمدت (سرمایه سهام یا بدهی بلندمدت) پوشش داده شود، سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه‌ای دنبال شده است. در شرکت‌های ایران بسیار اتفاق می‌افتد که مدیران بخواهند دارایی‌های کوتاه‌مدت دائمی و گاهی حتی دارایی‌های ثابت را با وام کوتاه‌مدت تأمین کنند؛ سیاستی که بسیار خطرناک است.

تقسیم‌بندی سرمایه در گردش یک ساله و سرمایه بلندمدت بیشتر در حسابداری و مالیات کاربرد دارد. «سرمایه در گردش دائمی» در حسابداری زیر یک سال و دارایی کوتاه‌مدت تلقی می‌شود. در حسابداری، بدهی زیر یک سال را بدهی کوتاه‌مدت و بالای یک سال را دارایی بلندمدت تلقی

1. spontaneous financing

می‌کنند. شما ممکن است موجودی مواد اولیه‌ای را بخرید و به دلیل عدم تولید، این مواد ۵ سال در شرکت بمانند، اما در دفاتر دارایی کوتاه‌مدت تلقی می‌شود. اگر موجودی کالای شرکت که کوتاه‌مدت و زیر یک سال طبقه‌بندی شده، سال‌ها فروش نرود، و چندین سال در شرکت بماند، از نظر تقسیم‌بندی حسابداری، کماکان دارایی جاری (دارایی کوتاه‌مدت) تلقی می‌شود.



بودجه‌بندی سرمایه‌ای

تا اینجا در مالی شرکت‌ها توضیح دادیم که سرمایه در گردش چه اجزایی دارد. بحث مهم دیگر در مالی شرکت‌ها آن است که کدام طرح‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت را از انبوه طرح‌های موجود انتخاب کنیم. چطور این پول‌ها را در بین پروژه‌های مختلف تقسیم کنیم. بودجه‌بندی سرمایه‌ای^۱ به این می‌پردازد که شرکت با ۱۰۰ واحد بودجه برای سرمایه‌گذاری‌های جدید، چه طرح‌هایی را اجرا کند؛ به این فرایند، جیره‌بندی سرمایه‌ای^۲ هم می‌گویند. طرح‌های مختلف بر اساس هزینه سرمایه ارزیابی می‌شوند. هر طرح سرمایه‌گذاری هم به دارایی ثابت و هم به سرمایه در گردش نیاز دارد. طرح‌هایی انتخاب می‌شوند که ارزش شرکت را به میزان بیشتری بالا می‌برند.

تأمین مالی

در سمت چپ ترازنامه، بحث منابع است و تصمیم به این که از کجا پول بیاوریم. تأمین مالی کوتاه‌مدت اشکال مختلف دارد. در بانک‌ها غیر از انواع تسهیلات، ابزارهایی چون اعتبارات اسنادی،

1. capital budgeting
2. capital rationing

ضمانت‌نامه‌های ارزی و ریالی، ضمانت‌نامه اعتبار خرید، بیمه‌نامه خرید دین و بیمه‌نامه خاص صادرات کاربرد تأمین مالی کوتاه‌مدت دارند. در بازار پول (بانک‌ها) وام‌های بلندمدت نیز اعطا می‌شود؛ حتی گاهی بانک‌ها برای اعطای وام بلندمدت با هم اشتراک کرده و وام‌های سندیکایی اعطا می‌کنند.

در بازار سرمایه نیز ابزارهایی برای تأمین مالی کوتاه‌مدت وجود دارد، هرچند که ابزارهای بازار سرمایه معمولاً برای تجهیز پول بلندمدت است. همان‌طور که می‌دانید، بازارهای مالی را به دو قسمت تقسیم‌بندی می‌کنند: بازار پول و بازار سرمایه. بنا به تعریف، بازار پول (بانک‌ها) جایی است که پول زیر یک سال در آن تأمین می‌شود. در بازار سرمایه (که با بورس آن را می‌شناسیم) برعکس پول بلندمدت تأمین می‌شود. این تقسیم‌بندی دقیق نیست، بلکه بنا به تعریف این دو بازار از هم تفکیک شده‌اند. مثلاً،

می‌دانیم در ایران بانک مسکن وام ۱۲ ساله می‌دهد و در خارج بانک‌های رهنی وام‌های حتی ۳۰ سال می‌دهند. بنابراین، این تقسیم‌بندی بسیار هم دقیق نیست.

ابزارهای این دو بازار مختلف است، یکی معمولاً اعتبار می‌دهد و دومی با انتشار اوراق تأمین مالی می‌کند. به علاوه، در بازار پول بیشتر شرکت‌های کوچک‌تر که سرمایه در گردش می‌خواهند و در بازار سرمایه

ابزار با بازدهی معین	ابزار با بازدهی انتظاری
اوراق مراحه	اوراق مشارکت
اوراق اجاره	اوراق مضاربه
اوراق منفعت	اوراق مزارعه
اوراق استصناع	اوراق مساقات

شرکت‌های بزرگ‌تر که پول بلندمدت‌تر می‌خواهند، فعال‌اند. تأمین مالی در بازار سرمایه یا مبتنی بر حقوق صاحبان سهام و یا مبتنی بر بدهی است. بعضی از ابزارهای مالی هم ماهیت دوگانه دارند، مثل اوراق قرضه تبدیل‌پذیر^۱. این ابزار از نوع بدهی است، ولی مالک آن می‌تواند این ورقه را به سهام هم تبدیل کند. این منابع را نهادهای مالی تأمین می‌کنند و نهادهای مالی بازار پول بانک، لیزینگ و تعاونی‌های اعتباری هستند. شرکت‌های بازار سرمایه، تأمین سرمایه‌ها، شرکت و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های پروژه، صندوق‌های بازنشتگی، شرکت‌های کارگزاری و معامله‌گری، ... هستند. نمودار ۶ بیانگر تنوع ابزارهای اسلامی است. ابزارها ارزی نیز در بازار سرمایه قابل معامله است.

ساختار سرمایه

بحث محوری دیگر در مالی شرکت‌ها مبحث ساختار سرمایه^۲ است. ترکیب بدهی و سرمایه در ترکیب تأمین مالی شرکت چه باید باشد؟ به این ترکیب است که ساختار سرمایه می‌گویند. هزینه

1. convertibles

2. capital structure

سرمایه بخشی از تعیین ساختار سرمایه مناسب است. نظریه‌های ساختار سرمایه مبانی تئوریک همین موضوع را می‌کاوند. نظریه ساختار سرمایه شاید یکی از مهم‌ترین مباحث در علم مالی باشد. برای صحبت از ساختار سرمایه، باید هزینه سرمایه^۱ را تعریف کنیم. از متغیر هزینه سرمایه در بودجه‌بندی سرمایه هم استفاده می‌شود. محاسبه هزینه سرمایه پاسخ به این سؤال است: پولی که در داخل شرکت می‌چرخد، و از منابع مختلف است، برای شرکت چند تمام می‌شود؟ سهامدار چه توقعی دارد و چه نرخ بازدهی می‌خواهد؟ صاحب اوراق قرضه چه توقعی دارد؟ معمولاً از نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده می‌شود که محاسبه آن را در نمودار ۷ می‌یابید.

نمودار ۷. میانگین موزون هزینه سرمایه

$$WACC = W_d K_d (1 - T) + W_{ps} K_{ps} + W_s K_s$$

- K_d : نرخ بازده مورد نظر اوراق قرضه
- W_d : وزن نسبی اوراق قرضه در تأمین مالی
- K_{ps} : نرخ بازده مورد نظر سهام ممتاز
- W_{ps} : وزن نسبی سهام ممتاز در تأمین مالی
- K_s : نرخ بازده مورد نظر سهام عادی
- W_s : وزن نسبی سهام عادی در تأمین مالی
- T : نرخ نهایی مالیات بر درآمد شرکت

ارزشیابی

مبحث دیگری در «مالی شرکت‌ها» ارزشیابی است. می‌خواهیم کارخانه‌ای را بخریم، ارزش آن را چطور ارزشیابی کنیم؟ ورقه سهم را چطور ارزشیابی کنیم؟ ارزش شرکت برابر ارزش بازار سهام به علاوه ارزش بازار بدهی‌های آن است. برای ارزشیابی مدل‌های مختلفی وجود دارد: مدل گوردن، مدل جریان نقدی آزاد، مدل ارزش افزوده اقتصادی و بسیاری مدل‌های دیگر در دسترس است. برای محاسبه ارزش باید طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت و ساختار سرمایه آن ارزشیابی شده و با استفاده از هزینه سرمایه تعیین شده به ارزش رسید.

وقتی می‌خواهیم ارزش سهام را پیدا کنیم، باید نرخ بازده مورد نظر سهامداران را محاسبه کرد. این نرخ از دیدگاه سهامداران عبارت است از نرخ بازده بدون ریسک به علاوه صرف ریسک تجاری و به علاوه صرف ریسک مالی. برای برآورد ارزش دارایی مدل‌های متعددی در دسترس است. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای معروف‌ترین این مدل‌هاست. مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ، مدل سه عاملی فاما و فرنچ، و مدل‌های دیگر نیز در دسترس است.

1. cost of capital

سیاست تقسیم سود

یکی از بحث‌هایی که با ساختار سرمایه بسیار نزدیک است، بحث تقسیم سود است. سود تقسیمی^۱ شرکت چه باید باشد تا ارزش شرکت به حداکثر برسد؟ آیا بازار نسبت به سیاست سود تقسیمی حساس است؟ آیا نیازهای تأمین مالی شرکت باید از محل سود انباشته تأمین شود؟ در مالی شرکت‌ها، سیاست تقسیم سود بحث بسیار مهمی است. ارتباط بین ساختار سرمایه و سیاست سود تقسیمی چیست؟ نسبت سود تقسیمی به چه میزان باشد؟ در دنیا شرکت‌های قدیمی مثل برکشایر^۲ وجود دارد که دهه‌هاست سود سهامی تقسیم نکرده‌اند. در موارد بقیه، بعضی شرکت‌ها سود تقسیمی ثابت و بعضی سود متغیر پرداخت می‌کنند.

نظریه‌های سیاست تقسیم سود متنوع است و به نظریه‌های متناظر ساختار سرمایه برمی‌گردد. این نظریه‌ها غالباً به دنبال رابطه سیاست تقسیم سود با ارزش سهام‌اند. نظریه‌هایی چون نظریه پرنده در دست، نظریه بی‌ارتباطی، و نظریه اثر ارباب رجوع بیشتر در «مالی» مورد بحث قرار می‌گیرد.

ادغام و تملک

در مالی شرکت‌ها در بررسی مسیرهای رشد شرکت که رشد ارگانیک^۳ باشد یا تحت لیسانس و مشارکت عملی^۴، خیلی زود به بحث ادغام و تملک^۵ می‌رسیم. شرکت باید به شکل رشد درونی و ارگانیک بزرگ بشود یا با خرید سایر شرکت‌ها بزرگ بشود. در مسیر رشد ارگانیک، به برنامه‌ریزی مالی بلندمدت نیاز داریم. شرکت در آینده در کدام طرح‌ها باید سرمایه‌گذاری کند، و چگونه باید آنها را تأمین مالی کند. در مسیر ادغام و تملک به دنبال راه میانبر می‌گردیم. مسائل ادغام و تملک شامل این موارد است: فرایند، نحوه پرداخت، هم‌افزایی، قیمت‌گذاری و تجدید ساختار. هریک از این مباحث جزئیات بسیار دارد و عنوان ادغام و تملک موضوع چند واحد درسی است.

ریسک و پوشش آن

«مالی شرکت‌ها» در مورد ریسک هم صحبت می‌کند. ریسک فقط مختص مؤسسات مالی نیست؛ در شرکت غیرمالی با ریسک تجاری و غیرتجاری مواجه هستیم. این ریسک‌ها در هر بنگاه باید به تفصیل مورد بحث قرار بگیرد. ریسک مالی که به اهرم مالی شرکت مربوط است، از جمله ریسک‌های غیرتجاری است. ریسک تجاری شامل نامطمئن بودن تقاضا، تغییرپذیری قیمت فروش، تغییرپذیری قیمت نهاده‌های تولید بنگاه، توانایی

1. dividends
2. Berkshire Hathaway
3. organic
4. joint venture (JV)
5. merger and acquisition (M&A)

تعدیل قیمت محصولات با توجه به تغییر در هزینه‌های تولید، توانایی عرضه محصول جدید، قرار گرفتن در معرض ریسک کشورهای خارجی، اهرم عملیاتی، ... است. ریسک مالی در مؤسسات غیرمالی هر نوع ریسک اضافی است که در نتیجه دریافت وام به سهامداران تحمیل می‌شود. ریسک مالی در مفهوم گسترده آن تنوع بسیار دارد و شامل ریسک ناشی از اهرم مالی، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز، ریسک بازار اوراق بهادار و ریسک اعتباری می‌شود. برای شرکت‌های غیرمالی که موضوع «مالی شرکت‌ها» است، ریسک اهرم آن ریسک مالی محوری است.

چه ابزاری برای پوشش ریسک داریم؟ ابزار مالی پوشش ریسک عمدتاً اوراق مشتقه‌ای از قبیل اختیار معامله، قراردادهای آتی، و سوآپ هستند. واردکننده‌ای که شکر وارد می‌کند، و این شکر برای مدتی روی کشتی می‌ماند تا به مقصد برسد، چگونه می‌تواند ریسک کاهش قیمت شکر را از خود دور کند. او شکر را فروخته، پس چطور خود را در قبال تغییر قیمت پوشش بدهد. چطور از قراردادهای سوآپ بدین منظور استفاده کند؟ یا چطور برای این کار وارد بازار فارکس شود؟ این بحث‌ها بخشی از مدیریت ریسک در بنگاه‌های غیرمالی است.

بحث مالی بین الملل و ورشکستگی

بحث مالی بین الملل و ورشکستگی دو بحث پایانی است که در مالی شرکت‌ها از آن صحبت می‌شود. چگونه شرکت را در سطح منطقه و بین الملل توسعه بدهیم؟ مالی بین الملل شرکت‌ها دنبال آن است که عوامل ریسک در محیط بین الملل کدام است؟ و چگونه ثروت سهامداران را در محیط بین الملل بیشینه کنیم؟ چه روش‌هایی برای توسعه در سطح فعالیت جهانی وجود دارد؟

«مالی شرکت‌ها» به مسئله ورشکستگی^۱ می‌پردازد؛ آیا ورشکستگی پایان حیات بنگاه است یا آغازی دیگر. زمانی که وقت آن می‌رسد، شرکت چطور به حیات خود باید پایان دهد؟ در فضاهای رقابتی، شرکت‌های بسیاری ورشکست می‌شوند، اما اگر گناهکار نباشند، مدیری به زندان نمی‌رود. مسائل ورشکستگی متنوع است: قوانین و مقررات، مسائل نمایندگی، دفاع در دادگاه، و تجدید ساختار. اگر بخواهید وارد جزییات شوید، باید چند واحد درسی بگذرانید.

1. bankruptcy

فصل اول. بازار سهام

سه سخترانی در مورد تحولات بازار سهام در دهه ۹۰ در کلاس ارائه شد. هر سه سخترانی مربوط به روزهایی بود که بازار سهام داغ نیمه دوم سال ۹۸ و نیمه اول سال ۹۹ آرام گرفته بود. آقایان سنگینیان و استهری با ذکر ارقام و نمودارهای متعددی نشان دادند که این بازار چگونه در سالهای آخر دهه ۹۰ گسترش یافته است. مضمون سخترانی آقای مهدی حیدری نیز مشابه سخترانان قبلی بود، اما ایشان نتایج چندین مطالعه اخیر خود را نیز در این سخترانی ارائه کردند؛ مثلاً نتایج تحقیقی را نشان دادند که دوباره شماری ارزش در بازار را بررسی کرده بود؛ یا اسلایدهایی نشان دادند که حاکی از توزیع بالای سود تقسیمی در بازار سرمایه ایران بود. بحث ایشان محتوای نظری تری از دو سختران قبلی داشت.

سختران سوم در سرفصلهای کلی تری از چالشهای اصلی بازار صحبت می کند. در حالی که دو سختران قبلی می کوشند روندها و تغییرات اصلی بازار در دهه ۹۰ شمسی را با عدد و نمودار نشان دهند، سختران سوم آقای زمانی تلاش می کند بدون اشاره به جزئیات، براساس تجربه خود در بازار سرمایه، چالشهای اصلی بازار را فهرست کرده و برای هر مورد راه حل ارائه کند.

سه سخترانی کل واحدی را تشکیل می دهند که تصویر مناسبی از گسترش روندهای اصلی بازار سهام در دهه ۹۰ شمسی به خواننده ارائه می دهند. به خواننده توصیه می شود مقالات را به ترتیبی که در این فصل آمده، مطالعه فرمایند.

جواد سنگینیان

جواد سنگینیان دانش‌آموخته کارشناسی و ارشد دانشگاه علامه طباطبائی است. وی فعالیت خود در بازار سرمایه را از کارشناسی سرمایه‌گذاری در شرکت سرمایه‌گذاری ملی و پس از آن کارگزاری مفید شروع کرد و در پی آن مدیر سرمایه‌گذاری شرکت معین ملت شد. وی عضویت هیأت مدیره شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری ملی را نیز در کارنامه خود دارد. در حال حاضر آقای سنگینیان مدیر سبد و صندوق سرمایه‌گذاری کارگزاری مفید است که یکی از بزرگ‌ترین مدیران دارایی کشور تلقی می‌شود.

مرتضی استهری

مرتضی استهری مدرک کارشناسی و ارشد مالی خود را از دانشگاه‌های علامه و بهشتی و دکترای مالی را از دانشگاه تهران دریافت کرده است. وی از سال ۱۳۸۴ موقعیت‌های مدیریتی در بازار سرمایه داشته است. در ده سال اخیر مدیر سرمایه‌گذاری در بانک مسکن، تأمین آتی مسکن و کارگزاری مفید بوده، و در حال حاضر آقای استهری مدیرعامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری ایده مفید است.

مهدی حیدری

مهدی حیدری مدرک کارشناسی و ارشد را از دانشگاه شریف به ترتیب در مهندسی الکترونیک و MBA دریافت کرده است. وی پس از اخذ مدرک کارشناسی ارشد از دانشگاه ناپل ایتالیا، به اخذ مدرک دکترای مالی از مدرسه اقتصاد استکهلم نائل آمد؛ وی بخشی از دوره دکترای را هم در دانشگاه کلمبیای آمریکا گذراند. وی چندین مقاله پژوهشی در زمینه‌های بازار سرمایه، مالی شرکت‌ها، مالکیت در شرکت‌ها و نهادهای مالی انتشار داده است. ایشان عضو هیأت علمی دانشگاه خاتم است و به عنوان استاد مدعو در دانشگاه‌های تهران و شریف نیز تدریس کرده است. آقای حیدری به نهادهای مالی و صنعت نفت در ایران مشاوره می‌دهد و در حوزه سیاست‌گذاری نیز فعال است.

مجید زمانی

مجید زمانی از دانشگاه تهران مدرک کارشناسی مهندسی برق و از دو دانشگاه ایلینویز شیکاگو و کلمبیای نیویورک مدارک MBA و MPA دریافت کرده است. وی بانکدار سرمایه‌گذاری است که بیش از ۱۵ سال تجربه بین‌المللی در حوزه مالی در ایران و کشورهای غربی دارد، و مشاور سابق بانک جهانی بوده است. آقای زمانی مؤسس و مدیر شرکت تأمین سرمایه‌کاردان بوده، و در حال حاضر مدیرعامل شرکت مدیریت سرمایه کیان است که خود سهامدار و از بنیان‌گذاران آن بوده است.

تحولات بازار سهام در دهه ۹۰ شمسی^۱ جواد سنگینیان و مرتضی استهری

قانون ۱۳۸۴ و آثار آن

قانونی که در سال ۱۳۸۴ در مورد بازار اوراق بهادار وضع شد، کلاً ماهیت و شکل بازار سرمایه را تغییر داد. بخش عملیاتی از بخش قانون‌گذاری تفکیک شد؛ چهار بورس ایجاد شد؛ بورس و فرابورس مسئولیت پذیرش شرکت‌ها و انجام معاملات را برعهده گرفتند. معمولاً در بورس تهران اوراق بهادار شرکت‌های بزرگ‌تر و در فرابورس اوراق شرکت‌های کوچک‌تر و عمدتاً بخش خصوصی معامله می‌شود. در هر دو بازار اوراق درآمد ثابت و انواع صکوک امکان معامله دارد.

بورس کالا ایجاد شد تا امکان معامله محصولات پتروشیمی، فلزات، کشاورزی و انواع و اقسام معاملات کالایی فراهم شود. بورس انرژی هم عمدتاً مشابه بورس کالا است، با این تفاوت که آنجا بیشتر محصولات انرژی مثل متانول، ذغال‌سنگ، کک و بقیه محصولات معامله می‌شود.

یکی از تحولات مهمی که در دهه ۹۰ شمسی انجام شد، بحث آغاز معاملات آنلاین بود. حجم این معاملات الان نزدیک به ۷۰ درصد کل معاملات بورس رسیده و دسترسی افراد حقیقی به بورس بسیار سرعت یافته است. معاملات برخط یکی از عواملی بوده که به گسترش بازار سرمایه در میان سرمایه‌گذاران حقیقی منجر شده است.

در دهه ۹۰، ابزارهای جدیدی هم در بورس‌ها تعریف شده است. یکی از این ابزارها، اختیار فروش تبعی بوده است. در زمان‌هایی که قیمت سهام قفل می‌شود و سهامداران عمده نقدینگی کافی برای حمایت از سهام ندارند، این ابزار در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. با این ابزار تضمین می‌شود که سهام در قیمت مشخص و در تاریخ مشخص از سهامداران خریداری شود. به کمک این ابزار فشار فروش در دوره‌هایی رکود در بازار کمتر می‌شود.

در دهه ۹۰ در بورس بحث اختیارهای^۲ خرید و فروش هم مطرح شد. به نظر می‌رسد این ابزار هرچند ابزار بسیار خوبی است، ولی حجم و نقدشوندگی آن هنوز بسیار پایین است. این موضوع دو دلیل دارد: اول، افراد محدودی دانش این ابزار را در بازار دارند، و دوم ریسک این ابزار برعهده کارگزاری گذاشته شده است. چون نوسانات قیمت این ابزار معمولاً زیاد است، کارگزار ممکن است در معرض ریسک قرار گیرد، و در گسترش این ابزار بسیار محتاط شود. اگر اختیارهای خرید و فروش

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت، علم و فناوری دانشگاه امیرکبیر در روز سه‌شنبه ۱۵ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. options

با قیمت اعمال مشخصی منتشر شود، فقط با ۲۰ درصد نوسان در قیمت سهام، قیمت اختیار ممکن است صددرصد مثبت یا منفی شود. کارگزار که پوشش‌دهنده این ریسک است و در معرض آن قرار می‌گیرد، طبعاً محتاطانه عمل خواهد کرد. در سال‌های دهه ۹۰، اختیار معامله روی معاملات آتی شاخص هم منتشر شد، اما حجم این معاملات هنوز زیاد نیست.

در مورد رؤسای سازمان بورس، بعد از این که آقای دکتر عبده در دهه ۸۰ مسئولیت را به آقای صالح‌آبادی سپردند، مدیریت ایشان در دهه ۹۰ نیز ادامه یافت. این یکی از بلندمدت‌ترین دوره‌های مدیریت در کشور بود؛ آقای صالح‌آبادی نزدیک به یک دهه از سال ۸۴ تا ۹۳ در بورس بودند. بعد از وی آقای فطانت آمدند که سال‌های ۹۳ تا ۹۵ بازار را مدیریت کردند. بعد از ایشان آقای شاپور محمدی مدیر شدند و تا انتهای سال ۹۸، مدیریت ایشان ادامه یافت. در حال حاضر نیز آقای قالیباف رئیس سازمان هستند که قبلاً مدیرعامل شرکت بورس هم بوده‌اند.

روندهای بازار

حضور بخش خصوصی

در دهه ۸۰ عمدتاً شرکت‌های دولتی وارد بورس می‌شدند؛ بخش خصوصی به دلیل بحث‌های مالیاتی، شفافیت پایین و قیمت‌هایی غیرجذاب سهام در بورس خیلی مایل به ورود به بورس نبود. در دهه ۹۰ و به‌ویژه در سال‌های اخیر با افزایش نقدینگی بازار و امکان کمتر فرار مالیاتی، تقاضای زیادی از طرف بخش

نمودار ۱. تعداد شرکت‌های درج و پذیرش‌شده در دهه ۹۰

سال	بورس	بازار اول و دوم فرابورس
۱۳۹۰	۱۱	۲۹
۱۳۹۱	۴	۱۲
۱۳۹۲	۹	۱۳
۱۳۹۳	۱۰	۱۶
۱۳۹۴	۴	۱۶
۱۳۹۵	۱۵	۱۸
۱۳۹۶	۸	۱۱
۱۳۹۷	۱۲	۱۵
۱۳۹۸	۴	۱۸
۱۳۹۹	۱۵	۹
جمع	۷۲	۱۵۷
تعداد شرکت‌های موجود	۱۳۵	۱۲۹

خصوصی برای حضور در بازار وجود داشته است. در این دهه ۳۵۰ شرکت در بورس و ۱۲۹ شرکت در فرابورس پذیرش شدند. به علاوه، در حال حاضر ۲۰۰ تا ۲۵۰ شرکت در فهرست انتظار برای ورود به فرابورس هستند، و بالغ بر ۵۰ شرکت برای پذیرش در بورس آماده شده‌اند.

این روند اتفاقی مبارک بود و باعث شد که تنوع در بورس بیشتر شود، و صنایع جدیدی وارد بورس شوند. از جمله با پذیرش شرکت‌های جدید در برخی صنایع مثل مواد غذایی و شوینده‌ها که عمده‌تأ حوزه عمل فعالان بخش خصوصی بوده‌اند، به سرمایه‌گذاران در این حوزه‌ها کمک شد تا بتوانند تنوع بیشتری در سرمایه‌گذاری‌های خود داشته باشند، و بتوانند در حوزه‌هایی که علاقه‌مند هستند، سرمایه‌گذاری کنند. فکر می‌کنم این روند ورود بخش خصوصی حداقل در ۳-۲ سال آینده ادامه یابد.

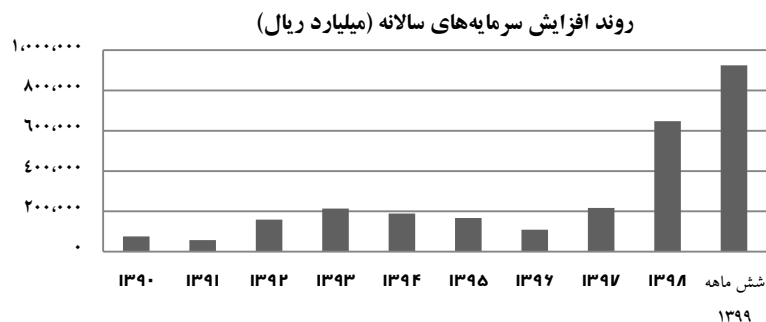
تأمین مالی

معمولاً خرید و فروش سهام بیشتر به نقدشوندگی و کشف قیمت کمک می‌کند. یکی از کارکردهای دیگر بورس کمک به تأمین مالی است. تأمین مالی در بورس از طریق افزایش سرمایه انجام می‌شود. بحث در مورد افزایش سرمایه بسیار است، ولی اگر به افزایش سرمایه در همین سال ۹۹ نگاه کنیم، درمی‌یابیم که بیشتر از محل تجدید ارزیابی بوده است. این شیوه افزایش سرمایه عملاً کمکی به تأمین مالی نمی‌کند. در افزایش سرمایه‌های چند سال اخیر در بورس، چند مشکل وجود داشته است:

اول این که افزایش سرمایه‌ها نسبتی از رقم سرمایه‌های اسمی شرکت‌ها بوده، و از این رو با تورم همخوانی ندارند و با نیازها اختلاف زیاد ایجاد می‌شود. دوم این که معمولاً در فرایند افزایش سرمایه، بورس محدودیت‌هایی ایجاد می‌کند، مثلاً این که سهامدار عمده باید تضمین بدهد که اگر حق تقدم استفاده‌نشده را بقیه سهامداران نخرند، خود حق تقدم استفاده‌نشده را بخرد. این تضمین خود باعث می‌شود که شرکت‌ها با افزایش سرمایه‌ها محتاط‌تر برخورد کنند.

بحث دیگر این که بانک‌ها از مشارکت در افزایش سرمایه و افزایش سرمایه‌گذاری خود در شرکت‌ها منع هستند؛ این طبعاً مشکل ایجاد می‌کند. شرکت‌هایی هم که سهامدار سهام عدالتی داشته‌اند، در افزایش سرمایه با مشکل مواجه بودند. به نظر می‌رسد که فرایند تبدیل افزایش سرمایه از مسیر افزایش تعداد سهام به قیمت اسمی، با مشکلاتی مواجه بوده که امسال در مصوبه‌ای افزایش سرمایه از محل سلب حق تقدم توصیه شد.

نمودار ۲. روند افزایش سرمایه در بورس تهران دهه ۹۰



نمودار ۳. روند افزایش سرمایه در بورس تهران دهه ۹۰ (میلیارد ریال)

سال	کل افزایش سرمایه	مطالبات و آورده نقدی	اندوخته ها و سود انباشته و صرف	تجدید ارزیابی
۱۳۹۰	۷۵,۲۴۲	۴۱,۴۸۷	۳۳,۷۵۵	--
۱۳۹۱	۵۷,۵۱۷	۳۱,۹۷۹	۲۵,۵۳۸	--
۱۳۹۲	۱۵۸,۸۶۱	۷۳,۲۷۶	۸۵,۵۸۵	--
۱۳۹۳	۲۱۳,۴۷۲	۱۰۵,۲۲۸	۱۰۸,۲۴۴	--
۱۳۹۴	۱۸۸,۹۸۲	۱۰۳,۶۴۲	۸۵,۳۴۰	--
۱۳۹۵	۱۶۷,۱۶۹	۹۹,۰۱۹	۶۸,۱۵۰	--
۱۳۹۶	۱۰۹,۲۶۳	۹۱,۹۸۲	۱۷,۲۸۱	--
۱۳۹۷	۳۱۶,۷۴۹	۴۹,۶۵۳	۱۶۷,۰۹۶	--
۱۳۹۸	۶۴۷,۴۷۰	۷۴,۹۳۹	۲۵۸,۸۳۱	۳۱۳,۷۰۰
شش ماهه ۱۳۹۹	۹۲۴,۹۵۹	۷۰,۳۳۹	۳۵,۱۸۴	۸۱۹,۴۳۶

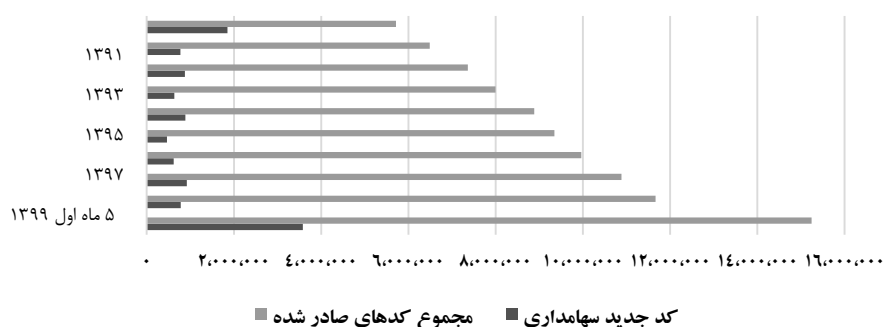
با افزایش سرمایه از محل سلب حق تقدم، تحولی جدی در فرایند افزایش سرمایه و مبلغی که به شرکت‌ها تزریق می‌شود انتظار می‌رود. در این نوع افزایش سرمایه، سهام در قیمتی نزدیک به قیمت بازار منتشر می‌شود؛ بنابراین دیگر لزوماً سهامداران قبلی نیستند که در افزایش سرمایه شرکت می‌کنند. بدین ترتیب منابع خوبی برای شرکت‌ها تأمین می‌شود و به فرایند تأمین مالی شرکت‌ها جهت انجام پروژه‌ها و برنامه‌های آتی آنها کمک می‌شود.

تعداد سهامداران در بازار

موضوع بعدی به تعداد کدهای صادره توسط بورس و تعداد فعالان بازار برمی‌گردد. اگر به روند رشد کدها نگاه کنید، می‌بینید که از سال ۱۳۹۰ کدها از ۵ میلیون به ۱۵ میلیون کد رسیده است. ولی باید

بیشتر به جزئیات روند رشدی که نمودار ۴ و ۵ نشان می‌دهد، مخصوصاً در سال ۹۹-۹۸، توجه کنیم. اولاً تعداد کدهای قبلی به دلایلی مانند معامله تسهیلات اوراق بانک مسکن در بورس رشد داشته، چراکه برای خرید و فروش این اوراق باید کد جدید گرفته می‌شد. یا در عرضه سهام دولتی در بورس، به کارکنان سهام ترجیحی می‌دادند، و کدهای جدید باید ایجاد می‌شد. عمدتاً به این دلایل کدهای جدید لزوماً کدهای فعال نبوده است.

نمودار ۴. روند افزایش کدهای بورسی



نمودار ۵. روند افزایش کدهای بورسی

۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۵ ماه اول ۱۳۹۹	
۱,۸۵۰,۰۰۰	۷۷۴,۰۰۰	۸۷۴,۰۰۰	۶۳۴,۰۰۰	۸۸۸,۰۰۰	۴۶۴,۰۰۰	۶۱۷,۰۰۰	۹۱۹,۰۰۰	۷۸۱,۰۰۰	۳,۵۸۰,۰۰۰	کد جدید سهامداری
۵,۷۱۴,۰۰۰	۶,۴۸۸,۰۰۰	۷,۳۶۲,۰۰۰	۷,۹۹۶,۰۰۰	۸,۸۸۴,۰۰۰	۹,۳۴۸,۰۰۰	۹,۹۶۵,۰۰۰	۱۰,۸۸۴,۰۰۰	۱۱,۶۶۵,۰۰۰	۱۵,۲۴۵,۰۰۰	مجموع کدهای صادر شده

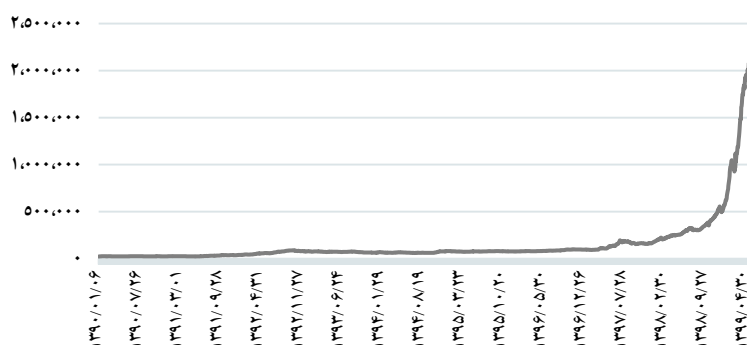
در سال ۹۹-۹۸، عمده کدهای ایجاد شده، کدهای فعالی بودند که برای انجام معاملات ایجاد شدند. این تفاوت در مورد عرضه‌های اولیه بارزتر است. مشارکت در عرضه‌های اولیه از زیر ۱۰۰ هزار خریدار به بالای پنج میلیون هم رسید. یعنی در گذشته اگر کد جدیدی ایجاد می‌شد، لزوماً برای معاملات مداوم در بورس نبود، اما در دوره جدید، اکثر کدهای جدید کدهای فعال بودند. می‌شود گفت کدهای فعال ما چندین برابر شده است. هر چند در این سال کدهای موجود ۵۰ درصد رشد کرد، ولی شاید کدهای فعال ۶-۵ برابر شد. این روند ادامه دارد، و به این ترتیب سطح حضور در

بورس به شدت بالا می‌رود؛ مسئله‌ای که نکات مثبت و منفی خود را دارد و در جای خود باید در آن باره بحث شود.

شاخص و ارزش بازار

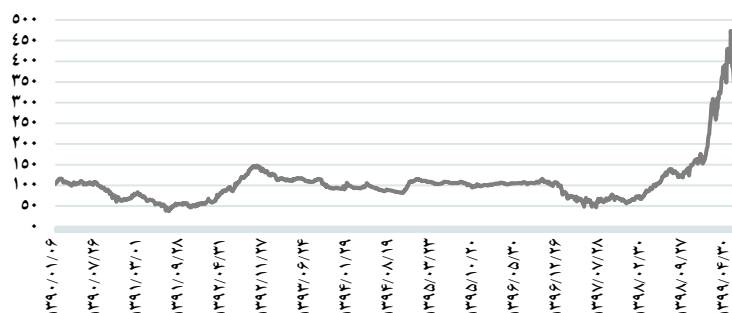
اسلاید بعدی در مورد روند شاخص کل است. شاخص رشد بالایی مخصوصاً در ۲-۳ سال اخیر داشته، و از سقف قبلی ۱۰۰ هزار در سال ۹۲ به بالاتر از ۲ میلیون رسیده و تقریباً ۲۰ برابر شده است. بعد از اصلاح اخیر، به محدوده ۱/۵ رسیده است. پس در این دو سال شاخص رشد زیادی داشته، ولی در سه ماه اخیر نزدیک به ۳۰ درصد از رشد تا سقف قبلی خود را اصلاح کرده است.

نمودار ۶. روند شاخص کل بورس در دهه ۹۰



البته ما در کشوری تورمی زندگی می‌کنیم، و قیمت‌های اسمی و ریالی خیلی گویا نیستند. شاید بهتر باشد شاخص را به دلار نشان دهیم. اگر در نمودار ۷ به شاخص دلاری نگاه کنیم، مشاهده می‌کنیم که پنج برابر رشد کرده. یعنی کسانی که در بورس طی این دوره سرمایه‌گذاری کردند، جدا از برخورداری از بازده ریالی بالا، ثروت‌شان به دلار هم تقریباً پنج برابر افزایش یافت. با افت اخیر و اصلاح شاخص، بازده دلاری به ۲/۵ برابر رسیده که هم‌چنان بازده مطلوبی است؛ بازده دلاری بورس نسبت به بازارهای رقیب طبعاً قابل تأمل می‌باشد. نمودار ۸ بازده بورس را با سکه مقایسه می‌کند. نمودار نشان می‌دهد که بازده بورس در برابر سکه که خود ترکیبی از دلار و قیمت‌های جهانی طلا است، تقریباً دو برابر بیشتر بوده است. اینها همه بیانگر آن است که بازار سهام بازده خوبی داشته است.

نمودار ۷. شاخص کل بورس از ابتدای سال ۱۳۹۰ (برحسب دلار بر مبنای ۱۰۰)



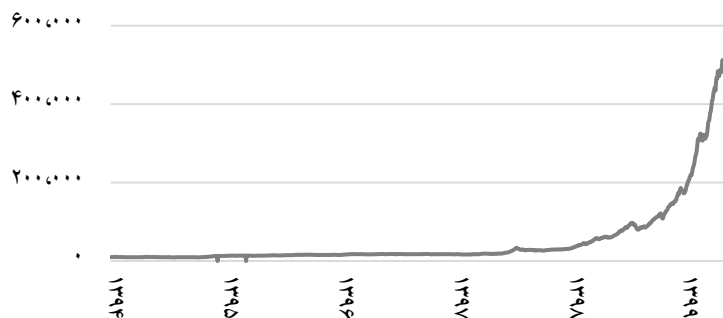
نمودار ۸. مقایسه بازدهی شاخص کل و سکه در دهه ۹۰



نمودار ۹ بازدهی شاخص هم وزن را نشان می دهد. در بورس همان طور که مطلع هستید دو نوع شاخص داریم: شاخص هم وزن و شاخص کل. شاخص هم وزن میانگین بازده کل شرکت هایی را نشان می دهد که در بورس پذیرفته شده اند، اما شاخص کل بر اساس وزن محاسبه می شود، یعنی تأثیر شرکت های بزرگ بر روی شاخص کل بیشتر است. اما اگر ما به صورت مساوی در شرکت های مختلف سرمایه گذاری کرده باشیم، شاخص هم وزن معیار بهتری است. برای نشان دادن وضعیت بورس، از هر دو شاخص معمولاً در کارهای تحقیقاتی استفاده می شود. در سال ۹۸، رشد شاخص هم وزن خیلی بیش از شاخص کل بوده است. اما در سال جاری که عمدتاً شرکت های بزرگ و تولیدکننده کالاهای اساسی^۱ رشد کرده اند، رشد شاخص کل بیشتر از شاخص هم وزن بوده است.

1. commodity

نمودار ۹. روند شاخص هم‌وزن بورس از سال ۱۳۹۴



نمودار ۱۰ ارزش بازار بورس و فرابورس را نشان می‌دهد که در ۲-۳ سال اخیر رشد خیلی بالایی داشته و تا سقف نزدیک به ۹۹ هزار هزار میلیارد ریال رشد کرده بود که با اصلاح اخیر به ۷۵ هزار هزار میلیارد ریال رسیده است. در نمودار ۱۱ ارزش بازار به دو بازار بورس و فرابورس تفکیک شده است؛ تقریباً حدود ۷۰ درصد ارزش بازار^۱ شرکت‌های بازار سرمایه ایران در بورس و ۲۵ درصد در فرابورس معامله می‌شوند. چون عمده شرکت‌های بزرگ در بورس پذیرفته می‌شوند، طبعاً ارزش بازار بالاتری نسبت به فرابورس هم دارند.

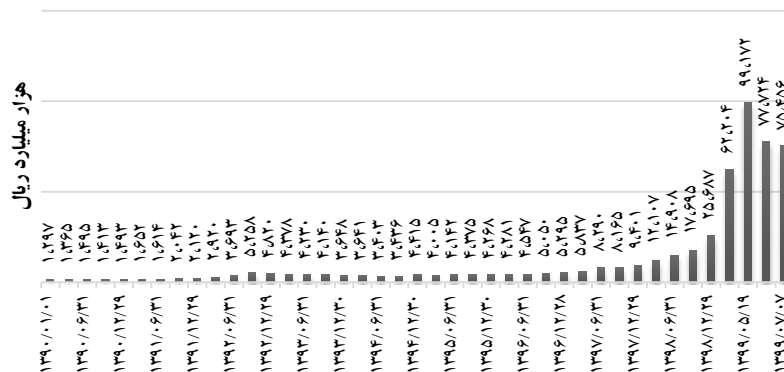
ارزش بازار و تولید ناخالص داخلی^۲

حال هم برای مقایسه و هم برای فهم نقش بازار سرمایه در اقتصاد، ارزش بازار و GDP را مقایسه کنیم. در نمودار ۱۲ می‌بینیم که ارزش بازار نزدیک به ۳۰ درصد GDP بوده و تا ۳/۵ برابر آن افزایش یافته و اکنون تقریباً ۲/۷ برابر شده است. این افزایش دو موضوع را نشان می‌دهد: اول این که اندازه بازار، و تعداد شرکت‌ها و بخش‌های اقتصاد که وارد بورس شده‌اند بزرگ‌تر و بیشتر شده است، و دیگری افزایش قیمت‌های سهام است. نمودار ۱۳ روند تغییر ارزش بازار نسبت به GDP را نشان می‌دهد. همان طور که گفتیم، پارامتر ارزش بازار نسبت به GDP از دو ناحیه بزرگ شده است: یکی تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شدن و اندازه بازار و یکی هم رشد زیاد خود شرکت‌های موجود

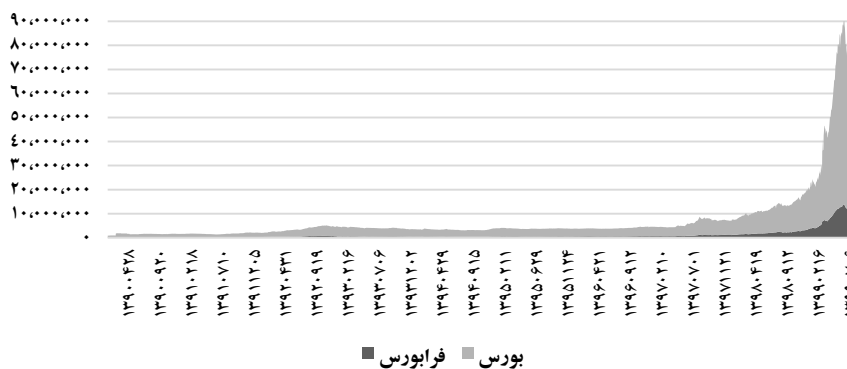
1. market cap

2. gross domestic product

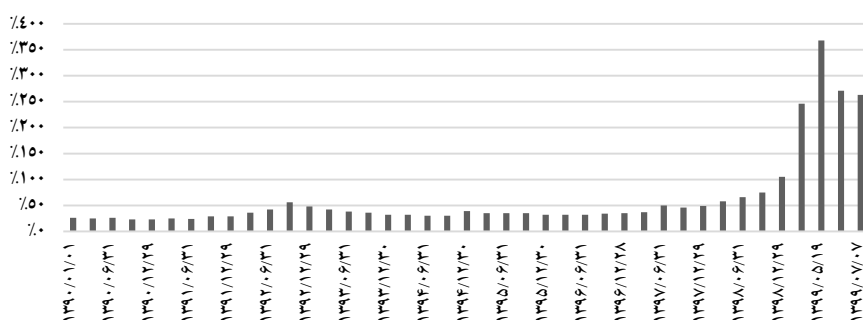
نمودار ۱۰. ارزش بازار بورس و فرابورس در دهه ۹۰



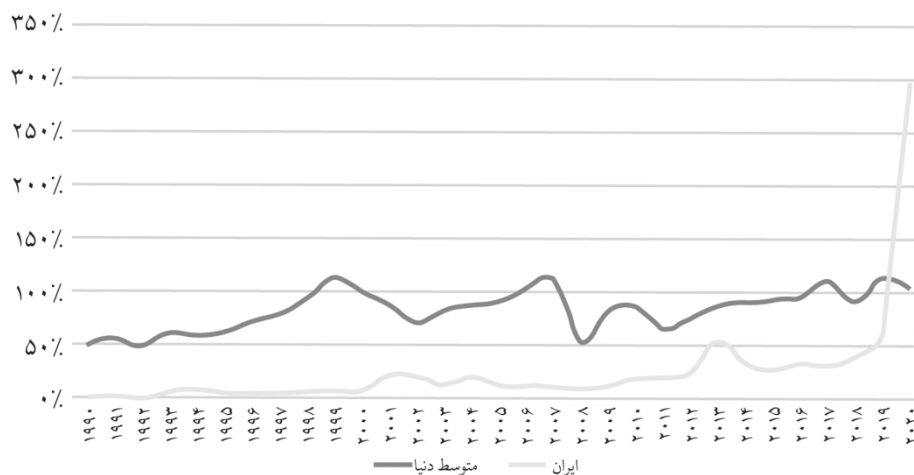
نمودار ۱۱. ارزش بازار سرمایه (به تفکیک بورس و فرابورس) در دهه ۹۰



نمودار ۱۲. نسبت ارزش بازار سرمایه به GDP از ابتدای سال ۱۳۹۰



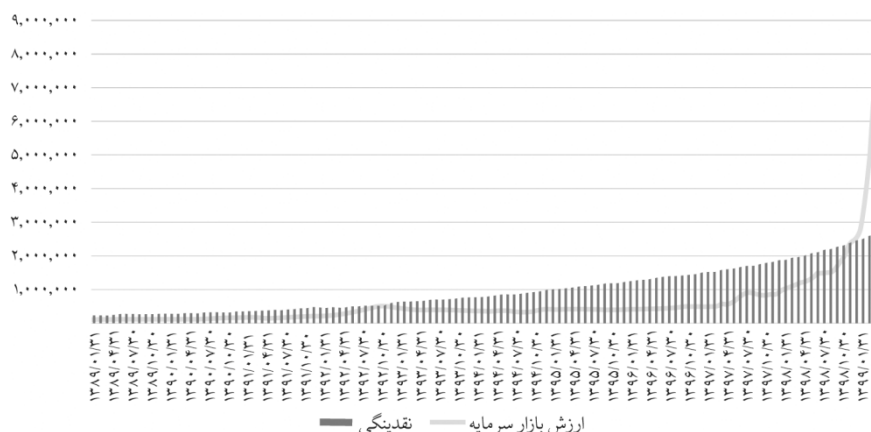
نمودار ۱۳. روند تغییر ارزش بازار سرمایه به GDP از ابتدای سال ۱۳۹۰ نسبت به جهان



در مورد مقایسه ارزش بازار با GDP، دامنه بحث طولانی است. بازار سرمایه در ایران انعکاس کامل GDP نیست، چرا که بخش بزرگی از GDP ایران مربوط به بخش خدمات است که بسیاری از شرکت‌های آن در بورس غایب‌اند. شرکت‌های پذیرفته شده عمدتاً کالامحور هستند، و ارزش شرکت‌های بورسی نمای کاملی از GDP نیست، هرچند که نمودار به هر حال روند مقایسه‌ای را به ما نشان می‌دهد. نمودار ۱۳ روند نسبت ارزش بازار به GDP را نشان می‌دهد و می‌بینیم سال‌های سال این نسبت از متوسط دنیا پایین‌تر بوده، ولی در دو سال اخیر، قیمت کالاها زودتر از خدمات و دستمزد با رشد دلار انطباق یافته و نسبت ارزش بازار به GDP بسیار رشد کرده است.

معیار دیگری که هم توجه ما را به اندازه بازار جلب می‌کند و هم یکی از متغیرهایی است که در

نمودار ۱۴. روند ارزش بازار و نقدینگی

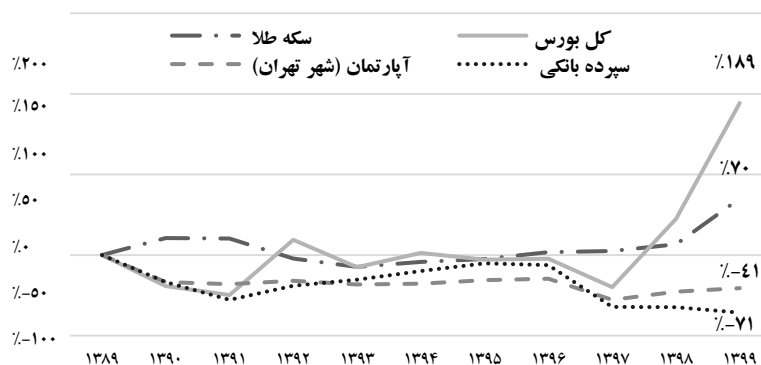


بحث ارزندگی قیمت‌ها از آن استفاده می‌شود، نسبت ارزش بازار به نقدینگی است. نمودار ۱۴ نشان می‌دهد که این نسبت که تقریباً تا سه برابر افزایش یافته بود، حالا مقداری اصلاح شده است. البته چون نقدینگی رشد کرده، قیمت‌ها هم در بورس بالا رفته، ولی به نظر می‌رسد که در مقایسه با سال‌های گذشته، این نسبت خیلی بالا رفته است.

نسبت قیمت به عایدی

در نمودار ۱۵ هم مقایسه‌ای بین بازده دلاری دارایی‌ها در یک دهه اخیر را ملاحظه می‌کنید. بورس به نسبت قابل توجهی از بقیه دارایی‌ها بازده بهتری داشته است. بعضی دارایی‌ها به دلار بازدهی ندارند، مثل سپرده بانکی که بدترین بوده؛ حتی مسکن هم از جایی به دلار پاسخ نداده، ولی بورس توانسته علاوه بر این که بازده ریالی مناسبی بدهد، بازده دلاری مناسبی هم نصیب سهامداران کند. این بازده از چند موضوع ناشی می‌شود: اول این که خود شرکت‌ها از اهرم^۱ استفاده کرده‌اند. دوم ریسک بالاتر در بورس است. موضوع سوم رشد بیش از حد قیمت‌ها می‌تواند باشد. به هر حال این نسبت خیلی بالا بوده، ولی در مجموع می‌شود انتظار داشت که بورس در بلندمدت بازده دلاری نصیب سهامداران کند. البته این موضوع شدت و ضعف دارد.

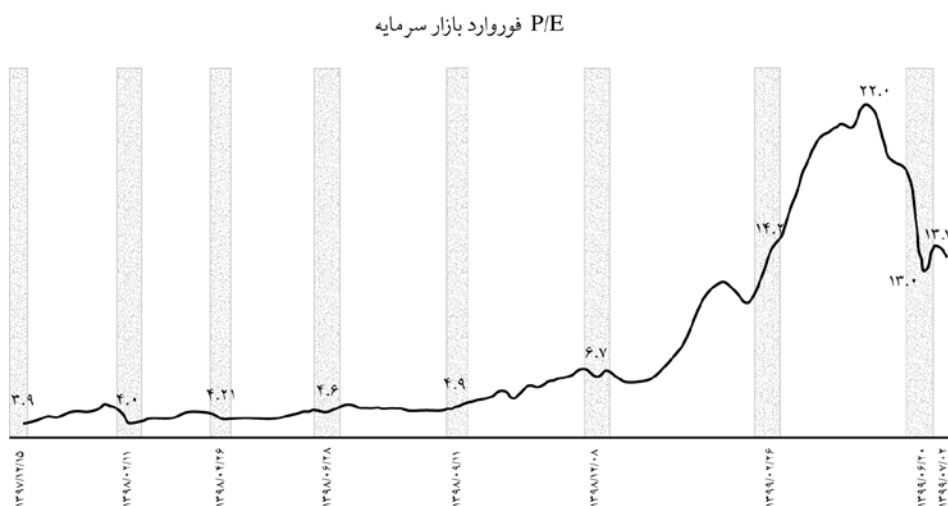
نمودار ۱۵. مقایسه بازده دلاری دارایی‌ها در یک دهه



در سال‌های مختلف به دلیل عوامل مختلف این وضعیت رده‌بندی ممکن است جابه‌جا شود. ولی یکی دو سال اخیر جزو دوره‌هایی بوده که طی آن بازده دلاری بورس به شدت بالا بوده است. فعالان و محققان طبعاً باید علت این موضوع را بررسی کنند.

1. leverage

نمودار ۱۶. روند P/E آینده‌نگر بازار از سال ۱۳۹۸



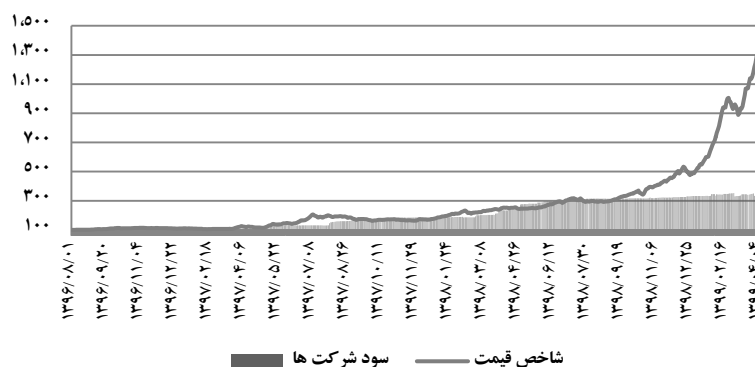
نمودار ۱۷. روند P/E گذشته‌نگر بازار از سال ۹۰



دو سه سال است که در بورس تهران نسبت قیمت به عایدی آینده‌نگر^۱ منتشر نمی‌شود. بنابراین اگر بخواهیم از روند سود اطلاع داشته باشیم، مجبوریم از نسبت P/E یا TTM یا ارقام چهار فصل گذشته‌نگر استفاده کنیم^۲. با توجه به شرایط تورمی و رشد ارز شاید استفاده از نسبت‌های گذشته‌نگر گویا نباشد. این نسبت معمولاً در دوره‌های مختلف ارزش کمیته ۵ داشته و در سال ۹۲ بیشینه آن نسبت ۹ برابر بوده است. ولی، امسال با توجه به ورود فعالان بسیار به بازار سرمایه، و با افزایش نرخ ارز و تورم، این نسبت تا عدد ۳۷ برابر نیز افزایش یافت؛ البته با اصلاحات اخیر بازار و با گزارشدهی سود بالاتر شرکت‌ها، متوسط این نسبت‌ها تا محدوده ۲۵ برابر اصلاح شده است.

نمودار ۱۸ رابطه سود شرکت‌ها را با حرکت شاخص نشان می‌دهد. تا جایی رشد شاخص بورس با افزایش سود شرکت‌ها تناسب دارد، ولی از جایی به بعد، این فاصله بیشتر شده است؛ یعنی رشد قیمت‌های سهام از سودآوری فراتر رفته است. البته برخی تحلیل‌ها ممکن است بگویند چون نسبت‌ها گذشته‌نگر محاسبه شده است، و سودها در آینده رشد خواهند کرد، قیمت‌ها در آینده توجیه خواهند شد. البته این که آیا افزایش قیمت‌های یک سال اخیر با رشد‌های سود آینده توجیه خواهد شد یا نه، به زمان و بررسی بیشتر نیاز دارد.

نمودار ۱۸. مقایسه سود شرکت‌ها و شاخص قیمت (بر مبنای ۱۰۰)



1. P/E forward

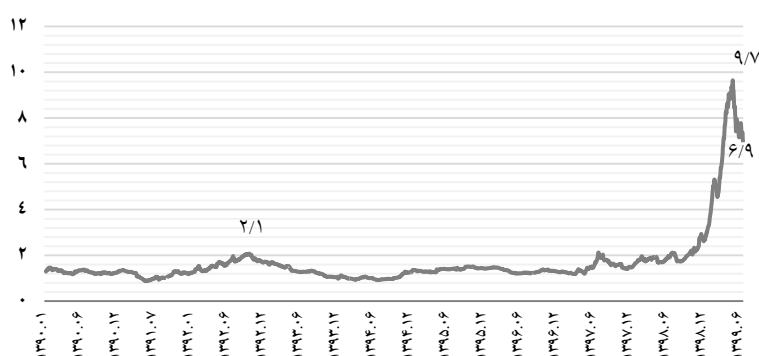
2. Trailing Twelve Months or TTM

شرکت‌های بورسی ملزم هستند در هر دوره سه‌ماهه صورت‌های مالی خود را گزارش کنند. بنابراین، می‌توان بر اساس EPS دوازده ماه گذشته هر شرکت (۴ دوره سه ماهه) EPS سال را برآورد کرد.

ارزش بازار به فروش

نسبت دیگری که در بازار سرمایه قابل بررسی است، نسبت ارزش بازار به فروش است. محدوده کمینه این نسبت تقریباً برابر یک بوده و قبل از رشد اخیر، نسبت بیشینه آن در محدوده بالای دو برابر بوده است. ولی با رشد اخیر قیمت‌ها، این نسبت، همان طور که در نمودار ۱۹ می‌بینید، تا نزدیک عدد ۱۰ بالا رفت، و با اصلاحات اخیر شاخص به رقم هفت کاهش یافت. مشخص است که با افزایش نرخ تورم و نرخ ارز انتظار آن است که فروش شرکت‌ها رشد کند. این نسبت شاید در فصل جدید که گزارش‌هایی با قیمت‌های جدیدتر ارز به بازار می‌رسد، مقداری اصلاح شود؛ با این همه، به نظر می‌رسد حتی با چنین اصلاحی هم باز نسبت از رقم بیشینه قبلی بالاتر باشد. باید دید آیا این روند اصلاحی تداوم خواهد یافت، و این نسبت به میانگین‌های تاریخی‌اش برمی‌گردد یا نه.

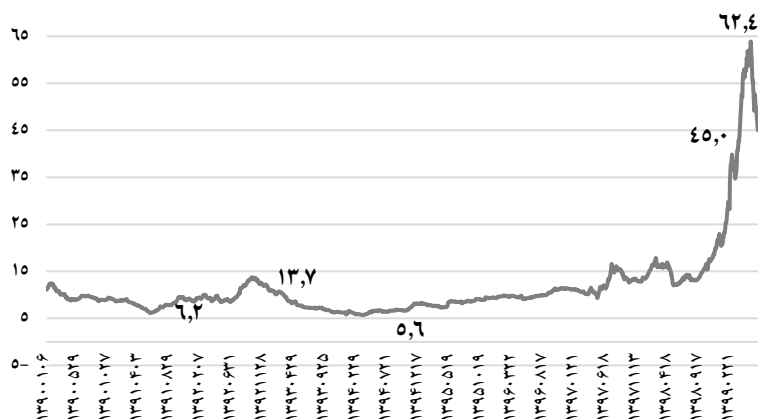
نمودار ۱۹. روند P/S بازار در دهه ۹۰



سود تقسیمی

نسبت دیگر نسبت P/D است که به نوعی، هرچند نه به طور کامل، با نسبت P/R در بخش مسکن قابل مقایسه است. این نسبت همان طور که در نمودار ۲۰ ملاحظه می‌کنید، معمولاً در بورس زیر ۱۵ بوده (بین پنج تا ۱۵)، ولی در دوره اخیر تا عدد ۶۰ برابر رشد کرد، و بعد تا ۴۵ برابر اصلاح شد.

نمودار ۲۰. روند P/D گذشته‌نگر بازار در دهه ۹۰



نمودار ۲۱ بازدهی سود تقسیمی^۱ را نشان می‌دهد. معمولاً بورس تهران نسبت سود تقسیمی بالایی دارد. بعد از برجام که شرکت‌های خارجی برای ورود به بازار سرمایه ایران اظهار علاقه می‌کردند، یکی از عوامل جذاب برای آنها بازدهی سود تقسیمی بالا بود. فکر کنم نسبت سود تقسیمی در بازار سرمایه ایران یکی از نسبت‌های خیلی بالا در دنیا باشد.

نمودار ۲۱. بازدهی سود تقسیمی بازار سرمایه از ابتدای سال ۱۳۹۰



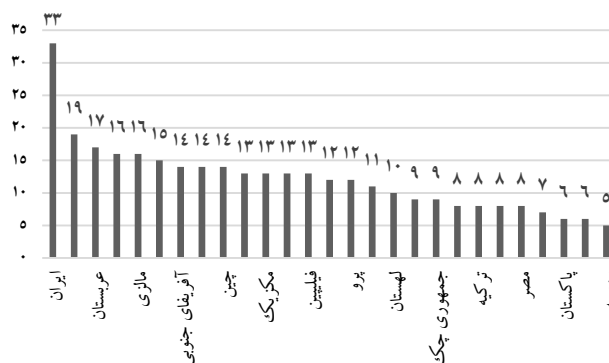
1. dividend yield

در سال ۹۳ بازدهی سود تقسیمی ۱۶ تا ۱۷ درصد بود، یعنی سهامداران غیر از کسب عایدی سرمایه‌ای^۱، ۱۶ تا ۱۷ درصد بازده نقدی از بورس کسب می‌کردند. با توجه به رشدهای اخیر بازار سرمایه و نیاز شرکت‌ها به پول برای توسعه، کمتر سود تقسیم کردند و این نسبت به ۲/۵ درصد تنزل یافت. چنین رقمی کمترین نسبت بازدهی تاریخی بورس تهران بوده است.

مقایسه بازارها

در نمودار ۲۲ مقایسه P/E ایران و کشورهای در حال توسعه و پیشرفته را مشاهده می‌کنید. در گذشته معمولاً ایران پایین‌ترین نسبت‌های P/E را داشته. این نسبت اکنون تقریباً تا دوبرابر میانگین‌ها بالا رفته است. در مورد این که چرا نسبت تا این حد افزایش یافته، باید گفت که جدای از ورود سرمایه‌گذاران جدید و اشتیاق حاصل از آن، چون انتظار می‌رود به واسطه تورم و رشد، سودها افزایش یابد، بازار قیمت‌ها را تعدیل کرده است. انتظار آن است که در گزارش‌های جدید شرکت‌ها، از محل افزایش نرخ ارز و تورم، سودها افزایش یافته و و این نسبت مقداری تعدیل شود. حال این که آیا این نسبت بعد از حتی افزایش سودها، در محدوده‌ای قرار بگیرد که برای سرمایه‌گذار جذاب و منطقی باشد، قابل تأمل است.

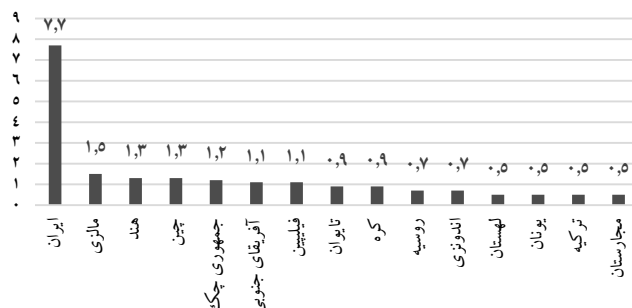
نمودار ۲۲. P/E بازار سهام ایران و کشورهای در حال توسعه و پیشرفته



همان‌طور که گفته شد، در بورس تهران دیگر نسبت قیمت به عایدی آینده‌نگر محاسبه نمی‌شود، ولی مجموعه کیان با همکاری مجموعه مفید و ۵۰-۶۰ گروه تحلیلی، این نسبت را با دلار حدود ۲۴۰۰۰-۲۵۰۰۰ تومان، نزدیک به عدد ۱۵ و کمتر برآورد کرده است. این برآورد نشان می‌دهد که این نسبت از محل سود هم قابل تعدیل است، فارغ از این که قیمت‌های سهام کاهش یابد یا نه.

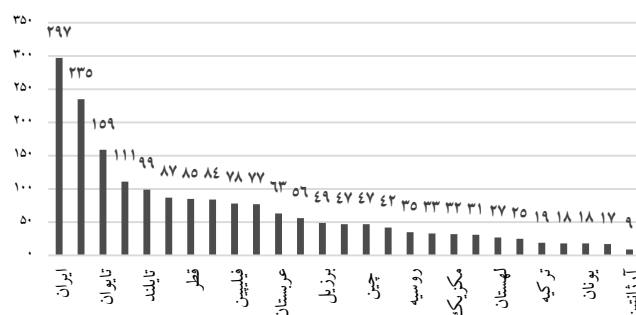
1. capital gain

نمودار ۲۳. P/S بازار سهام ایران و کشورهای در حال توسعه و پیشرفته



در اسلاید مقایسه‌ای P/E دیدیم که این نسبت تقریباً ۱/۵ تا دو برابر میانگین دنیا بود، اما در مورد نسبت قیمت به فروش^۱ یا P/S که در نمودار ۲۳ ملاحظه می‌کنید، فاصله ایران با دنیا جدی‌تر است. یک دلیل ممکن است این باشد که چون هزینه شرکت‌ها از جمله هزینه‌های دستمزد، استهلاک، و قیمت‌های انرژی به‌طور کامل با تورم انطباق نیافته، و حاشیه سودها از میانگین تاریخی خود بسیار بالاتر رفته، نسبت P/S در سطح خیلی بالایی قرار گرفته است. این سودها باعث شده که P/S بورس نسبت به P/E رشد بالاتری داشته باشد.

نمودار ۲۴. نسبت ارزش بازار به GDP ایران و کشورهای در حال توسعه و پیشرفته



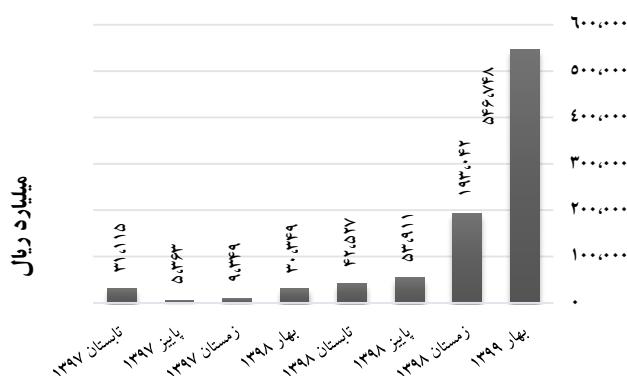
1. price to sales نسبت ارزش کل سهام به کل فروش شرکت‌های بورسی

عدد ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی که در اسلاید قبلی توضیح دادم، معمولاً در ایران زیر عدد یک و حدود ۵۰ درصد بوده است. در رشدهای اخیر این عدد سه برابر شده است، و از کشورهای دیگر پیشی گرفته است (نمودار ۲۴). در توضیح این موضوع باید در نظر بگیریم که GDP ما شامل بخش خدمات هم هست که قیمت‌های آن متناسب با دلار تعدیل نشده است. بورس ما عمدتاً کالامحور است و با دلار تعدیل شده است. اگر هزینه‌های دستمزد و سربار بخش خدمات در GDP تعدیل شود، این نسبت اصلاح می‌شود.

خرید حقیقی‌ها در بازار و سهم آنان از کل دارایی‌ها

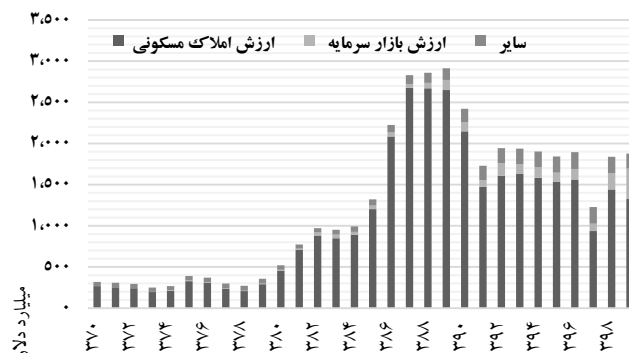
در نمودار ۲۵ خالص خرید سرمایه‌گذاران حقیقی از حقوقی در بورس را مشاهده می‌کنید. در سال‌ها گذشته معمولاً ورودی زیادی از بخش حقیقی به حقوقی در بورس نداشتیم. این دلایل مختلف داشت: تعداد شرکت‌ها کم بود، تنوع کم بود، اندازه بازار کوچک بود، ابزارهای بازار کاملاً شناخته شده نبود، ... ولی از سال قبل به دلایل متعدد و البته اظهارات حمایتی دولتی‌ها هم بی‌تأثیر نبود، بحث‌هایی در جامعه شکل گرفت که به ورود افراد حقیقی زیادی به بورس انجامید.

نمودار ۲۵. خالص خرید سرمایه‌گذاران حقیقی از حقوقی



در سال گذشته، شاید نزدیک به ۲۰-۲۵ هزار میلیارد تومان پول ورودی داشتیم، در حالی که در سال ۱۳۹۷ این رقم بسیار کم بود. اما در بهار امسال، ۵۴ هزار میلیارد تومان و تا اواسط مرداد ۱۰۸ هزار میلیارد تومان پول جدید به بازار وارد شد. البته با اصلاح اخیر مقداری از پول‌ها از بورس خارج شدند. فکر کنم حدود ۳۰ هزار میلیارد از این ۱۰۸ هزار میلیارد از بورس خارج شد؛ با این همه، هم‌چنان از ابتدای سال تا امروز افراد حقیقی حدود ۸۰-۷۵ هزار میلیارد تومان خالص به بورس ورود کردند.

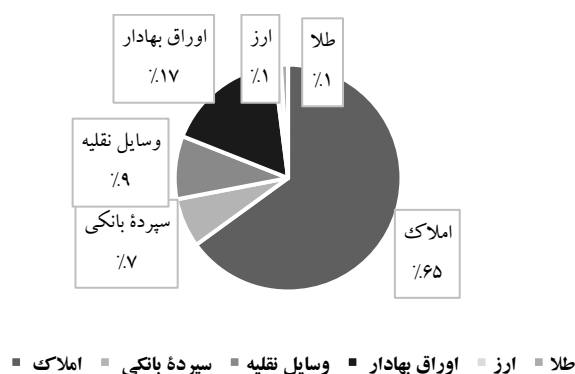
نمودار ۲۶. ارزش دلاری دارایی‌ها و سهم بازار سرمایه



در نمودار ۲۶ ارزش دلاری دارایی‌ها آمده است. مشاهده می‌کنید که سهم دلاری بازار سرمایه از دارایی‌ها در سال‌های گذشته خیلی پایین بوده، ولی در سال‌های اخیر با بزرگ‌شدن بازار و رشد آن، این نسبت بالا رفته است.

با تفکیک مالکیت دارایی‌ها، می‌بینیم که سهم خانوارها از دارایی‌ها در ایران عمدتاً املاک محور است. نمودار ۲۷ نشان می‌دهد که ۶۵ درصد دارایی‌های آنان املاک و مستغلات است. قبلاً دارایی‌های بورسی نسبت بسیار پایینی را تشکیل می‌داد. من اعداد محاسبه‌گرفته را ندارم، اما حدس می‌زنم رقم زیر ۵ درصد بوده و امروزه به ۱۷ درصد رسیده است؛ عددی که نسبت به قبل سهم بسیار بالاتری دارد. سپرده بانکی هفت درصد و وسایل نقلیه ۹ درصد، و ارز و طلا هر کدام یک درصد از دارایی‌های کل افراد را تشکیل می‌دهد.

نمودار ۲۷. سهم سرانه خانوارها از ثروت به تفکیک دارایی‌ها



سهام عدالت

یکی از تحولات مهمی که در دهه ۹۰ رخ داد، ورود سهام عدالت به بورس بود. در سال ۱۳۸۵ دولت تصمیم گرفت با هدف اعمال سیاست‌های عدالت‌محورانه، تمام سهام خود در ۶۰ شرکت بورسی و غیربورسی را به ۴۹ میلیون ایرانی تخصیص دهد. این سهام تا سال قبل قابلیت معامله نداشت، ولی در سال جاری دو مسیر به سرمایه‌گذاران پیشنهاد شد: سهام عدالت مستقیم به خود آنان تخصیص داده شود یا غیرمستقیم از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهامدار باشند. ۲۰ میلیون نفر روش مستقیم و ۲۹ میلیون نفر روش غیرمستقیم را انتخاب کردند.

آنانی که روش مستقیم را انتخاب کردند، در دو مرحله (۳۰ درصد در خرداد ماه و ۳۰ درصد در مرداد ماه) مجوز فروش داشتند. سرمایه‌گذاران استانی در قالب ۳۰ شرکت فعال هستند؛ کمتر از ده شرکت از آنها در بورس پذیرفته شده‌اند، و بقیه به مرور پذیرفته می‌شوند. ارزش برآوردی کل سهام عدالت ۸۰۰ هزار میلیارد تومان است که رقم نسبتاً بالایی است و نزدیک به ۱۰ تا ۱۵ درصد ارزش بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد. طبعاً برای واگذاری این حجم از سهام موضوع باید به نوعی مدیریت شود که در مواقع فروش فشار زیادی به بازار نیاید. از این سهامداران ۸۰۰ هزار میلیارد تومانی، کمتر از ۱۰ هزار میلیارد سهامشان را فروخته‌اند و منابع را صرف نیازهایشان کرده‌اند. روشن است اگر درصد و تعداد زیادی بخواهند سهامشان را بفروشند، ممکن است نقدینگی بازار دچار چالش شود. در این مورد باید تمهیداتی صورت گیرد که مشکل ایجاد نشود.

پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. در نقشی که به عنوان سبدگردان ناخواسته پیدا کردم، و خیلی‌ها از من می‌خواستند برایشان سهامی را که برای خودم می‌خرم یا می‌فروشم، برای آن‌ها هم بخرم یا بفروشم، من با این پدیده آشنا شدم که افرادی در موقعیتی قرار می‌گیرند که بتوانند کدهای متعددی را هدایت کنند. در این مسیر این امکان وجود دارد که در معاملات سرخطی ۸:۳۰ صبح، رانتی توزیع شود و کارگزاری یا حتی حقوقی‌های بازار بتوانند سر ساعت ۸:۳۰ معاملات خرید یا فروشی را انجام دهند که برای بقیه ممکن نیست. من این نیاز را می‌بینم که این دسترسی با قرعه‌کشی نوعی حالت تصادفی^۱ پیدا کند که امکان سوءاستفاده نباشد. سؤال دوم این که در شرایط کنونی که قیمت‌های برخی سهام به جایی رسیده که در محدودهٔ ارزندگی است، آیا دوطرفه کردن بازار سرمایه به نفع اهداف ملی نیست.

در مورد بحث سبدگردانی، چون مجموعه مفید فعال‌ترین سبدگردان است، می‌توانم پاسخ دهم. این مشکل وجود دارد که تعداد زیادی سبد داریم، اما تعداد سبدگردان‌ها محدود است. مثلاً ما در مجموعه خودمان ۸ سبدگردان داریم و نزدیک به ۱۰۰۰ سبد. هر سبدگردان بین ۱۰۰ تا ۲۰۰ سبد در اختیار دارد. بحث معاملاتی مورد اشاره شما در این جا وجود دارد که از بین صد یا دویست سرمایه‌گذار، سبدگردان

1. random

به چه کسانی اولویت دهد و برای چه کسانی خرید کند. البته این مشکل را سازمان باید با طراحی ابزار مناسب حل کند. یک راه، دسترسی آنلاین بیشتر دادن به سرمایه‌گذاران است.

در سبدگردان خودمان توانستیم با طراحی ابزار داخلی تا حدی مشکل را حل کنیم. ما در نرم‌افزار داخلی از طریق الگوریتم‌های معاملاتی طراحی‌شده کارهایی را کرده‌ایم. ما در مجموعه مفید نرم‌افزاری داخلی طراحی کردیم برای این که مشخص کنیم هر سبدي چه تعداد باید بخرد و از طریق الگوریتم معاملات خود را انجام دهد. البته معاملات واقعاً راحت نیست؛ فرض کنید برای ۱۰۰ سبد می‌خواهید سهمی را به تعداد مشخص بخرید؛ این جا بحث معاملاتی داریم که کدام سبد را اول بخریم و اگر قیمت بالا رفت، چه کنیم. حالا در الگوریتم معاملاتی تعریف می‌کنند که معاملات چطور انجام شود تا منفعی از هیچ کدام از سبدها ضایع نشود و در عین حال بشود معاملات را انجام داد.

در مورد سرخطی‌ها، باید گفت که کلاً پدیده صف فروش یا خرید شبهه و حرف و حدیث زیادی دارد؛ بهترین روش آن است کاری کنیم که اصلاً صف خرید یا فروش نداشته باشیم. در تجربه من، دسترسی به صورت تصادفی و یکسان است؛ این که چرا یک حقوقی در خرید یا فروش بهتر عمل می‌کند، به این برمی‌گردد که آنها از چند استیشن عمل می‌کنند. مثلاً اگر بخواهیم برای صندوق‌های خود خرید یا فروش کنیم، و این را به جای یک استیشن، از طریق ۱۰ استیشن انجام دهیم، این باعث می‌شود شانس ما ۱۰ برابر شود. ولی از دید کسی که بیرون نشسته، و می‌بیند یک حقوقی دارد می‌فروشد، این رانت تلقی می‌شود، در حالی که صرفاً معاملات از طریق ۱۰ استیشن انجام شده است.

۲. در مورد بورس دارایی‌های فکری توضیح دهید؟

کلاً بیش از دو یا سه مورد دارایی‌های فکری در بورس معامله نشده است. مسئله این بوده که کسانی که اختراع و دانشی دارند، ولی منابع مالی لازم برای بهره‌برداری از آن ایده را ندارند، برون در بورس آن را عرضه کنند. واقعیت آن است که بازار فکری خیلی عمق پیدا نکرد و معاملات زیادی نشد، و بیشتر معاملاتی انجام شد که انجام‌دهندگان آن فقط می‌خواستند شفاف‌سازی کنند؛ یعنی خریدار نهادی دولتی و نیمه‌دولتی بوده، و می‌خواست مشکل ارزش‌گذاری نیابد؛ و از این رو آمده و از سازوکار بورس استفاده کرده است.

دلیل دیگر عدم موفقیت می‌تواند این باشد که این بازار و این پلتفرم پیش از موعد تشکیل شد. باید صبر می‌کردیم تا استارت‌آپ‌های ایران قوی‌تر می‌شدند و حجم فعالیت‌شان گسترده‌تر می‌شد. بورس ایده مفهوم خیلی دشواری است؛ مقررات بسیار پیچیده می‌خواهد؛ در دنیا هم خیلی رواج ندارد. حتی در همه کشورهای خیلی پیشرفته هم چنین بازار مشکلی وجود ندارد. شاید همکاران فرابورس در این حوزه اولویت‌ها را در نظر نگرفتند، و توجه نکردند که ما هنوز کشوری نیستیم که بتوانیم مقررات

کافی داشته باشیم و وقتی ایده‌ای مطرح می‌شود، بتوانیم حقوق معنوی را حفظ کنیم. بنابراین، خیلی هم جای شگفتی نیست که بورس ایده نتوانسته در عالم واقع پا بگیرد.

۳. در مورد دوطرفه‌کردن بازار، یعنی سرمایه‌گذاری بر علیه بازار، نکته‌ای نفرمودید. در مورد فروش عاریتی^۱ در ایران یا امکان فروش سهامی که ندارید، مطالعاتی در زمان مدیریت آقای شاپور محمدی انجام شد، ولی این مطالعات عملیاتی نشد. بازار دوطرفه را می‌توانیم در شکل محدودی از طریق اختیار معامله‌ها دنبال کنیم؛ وقتی فعال بازار فکر می‌کند قیمت‌ها تند است، می‌تواند اختیار فروش واگذار کند و از پایین آمدن قیمت سهم‌ها جلوگیری کند.

این ابزار در دنیا خیلی مرسوم است، و در ایران برای حل بحث‌های فقهی آن تلاش شده، اما هنوز عملیاتی نشده است. با اختیار معامله می‌شود بازار دوطرفه را به صورت دست‌وپا شکسته بازآفرینی کرد. البته در عمل اجرای این کار هر چند امکان‌پذیر است، اما بسیار دشوار است: باید با سهامدار عمده توافقاتی بکنیم، باید ببینیم چطور سهام را در اختیار می‌گیریم، چطور می‌فروشیم... اینها کارهای پیچیده‌ای است. فروش عاریتی این امکان را فراهم می‌کند که اگر کسانی فکر می‌کنند قیمت‌ها خیلی رشد کرده، آنها باید بتوانند سهام عرضه کنند و بازار متعادل شود. به نظر من این ابزار به این زودی در ایران ظرفیت اجرایی ندارد.

1. short sale

ساختار و روش‌های توسعه بازار سرمایه در ایران^۱

مهدی حیدری

وضعیت بازار در این روزها به شکلی است که راهی جز بررسی دقیق آن را نداریم؛ باید وضعیت فعلی را مرور کنیم و بعد در مورد این بحث کنیم که چه کار می‌توانیم انجام دهیم که بازار توسعه پیدا کند. در این مورد نکاتی را خدمت شما عرض می‌کنم. من اول با تصویر کلی بازار مالی ایران شروع می‌کنم و آن را با بازار توسعه‌یافته‌ای مثل امریکا مقایسه می‌کنم.

حتماً قبول دارید که به خاطر نوسان بسیار شدید قیمت‌ها در بازار سهام، این که جداول و اعداد در چه تاریخی تهیه شده، تأثیر عمده‌ای بر تحلیل می‌گذارد. لذا در این ارائه از آخرین داده‌ها که امروز در اختیار داریم، که حتی ممکن است به اواخر سال ۹۷ و ۹۸ برگردد، استفاده می‌کنم که بگویم کجای کار ایستاده‌ایم؛ به هر حال، اینها آخرین داده‌هایی است که در اختیار ماست و بهترین تخمین موجود است.

مقایسه بازارها

در انتهای سال ۹۸، در بانک‌های ایران چیزی حدود جمعاً ۲۴۰۰ یا ۲۵۰۰ هزار میلیارد تومان سپرده داشته‌ایم که الان شاید به حدود ۲۷۰۰ یا ۲۸۰۰ هزار میلیارد تومان رسیده باشد. اگر این رقم را به تولید ناخالص داخلی تقسیم کنیم، نسبت در انتهای سال ۹۸ حدود ۷۵ یا ۷۶ درصد می‌شود. اگر به نسبت سال قبل هم نگاه کنیم، سپرده‌ها در همین حدود بین ۸۰-۷۰ درصد تولید ناخالص داخلی یا GDP است. اتفاقاً وقتی این رقم را با جایی مثل امریکا مقایسه کنیم، می‌بینیم که در آنجا هم سپرده بانک‌های تجاری به همین قیاس چیزی در حد ۷۵ تا ۸۰ درصد GDP در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۸ است (به نمودار ۱ و ۲ مراجعه کنید).

پیش‌بینی و تخمین ارزش بازار مسکن کار بسیار سختی است. این ارزش همان طور که در نمودار یک ملاحظه می‌کنید، رقمی حدود ۱۲ تا ۱۵ هزار همت (هزار میلیارد تومان) تخمین زده می‌شود؛ رقمی حدود سه تا چهار برابر GDP کشور ما. این رقم در بسیاری از کشورها در همین حدود است. در امریکا این نسبت پایین‌تر است و حدود ۱۶۰ درصد GDP است، به خاطر جغرافیای امریکا و گستردگی و ارزان بودن زمین. ولی در مقایسه با ارقام کشورهای دیگر، این عدد نسبتاً معقول است (نمودار ۲).

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۸ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

نمودار ۱. ارزش بازارها

۱۳۹۸		۱۳۹۷			
مقدار	درصد از GDP	مقدار	درصد از GDP		
۱۵,۰۹۰	۶۲٪	۱۷,۴۰۹	۵۳٪	تسهیلات	بانک‌ها
۲۰,۶۷۳	۸۵٪	۲۴,۷۱۶	۷۶٪	سپرده‌ها	
۱۸,۵۸۳	۷۶٪	۲۲,۱۶۳	۶۸٪	سپرده‌ها بعد از کسر ذخیره قانونی	
۱۸ (۶۸)	۰	۷۹ (۶۶)	۰	در سهام	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (ارزش (تعداد))
۵ (۲۰)	۰	۱۴ (۲۰)	۰	مختلط	
۱,۴۸۵ (۷۵)	۶٪	۱,۷۶۵ (۷۹)	۵٪	در اوراق بهادار یا در آمد ثابت	
۱,۵۰۸ (۱۶۳)	۶٪	۱,۸۵۹ (۱۶۵)	۶٪	کل صندوق‌ها	مسکن
۱۳۰,۳۹۶	–	۸۴,۹۰۱	–	تعداد مبیعات	
۸۸۸	۴٪	۹۶۰	۳٪	ارزش مبیعات	
–	–	۱۲۱,۹۰۰	۳۷۵٪	ارزش کل بازار مسکن	بیمه‌های ثبت شده در بورس
۴۸۰	۲٪	۶۱۲	۲٪	دارایی‌ها	
۵۱۰	–	۷۱۳ (۹ ماهه اول سال)	–	تعداد سهام معامله شده (میلیارد)	
۱,۴۰۷	۶٪	۲,۴۹۹	۷٪	ارزش معاملات سهام	بورس اوراق بهادار
۹,۴۳۷	۳۹٪	۲۵,۷۳۱	۷۹٪	ارزش بازار	

نمودار ۲. تصویر بازار مالی امریکا

ارقام به میلیارد دلار

۲۰۱۸		۲۰۱۳		شرح	
ارزش	درصد از GDP	ارزش	درصد از GDP		
۱۲,۶۷۰	۷۵/۵	۱۷,۰۲۵	۸۲/۹	بانک‌های تجاری	نهاده‌های سپرده‌پذیر
۴,۲۷۷	۲۵/۵	۳,۸۴۱	۱۸/۷	مؤسسات پس‌انداز و وام مسکن	
۱,۰۰۵	۵/۹	۱,۴۱۹	۶/۹	تعاونی‌های اعتباری	نهاده‌های پس‌اندازی قراردادی
۶,۰۳۵	۳۶/۰	۷,۵۶۶	۳۶/۸	شرکت‌های بیمه زندگی	
۱,۵۲۷	۹/۱	۲,۴۱۱	۱۱/۷	بیمه‌های اموال و مسئولیت	
۷,۹۶۶	۴۷/۵	۷,۵۶۶	۳۶/۸	صندوق‌های بازنشستگی	
۴,۸۴۶	۲۸/۸	۹,۰۱۵	۴۳/۹	دولت‌های ایالتی و محلی	
۱,۴۷۴	۸/۷	۱,۴۹۲	۷/۲	شرکت‌های تأمین منابع مالی	واسطه‌های سرمایه‌گذاری
۱۱,۵۲۷	۶۸/۶	۱۴,۶۷۰	۷۱/۴	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	
۲,۶۷۸	۱۵/۹	۳,۰۳۸	۱۵/۰	صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار پول	
۲۴,۰۴۱	۱۴۳/۲	۳۰,۱۰۲	۱۴۶/۶	ارزش کل بازار سهام	بازار سهام
۲۷,۰۰۰	۱۶۰/۹	۳۲,۶۰۸	۱۵۸/۸	ارزش کل بازار	بازار مسکن

وقتی به ارزش سهام در بازار سرمایه نگاه کنیم، ما به شدت با متغیری نوسانی مواجه هستیم که در انتهای سال ۹۷ حدود ۴۰ درصد GDP است و در انتهای سال ۹۸ به حدود ۸۰ درصد رسیده و امروز در آغاز مهر ۹۹ تقریباً ۲/۵ تا ۳ برابر شده و به ۲۵۰ درصد GDP رسیده است. یعنی امروز نسبت ارزش بازار به GDP بسیار بالا رفته، و حتی چند هفته پیش، این نسبت عدد خیلی بالاتری بوده که تا حدی تعدیل شده است.

اگر در نمودار ۲ به این نسبت در اقتصاد امریکا نگاه کنید، عددی بین ۱۳۰–۱۴۰ درصد با نوسان کمتر می‌بینیم؛ نگاهی به سری زمانی این نسبت که دوره زمانی طولانی‌تری را شامل می‌شود، کم‌وبیش

همین رقم را نشان می‌دهد. اما تفاوت عمده دو کشور به ارقام صندوق‌ها برمی‌گردد: در امریکا معاملات غیرمستقیم سهام از طریق صندوق‌ها بسیار گسترده است و ارزش بازار صندوق‌های سهام برابر ۷۰ درصد GDP است. این عدد در ایران بسیار نازل است و ارزش اوراق بهادار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حدود ۵-۶ درصد GDP است. اگر ارزش اوراق با درآمد ثابت را از ارزش صندوق‌ها کسر کنیم، این نسبت در سال ۹۸ زیر یک درصد بوده، و امروز نمی‌تواند بیش از ۲-۳ درصد باشد.

به طور خلاصه، تصویر بازار مالی ایران را می‌توان این گونه ارائه کرد که ارزش بانک‌ها نسبت به تولید ناخالص داخلی کم‌وبیش شبیه نسبت مشابه در بازاری توسعه‌یافته مثل امریکا است. در بخش مسکن، ارقام ایران با امریکا متفاوت است؛ و این مقایسه حاکی از آن است که کلاً مسکن در ایران گران است، یعنی ارزش آن زیاد برآورد شده است. ولی مقایسه این نسبت با نسبت مشابه در کشورهای غیر از امریکا بیانگر نسبت‌هایی کم‌وبیش مشابه است.

در بازار سهام با متغیری بسیار نوسانی مواجه‌ایم که در این سال‌ها بسیار بالا و پایین شده است. در بازار سهام، ارزش صندوق‌هایمان که بیانگر سرمایه‌گذاری غیرمستقیم هستند، نسبت به دنیا بسیار بسیار کوچک است. آنچه تا این جا ارائه شد، آن تصویر کلی از ارزش بازارهای مالی است که می‌خواستم خدمت شما عرضه کنم.

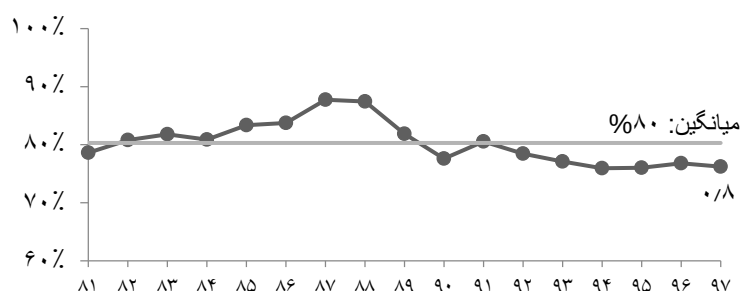
مشکل دوباره‌شماری در بازار سرمایه ایران

بر اساس داده‌های امروز، ارزش بورس حدود ۵۶۰۰ همت و ارزش فرابورس نیز ۱۳۷۰ همت است؛ یعنی کل ارزش بازار حدود ۷ هزار همت است. نخست به مشکل دوباره‌شماری پردازیم. نمونه دوباره‌شماری در بازار سرمایه ایران مثال شرکت مخابرات است: شرکت مخابرات را داریم و شرکت همراه اول را هم داریم. وقتی ارزش کل بازار را حساب می‌کنیم، یک بار ارزش شرکت همراه اول را حساب می‌کنیم و بار دیگر ارزش مخابرات را محاسبه می‌کنیم، در حالی که می‌دانیم قسمت عمده ارزش شرکت مخابرات که سهامدار اصلی همراه اول است، به ارزش همراه اول برمی‌گردد.

موارد بسیار متعددی از این شرکت‌ها را در بورس داریم. مثلاً شرکت شستا در محاسبه ارزش کل بازار لحاظ می‌شود. بعد ارزش تاپیکو، تپیکو و صبا تأمین همه را با ارزش شرکت مادر جمع می‌کنیم و بدین ترتیب مرکب دوباره یا چندباره‌شماری می‌شویم. مطالعه‌ای مشترکاً با آقای دکتر ابراهیم‌نژاد انجام داده‌ایم که امیدواریم به‌زودی منتشر بشود. در این مطالعه، دیگر دوباره‌شماری نداریم. یعنی مثلاً در محاسبه ارزش همراه اول، وقتی به محاسبه ارزش مخابرات رسیدیم، ارزش همراه اول را کم کردیم، و باقی‌مانده ارزش مخابرات را به کل ارزش بازار اضافه کردیم. بدین ترتیب، اثر چندبار‌شماری را خنثی کردیم. این محاسبه با داده‌های امسال نشان داد که حدود ۲۵ یا ۳۰ درصد ارزش دوباره‌شماری است. یعنی، اگر امروز فرضاً کسی همه شرکت‌های بازار سهام ایران را می‌خرید،

تقریباً باید ۷ هزار همت ضرب در $0/7$ یعنی $4/9$ هزار همت پول می‌داد. یعنی ارزش کل بازار سهام برابر این رقم است. وقتی برای مقایسه داریم نسبت بازار به GDP را حساب می‌کنیم، باید دوباره شماری 30% را کم کنیم. نمودار ۳ محاسبات دوباره شماری ما از بازار سرمایه ایران را برای سال‌های مختلف نشان می‌دهد.

نمودار ۳. محاسبات دوباره شماری از بازار سرمایه ایران برای سال‌های مختلف



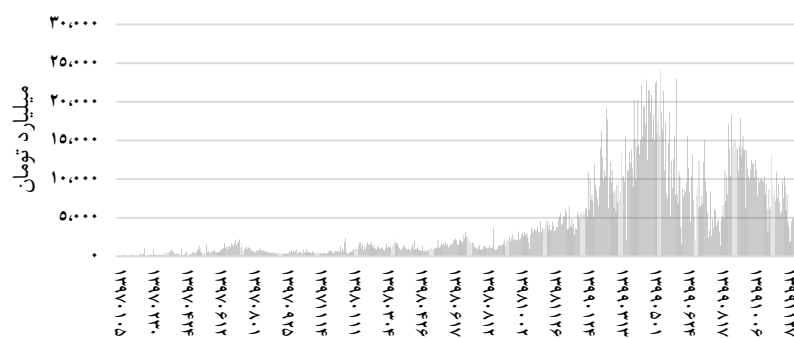
روندهای اخیر در بازار سرمایه ایران

ارزش بازار

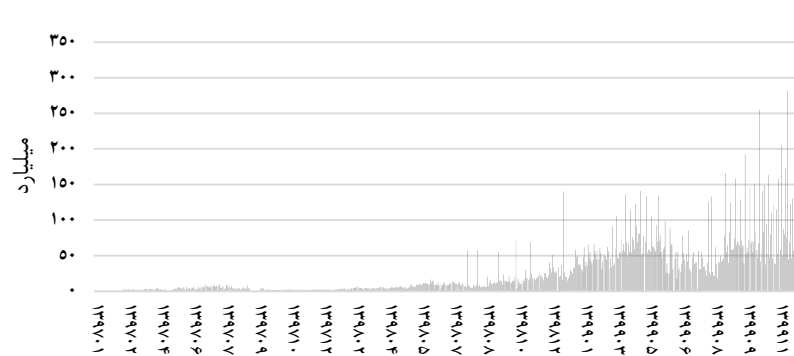
گراف‌های زیر را سریع با یکدیگر مرور کنیم تا حسی از بازار ایران در سال‌های اخیر پیدا کنیم. بازار ما در سال ۱۳۹۸ با تغییر پارادایم جدی مواجه شده که آن را به بازار قبل و بعد از سال ۹۸ تقسیم کرده است. این را امروز نمی‌گوییم، بلکه از پارسال، زمانی که شاخص به ۳۰۰ هزار واحد رسید، گفتیم که بازار وارد مرحله جدیدی شده و دیگر آن بازار قبلی نیست. می‌بینیم که ارزش معاملات روزانه به شدت افزایش یافته است. در سال ۹۹ رقم ۲۰ هزار میلیارد تومان معاملات روزانه عادی تلقی می‌شود، هرچند اخیراً این عدد کم شده. نمودار ۴ تغییرات ارزش روزانه معاملات را نشان می‌دهد. اگر به نمودار ۵ برای حجم معاملات نگاه کنیم، درمی‌یابیم که حجم هم تغییر پیدا کرده، اما نه به اندازه ارزش. یعنی، به دلیل افزایش قیمت‌ها، اگر همان حجم قبلی هم معامله می‌شد، ارزش افزایش می‌یافت. به دلیل بالارفتن حجم، طبعاً تعداد معاملات هم افزایش پیدا کرده است (نمودار ۶). اگر به جای تغییرات روزانه، به آمار ماهانه نگاه کنیم، تغییر اعداد را بسیار واضح‌تر خواهیم دید (نمودارهای ۷ تا ۹). نمودار ۱۰ ارزش معاملات را سالیانه نشان می‌دهد.

بازار ۳۵۰ هزار میلیارد تومان در ماه معامله داشته که برای اقتصاد ما عدد بسیار بزرگی بوده است. تعداد و حجم معاملات هم همین رشد را نشان می‌دهد. داده‌هایی که در نمودارها مشاهده می‌کنید، ارقام تا دیروز را شامل می‌شود که دوستان دانشجو زحمت کشیده آنها را به روز کرده‌اند. در واقع، در شش ماهه اول امسال بیش از $2/5$ برابر پارسال معامله شده است. مشاهده می‌کنید که حدود ۱۴۰۰ هزار همت در شش ماه معامله شده است، و این چند برابر معاملات کل سال ۹۷ است.

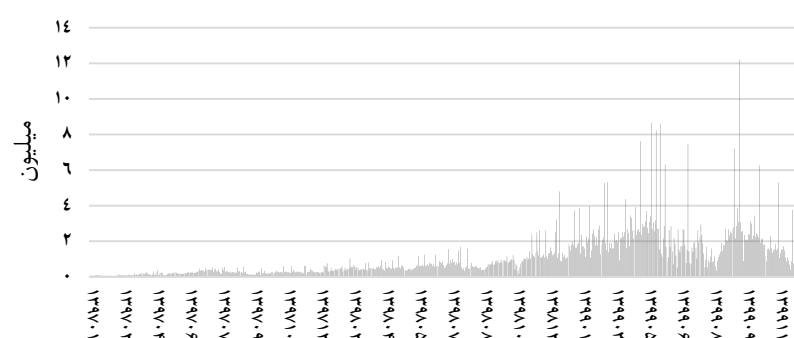
نمودار ۴. تغییرات ارزش روزانه معاملات



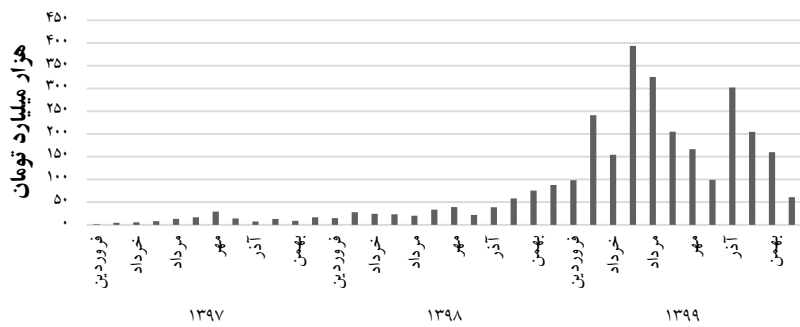
نمودار ۵. تغییرات حجم روزانه معاملات



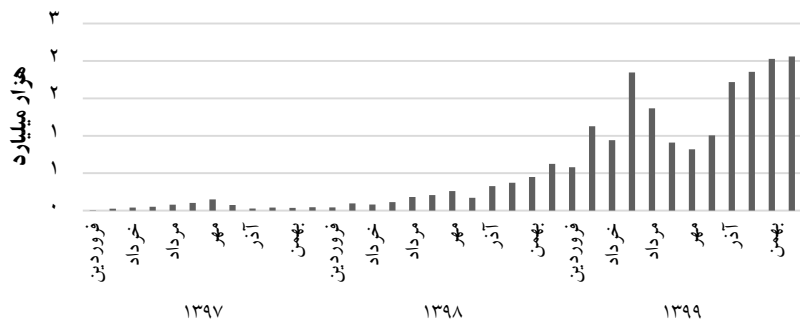
نمودار ۶. تغییرات تعداد روزانه معاملات



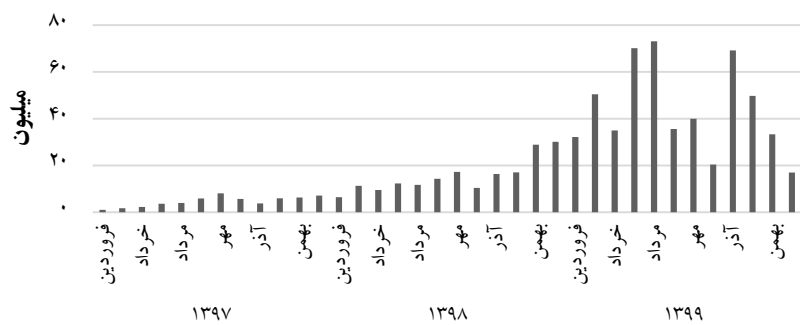
نمودار ۷. تغییرات ارزش ماهانه معاملات



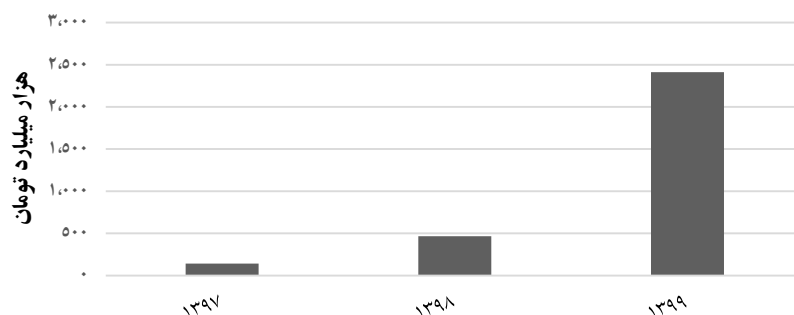
نمودار ۸. تغییرات حجم ماهانه معاملات



نمودار ۹. تغییرات تعداد ماهانه معاملات

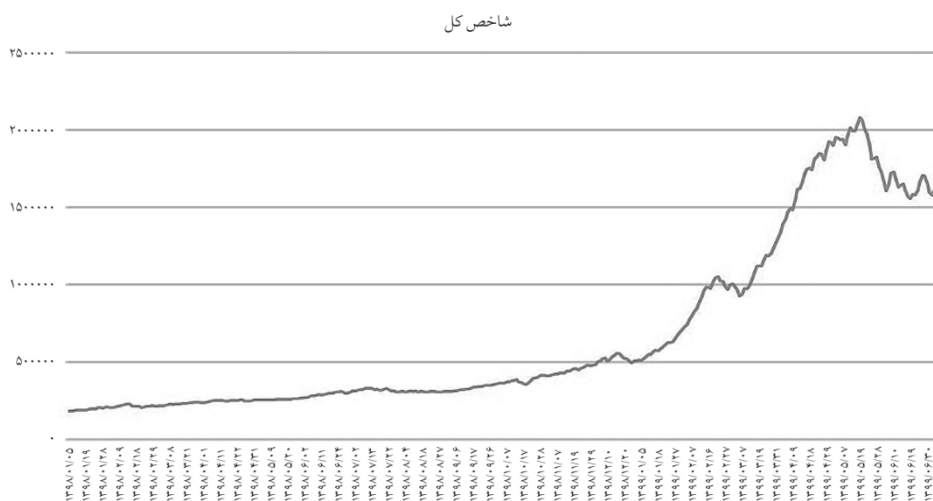


نمودار ۱۰. ارزش سالانه معاملات

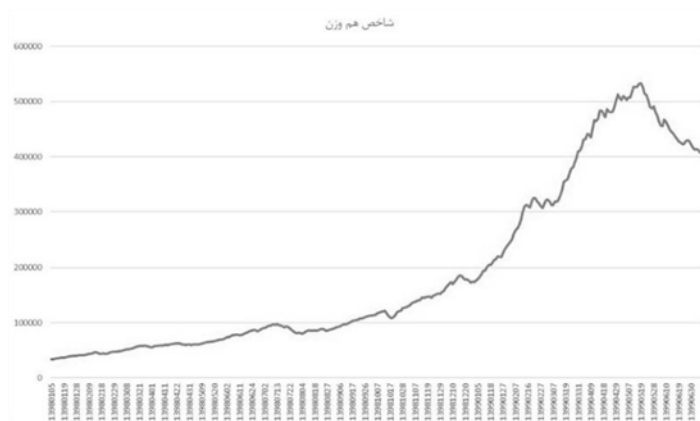


با روند شاخص کل که در نمودار ۱۱ آمده آشنا هستید و می‌دانید که تغییرات آن به چه شکلی ادامه پیدا کرد؛ شاخص هم‌وزن نمودار ۱۲ نیز همین‌طور. به شاخص دلاری ۱۳ و ۱۴ اگر نگاه کنید، یعنی شاخصی که در آن هر روز ارزش‌ها تقسیم بر قیمت روز دلار شده، با همین روند مواجه می‌شویم. یعنی اگر من می‌توانستم یک صندوق شاخصی داشته باشم که شاخص را دنبال کند، و اگر پولم را دلار کرده بودم و در آن صندوق گذاشته بودم، رقم دلار من چه تغییری می‌کرد؛ این مفهوم شاخص دلاری است.

نمودار ۱۱. روند شاخص کل



نمودار ۱۲. شاخص هم وزن



تأثیر عرضه‌های اولیه

بعضاً بحث از عرضه‌های اولیه و تأثیر آن بر شاخص می‌شود. دقت فرمایید که عرضه‌های اولیه بر شاخص تأثیر ندارد، چرا که تأثیر عرضه‌های اولیه از شاخص کم و شاخص برای عرضه‌های اولیه اصلاح می‌شود؛ لذا، در تحلیل مرتبه اول شاخص را تغییر نمی‌دهد. مثلاً در ماه اردیبهشت امسال که شستا وارد بورس شد، شاخص در روز ورود این سهم افزایش عظیمی نیافت، بلکه به دلیل ورود شستا شاخص تعدیل شد، و صورت و مخرج کسر اصلاح شد. البته، در تحلیل مرتبه دوم چون شرکت‌های عرضه اولیه چند درصدی رشد دارند، از آن منظر شاخص را متأثر می‌کنند. این اما بدان معنا نیست که به لحاظ فنی بتوان گفت هر شرکتی که وارد بورس می‌شود، شاخص را افزایش می‌دهد.

آنچه واضح است این که شاخص بورس تا سال ۹۷ از نظر دلاری تقریباً ثابت بود، و وقتی دلار افزایش یافت، این شاخص پایین آمد و بعد جبران کرد؛ اما یک‌باره وارد فاز رشد بسیار شدید شد، و بعد هم کاهشی تجربه شد که به هر حال کارشناسان پیش‌بینی می‌کردند. داده‌های نمودارها به‌روز است و وضعیتی را نشان می‌دهد که در آن هستیم. نمودار دلاری نشان می‌دهد که بازده دلاری تقریباً به ماه دوم سال (اردیبهشت ماه) برگشته است.

تأثیر شرکت‌های بزرگ و کوچک بر شاخص

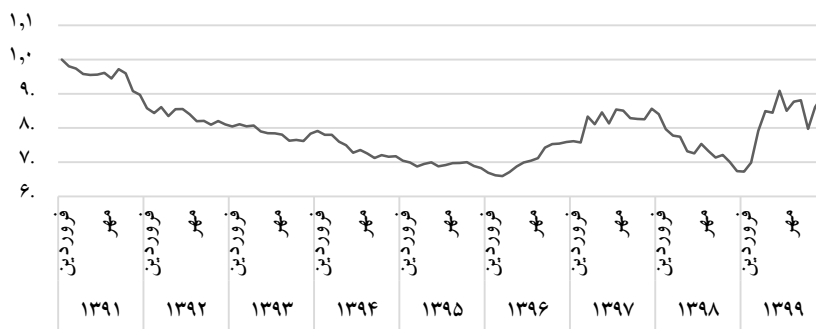
شاخص هم‌وزن هم رفتار مشابهی داشته؛ رشد بسیار بزرگی داشته و بعد هم افت زیاد. وقتی شاخص کل را بر شاخص هم‌وزن تقسیم می‌کنیم، معیاری به دست می‌آوریم که رفتار شرکت‌های بزرگ و کوچک را تحلیل کنیم و بگوییم چه شکلی دارد. شرکت‌های بزرگ شاخص کل را بیشتر متأثر می‌کنند و شرکت‌های کوچک عموماً بر شاخص‌های هم‌وزن تأثیر می‌گذارند و تقسیم این‌ها بر هم امکان می‌دهد تفاوت تأثیر شرکت‌های بزرگ و کوچک بر شاخص را دریابیم. نمودار ۱۵ نسبت شاخص هم‌وزن به شاخص کل دلاری را نشان می‌دهد.

در نمودارهای ۱۵ و ۱۶ نشان داده‌ام که در سال ۹۸، قیمت شرکت‌های کوچک به‌شدت رشد بیشتری از شرکت‌های بزرگ داشته‌اند. نمودار ۱۵ نشان می‌دهد که نسبت شاخص هم‌وزن به کل در سال ۹۸ کاهشی شد و در ابتدای امسال کاهش مقداری جبران شد و بعد هم به نوسان افتاد. دوباره اگر به نمودار ۱۶ که ارزش ۳۰ شرکت بزرگ به کل ارزش را نشان می‌دهد نگاه کنیم، می‌بینیم که در سال ۹۸ باز هم شدیداً این نسبت کاهشی شده و البته امسال بازده همه شرکت‌های بزرگ رشد کرده‌اند و تا قدری عقب‌ماندگی خود نسبت به شرکت‌های کوچک را جبران کرده‌اند.

نمودار ۱۵. نسبت شاخص هم‌وزن به شاخص کل دلاری



نمودار ۱۶. ارزش ۳۰ شرکت بزرگ به کل ارزش



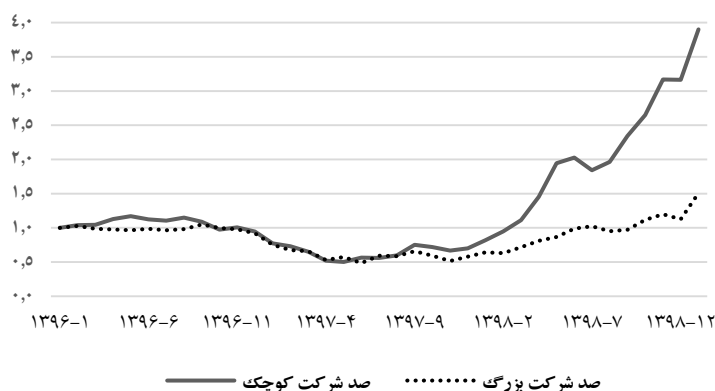
نمودارهای ۱۷ و ۱۸ حاصل یادداشتی است که بنده با آقای دکتر کرمانی در ابتدای سال نوشتیم و از این شاخص استفاده کردیم. در اینجا تغییرات قیمت ۱۰۰ شرکت بزرگ و ۱۰۰ شرکت کوچک، کلاً ۲۰۰ شرکت، را از ابتدای سال ۹۶ نشان می‌دهیم. این بار فقط ارزش بازار^۱ را با هم جمع کردیم و با دلار تعدیل کردیم؛ دقت کنید این جا دیگر با سود تقسیمی کاری نداشتیم، برخلاف شاخص کل که در آن سود تقسیمی در محاسبه می‌آید. ورود و خروج شرکت‌های جدید هم در این جا تأثیری بر تحلیل ندارد، چون در این بررسی فقط تغییرات قیمت ۱۰۰ شرکت معین را دنبال می‌کنیم؛ ۱۰۰ شرکتی که در ابتدای سال ۹۶ وجود داشته‌اند. گراف ۱۷ نکته جالبی را نشان می‌دهد که در گراف نرمال شده ۱۸ تکرار شده است: از ابتدای سال ۹۶ تا اواسط سال ۹۷، قیمت سهام بزرگ و کوچک با هم تغییر می‌کرده و این‌ها با هم بالا و پایین می‌رفتند، اما از آن تاریخ از هم جدا شدند. از نقطه‌ای که بازار شروع می‌کند به تغییر ماهیت و رشد، می‌بینید که رشد دلاری شرکت‌های کوچک، بدون

1. market cap

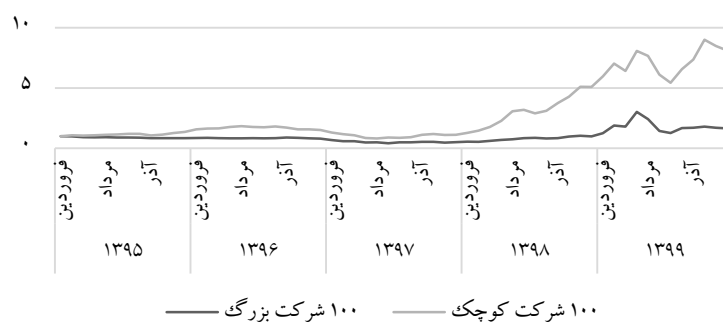
بازار سهام ۸۷

احتساب سود تقسیمی بسیار زیاد است، و تقریباً ۴ برابر می‌شود. شرکت‌های بزرگ رشدشان بسیار کمتر و معقول بود، و یک دلار آنها حدود ۱/۵ دلار می‌شود. مثلاً پارسال قیمت سهام شرکت‌های فولاد و مس رشد زیادی نکرد، و قیمت آنها با رشد کل بازار فاصله زیادی گرفت. یادداشتی با عنوان «کوچک زیبا نیست» نوشتیم که این مسئله را توضیح دهم. در نمودار ۱۸ که ارقام روزآمد شده، می‌بینیم که امسال قیمت بزرگ‌ها مقداری رشد کرده و رشد قیمت کوچک‌ها متوقف شده و در نتیجه فاصله کم شده و قیمت سهام هر دو نوع شرکت شروع به ریزش کرده است، هرچند می‌بینیم که همچنان رشد قیمت‌های دلاری با ارزشی که ابتدای سال ۹۶ داشته‌اند، فاصله دارد.

نمودار ۱۷. ارزش دلاری نسبت به ابتدای سال ۹۶

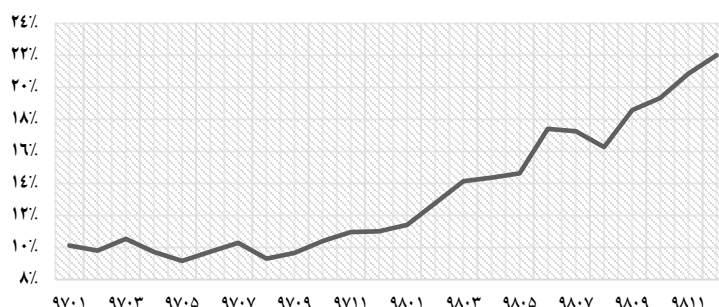


نمودار ۱۸. ارزش دلاری ۱۰۰ شرکت بزرگ و کوچک (نرمال شده به ۱)



نمودار ۱۹ حاصل بررسی دیگری است که همان نتایج قبلی را نشان می‌دهد. در این مطالعه از ابتدای سال ۹۷ آن قدر شرکت کوچک به سبد شرکت‌های تحت بررسی اضافه کرده‌ایم که ارزش آنها روی هم به ۱۰ درصد ارزش بازار برسد، و آن‌گاه ارزش این شرکت‌ها را تا انتهای سال ۹۸ دنبال کردیم. مشاهده کردیم که این ارزش ۱۰ درصدی ابتدای سال ۹۷ در پایان سال ۹۸ به بیش از ۲۲ درصد رسیده است. یعنی آن شرکت‌های کوچک، بزرگ و بزرگ‌تر شدند، رشد زیادی داشتند، و گویی که جای بقیه را تنگ کردند. درست است که شرکت‌های کوچک که ریسکی‌ترند، باید رشدشان بیشتر می‌شد، اما این همه رشد قیمت عادی به نظر نمی‌رسید و باید در بازار اتفاق‌هایی افتاده باشد.

نمودار ۱۹. تغییر وزن ۱۰ درصد شرکت‌های کوچک بازار

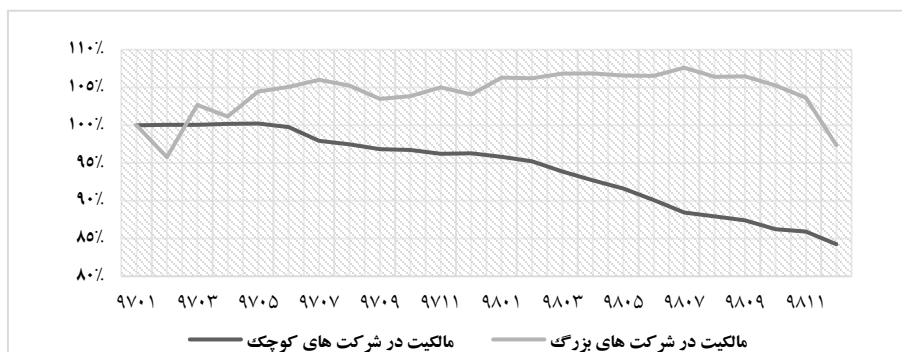


اثر ساختار مالکیت بر معاملات در بازار

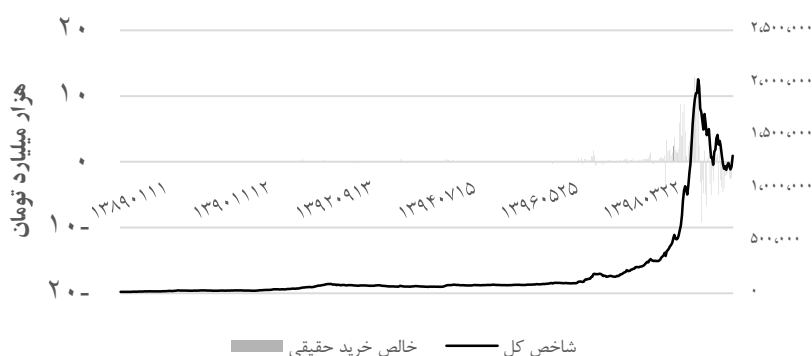
نکته جالب دیگر این مطالعه آن بود که وقتی به تغییر درصد مالکیت سهامداران عمده (بالای ۱ درصد سهام) نگاه کردیم و مالکان شرکت‌های کوچک و بزرگ را از هم جدا کردیم، دنبال این بودیم که سهامداران بالای یک درصد چقدر می‌فروشند و از شرکت خارج می‌شوند؛ یعنی چقدر جدول سهامداران بالای یک درصد کم‌وزیاد می‌شود؟ نمودار ۲۰ که درصد مالکیت سهامداران عمده را برای عدد ۱ نرمال کرده، نشان می‌دهد که میزان مالکیت سهامداران عمده در شرکت‌های کوچک کم شده و از رقم نرمال‌شده ۱ به ۰/۸۵ رسیده است؛ یعنی مالکیت سهامداران عمده در شرکت‌های کوچک ۱۵٪ کاهش یافته، در حالی که این رقم در شرکت‌های بزرگ تغییر چندانی نداشته است. البته در سال ۹۹ احتمالاً درصد هر دو گروه باید کوچک‌تر شده باشد. شما نیز شاید نمونه‌های چندی از شرکت‌هایی را می‌شناسید که در آنها سهامداران عمده ۵۰-۶۰ درصد سهام‌شان را در بازار به شکل خرد فروختند. این در ذات خود ممکن است اتفاق بدی نباشد، ولی به هر حال واقعیت قابل‌گزارشی است: سهامدار عمده

بیشتر سهام شرکت را می فروخته و اتفاقاً در شرکت کوچک این اتفاق بیشتر بوده است. راجع به این که دولت در بازار سرمایه چه کارها کرده و سهامش را فروخته، بسیار می شنویم؛ حرف ها بسیاری زده می شود که به نظرم خیلی هم دقیق نیست. مطالعه ما نشان می دهد که این اتفاق در بخش خصوصی بیشتر رخ داده است. راجع به تغییر مالکیت حقوقی و حقیقی هم حتماً زیاد شنیده اید. می دانیم که حقیقی ها داشتند به طور خالص می خریدند. نمودار ۲۱ نشان می دهد که حقیقی ها خریدار بودند، اما از حدود یک و نیم ماه قبل که شروع به فروش کردند، از همان زمان هم شاخص شروع به ریزش کرد.

نمودار ۲۰. تغییرات درصد سهامداران عمده در شرکت های بزرگ و کوچک



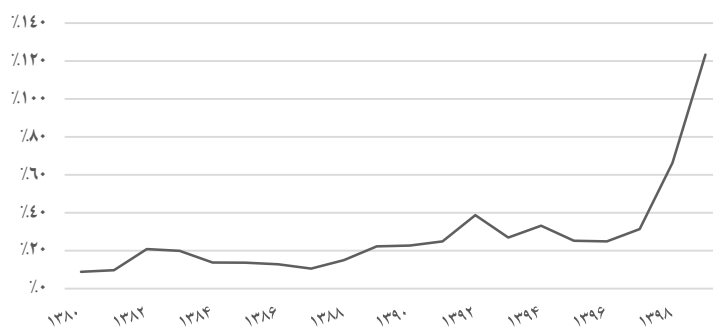
نمودار ۲۱. خالص خرید حقیقی ها



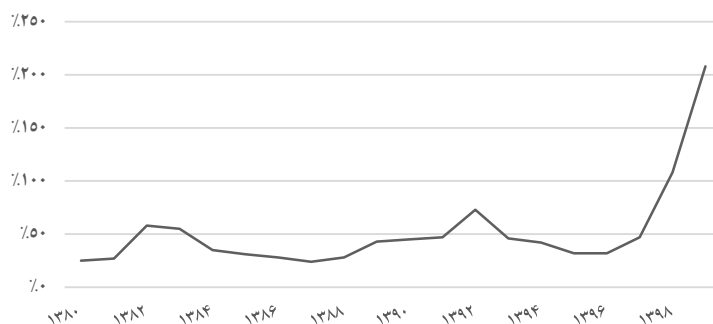
مقایسه بازار سرمایه ایران با دیگر کشورها

نمودار ۲۲ ارزش بازار به GDP را تا سال ۹۹ نشان می‌دهد که هنوز شاخص ۷۰۰-۸۰۰ هزار است. می‌دانیم که در سال ۹۹ این نسبت بسیار بیشتر رشد کرد. در نمودار ۲۳ نسبت ارزش بازار به کل نقدینگی را می‌بینیم که بسیار رشد کرده؛ رشدی که در این نمودار می‌بینید تازه تا نیمه ماه اردیبهشت سال ۹۹ است که هنوز شاخص به یک میلیون نرسیده است. نمودار ۲۴ نسبت P/E ها را نشان می‌دهد که دوباره بسیار رشد کرده است. هیچ‌کدام از این روندها با سابقه تاریخی آنها نمی‌خواند.

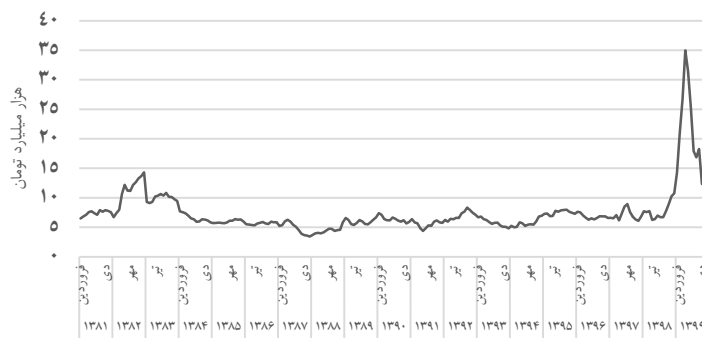
نمودار ۲۲. نسبت ارزش کل بازار بورس و فرابورس به GDP ایران در ۳۰ سال گذشته



نمودار ۲۳. نسبت ارزش بازار سرمایه (بورس و فرابورس) به نقدینگی کل کشور در ۳۰ سال گذشته

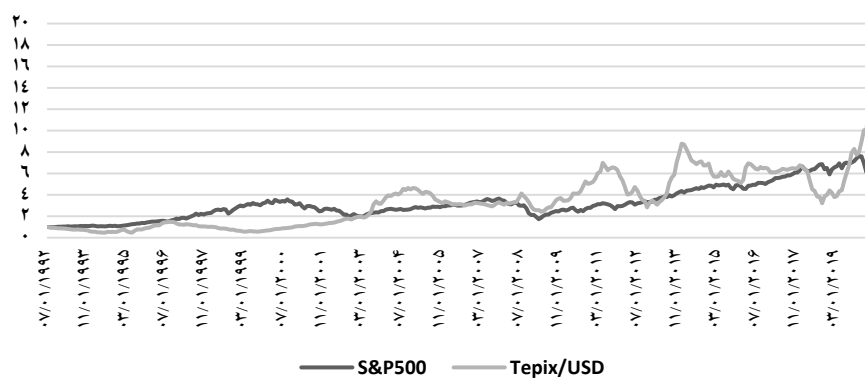


نمودار ۲۴. نسبت قیمت به سود P/E (گذشته تکر TTM) کل شرکت‌های بورس و فرابورس در ۱۵ سال گذشته

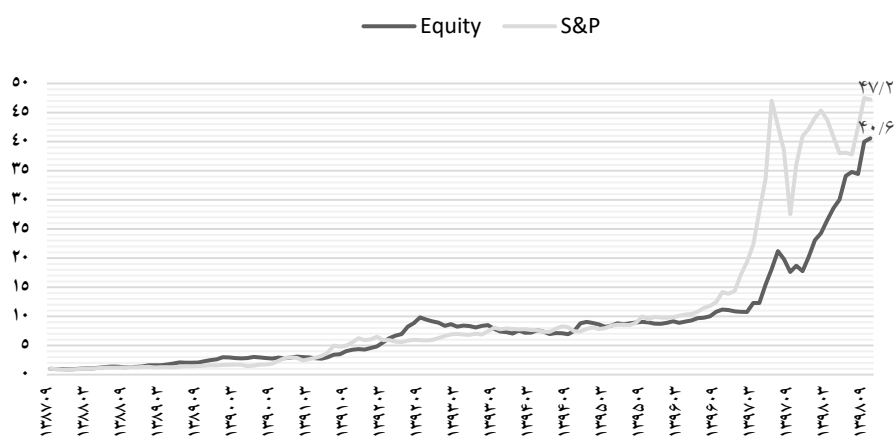


کار دیگری که می‌شود انجام داد آن است که بازار ایران را با بازار امریکا مقایسه کنیم. سؤال این است که اگر چند سال پیش مثلاً در سال ۱۳۹۲ یک دلار را در شاخص S&P می‌گذاشتیم به چه رقمی می‌رسید و اگر یک دلار را در شاخص بازار سهام ایران می‌گذاشتیم چه اتفاقی می‌افتاد؟ در نمودارهای ۲۵ و ۲۶ این مقایسه را ملاحظه می‌کنید. البته دوباره گراف‌ها روزآمد نشده؛ یعنی گراف نمودار ۲۵ مقداری تغییر کرده، بالا رفته و بعد پایین آمده است. در نمودار ۲۵ می‌بینید که یک دلار در بازار ایران حدود ۱۸ دلار شده و در بازار امریکا حدود ۶ دلار. باز می‌بینیم که نسبت به بازار امریکا رشد بازار سهام ایران بیشتر بوده است. البته، این جا دقتی لازم است. در محاسبه S&P سود تقسیمی وارد نمی‌شود و شاخص فقط تغییرات قیمت را شامل است، اما در محاسبه TEPIX سود تقسیمی لحاظ شده است. برای محاسبه دقیق‌تر حدود سالی ۳-۴ یا حتی ۴-۵ درصد باید به شاخص S&P اضافه کنیم و بعد مقایسه را انجام دهیم. ولی حتی با این تعدیل بازار ما رشدش بیشتر بوده. اگر به رشد‌ها در مثلاً فاصله سال‌های ۱۳۹۸-۱۳۸۷ توجه کنیم، می‌بینیم که عملکرد شاخص سهام تهران به S&P خیلی نزدیک‌تر بوده است. اما در دو سال اخیر این رفتار عوض شد. نمودار ۲۷ بازارهای مختلف را مقایسه می‌کند: بازار سهام، طلا، دلار و نرخ تورم (CPI). می‌بینیم که رشد بازار سهام بسیار زیاد بوده. اگر حتی به ارقام قبل از دو سال اخیر نگاه کنیم، بازار سرمایه ما نسبت به بازارهای موازی رشد خوبی داشته، اما در ۱۸ ماه گذشته بسیار فراتر رفته و از ارقام دیگر فاصله گرفته است.

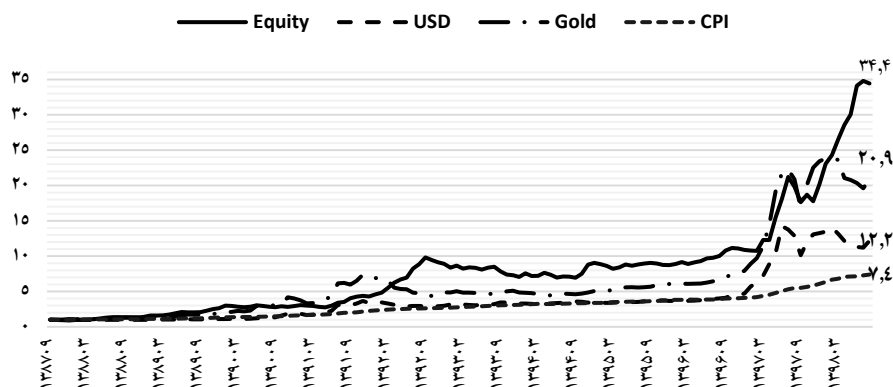
نمودار ۲۵. مقایسه شاخص سهام ایران و آمریکا



نمودار ۲۶. شاخص سهام بورس ایران با اس اند پی



نمودار ۲۷. مقایسه بازده گروه‌های مختلف دارایی‌ها با نرخ تورم



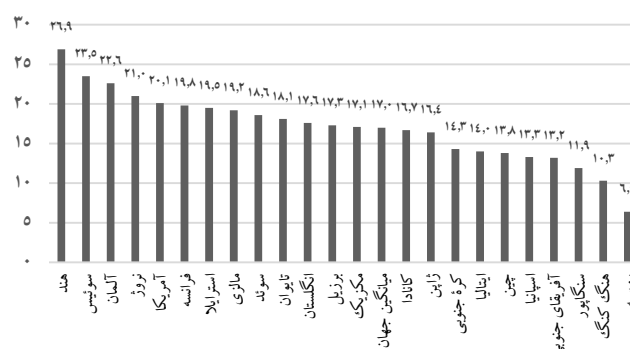
شکل ۲۸ نسبت قیمت به عایدی را در کشورهای مختلف نشان می‌دهد. راجع به P/E خیلی صحبت شده و بحث هم لازم است؛ می‌بینیم که این نسبت در کشورهای مختلف چگونه است. همان‌طور که می‌بینید، متوسط P/E در کشورهای مختلف حدود ۱۷ است. مثلاً در آمریکا حدود ۲۰ و در کشور چین حدود ۱۴ و در بعضی کشورها رقمی کمتر است. این شاخص که در مقطعی از بازار ایران به بالای ۳۰ رسید، در آن مقطع با سایر کشورها همخوانی نداشت. از ماهیت رابطه P/E با خبریم. P مساوی است با D تقسیم بر R-G. اگر فرض کنیم D مساوی آلفا ضرب در E است:

$$D = \alpha * E$$

که در آن آلفا نسبت سود تقسیمی است و E عایدی سرمایه‌ای؛ در این صورت نسبت P/E برابر می‌شود با α تقسیم بر R-G. آلفا به صورت تاریخی در ایران حدود ۷۰-۸۰ درصد (۰/۷-۰/۸) است و P/E از این رابطه تبعیت می‌کند. با این مقدمه، می‌خواهم بدانم مفهوم P/E برابر ۱۰ چیست؟ کسی که با P/E برابر ۱۰ سهم می‌خرد، برآستی چکار می‌کند؟ از نظر من، سود مورد انتظار این فرد مساوی G به علاوه ۸٪ است. اگر G را برابر نرخ رشد سود سهام یعنی ۲۲٪ بگیریم (که برابر رقم تاریخی ۲۵ ساله خود است و با تورم حدود ۱۹ درصد این دوره می‌خواند) یعنی نرخ رشد شرکت‌های بورسی ۳ درصد بیشتر از نرخ تورم است. کسی که سهم را با P/E برابر ۱۰ می‌خرد، یعنی سهم یا آن سبد سهام را به نرخ «تورم + نرخ رشد اقتصاد + ۸٪» می‌خرد. جالب است توجه کنیم که ۳ درصد کم‌ویش برابر نرخ رشد واقعی یا real بلندمدت اقتصاد کشور است.

پس، اگر بخواهم به زبان ساده، غیردقیق و شهودی به نسبت P/E برابر ۱۰ نگاه کنم، از نظر من، این نسبت یعنی دارنده سهم تورم را دریافت می‌کند؛ نرخ رشد اقتصادی کشور را هم دریافت می‌کند و حدود ۸٪ هم اضافه بر آن «جایزه ریسک» می‌گیرد. البته، این برای سبدهای سهام است که به خوبی متنوع شده باشد، و بازده سهمی خاص نیست. به علاوه، این بازده بلندمدت است. یعنی، ممکن است سرمایه‌گذار برای سالی خاص به خاطر شرایط، بازده بیشتری بگیرد یا ممکن است کمتر بگیرد. اگر فردی امروز سبد با P/E برابر ۱۰ بسازد (البته نسبت آتی نگر^۱ که با TTM فرق دارد) با توجه به وضعیت تورمی، چیز بدی نیست؛ اگر چنین سرمایه‌گذاری به شما پیشنهاد شود، عدد معقولی است. لذا نسبت قیمت به عایدی برابر ۱۰ و به نظر من حتی تا نسبت‌های ۱۵-۱۲ برای نسبت آتی نگر معقول است. حال این که بازار چنین نسبتی را قبول می‌کند یا نه، بحث دیگری است.

نمودار ۲۸. نسبت قیمت به عایدی در کشورهای مختلف



تأمین مالی در بازار سرمایه ایران

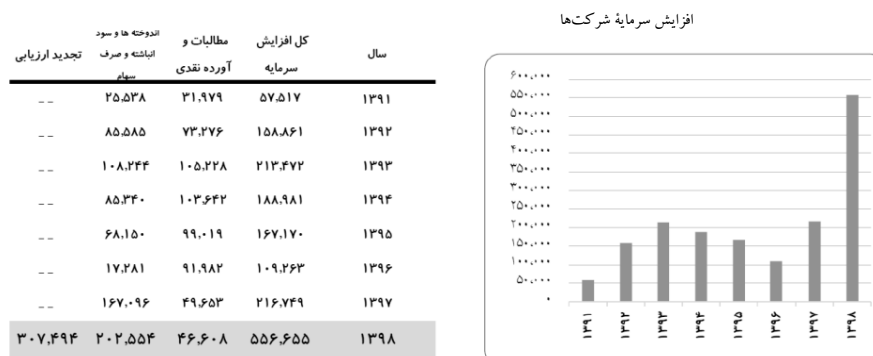
راجع به تأمین مالی در بازار سرمایه صحبت زیاد شده؛ تأمین مالی در بازار ما ناچیز و تقریباً صفر است. فعلاً بازار سرمایه ایران در حال رشد است و رشدش هنوز به این حد نرسیده که به ابزاری برای تأمین مالی شرکت‌ها تبدیل شود. نمودار ۲۹ افزایش سرمایه‌های چند سال اخیر را نشان می‌دهد. این بحث که بگوییم بورس مسیری برای تولید است، بیشتر به شوخی شبیه است تا امری که در واقع اتفاق بیفتد. البته این مرحله آغاز است؛ اگر بازار رشد کند، قطعاً می‌توان امیدوار بود که راهی برای خروج^۲ از بنگاه‌ها ایجاد بشود. یعنی، سرمایه‌گذاران بدانند که با ایجاد کسب و کارها می‌توانند کسب و کارشان را در بازار به قیمت‌های منصفانه بفروشند، و مجدداً پول‌شان را سرمایه‌گذاری کنند؛ موضوعی که خود

1. forward-looking

2. exit

باعث رونق می‌شود. البته امیدواریم که تأمین مالی از طریق بورس توسعه پیدا کند، اما تا به امروز آنچه عملاً انجام شده، ارقام بسیار کوچکی است که هیچ نسبتی با معاملات روزانه و ارزش شرکت‌ها ندارد. تا اینجا، راجع به روندهای این روزهای بازار صحبت کردیم، اجازه دهید کمی هم راجع به ساختار مالکیت شرکت‌ها صحبت کنیم.

نمودار ۲۹. افزایش سرمایه‌ها



ساختار مالکیت چندلایه و تودرتو در بازار سرمایه

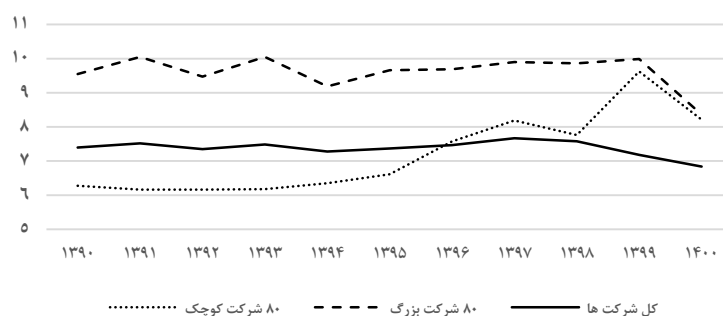
بازار ما بازاری بسیار درهم‌تنیده است؛ ساختار مالکیت چندلایه و بسیار تودرتو است. در نمودار ۳۰ تعداد سهامداران بالای یک درصدی را می‌بینید که شرکت‌های بزرگ و کوچک را اداره می‌کنند. می‌بینید که تعداد سهامداران بیش از یک درصد برای کل بازار کم‌ویش ثابت و چیزی حدود ۵ سهامدار است. در شرکت‌های بزرگ حدود هفت سهامدار عمده شرکت‌ها را اداره می‌کنند و در شرکت‌های کوچک این تعداد کمتر است. تعداد سهامدار بالای یک درصد کم‌ویش ثابت است و اگر روندی هم مشاهده می‌شود کاهشی است که در شرکت‌های بزرگ از ۷ به ۶ سهامدار بالای یک درصد رسیده‌ایم.

نمودار ۳۱ نشان می‌دهد که حدود ۶۰-۷۰ درصد شرکت‌ها دست مالکان بالای یک درصد است؛ برای کل بازار این رقم از ۷۵ درصد در سال ۹۰ شروع شده و الان به حدود ۶۰ درصد رسیده است. این درصد در شرکت‌های بزرگ بیشتر بوده، در شرکت‌های کوچک کمتر بوده و در طول این سال‌ها باز هم کمتر شده است. این بدان معناست که بازار ما به سمت مالکیت گسترده‌تر می‌رود، و به سمت سهامداران خرد بیشتر می‌رود. اما، هم‌چنان در قاطبه شرکت‌ها، سهامداران عمده بیشتراند، و میزان کمی از سهام هر شرکت دست سهامداران خرد است.

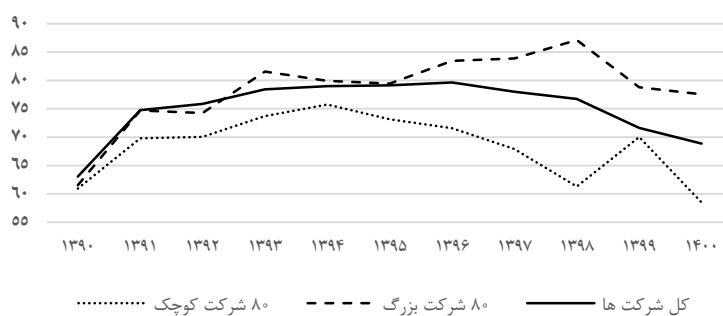
ترکیب درونی سهامداران عمده را هم که نگاه کنیم، خواهیم دید که نوعی عدم تناسب برقرار است. مثلاً این طور نیست که ۵ یا ۶ سهامدار هر کدام ۲۰ درصد سهام داشته باشند، نه، در هر شرکت سهامداری هست که خیلی بزرگ است و سهامداران بعدی کوچک‌ترند. نمودار ۳۲ نشان می‌دهد که اختلاف درصد

سهام بزرگ‌ترین سهامدار (سهامدار اول) با سهامدار دوم حدود ۳۵-۳۰ درصد است؛ یعنی سهامدار اول بسیار بیش از دومی سهام دارد. این اختلاف هم باید نکته قابل توجهی تلقی شود. در بررسی خود تلاش کردیم کنترل‌کننده نهایی را برای شرکت‌ها پیدا کنیم؛ مدیر کنترل‌کننده‌ای

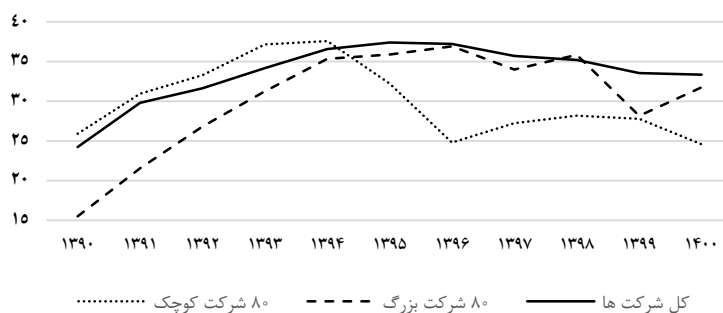
نمودار ۳۰. تعداد سهامداران عمده



نمودار ۳۱. مجموع مالکیت سهامداران عمده



نمودار ۳۲. اختلاف درصد مالکیت اولین و دومین سهامدار عمده

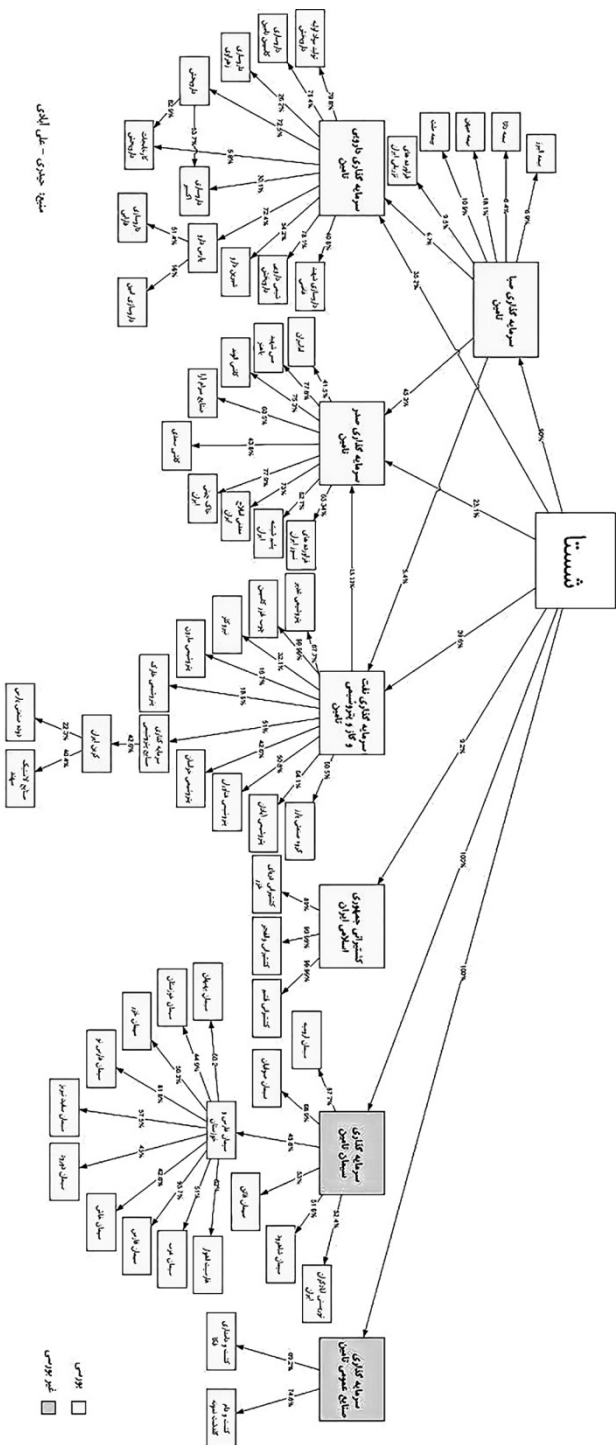


را که با آستانه مالکیت ۴۰-۳۰٪، حق رأی و کنترل دارد. مثلاً در سال ۹۷، با آستانه ۴۰ درصد، ۶۴ شرکت در بورس را سازمان تأمین اجتماعی، ۵۴ شرکت را دولت، ۲۷ شرکت را بنیاد، ۱۷ بنگاه را استاد اجرایی و حدود ۱۴ شرکت را سرمایه‌گذاری غدیر کنترل می‌کنند. همان‌طور که ارقام بالا نشان می‌دهد، قسمت عمده بازار توسط چند نهاد کنترل می‌شود. این نهادهای کنترل‌کننده لزوماً بیشترین سهام را ندارند. لازم است توضیح دهم که با سهام کم اما با ساختار چندلایه می‌شود کنترل را بر عهده گرفت؛ بسیاری از این کنترل‌ها چنین شکلی دارد. خیلی هم فرق نمی‌کند که سطح آستانه را عوض کنیم. وقتی به سطح ۳۰ درصد برویم، به هر حال تعداد شرکت‌های تحت کنترل بیشتر می‌شود، و به هر حال همین مجموعه‌ها تقریباً عمده شرکت‌ها را کنترل می‌کنند.

نمودار ۳۳ را احتمالاً دیده‌اید، چون بعد از عرضه شستا، در شبکه‌های اجتماعی پخش شد. این ساختار مالکیت مجموعه شستا و شرکت‌هایی است که در زیرمجموعه آن هستند. عمده این شرکت‌ها بورسی هستند و چندتایی غیربورسی‌اند که به مرور وارد بورس می‌شوند. همان‌طور که می‌بینید، این ساختار بسیار بزرگ و چندلایه است. این یکی از ویژگی‌های بارز بازار ایران است که به نظر می‌رسد یکی از عوامل بعضاً ناکارآمدی و عدم کارایی بازار همین ساختار چندلایه باشد. در این نوع هلدینگ‌داری - آن‌طور که شنیده‌ام - شستا باید حدود ۶۰۰ یا ۷۰۰ هیأت‌مدیره را تعیین کند. بدیهی است با این وسعت، نمی‌شود انتظار داشت که مدیریت مجموعه بر این تعداد شرکت کاملاً اشراف داشته باشد؛ بتواند از مسائل آنها با خبر باشد و آنها را کنترل کند. پس بسیار ممکن است که در آن شرکت‌ها مسائل مختلفی پیش بیاید که خدمت‌تان عرض خواهم کرد. نمودار ۳۴ ساختار مالکیت دولت را نشان می‌دهد. باز هم می‌بینیم که ساختار بزرگی است.

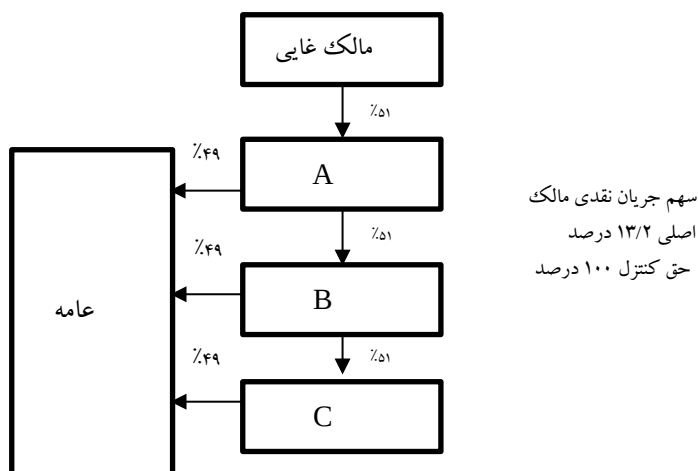
باید دو مسئله‌ای را توضیح داد که در ساختارهای چندلایه پیش می‌آید. فرض کنید شرکتی به نام C داریم که شرکتی عملیاتی، مثلاً شرکتی در حوزه پتروشیمی، است. خود شما مثال‌های مشابه در ذهن دارید. فرض کنید ۴۹ درصد سهام این شرکت پتروشیمی به شکل خرد دست مردم است، و ۵۱٪ از سهام دست شرکت B است (نمودار ۳۵). فرض کنید B شرکت هلدینگ پتروشیمی است، و مجدداً این شرکت ۴۹٪ سهامش را در بازار فروخته و ۵۱٪ سهم آن در اختیار مالک بالاسری A است. به همین ترتیب ۴۹٪ شرکت A دست مردم است و ۵۱٪ دست سهامدار نهایی است. اگر بخواهیم مثال واقعی برای چنین هرم مالکیتی بزنیم، سهامدار نهایی تأمین اجتماعی می‌شود. A در این مورد شستا خواهد بود؛ B می‌شود تاپیکو و C یکی از شرکت‌های زیرمجموعه تاپیکو.

نمودار ۳۳. ساختار مالکیت مجموعه شستا



اتفاقی که این‌جا افتاده، آن است که اگر ۱۰۰ واحد پولی در شرکت C باشد، در A می‌شود ۵۱، در B می‌شود ۲۵ یا ۲۶ و در نزد سهامدار نهایی حدود ۱۲ یا ۱۳ واحد پولی و در هر سطح نصف سرمایه را مردم داده‌اند. یعنی سهامدار نهایی با ۱۳/۲ واحد پولی جریان نقدی ۱۰۰ درصد سهام C را کنترل می‌کند. مسیر هم روشن است: C را چه کسی کنترل می‌کند؟ B که سهامدار عمده است. B را چه کسی کنترل می‌کند؟ A چون سهامدار عمده آن است و A را هم سهامدار بالاسری کنترل می‌کند. بدین ترتیب اگر منفعت اختصاصی در C وجود داشته باشد، آن نفع خاص نصیب سهامدار نهایی می‌شود. البته منظور ما این نیست که این اتفاق افتاده، بلکه می‌خواهیم بگوییم که این ساختار مستعد چنین اتفاقاتی است.

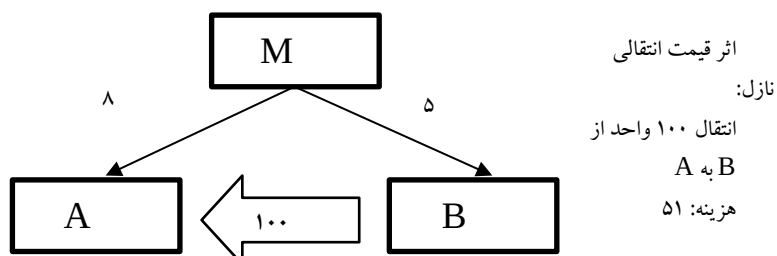
نمودار ۳۵. ساختارهای چند لایه



به نمودار ۳۶ توجه کنید. در این ساختار پدیدهٔ قیمت انتقالی نازل^۱ می‌تواند اتفاق بیفتد. فرض کنید مجموعهٔ M دو زیرمجموعه دارد؛ یکی را با ۵۱ درصد و دیگری را با ۸۵ درصد کنترل می‌کند و برای هر دو شرکت مدیرعامل تعیین می‌کند. اگر اتفاقی بیفتد که ۱۰۰ واحد منفعت را از B به A منتقل کند، مثلاً زمینی را ارزان به فروش رساند و کالایی را گران بخرد، و ارزشی را از شرکت ۵۱ درصدی به دومی منتقل کند، چه اتفاقی می‌افتد؟ شرکت B با ۵۱ درصد متحمل هزینه می‌شود و شرکت A با ۸۵ درصد مالکیت منفعت می‌برد. بدیهی است چنین کاری برای M اقتصادی است. در مورد این پدیده مقالات زیادی نوشته شده است. در کشور هند و جاهای دیگر موضوع بررسی شده است. در ایران هم بنده و عده‌ای روی این موضوع کار می‌کنیم و می‌شود شواهدی از آن را نشان داد.

1. tunneling

نمودار ۳۶. پدیده قیمت انتقالی نازل



برای جمع کردن بحث، به اعداد نمودار ۳۷ مراجعه کنید. ۶۵ یا ۶۶ درصد شرکت‌ها از حدود ۵۰۰-۶۰۰ شرکتی که در سال‌های ۹۵، ۹۶ و ۹۷ در بورس داشتیم، سهامدار بورسی داشتند؛ یعنی مالکی داشته‌اند و خود آن مالک بورسی بوده. ۴۷-۴۸ درصد شرکت‌ها خود مالک یک شرکت بورسی بوده‌اند؛ یعنی، دوسوم شرکت‌ها، مالک بالاسری بورسی دارند و تقریباً نصف‌شان یک زیرمجموعه بورسی دارند. میانگین مجموع سهامی که دست شرکت‌های بورسی است حدود ۲۶-۲۷ درصد است و میانه این رقم حدود ۹-۸ درصد است. پس می‌بینیم که این پدیده خیلی معمول است، و دوسوم شرکت‌ها مالکی دارند و آن مالک خود شرکتی بورسی است و ساختار تودرتو و چندلایه حاکم است.

نمودار ۳۷. وضعیت مالکیت شرکت‌های بورس و فرابورس

سال	تعداد شرکت‌های بورس و فرابورس	درصد شرکت‌های دارای سهامدار بورسی	درصد شرکت‌های بورسی مالک در سایر شرکت‌های بورسی	میانگین مجموع درصد مالکیت سهامداران بورسی	میانه مجموع درصد مالکیت سهامداران بورسی
۹۵	۵۴۷	۶۵	۴۷	۳/۲۶	۹/۹
۹۶	۵۶۲	۶۶	۴۸	۴/۲۶	۷/۸
۹۷	۵۶۶	۶۵	۴۸	۱/۲۶	۳/۸

در همین ساختار، مقداری در مورد ارزش سبد سهام این مجموعه‌ها صحبت کنیم. مثلاً دو ماه پیش ارزش سهام دولت در شرکت‌ها ۳۵۰ هزار میلیارد تومان بوده؛ البته این شرکت‌هایی است که در آنها دولت مستقیم سهام دارد. بانک‌های دولتی حدود ۱۶۵ هزار میلیارد داشته‌اند در روزهایی که کل بازار ۸۰۰۰ همت بوده. صندوق‌های بازنشستگی ارقام بالایی داشته‌اند، مثل صندوق کشوری با ۸۰ هزار

میلیارد تومان. این اعداد قابل توجه هستند. ولی آن کنترلی که این نهادها بر این دارایی‌ها دارند، بسیار کمتر از چیزی است که این ارقام می‌طلبند. خیلی از آن کنترل‌ها با واسطه اتفاق می‌افتد.

راه‌های توسعه بازار

در مورد توسعه بازار سرمایه در این شرایط چه کار می‌توان کرد؟ مسئله اول این که ما با بازار جدیدی و با واقعیت اقتصادی دیگری مواجه هستیم، و بسیار بعید است که بازار به فاز قبل از سال ۹۷ برگردد. مردم و سیاست‌گذار هر دو بازار سرمایه را به عنوان واقعیت اقتصاد ایران پذیرفته‌اند. اما این موضوع هم واقعیتی است که هیچ یک از این دو آماده چنین رشدی نبوده‌اند؛ زمین بازی آماده این همه بازیکن و آماده این وضعیت جدید نبوده است.^۱

حجم پایین سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

مشکل اول این که سهامدار مستقیم در بازار سرمایه ایران بسیار زیاد است و این اصلاً موضوع خوبی نیست. در بازار ایران حتماً سرمایه‌گذاری غیرمستقیم باید توسعه پیدا کند؛ حتماً عمده سرمایه‌گذاری‌ها باید توسط صندوق‌ها و نهادهای واسط انجام شود. قبلاً در اسلایدها دیدیم که در امریکا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نزدیک به ارزش ۷۰-۶۰ درصد تولید ناخالص داخلی دارایی تحت مدیریت دارند، در حالی که در ایران سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در سهام کمتر از ۶-۵ درصد است که بسیار بسیار کم است. در بازار امریکا حدود ۳٫۰۰۰ سهم یعنی سه هزار شرکت در بورس وجود دارد و جالب است بدانیم که حدود ۷٫۰۰۰ صندوق فعالیت می‌کنند. یعنی، بیش از دو برابر تعداد شرکت‌ها صندوق دارند و آن‌ها سهام را مدیریت می‌کنند. این نسبت در ایران حدود ۶۰۰ شرکت و حدود ۱۰۰ صندوق است؛ می‌بینید این جا یک‌ششم تعداد شرکت‌ها و آنجا حدود ۲/۵ برابر صندوق داریم. این‌ها به هیچ‌وجه با هم همخوانی ندارند. شاید مشکل مقررات باشد که صندوق‌ها توسعه پیدا نکرده‌اند و حجم سرمایه‌گذاری غیرمستقیم کم است، و شاید هم نظارت‌های مدرنی روی عملکرد صندوق‌ها اعمال نمی‌شود. این مشکلات حتماً باید حل بشود.

۱. در زمینه توسعه بازار سهام می‌توان به تجربه چین در این حوزه اشاره کرد. دولت چین در جهت توسعه بازار سهام، ابتدا قوانین مناسب را برای بازار فراهم آورد. در این راستا بر روی افزایش کیفیت قوانین حسابداری، افشا و مدیریت شرکتی تاکید کرد. علاوه بر اعمال قوانین، نهاد های نظارتی هم جهت مقابله با کلاهبرداری و دستکاری قیمتی تأسیس شد. هم‌چنین در کنار بستر سازی مناسب جهت حضور و فعالیت فعالان اقتصادی، تلاش‌هایی جهت آموزش و جذب سرمایه‌گذاران جدید صورت گرفت. جهت حمایت از تغییرات انجام‌شده در بازار، دولت چین به شرکت‌های حسابرسی، مؤسسات حقوقی و مؤسسات رتبه‌بندی خارجی در بازار سهام اجازه فعالیت داد تا در این فرصت مؤسسات داخلی که هنوز به بلوغ کافی نرسیده بودند، قادر به انجام این مسئولیت‌ها شوند. بازار سهام چین علاوه بر موارد فوق به قوانین جدید نیاز داشت. در اواسط دهه ۹۰ قوانین شرکتی و در سال ۱۹۹۸ قوانین سرمایه به تصویب رسید و قوانین ورشکستگی اصلاح شد. تلاش‌های چین در این حوزه عملاً توانست نظم نوینی در این بازار به وجود آورد و اعتماد فعالان بازار را به خود جلب کند. این امر نیازمند افزایش بهره‌وری و خلق سرمایه جدید در اقتصاد بود. منبع: «اصلاحات اخیر چین»، نوشته شیائوچوان (رئیس بانک مرکزی چین) در کتاب چالش‌های توسعه در دهه ۹۰ میلادی (Development Challenges in the 1990s - Besley and Zagha).

معامله‌گری یا سهامداری

معامله‌گری را با سهامداری نباید اشتباه بگیریم؛ سهامداری حتماً چیز خوبی است، و گسترش آن حتماً باید اتفاق بیفتد. در معرض خطر بازار بودن^۱ و مشارکت در ریسک بازار حتماً باید اتفاق بیفتد و بخشی از توسعه بازارهای مالی است. اما قرار نیست که ما ۵۰ میلیون معامله‌گر داشته باشیم که همه مویایل به دست و لپ‌تاپ روبرو بخواهند معامله کنند، و اتفاقاتی بیفتد که شاهد آن بوده‌ایم.

این وضعیت نه تنها غیربهبوده است، بلکه اتفاقات بسیار زیادی در بازار را باعث می‌شود. در بازار ایران دو دسته معامله‌گر داریم: دسته‌ای معامله‌گران مطلع^۲ و دسته دیگر معامله‌گران اخلاک‌گر^۳. امروزه در بازار ایران نسبت معامله‌گران اخلاک‌گر به معامله‌گران مطلع به نظر بسیار بسیار زیاد شده است. شاید این روزها ۸۰ یا ۹۰ درصد بازار معامله‌گران اخلاک‌گر هستند. اتفاقاتی که می‌بینیم از قبیل نوسان‌های بسیار شدید قیمت سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آنها، عمدتاً به خاطر همین است که این نسبت بسیار بالا رفته و این تعادل‌های عجیب در بازار ایجاد شده است. امروزه می‌بینیم وقتی قیمت دلار تعدیل می‌شود، قیمت برخی سهام‌ها تعدیل می‌شود و P/E آتی‌نگر^۴ خیلی جذاب می‌شود، بعضاً همچنان می‌بینیم که معامله‌گران اخلاک‌گر به رفتار قبلی خود ادامه می‌دهند.

ریزساختارهای بازار

نکته بعدی به اصلاح ریزساختارهای بازار برمی‌گردد. ما بازاری داشته‌ایم با قوانینی که مربوط به دوره خودش بوده و در دوره جدید، این قواعد باید تعدیل شود. به قدر کافی از حد نوسان صحبت شده است. صف‌نشینی در بازار سرمایه ایران به یک استراتژی معاملاتی تبدیل شده است و البته استراتژی بدی هم نیست. خیلی‌ها با همین روش سود برده‌اند. ما مطالعه کوچکی انجام دادیم و نسبت زمانی که سهام‌ها در صف بودند را به کل زمان معاملاتی آنها محاسبه کردیم. این نسبت در بازار ما بسیار بالاست، مخصوصاً امسال که سهام‌ها اکثراً در صف‌های خرید و فروش قفل بودند. این وضعیت حتماً باید اصلاح بشود. البته، می‌دانیم اصلاح این روند وقتی که بازار به شکل بازار فقط منفی یا فقط مثبت است، کمی خطرناک است. باید هم شجاعت داشت و هم تدبیر کرد. البته اگر بازار متعادل بشود، که امیدواریم به‌زودی بشود، یکی از اصلاحات جدی، اصلاح حد نوسان است.

هزینه‌های معاملاتی و مالیات

هزینه‌های معاملاتی همین وضع را دارد. در مورد ارزش معاملات صحبت کردیم. ۱۴۰۰ هزار میلیارد

1. exposure
2. informed trader
3. noise trader
4. P/E forward

تومان. شما اگر این را در هزینه‌های معاملاتی ضرب کنید، می‌بینید که صنعت کارگزاری از صناعی بوده که بیشترین ارزش افزوده را داشته است و این در واقع هیچ همخوانی با خدماتی ندارد که کارگزاران ارائه می‌دهند. برای روشن‌شدن موضوع، کار کارگزاران را با صنعت املاک مقایسه کنید. می‌بینیم که ارزش کل معاملات مسکن تهران در ماه چیزی حدود ۲ روز از روزهای پررونق بورس بوده است. به زبان ساده، تمام مشاوران املاک تهران در یک ماه به اندازه دو روز کارگزاری‌ها کارمزد گرفته‌اند. دقت کنید که کارمزد معاملات مسکن از کارمزد خرید و فروش سهام کمتر است. یعنی اگر شما خانه‌ای بفروشید، هزینه‌اش از هزینه سهام کمتر است. این واقعاً بیشتر به طنز شبیه است. برای یک عده از دوستان در امریکا این موضوع را تعریف کردم و موضوع واقعاً برایشان عجیب بود. قطعاً این نباید ادامه پیدا کند و باید اصلاح شود. بحث مالیات‌ستانی هم همین‌طور. ما در ایران مالیات بر عایدات سرمایه‌ای نداریم؛ آنچه داریم مالیات بر نقل و انتقال (معامله) سهام است و این باید اصلاح بشود. به هر حال این وضعیت مالیاتی باید بهبود پیدا کند.

ابزارهای مالی

هر چند ابزارهای مالی ما نسبت به سال‌های پیش خیلی بیشتر شده، ولی این ابزار لازم است هم‌چنان توسعه پیدا کنند. بعضاً واضح است کسانی که آن ابزارها را توسعه داده و طراحی کرده‌اند یا اشراف لازم را نداشته‌اند، یا مشکلاتی اجرایی داشته‌اند که باعث شده این ابزارها آن‌طور که باید و شایسته است کار نمی‌کنند. دو مثال ساده ذکر کنم: ما وقتی «اختیار خرید»^۱ می‌خریم، در روز تحویل آن، این اختیار تسویه نقدی نمی‌شود و عموماً شما باید پول بریزید و خود سهم را بخرید. کسی که معامله را اهرمی انجام داده، مثلاً از اهرم ۱۰ یا ۲۰ استفاده می‌کند، و دارد «اختیار» را با اهرم می‌خرد، اگر در روز سررسید بخواهد ۲۰ برابر پول بریزد، طبعاً نقدینگی ندارد که این کار را انجام دهد، و خیلی وقت‌ها به مشکل برمی‌خورد. یا مثلاً در بازار سکه، شما وقتی یک‌جا فروش و یک‌جا خرید دارید، آن‌ها با هم تسویه^۲ نمی‌شوند و این بسیار عجیب است. مثلاً ۲۰ فال^۳ معاملاتی خریده‌اید و می‌خواهید ۱۵ فال بفروشید. اگر بخواهید بروید پول ۵ فال را دریافت کنید، این جوری نمی‌شود. باید پول ۲۰ فال را بدهید و پول ۱۵ فال معاملاتی را دریافت کنید. این مثال‌ها نشان می‌دهد که این توسعه و طراحی به‌درستی انجام نشده، هر چند ابزارهای زیادی به بازار آمده. من سال‌ها پیش بود که مقاله‌ای با عنوان «بازار بی‌ابزار» نوشتم و به نظر می‌رسد همچنان بازارهای ایران به لحاظ ابزار مسئله دارند.

1. call option
2. settle
3. lot

اصلاح قوانین و حاکمیت شرکتی

بحث اصلاح قوانین و مقررات مرتبط با بازارهای سرمایه را هم داریم. در مورد افزایش سرمایه، ببینید که تا همین امروز، اگر شرکتی بخواهد افزایش سرمایه بدهد، از لحظه‌ای که تصمیم می‌گیرد تا لحظه‌ای که پول داخل حساب شرکت می‌آید، حدود ۶-۷ ماه طول می‌کشد. یعنی در حالی که شرکت می‌گوید سهامدارم راضی است که از او پول بگیرم و کار جدیدی انجام بدهم، اما این فرایند بعضاً ۶-۷ ماه طول می‌کشد که طبعاً بسیار ناکارآمد است. همراه با مشکلات افزایش سرمایه به قیمت اسمی و حق تقدم مسائل بسیار عجیب و غریب هم وجود دارد که بسیار هزینه‌ساز است. این‌ها باید اصلاح شود. البته، کارهایی هم دارد انجام می‌شود.

سازوکار مقابله با دستکاری قیمتی و سازوکار مبارزه با فساد در بازار ما به هیچ‌وجه با واقعیت‌های بازار نمی‌خواند. ما امروز از یک بازار ۷۰۰۰ همت صحبت می‌کنیم که حدود ۲/۵ برابر GDP ما است. این ارقام بازار را مستعد کارهای بسیاری می‌کند که فسادانگیز است. نمونه‌هایش را زیاد می‌بینیم. سازوکارهایی که بخواهد با این دستکاری‌ها مقابله کند، هم به لحاظ قوانین و مقررات و هم به لحاظ روش‌های اجرا حتماً باید توسعه پیدا کند، و با واقعیات بازار همخوان شود.

بحث مهم دیگر بحث اصول حاکمیت شرکتی است. بازار ما در این زمینه هم نیاز به توسعه و اصلاح گسترده سازوکارها دارد. ما بازاری می‌خواهیم که در آن سهامدار خُرد خیالش راحت باشد که منافعش حفظ می‌شود. برای چنین آرامش خیالی، لازم است اصول حاکمیت شرکتی بسیار بهتر از این که داریم اجرا بشود و وجود داشته باشد.

سهام عدالت و صندوق‌های ETF دولتی

راجع به ETF های دولتی، مصائب زیاد است. در این مورد زیاد گفتیم و زیاد نوشتیم، اما متأسفانه به شکلی که می‌دانیم انجام شد، و به نتایجی رسید که نمی‌خواستیم. در نمودار ۳۸ ارقام دو شرکت را دارید. شرکت فولاد خراسان که یک سهامدار ۵۱ درصدی دارد و سهامداران بعدی ۳۲ درصد، ۹ درصد، و ... و در کل بیش از ۹۵ درصد سهام دست سهامداران عمده است؛ یا شرکت دیگر، جم پیلن، که می‌بینید حدود ۹۰ درصد سهامدارانش عمده هستند. در شرکت‌هایی که سهامدارانشان به این شکل هستند، یک روش حاکمیت شرکتی معین باید وجود داشته باشد، چرا که این‌ها به هر حال سهام مربوط به خودشان است؛ اصل قضیه این ۳-۴ شرکت مالک هستند که مدیرانشان باید با هم بنشینند و با هم کنار بیایند. در اینجا دیگر خیلی نگرانی وجود ندارد که چه اتفاقی بر سر ۵ درصد بقیه سهام می‌آید. اگر این سهامداران ۹۰ یا ۹۵ درصدی بازی بین خودشان حل بشود، بازی بیرونی خیلی بازی خاصی نیست. در مقابل، شرکتی مثل بانک دی که بزرگ‌ترین سهامدار آن صندوق سبدگردانی با ۲٪ سهام است و بقیه سهامش کاملاً خُرد بین مردم توزیع شده است؛ یا شرکتی مثل توسعه کرمان که حدود ۸ درصد سهام آن دست چند نفر است و بقیه سهام خُرد دست مردم است، حاکمیت

شرکتی کاملاً متفاوتی باید داشته باشد (نمودار ۳۹). این دو گروه شرکت به لحاظ حاکمیت شرکتی دو جور بسیار متفاوت باید باشند. در دو شرکت اخیر، بحث تعیین هیأت‌مدیره، بحث نظارت بر عملکرد و اطمینان از این که این ۹۰ تا ۹۸ درصد بقیه منافع‌شان حفظ می‌شود، و منافع‌شان توسط چند نفری که با سهام کم شرکت را اداره می‌کنند، تضییع نمی‌شود، بحث‌های مهمی است. این اتفاق زیاد می‌افتد، نمونه‌های آن در بازار ایران دارد زیاد می‌شود. مثلاً شرکتی داشتیم با ۶۰ تا ۷۵ درصد سهامدار عمده، و الان سهم آنها به ۱۳ درصد رسیده و سهام آن شرکت در بازار خُرد شده. در مورد حاکمیت شرکتی در این شرکت‌ها قطعاً باید کار شود.

در مورد سهام عدالت بگویم که وقتی دولتی مستقر که بزرگ‌ترین نهاد در یک کشور است، و همه اطلاعات و سازوکارها را دارد، می‌خواهد سهامش را بفروشد، می‌آید و نهاد واسطی ETF درست میکند و سهامش را داخل آن می‌گذارد و از این طریق سهام را می‌فروشد؛ اما وقتی ۴۰-۵۰ میلیون نفر قرار است سهام ۴۰ شرکت را بفروشند، اینجا اجازه میدهند مردم مستقیماً در بازار سهام خود را بفروشند. یعنی، همه چیز کاملاً برعکس است. به قول دوستان، تاس بیندازیم، این قدر اشتباه نمی‌شود. انگار واقعاً تمایل داریم کارها را برعکس انجام دهیم.

اگر قرار بود سهام عدالت در بازار عرضه بشود، نیاز بود که صندوقی، نهاد واسطی، ایجاد بشود و این سهم به آن نهاد واگذار بشود، و هر نفر تعدادی از واحدهای آن صندوق را داشته باشد تا تکلیف روشن بشود. آن صندوق هم در بازار واحدهایش را بلوکی و خُرد نقد یا از طریق تهاتر می‌فروخت، تا در انتهای راه به یک صندوق شاخصی می‌رسیدیم که مثلاً ۴۰۰-۳۰۰ سهم داخل آن بود و بعد واحدهایش را در بازار معامله می‌کردیم. متأسفانه کار به این شکل انجام نشد.

در مورد ETF های دولتی بحث زیاد است؛ فقط یک نکته را بگویم؛ این ETF ها ممکن بود تبدیل به ETF صنعت یا بازار بشوند. یعنی، سهم‌هایی که داخل آنها هستند آرام آرام و با واگذاری بلوکی کم بشود و از مدیریت دولت بیرون بیاید و بعد بقیه سهم از بازار خریداری بشود و این صندوق‌ها به صندوق‌های شاخصی تبدیل شوند؛ بدین ترتیب، ETF با وظایف حکمرانی به یک مدیریت صندوق شاخصی بدل می‌شد. نکته بعدی این که متأسفانه سازوکار ابطال و صدور هم در در صندوق دارای کم دیده نشد. دیدیم که نزدیک به ۳۰٪ بین ارزش خالص دارایی‌ها^۱ (NAV) و قیمت بازار اختلاف افتاد، به این دلیل که موجودی ناقص در بازار ایجاد کردیم که سازوکار ابطال و صدور برای تصحیح انحرافات قیمتی نداشت، فرایند صدور واحدهای سرمایه‌گذاری آن اصلاح نشده بود، و انحصار بازارگردان برای صدور و ابطال رفع نشده بود، و سازوکارهای اعمال حق رأی نیابتی تدارک نشده بود.

1. net asset value

نمودار ۳۸. جدول سهامداران فولاد خوزستان و پلی پروپیلن جم

فولاد خراسان (فحاس) - بازار اول (نابلیو فرعی) بورس	
03:30:09	
سهامداران/دارندگان (در پایان روز)	
تغییر	سهام در صد
سهامدار/دارنده	سهام
موسسه صندوق بیمه اجتماعی روستایان و عشایر	5 B 51,140 0
شرکت سرمایه گذاری توسعه معادن و فلزات سهامی عام	3 B 32,960 0
موسسه صندوق حمایت و ارزشمندی کارکن فولاد	9 9,910 0
شرکت سب امللی فولاد تجارت دلاهو-سهامی خاص	3,420 308 M 0

تاریخ ها در تمامی بخش های مرتبط با سهامداران یک روز معاملاتی بعد از روز معاملاتی می باشد. برای مثال در پایان روز 15/4/1393 اطلاعات سهامداران عمده دارای تاریخ 16/4/1393 می باشد (درایمی برای بعد از توجه به معاملات هر روز تعیین می گردد)

- تغییر دارایی سهامداران عمده فقط ناشی از معاملات نیست و سایر نقل و انتقالات را نیز در بر دارد.
- اطلاعات منتشر شده تحت عنوان دارایی سهامداران عمده در طی ساعات معاملات در سایت isetmc مربوط به پایان روز معاملاتی گذشته است و در بر دارنده معاملات و نقل و انتقالات روز جاری معاملاتی نیست. تغییر دارایی سهامداران عمده که ناشی از نقل و انتقالات و یا معاملات روز جاری باشد، سر از انجام ساعات معاملات روز جاری و انجام عملیات نقل و انتقال در سایت منتشر می شود. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی فهرست سهامداران عمده برای آگاهی و صورت کلی در معرفی دند عموم قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از دقت و یا جریان لازم برخوردار نباشد. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی سایرینات قانونی از مراجع ذی صلاح (شرکت سبیده گزارش برای آگاهی و صورت کلی در معرفی دند عموم قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از دقت و یا جریان لازم برخوردار نباشد. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی

بلی پروپیلن جم - جم بیلن (جم بیلن) - بازار دوم بورس	
03:30:08	
سهامداران/دارندگان (در پایان روز)	
تغییر	سهام در صد
سهامدار/دارنده	سهام
شرکت نیروشمی-آر-سهامی خاص	100,000 45,250 905 M
شرکت نیروشمی-جم-سهامی عام	0 43,590 872 M
شرکت سهامی بیمه ایران-سهامی خاص	0 1,060 21 M
BFMصندوق سرمایه گذاری-آر-آر بی آفرین مری-ب-ک	0 1,000 20 M
شخصی حقوقی	0 1,000 20 M

تاریخ ها در تمامی بخش های مرتبط با سهامداران یک روز معاملاتی بعد از روز معاملاتی می باشد. برای مثال در پایان روز 15/4/1393 اطلاعات سهامداران عمده دارای تاریخ 16/4/1393 می باشد (درایمی برای بعد از توجه به معاملات هر روز تعیین می گردد)

- تغییر دارایی سهامداران عمده فقط ناشی از معاملات نیست و سایر نقل و انتقالات را نیز در بر دارد.
- اطلاعات منتشر شده تحت عنوان دارایی سهامداران عمده در طی ساعات معاملات در سایت isetmc مربوط به پایان روز معاملاتی گذشته است و در بر دارنده معاملات و نقل و انتقالات روز جاری معاملاتی نیست. تغییر دارایی سهامداران عمده که ناشی از نقل و انتقالات و یا معاملات روز جاری باشد، سر از انجام ساعات معاملات روز جاری و انجام عملیات نقل و انتقال در سایت منتشر می شود. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی فهرست سهامداران عمده برای آگاهی و صورت کلی در معرفی دند عموم قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از دقت و یا جریان لازم برخوردار نباشد. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی سایرینات قانونی از مراجع ذی صلاح (شرکت سبیده گزارش برای آگاهی و صورت کلی در معرفی دند عموم قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از دقت و یا جریان لازم برخوردار نباشد. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی

نمودار ۳۹. جدول سهامداران بانک دی و توسعه و عمران استان کرمان

نوسعه و عمران استان کرمان (کرمان) - بازار اول فرابورس		03:30:06
سهامداران/دارندگان (در پایان روز)		
سهامدار/دارنده	سهام در صد تغییر	
شیرک سرمایه گذاری ساختمان ایران-سهامی عام-	0 3.910 44 M	
شیرک سرمایه گذاری ساختمان تورن-سهامی عام-	0 2.620 29 M	
شیرک سن المانی پارس تجارت منطقه آزادچابهارس ج	0 1.350 15 M	
شخصی حقوقی	0 1.000 11 M	

تاریخ ها در تمامی بخش های مرتبط با سهامداران یک روز معاملاتی بعد از روز معاملاتی می باشد. برای مثال در پایان روز 1393/4/15 اطلاعات سهامداران عمده دارای تاریخ 1393/4/16 می باشد (دارایی برای روز بعد با توجه به معاملات هر روز تعیین می گردد)

- تغیر دارای سهامداران عمده فقط ناشی از معاملات نیست و سایر نقل و انتقالات را نیز در بر دارد.
- اطلاعات منتشر شده تحت عنوان دارایی سهامداران عمده در طی ساعات معاملات در سایت tsetmc مربوط به پایان روز معاملاتی گذشته است و در بر دارنده معاملات نقل و انتقالات روز جاری معاملات نیست، تغییر دارای سهامداران عمده که ناشی از نقل و انتقالات و یا معاملات روز جاری باشد، پس از اتمام ساعات معاملات روز جاری و اتمام عملیات نقل و انتقال در سایت منتشر می شود.
- فهرست سهامداران عمده برای آگاهی و بصورت کلی در مهیج دند عمود قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از رفت و یا خریدات لازم برخوردار نباشند. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی شیریات قانونی از مراجع ذی صلاح (شیرک سیزده گذاری مرکزی اوراق بهادار و سوبه ووجه و یا شیرک پذیرفته شده در بورس) استعلام به عمل آید.

بانک دی (دی) - بازار دوم فرابورس		03:30:08
سهامداران/دارندگان (در پایان روز)		
سهامدار/دارنده	سهام در صد تغییر	
سهامدیی سرمایه گذاری،اوراق گردانی گروه دی	1,000,000 2,080 134 M	

تاریخ ها در تمامی بخش های مرتبط با سهامداران یک روز معاملاتی بعد از روز معاملاتی می باشد. برای مثال در پایان روز 1393/4/15 اطلاعات سهامداران عمده دارای تاریخ 1393/4/16 می باشد (دارایی برای روز بعد با توجه به معاملات هر روز تعیین می گردد)

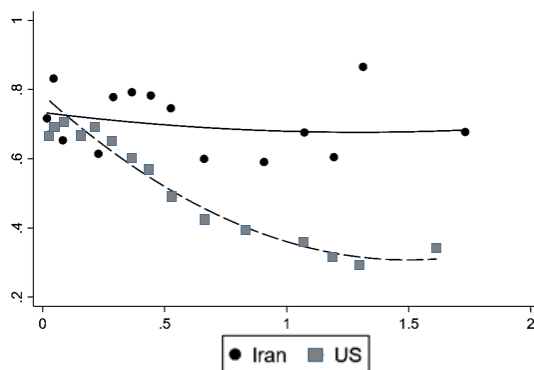
- تغیر دارای سهامداران عمده فقط ناشی از معاملات نیست و سایر نقل و انتقالات را نیز در بر دارد.
- اطلاعات منتشر شده تحت عنوان دارایی سهامداران عمده در طی ساعات معاملات در سایت tsetmc مربوط به پایان روز معاملاتی گذشته است و در بر دارنده معاملات نقل و انتقالات روز جاری معاملات نیست، تغییر دارای سهامداران عمده که ناشی از نقل و انتقالات و یا معاملات روز جاری باشد، پس از اتمام ساعات معاملات روز جاری و اتمام عملیات نقل و انتقال در سایت منتشر می شود.
- فهرست سهامداران عمده برای آگاهی و بصورت کلی در مهیج دند عمود قرار گرفته است و ممکن است در اندک مواردی از رفت و یا خریدات لازم برخوردار نباشند. بنابراین اگر به چنین اطلاعاتی نیاز است باید پس از طی شیریات قانونی از مراجع ذی صلاح (شیرک سیزده گذاری مرکزی اوراق بهادار و سوبه ووجه و یا شیرک پذیرفته شده در بورس) استعلام به عمل آید.

سود تقسیمی بالا

دیگر مسأله بازار سرمایه ما، میزان سود تقسیمی است که نسبت آن در بازار بسیار بالاست. شرکت‌ها عموماً ۷۰-۸۰ درصد سودشان را هر سال به صورت «سود تقسیمی» توزیع می‌کنند و آن را در شرکت نگاه نمی‌دارند. در نمودار ۴۰ بولت مشکی سود تقسیمی ایران و مربع‌های طوسی وضعیت امریکا است. نمودار برحسب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رسم شده و در مورد شرکت‌های ایرانی می‌بینیم که هیچ رابطه‌ای وجود ندارد. یعنی چه شرکت نیاز به سرمایه‌گذاری دارد، یعنی سرمایه‌گذاری می‌کند، و چه سرمایه‌گذاری نمی‌کند، حدود ۷۰ یا ۸۰ درصد سودش را هر سال توزیع می‌کند. برعکس، در امریکا وضع دقیقاً برعکس است. یعنی اگر شرکت به سرمایه‌گذاری نیاز ندارد، پول از شرکت بیرون می‌آید، چون نمی‌خواهد سرمایه‌گذاری کند؛ اما اگر می‌خواهد سرمایه‌گذاری کند، دیگر سود را توزیع نمی‌کند و پول داخل شرکت حفظ می‌شود.

وضعیت ایران باز به ساختار مالکیت برمی‌گردد. مالکان بزرگ می‌خواهند پول را از شرکت بیرون بکشند و نمی‌خواهند پول داخل شرکت بماند. وقتی به آنها می‌گوییم بگذارید پول بماند، و اگر پول لازم دارید بروید سهام بفروشید، این کار را نمی‌کنند، چون نمی‌خواهند کنترل را از دست بدهند.

نمودار ۴۰. رابطه سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری



مالیات

پیشنهادی را دو یا سه ماه قبل منتشر کردیم که مالیات بر عملکرد را کم کنیم؛ از ۲۲/۵ درصد فعلی به ۱۵ درصد، اما مالیات بر سود تقسیمی را اضافه کنیم. به نمودار ۴۱ مراجعه کنید. روش پیشنهادی ما قاعده ۱۵-۱۵ است: ۱۵ درصد مالیات شرکتی و ۱۵ درصد مالیات بر سود تقسیمی. در مثال می‌بینیم که با فرض سود قبل از مالیات ۱۰۰ ریال و با فرض سود تقسیمی ۵۰ درصد، نحوه محاسبه جاری و

نحوه محاسبه پیشنهادی چه نتایج دارند. هر دو کم‌وبیش به نرخ مالیات ۲۲/۵ درصد می‌رسند، اما بدیهی است که در پیشنهاد ما، انگیزه برای کم کردن سود تقسیمی، به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی بیشتر می‌شود.

نمودار ۴۱. اصلاح مالیاتی پیشنهادی

مالیات بر عملکرد ۲۲.۵ درصد	مالیات بر عملکرد ۱۵ درصد	
مالیات بر سود تقسیمی صفر	مالیات بر سود تقسیمی ۱۵ درصد	
۱۰۰	۱۰۰	سود قبل از مالیات
۲۲.۵	۱۵	مالیات بر عملکرد
۷۷.۵	۸۵	سود خالص
۳۸.۷۵	۴۲.۵	سود تقسیمی
۰	۶.۳۷۵	مالیات بر سود تقسیمی
۲۲.۵	۲۱.۳۷۵	کل مالیات

مهم‌ترین چالش‌های بازار سرمایه در دهه ۹۰ شمسی^۱ مجید زمانی

مقدمه

من از اوایل سال ۱۳۹۰ درگیر تأسیس شرکت تأمین سرمایه‌کاردان بودم و بعد هم شرکت جدیدی را با همکاران در حوزه خدمات حرفه‌ای بازار سرمایه تأسیس کردیم. از این‌رو، در تمام این دهه به‌شدت درگیر نحوه سیاست‌گذاری سازمان بورس در حوزه بازار سرمایه بودم. در این جایگاه سعی کردیم خدمات جدیدی به مشتریان ارائه کنیم و در این مسیر با مشکلات متنوعی هم مواجه شدیم. البته، پیشرفت‌های خوبی هم داشتیم. بنابراین، وقتی در مورد چالش‌ها صحبت می‌کنیم، نقشه توسعه بازار سرمایه هم در آن است. یعنی وقتی راجع به توسعه‌های بازار سرمایه در دهه ۹۰ صحبت می‌کنیم؛ از چالش‌ها، از کارهایی که مانده، و از مشکلاتی که هنوز رفع نشده هم صحبت می‌کنیم. بسیاری از این چالش‌ها به توسعه بازار هم منجر شده است. در بحث امروز می‌خواهم از جنبه‌های مختلف به این بازار سرمایه نگاه کنم. من این جنبه‌ها را تک‌تک عرض می‌کنم و سعی می‌کنم که آشنایی خیلی مختصری با زیرساخت‌ها و ریشه چالش‌هایی که در بازار سرمایه داریم به حاضران بدهم.

بازار بدهی

در اوایل دهه ۹۰، یکی از اولین کارهایی که انجام دادیم و با آن مواجه بودیم، و همه بزرگان بازار هم به دنبال اجرایی کردن آن بودند، ایجاد بازار بدهی بود. شاید دوستان به خاطر می‌آورند که تا سال ۹۳ اوراق بدهی در بازار به قیمت اسمی ۱۰۰ تومان معامله می‌شد، و معمولاً این کار را تأمین سرمایه‌ها انجام می‌دادند. وقتی به تابلوی بورس و فرابورس نگاه می‌کردید، بازاری برای ابزار بدهی وجود نداشت؛ یک رشته اوراق با اختیار فروش^۲ با حضور بازارگردان وجود داشت و بر مبنای قیمت اسمی معاملات انجام می‌شد.

تقریباً از سال ۹۴ در فرابورس بازار بدهی با اوراق دولت فعال شد (اوراق اسناد خزانه اسلامی سال ۱۳۹۳ در بازار منتشر و سال ۱۳۹۴ معاملات ثانویه شروع شد) و این اتفاق افتاد که اوراق دولتی با قیمت‌های شناور در آن بازار مشتاقانه معامله شد. دولت هم وارد این عرصه شد و خواست از بازار

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه سوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۱۵ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. put option

سرمایه مستقر استفاده کند. این دو گرایش با یکدیگر باعث شدند که بازار بدهی‌ها حداقل به صورت ابتدایی شکل گیرد. چیزی که در سال‌های بعد اتفاق افتاد این بود که دولت با عرضه‌های سنگین اوراق خزانه تقریباً جایی برای معامله اوراق بخش خصوصی باقی نگذاشت. از طرف دیگر، سازمان بورس هم که سازوکار رتبه‌بندی قابل اطمینانی نداشت، با پیچیده کردن فرایندهای تأمین مالی از طریق اوراق بدهی شرکت‌ها، باعث شد که دولت تقریباً به تنها (حدود ۸۵ تا ۹۰ درصد) بازیگر بازار اوراق بدهی منتشره بدل شود.

قاعدتاً یکی از ابزار تأمین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه، بازار بدهی است؛ قرار بود این بازار بدهی در اختیار شرکت‌های بخش خصوصی قرار گیرد. اما متأسفانه سهم اوراق بدهی بخش خصوصی واقعی در بازار سرمایه کشور نزدیک به صفر است. با این همه، همین که ما از سال ۹۳ به سمتی آمدیم که اولاً در این خصوص بازاری داریم، و دوم این که دولت مجاب یا مجبور شده از طریق این سیستم شفاف به استقراض پردازد، به نظر من نکته مثبتی است. کماکان توسعه بازار بدهی یکی از چالش‌های بازار سرمایه ماست و فکر می‌کنم اگر بتوانیم با ابزار رتبه‌بندی و با تسهیل تأمین مالی بخش خصوصی این بازار را توسعه دهیم، بازار بدهی یکی از بخش‌های خوش‌آتیۀ بازار سرمایه خواهد بود.

زیرساخت فناوری اطلاعات

یکی از چالش‌های بزرگ ما در بازار سرمایه زیرساخت فناوری اطلاعات (IT) و دیجیتال است. در سالیان گذشته تحولی در دنیا به عنوان تحول دیجیتال راه افتاد؛ این تحول دیجیتال دارد حتی از تحول تکنولوژی اطلاعات یا IT فراتر می‌رود. تحول IT موقعی بود که ابزارهای تکنولوژی اطلاعات در اختیار شرکت‌ها به عنوان ابزار قرار می‌گرفت، برای این که بتوانند در شرکت‌ها بهره‌وری بیشتری داشته باشند. در تحول دیجیتال همه چیز دیجیتالی شروع می‌شود و ابزارهای IT دیگر به مثابه ابزار نیستند، بلکه شکل و شمایل انجام و توسعه کارها به صورت دیجیتال را به خود می‌گیرند.

متأسفانه به خاطر تحریم‌ها و شاید به دلیل ضعف نگاه استراتژیک به این حوزه، در طی دهه ۹۰ و امروز ما با شرایطی روبه‌رو هستیم که حتی سامانه‌های IT ما قابلیت این را ندارند که عملیات بازار سرمایه را با کارایی پیش ببرند. مهم‌ترین ضعف در هسته معاملات است. بعضی وقت‌ها شرکت فناوری اطلاعات بورس مجبور می‌شود معاملات نمادهایی را به بعضی ساعت‌های خارج از ساعات معاملات بازار منتقل کند یا این که وقتی عرضه اولیه انجام می‌شود، دو سه روز وقت لازم است که در سامانه، عملیات پس از معامله^۱ جایفتد و ارقام به سامانه سپرده‌گذاری وارد شود.

در بازار سرمایه به این جمله که «چگونه ۵ فیل می‌توانند با پراید به شمال بروند»، واقعاً باور دارم. ما همین کار را داریم می‌کنیم. سختی کار مخصوصاً در هسته معاملات و عملیات پس از معامله است.

1. post-trade

دوستان ما در این شرکت‌ها واقعاً با پراید ۵ فیل را به شمال می‌برند. این تا این جا شدنی بوده، اما برای آینده حتماً به این احتیاج داریم که در این حوزه‌ها سرمایه‌گذاری زیادی کنیم.

نگاهی که فکر می‌کنم در سالیان گذشته بوده و کماکان ادامه دارد این است که مدیران ارشد بازار سرمایه هنوز به عنوان ابزار به حوزه IT نگاه می‌کنند. فکر نمی‌کنم این نگاه دیگر جواب بدهد. مسئله دوم این است که در حوزه توسعه، ما نباید به فکر توسعه یک نرم افزار یا یک سیستم باشیم، و این گونه به توسعه نگاه کنیم. ما باید به یک اکوسیستم نگاه کنیم. از طریق سیاست‌گذاری‌هایی که می‌کنیم باید باعث شویم که به اجزای این اکوسیستم کمک شود تا این تحول دیجیتال اتفاق بیفتد. این در دهه ۹۰ مخصوصاً در یکی دو سال گذشته که حجم معاملات ما افزایش پیدا کرده، چالشی بزرگ بوده است. نقاط ضعف زیرساخت‌های IT حالا دیگر بسیار آشکارتر شده است. متأسفانه هنوز هم هیچ راه‌حلی نداریم که ما را از این مرحله عبور دهد. متأسفانه مسئله تحریم باعث شده است که راه‌حل‌های این مشکل زیاد نباشد.

سهام به مثابه طبقه دارایی خانوارها

چالش بعدی که با آن مواجه هستیم ظهور سهام بورسی به عنوان طبقه دارایی خانوارها^۱ است. در گذشته، طبقه‌های دارایی مختلفی در دایره گزینه‌های منتخب مردم برای سرمایه‌گذاری بوده است. ملک، طلا، دلار و سپرده بانکی طبقه‌هایی از دارایی بوده که ۹۵ درصد مردم برای سرمایه‌گذاری می‌شناختند. شاید در یک سال گذشته است که سهام بورسی به عنوان یک طبقه دارایی تا این حد شناخته شد که مردم در خانه‌ها و میهمانی‌ها راجع به آن صحبت کنند. این پدیده البته هم خوبی‌های بسیار زیادی داشته و فرصت بسیار بزرگی بوده، و هم به چالشی بزرگ برای بازار سرمایه تبدیل شده است. چرا این اتفاق برای مدیران بازار سرمایه و کسانی که خدمات حرفه‌ای در این حوزه انجام می‌دهند، چالش است؟ به خاطر این که مثل خیلی از حوزه‌های دیگر، کسانی که وارد این حوزه می‌شوند، ممکن است شناخت کافی و توانایی‌های لازم برای مدیریت این حوزه را نداشته باشند و این بازخوردهای منفی واکنش‌هایی ایجاد می‌کند که باعث می‌شود بسیاری از این خانوارها از این بازار ناامید شوند.

از طرفی، زیرساخت‌های بازار سرمایه از جمله زیرساخت‌های IT و زیرساخت‌های سیاسی برای ایجاد جهش در شناخت مردم از بازار سهام وجود ندارد، و در آن مسیر سیاست‌گذاری نشده است. وقتی در مورد زیرساخت سیاسی صحبت می‌کنیم، بدان معناست که بالاخره حضور و ظهور عمده مردم در این بازار باعث می‌شود که حساسیت‌های اجتماعی و امنیتی به وجود آید. یعنی، بالارفتن و پایین آمدن شاخص قبلاً مهم بود، اما حالا بسیار مهم‌تر هم می‌شود. به دلیل این اهمیت شاید سیاست‌گذاران ما و اهالی سیاست

1. household asset class

مجبور شوند (یا فکر می‌کنند مجبورند) در برخی وقت‌ها تصمیم‌هایی بگیرند که برای بازار سرمایه مضر باشد؛ نگاه‌ها و یا نیازهای امنیتی باعث می‌شود این اتفاق‌ها بیفتد.

از طرف دیگر، با ورود محصولات بازار سرمایه به سبد سرمایه‌گذاری خانوارها فرصتی در بازار به وجود می‌آید تا تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و متوسط و حتی شرکت‌های کوچک در بازار بسیار آسان‌تر شود؛ فرصتی که همیشه در بازار به دنبال آن بودیم. یعنی، پس از این احتمالاً تأمین مالی افزایش سرمایه‌ها و عرضه‌های اولیه بسیار راحت‌تر انجام می‌شود.

اما چالش دیگری هم در این مورد وجود دارد. قرار بر این بوده و درست هم این بوده که اکثر کسانی که وارد بازار می‌شوند و اطلاعات کافی راجع به شرکت‌ها ندارند، به طور غیرمستقیم وارد بازار شوند. اما می‌بینیم درصد بسیار بالا از کسانی که در یک سال گذشته وارد بازار شدند، به صورت مستقیم وارد آن شدند. این حضور هم باعث شده که نارضایتی برای خودشان به وجود بیاید و هم به دلیل انتظارات راجع به پایین نیامدن شاخص و از بین رفتن سرمایه‌شان، سیاست‌گذاران و ادار می‌شوند تصمیمات شاید نادرستی بگیرند.

معاملات الگوریتمی

تقریباً از سال ۹۴ که ما اولین معامله الگوریتمی را در شرکت خودمان شروع کردیم و با مقاومت بسیار شدید مسئولان بازار مواجه شدیم، با این چالش آشنا شدم. اولین الگوریتم ما خیلی ساده بود؛ هیچ کار ویژه‌ای نمی‌کرد؛ این الگوریتم فقط در خصوص بازار بدهی به درد می‌خورد. برای این که بازارگردانی اوراقی را درست انجام دهیم، بدون کمک ماشین و با دست این کار به راحتی انجام نمی‌شود. مخصوصاً این که بازارگردان متعهد است تعداد زیادی سفارش را مرتب در سامانه وارد کند. از نظر ما، غیرممکن بود که بدون معاملات الگوریتمی، این کار به درستی انجام شود. به رغم مخالفت‌ها، آرام آرام هر چه جلو آمدیم، فضا بازتر شد، و سعی شد که سازمان بورس این معاملات را تنظیم و منطبق با مقررات کند. ولی کماکان ما با مشکل مواجه هستیم.

امروزه هر وقت بازار با افت و خیز مواجه می‌شود، معاملات الگوریتمی را متوقف می‌کنند. این توقف‌ها در شرایطی رخ می‌دهد که بسیاری از عملیات اجرایی به شکل معاملات الگوریتمی هم انجام می‌شود، و لزوماً بحث نوسان‌گیری که توسط بعضی الگوریتم‌ها انجام می‌شود، مطرح نیست. آن طور که ما دریافته‌ایم، در دنیا بیش از ۸۰ یا ۹۰ درصد از کل معاملات توسط ماشین انجام می‌شود. انسان‌ها استراتژی و تحلیل می‌دهند، و ماشین‌ها به صورت الگوریتمی معامله می‌کنند. اما متأسفانه این روزها این هم مثل بقیه موضوعات به چالش فعالان بازار تبدیل شده است. فعالان بازار از این تحول استقبال کردند و به سمت آن می‌روند.

فکر می‌کنم ما در ایران احتیاج به نگاهی متفاوت به معاملات الگوریتمی داریم؛ معاملات الگوریتمی فقط برای این نیست که ما نوسان‌گیری کرده یا از فضای آربیتراژ استفاده کنیم. امروزه بسیاری از اجراهای درست فقط توسط الگوریتم‌ها ممکن است؛ سبدگردانی‌ها و بازارگردانی‌ها فقط با الگوریتم‌ها انجام‌شدنی است. این که در شرایط افت و خیز بازار معاملات الگوریتمی را متوقف کنیم، فقط ناشی از این دیدگاه است که به معاملات الگوریتمی به مثابه ابزار فانتزی نگاه می‌کنیم. این چالش کماکان، مثل بقیه چالش‌ها، در بازار سرمایه باقی مانده، و حل آن در گرو اقدامات قدم‌به‌قدم و مرحله‌ای است. همان‌طور که عرض کردم، در شروع برای اجرای معاملات الگوریتمی مقاومت جدی وجود داشت، ولی بالاخره معاملات الگوریتمی راه خود را باز کرد، حتما در ادامه مسیر این روند هموارتر می‌شود.

هدایت قیمت‌ها

یکی از چالش‌های عمده بازار در تمام این ده سال گذشته به نوسان‌هایی در قیمت‌ها برمی‌گردد که بسیاری از فعالان و مدیران بازار فکر می‌کنند آن نوسان‌ها هدایت شده‌اند. ما در بازار سرمایه فکر می‌کنیم، و قانون هم وجود دارد، که دستکاری در قیمت‌ها جرم است و عواقب کیفی دارد. ولی به نظر می‌رسد افراد و شخصیت‌های مختلفی سعی می‌کنند به نفع خود و یا به نفع شرایط بازار قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. از گروه‌های تلگرامی گرفته که قیمت سهام‌های کوچکی را به طور عمده بالا و پایین می‌کنند تا سهامداران عمده‌ای که برای گرفتن وام بانکی یا به علت‌های مختلف سهم خود را تقویت می‌کنند، بدون این که آن سهام چنین ارزش‌های ذاتی داشته باشند. عواملی از نظام حاکم بر بازار چون سازمان بورس و صندوق‌های مختلف نیز از ترس ریزش‌های بزرگ در بازار مداخله می‌کنند.

فکر می‌کنم بزرگترین چالش ما در این زمینه پایین‌بودن میزان سهام شناور است. در بسیاری از سهام‌های بازار، سهام شناور محدود است. بنابراین، با مبلغ کمی پول، روی تعداد زیادی از سهام‌ها می‌توان نوسان‌های بزرگ درست کرد. بعضی از آدم‌هایی که ممکن است نیت خوب نداشته باشند یا فقط به فکر سودآوری خود باشند، از این قضیه سوءاستفاده می‌کنند.

مسئله بعدی این است که ما بازارگردانی را آن‌طور که باید جدی نگرفته‌ایم. سال گذشته شرکت ما جزوه‌ای به نام *افسانه بازارگردانی* منتشر کرد. فرایندی که تا امروز به عنوان بازارگردانی شناخته می‌شود، یکی از چالش‌های بزرگ بازار سرمایه است. این که سهامدار عمده فکر می‌کند بازارگردانی آن است که قیمت سهم را بالا نگاه دارد، چالش بازار سرمایه ایران است. در حالی که بازارگردانی تلاشی توسط نهادهای حرفه‌ای، صندوق‌های بازارگردانی و شرکت‌های تأمین سرمایه است که در

بازار نقدشوندگی ایجاد کنند؛ مطمئن شوند سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌سادگی از سهام خارج شده و یا وارد شوند.

در همین راستا، کماکان مدیران بازار سرمایه ایران در مورد دامنه نوسان قیمت سهام و این که قیمت‌ها بتوانند در دامنه وسیع‌تری نوسان کنند، به نتیجه نرسیده‌اند. هنوز فکر می‌کنند دامنه نوسان وسیع خطر بزرگی برای بازار است. متأسفانه وجود دامنه نوسان ابزار دست کسانی شده که می‌خواهند از نوسان‌گیری‌های غیرمعارف استفاده کنند. در حقیقت، دامنه نوسان موجب بحران‌های شدید سهام در بازار سرمایه کشور ما هست. ولی، نظر کارشناسی مدیران بازار ما آن است که کماکان قیمت‌ها باید در دامنه‌های محدود نوسان کنند. در دنیا، مگر در شرایط بسیار خاص، دامنه نوسان محدود وجود ندارد. همیشه گفته‌ام این دامنه محدود نوسان جمع خواهد شد، اما تا آن زمان، برای کسانی که در این فاصله زمانی معامله می‌کنند، این موضوع به عنوان چالش باقی می‌ماند.

ابزارهای عقیم

خیلی از ابزارهای جدید در دهه ۹۰ به وجود آمده‌اند. در واقع، آنها حاصل تلاش‌های مستمر کسانی هستند که مدیر بازار بوده یا به عنوان فعال بازار به این ابزار احتیاج داشته‌اند. با این همه، وقتی به بعضی از این ابزار نگاه می‌کنم، افسوس می‌خورم که چرا آنها که با نیت خیر عده‌ای به وجود آمده‌اند، کارکرد درستی ندارند. مثلاً، ابزارهایی مثل صندوق زمین و ساختمان، بورس ایده، صندوق‌های جسورانه^۱ و صندوق‌های سرمایه خصوصی^۲ که همه آنها با اعلام نیاز توسط فعالان بخش دولتی و خصوصی به سازمان بورس و اوراق بهادار و یا به شرکت‌های مختلف بورس ایجاد شده، متأسفانه کارکرد معنادار و درستی ندارند.

ما همین امروز خود به عنوان شرکت کیان متقاضی صندوق‌های زمین و ساختمان هستیم تا به کمک آنها بتوانیم بازار اولیه ملک و مسکن را رونق دهیم. اما متأسفانه ساختار و مقررات جاری صندوق‌های زمین و ساختمان جوابگوی مشکلات نیست. البته نقطه مثبت خلق این ابزار، یادگیری است؛ عده‌ای فعال بازار نزد سازمان بورس می‌روند که بگویند ما به چنین ابزاری احتیاج داریم، برخی مدیران سازمان هم با بررسی پیشنهادها به نتایجی می‌رسند که واقعاً خیلی هم مؤثر و مفید نیست و نتیجه کار مشخصی به دست نمی‌آید. یا مثلاً در مورد تشکیل صندوق‌های املاک و مستغلات^۳ که یکی از نیازهای بسیار شدید بازار ماست، بعد از این همه سال، به موفقیتی نرسیده‌ایم. دوباره اگر به نیمه پر لیوان نگاه کنیم، نتیجه می‌گیریم که یادگیری برای بسیاری از افراد انجام شده است. اما نیمه خالی لیوان آن است که متأسفانه در دهه ۹۰ ما نتوانستیم از عواید ایده‌های خوبی استفاده کنیم که در دنیا در

1. venture capital or VC

2. private equity or PE

3. real estate investment trust or REITs

دسترس است. البته مثل بعضی موارد دیگر، معتمد در دهه بعدی این اتفاقات به سمت مثبت حرکت خواهد کرد. از دیگر ابزارهایی که به دفعات مقررات آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار نوشته شد ولی اجرایی نشد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزی است. این صندوق‌ها با نگاه خاص بانک مرکزی به حوزه بازار ارز، هنوز اجرایی نشده است.

مقام ناظر^۱

همان‌طور که در اسلایدهای قبلی هم تلویحاً توضیح دادم، همه چیز در بازار سرمایه از نهاد قانونی مقام ناظر یا قانون‌گذار بازار نشأت نمی‌گیرد؛ خیلی چیزها توسط حوزه‌های دیگری مثل مجلس، دولت و رهبری هدایت می‌شود. ولی به هر حال، مقام ناظر یا سازمان بورس و اوراق بهادار کشور ما متولی بازار سرمایه است. طبعاً از افراد سازمان بورس هم، مثل همین آدم‌هایی که در کنار آنان داریم کار می‌کنیم، می‌توان انتقادهای زیادی کرد.

قانون سال ۱۳۸۴ ما سازوکار فعلی بازار سرمایه را مشخص کرده است. آقای دکتر عبده تهریزی خود نقش مؤثری در تصویب آن قانون داشتند. وقتی به این قانون نگاه می‌کنیم، آن را بسیار مترقی‌تر از آن می‌یابیم که در اجرا به عمل آمده است؛ در حوزه حاکمیت^۲ بازار به آن خواهیم پرداخت. قانون نهاد ناظر ما را نهادی عمومی معرفی می‌کند که توسط بخش عمومی - خصوصی هدایت می‌شود. ولی آن چیزی که در اجرا دارد اتفاق می‌افتد، سازمان بورسی است که مخصوصاً امروزه به نهادی ۱۰۰ درصد دولتی؛ با نگاه‌های دولتی، با چشم‌انداز اقتصاد دولتی، و با زیرساخت‌های کلان دولتی تبدیل شده است.

به طور خلاصه، جمع‌بندی آن است که در نهاد نظارتی و قانون‌گذاری ایران، فرم بر محتوا غلبه دارد. در بخش قبلی بحث راجع به ابزارهای تأمین مالی و ابزارهای دیگری شد که بیشتر از محتوا خالی هستند. این بحث به تمام عرصه‌ها تعمیم‌پذیر است. مثلاً در عرصه نظارت، کلی چارچوب و دست‌انداز برای فعالان بازار داریم و در عین حال فساد اکبر که همان دستکاری در بازار است در حال انجام است. آنهایی که می‌خواهند طبق مقررات عمل کنند، مجبورند از تمام این مانع‌ها بپرنند تا بتوانند کارشان را درست انجام دهند. در خیلی از مواقع باید آزادسازی‌هایی انجام شود تا به سازوکار بازار اعتماد شود و این اتفاقات رخ ندهد. این را نمی‌شود به مدیریتی خاص هم نسبت داد. از آقای دکتر صالح‌آبادی گرفته تا آقای دکتر فطانت، آقای دکتر محمدی و بعد جناب آقای دکتر قالیباف اصل همه افرادی بودند که قبل از این که مدیر بازار شوند، سوابق خوبی داشتند.

1. regulator

2. governance

من با تلاشی که در جریان است تا قانون بازار سرمایه سال ۱۳۸۴ توسعه پیدا کند، خیلی هم‌داستان نیستم. من خیلی با تغییر این قانون موافق نیستم و فکر نمی‌کنم خروجی بهتری از آن از سازوکار مدیریتی حاکم بیرون می‌آید. خلاصه کنم و بگویم برای این که بتوانیم بازار سرمایه بهتری داشته باشیم، باید مقام ناظر بهتری داشته باشیم. از نقطه‌ای که هستیم، یک قدم مثبت به سمت قانون‌گذاری بهتر باید برداریم. لازمه آن این است که حداقل به قانون اوراق بهاداری برگردیم که در سال ۱۳۸۴ تصویب کردیم و دو سال بعد به عنوان متمم برای آن، قانون توسعه ابزارها را نوشتیم.

سهام عدالت

یکی از چالش‌های بزرگی که بازار در تمامی سال‌های دهه ۹۰ با آن مواجه بوده، سهام عدالت است. بار عملیاتی عمده سهام عدالت، فارغ از درست یا غلط بودن تصمیم اولیه در زمان تصویب، به دوش بازار سرمایه کشور گذاشته شد. در تمام این سال‌ها، شرکت‌های تعاونی استانی به وجود آمدند که این سهام را مدیریت می‌کردند. شاید بعضی‌ها ندانند که بالاخره بخشی از سهامی که در دست تعاونی‌ها قرار گرفته بود، حالا به به مردم واگذار شده است؛ به نوعی این واگذاری آن جنبه مثبت خصوصی‌سازی سهام عدالت است که دارد انجام می‌شود.

پیام خصوصی‌سازی همواره آن است که به مدیریت کارتر می‌انجامد. متأسفانه تا همین امروز هم این اتفاق نیفتاده است. شرکت‌های تعاونی ابزاری برای کشتی‌گیری بین نیروهای سیاسی شده‌اند. حال در سالی که در آن هستیم، تصمیم گرفته شد در اوج بازار، سهام عدالت عرضه شود. به نظر من هرچند نحوه آزادسازی این سهام مشکلاتی داشت، ولی به هر حال آزاد کردن سهام عدالت و تا آن حد که کنترل آن در دست مردم قرار گرفت، حتماً اتفاق مثبتی بود.

البته خیلی‌ها هم معتقدند که محرک مقداری از اُفتی که در شاخص داشتیم، همین سهام عدالت بوده است. ولی به هر حال مأموریت غیرممکنی که تقریباً ۱۰ سال پیش شروع شد، از این طریق به نتیجه می‌رسد. در تمام این سال‌ها مجلس، دولت، و سازمان بورس در تکاپو بودند بتوانند این سهام را آزاد کرده و در دست مردم قرار دهند. در حقیقت، ما در مرحله آغاز یک پایان هستیم. ولی کماکان چالش سر جای خودش است. آن موقعی این اتفاق کاملاً مثبت خواهد بود که سهام عدالت در دست مردم قرار بگیرد، و مردم هم این سهام را در دست مدیران دارایی قرار دهند، و مدیران دارایی بتوانند در مجامع این شرکت‌ها، تصمیمات درستی بگیرند. تا آنجا هنوز خیلی فاصله داریم. هرچند در ۱۰ سال گذشته ممکن بود این کار خیلی بهتر انجام شود، ولی توسعه خوبی انجام شد.

اوراق بهادارسازی در املاک

یکی دیگر از چالش‌هایی که طی سالیان گذشته سعی بسیار شده که بر آن فائق آییم، فقدان طبقه دارایی‌هایی است که از اوراق بهادارسازی^۱ ملک و ارز ناشی شده است. طبقه‌های دارایی معمول و قدیمی مردم ایران ملک، طلا و ارز بوده است؛ اخیرتر هم دارایی‌هایی چون اتومبیل خارجی که مستهلک هم می‌شود به آن طبقه‌ها اضافه شده است. در همه دنیا، حداقل در حوزه ملک، یکی از طبقه‌های عمده دارایی‌های مرتبط به املاک، واحدهای صندوق‌های املاک و مستغلات یا Reits هستند. مردم می‌توانند از طریق سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها یا صندوق‌های بازنشتگی^۲ در پهنه ریسک^۳ و بازده املاک قرار بگیرند؛ برای کسانی هم که می‌خواهند پولشان را جمع کنند تا بعداً بتوانند طی مدتی ملک بخرند، این ابزار فوق‌العاده خوبی است. ما هنوز در حوزه ملک و ارز نتوانسته‌ایم ابزار مناسبی ایجاد کنیم. افراد و شرکت‌های مختلف بارها سعی کرده، نظر داده و اساسنامه پیشنهاد داده‌اند، ولی متأسفانه هنوز این ابزار را نداریم.

وقتی از ابعاد مختلف به این قضیه نگاه کنید، و به عنوان مدیر دارایی کسانی که پس‌انداز مازاد برای سرمایه‌گذاری دارند، به حوزه‌های مختلف در دسترس نگاه کنید، مجبورید به این نتیجه برسید که باید امکان سرمایه‌گذاری در حوزه‌ها و طبقه‌های مختلف دارایی وجود داشته باشد. امروز که در خدمت شما هستم، در حوزه ملک (ارز که اصلاً شدنی به نظر نمی‌رسد) ابزاری که اوراق بهادارسازی شده باشد، و بتوانیم به عنوان شرکت‌های تحت نظارت از آن استفاده کنیم، وجود ندارد. بی‌شک در دهه آینده این نهادها و ابزارها شکل خواهد گرفت.

اصول حاکمیتی

یکی از حوزه‌های خیلی مهم و تاثیرگذار در کارایی بازار سرمایه اصول حاکمیتی است. در بخش‌های قبل تلویحاً تا حدی به این موضوع پرداختیم. رعایت اصول حاکمیتی در مورد خود سازمان بورس، این که چطور هیأت‌مدیره آن تشکیل می‌شود، و چطور تصمیم‌گیری انجام می‌شود، ضروری است تا در مورد نهادهای خودانتظام مثل بورس‌ها و بانک‌ها که چطور عمل کنند، و تا سایر بنگاه‌ها. متأسفانه همان‌طور که گفتیم، قانون ما خیلی جلوتر از آن می‌رود که امروزه اجرا می‌شود. البته به‌ویژه در حوزه شرکت‌ها، اتفاقات خوبی افتاده، ولی مرتب یا از این طرف پشت‌بام می‌افتیم و یا از طرف دیگر آن. اکنون چیزی که راجع به حاکمیت شرکتی به ناشران بورسی ابلاغ شده و اجرایی کرده‌اند، فوق‌العاده سختگیرانه است. از این رو بعضاً این تصور پیش می‌آید شاید دوستانی که این مقررات را نوشته‌اند، شناختی از اصول شرکت‌داری نداشته‌اند. کتابی به نام *اعضای هیأت مدیره توسط انتشارات*

1. securitization
2. pension fund
3. exposure

اکنون می‌ست چاپ شده^۱ است، راجع به این که در هیأت‌مدیره چه اتفاقاتی می‌افتد، و بهترین استانداردهای جاری در این حوزه کدام است. کتاب فوق‌العاده خوبی است، و مناسب است اگر بتوانید آن را پیدا کنید و بخوانید.

شاخص سیاسی

شاخص یکی از چالش‌های عمده بازار سرمایه بوده است. سیاسیون و مجلسی‌ها همیشه به دنبال شاخص به سمت بالا و مثبت بوده‌اند. درک این که این شاخص بورس بالاخره بالا و پایین دارد، خیلی جا نیفتاده است، و این موضوع اسباب دردسر رؤسای سازمان بورس و سیاست‌گذاران در این حوزه شده است. آنان می‌خواهند نشان دهند که اگر این شاخص بالا می‌رود، یعنی اقتصاد بالا می‌رود. در صورتی که این جهت معکوس است: اول اقتصاد باید بالا برود تا شاخص بالا برود. رابطه آن گونه که آنان می‌گویند، نیست. شاید بسیاری از آنان این موضوع را می‌دانند، ولی به عنوان شاخص عملکرد خودشان در عرصه اقتصاد از آن استفاده می‌کنند. شاخص واقعاً یکی از چالش‌های اصلی بازار سرمایه ایران است، چرا که عموم مردم و سیاسیون آن را محرک اقتصاد می‌دانند و نه نشانگر فعالیت اقتصادی.

سیطره دولت

بازار سرمایه ما بر خلاف قانونی که نوشته شده، بسیار دولتی است. شما می‌بینید که در بازار بدهی، دولت به‌راستی عرصه را بر بخش خصوصی تنگ کرده است.^۲ همان‌طور که عرض کردم، این بازار تحت تأثیر دولت است، و بزرگ‌ترین بازیگر آن دولت است. شرکت‌های محدودی هم که اوراق بدهی منتشر کردند، مثل ایران‌خودرو و سایپا در سال ۹۸، واقعاً شرکت‌هایی مرتبط و تحت مدیریت دولت بوده‌اند. بنابراین، دولت به معنای عام جایی برای نفس کشیدن شرکت‌های بخش خصوصی باقی نمی‌گذارد.

از طرف دیگر هم وقتی می‌بینیم اتفاقی می‌افتد، و مثلاً در شاخص اصلاحی در حال انجام است، چون قسمت اعظم شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری در بازار ما دولتی هستند، آقای وزیر دستور خرید می‌دهد، و دوستان مدیر مجبورند خرید کنند. این سیطره دولت در تمامی ابعاد کار بازار، چه به لحاظ سیاست‌گذاری و چه به لحاظ تعداد شرکت‌های دولتی فعال در بازار، فراگیر است. این وضع با نفس قانونی که در سال ۱۳۸۴ نوشته شده، در تعارض است. فکر می‌کنم این یکی از چالش‌هایی است که ما برای سالیان متمادی با آن دست‌وپنجه نرم خواهیم کرد. امیدوارم شرکت‌های بیشتری به بخش خصوصی وارد شوند تا حجم فعالیت دولتی کمتر شود.

1. Bob Tricker, Essentials for Board Directors, The Economist, 2009.

2. crowding out

ناکارایی بازار اولیه

یکی از چالش‌های دیگر بازار سرمایه ما ناکارایی بازار اولیه است. اگر از شرکت‌ها پرسیم برای چه وارد بازار سرمایه می‌شوند، و خود را در فهرست شرکت‌های بورسی قرار می‌دهند، معمولاً تأمین مالی آسان‌تر را به عنوان عامل اصلی ذکر می‌کنند. دلیل دیگر ورود به بازار سرمایه نقدشوندگی ذکر می‌شود. از منظر شرکت‌ها و هیأت‌مدیره‌ها، شاید مهم‌ترین عامل ورود به بازار سرمایه و ناشر شدن، استفاده از بازار اولیه باشد.

متأسفانه ما شرایطی نمی‌بینیم که حاکی از کمک بازار اولیه به تأمین مالی باشد. اکثریت قریب به اتفاق افزایش سرمایه‌های ما از طریق حق تقدم انجام می‌شود. افزایش سرمایه از طریق سلب حق تقدم و عرضه اولیه سهام شرکت‌هایی که تازه شروع به فعالیت می‌کنند، خیلی کم اتفاق می‌افتد. آن موقع هم که می‌خواهیم افزایش سرمایه بدهیم، با فرایندی بسیار طولانی مواجه هستیم که اصلاً کار افزایش سرمایه را ساده نمی‌کند. هرچند ممکن است در نهایت حق تقدم‌ها به فروش رسد، ولی واقعیت آن است که کابوس تأمین مالی برای شرکت‌ها واقعاً گرفتاری‌های بزرگی به همراه می‌آورد. امیدوارم بازار اولیه بتواند در سال‌های آینده شرایط بهتری پیدا کند.

توهم ریسک

از دیدگاه من بازار سرمایه جایی است که بازیگران مختلف آن شامل شرکت‌های غیرمالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی و سرمایه‌گذاران حقیقی از طریق قرارداد ریسک‌های خود را به یکدیگر منتقل می‌کنند و هزینه قبول ریسک را به همدیگر می‌پردازند. این نوع برداشت در بازار سرمایه ما خیلی جا نیفتاده است. هنوز بعضی‌ها فکر می‌کنند بازار سرمایه جایی است که همیشه و در هر حال می‌توانند از آن بازدهی بگیرند. دولت هم به نوعی این دیدگاه را تقویت می‌کند. اما همان طور که گفتم بازار سرمایه جایی است که در آن ریسک‌ها از یک نفر به نفر دوم به قیمت مشخصی منتقل می‌شود.

فقدان دانش همه فعالان

ما همواره در مورد دولت و نهاد ناظر صحبت می‌کنیم. واقعیت این است که وقتی دور هم در بخش خصوصی می‌نشینیم، بر اساس تجربه موجود، شاهد بازار سرمایه‌ای نوپا هستیم که در آن دانش و تجربه فعالان خصوصی هم آن‌چنان چشمگیر نیست. بعضی وقت‌ها شاهدیم که با همه انتقادی که از دولت و عزیزانمان در سازمان می‌کنیم، دانش موجود در بدنه بخش خصوصی حتی از دوستان بخش دولتی هم کمتر است. حداقل آن دوستان می‌روند مطالعه می‌کنند و به مطالعات موردی^۱ نگاه

1. case study

می‌کنند، اما بخش خصوصی واقعاً به لحاظ دانش و تجربه بسیار نحیف است. البته، نمی‌گوییم که تجربه واقعی در اختیار فعالان بازار نیست، اما وقتی راجع به بهترین رویه‌ها^۱ و استانداردها در بخش خصوصی صحبت می‌کنیم، آن موقع کاستی‌های خود را نشان می‌دهند. پس در رابطه با دانش و تجربه بخش خصوصی کارهای بسیاری باید کرد.

تشکیلات نحیف بخش خصوصی

در بالا از فقدان دانش و تجربه و در اینجا راجع به تشکیلات نحیف بخش خصوصی صحبت می‌کنم. ما از مطالعه وضعیت شرکت‌هایی که به آنها مؤسسات مالی متعهد^۲ می‌گوییم یاد گرفته‌ایم که آنها مدیریت ریسک را درست انجام می‌دهند، درست سرمایه‌گذاری می‌کنند، در حوزه دیجیتال فعال‌اند و در آن بسیاری از مسائل مدیریت ریسک را دیجیتالی انجام می‌دهند، آنلاین هستند، ... در مقایسه با وضع آنها، روشن است که ما تشکیلات ضعیفی در شرکت‌ها داریم و باید این عقب افتادگی را جبران کنیم.

نوآوری محصور در قالب‌های نظارتی

همان‌طور که گفتم، در دنیای امروز همزمان با تحول دیجیتال که در همه صنایع اتفاق می‌افتد، فناوری مالی هم به شدت متأثر شده است. از مجموعه اتفاقاتی که در حوزه نوآوری می‌افتد، بانک‌های سرمایه‌گذاری بزرگ که موتور محرکه بازار سرمایه هستند، همه این نوآوری‌ها را وارد ساختار و تشکیلات خود کرده‌اند. بانک‌های سرمایه‌گذاری ایرانی متأسفانه حتی نسبت به سیستم بانکی در کشور خودمان ضعیف‌تر عمل کرده، و به دلیل محدودیت چارچوب‌های نوآوری، عملاً نوآوری‌ها را در نطفه خفه کرده‌اند. ما فعالان بازار به دانشجویان و تازه‌واردان بازار سرمایه که ایده‌های خیلی خوبی دارند، متأسفانه خیلی بال‌و‌پر نمی‌دهیم. باید برعکس عمل کنیم و در این حوزه حتی مقداری ریسک کرده و سطح ریسک خودمان را از سیستم‌های نظارتی معمول هم بالاتر بگیریم تا نوآوری اتفاق بیفتد. متأسفانه این طور نشده است.

نهادهای جدید

نهادهای جدیدی شکل گرفته‌اند؛ تأمین سرمایه‌ها از سال ۱۳۸۷ شروع به کار کرده‌اند، تعداد سبدگردان‌ها بسیار بیشتر شده است، و شرکت‌های مشاوران سرمایه‌گذاری و شرکت‌های رتبه‌بندی شروع به کار کرده‌اند. همه این اتفاقات بسیار مثبت بوده است. ولی به نظر می‌رسد که ما نیروی انسانی کارآمد برای همه این نهادها نداریم. در بعضی حوزه‌ها، مثل حوزه رتبه‌بندی، سیاست‌گذار با کارهایی که کرده،

1. best practice

2. financially responsible institutions

عملکرد این نهادها را تحت تأثیر قرار داده است. با این همه، اتفاق فوق‌العاده مثبتی است که نهادهای مهمی را می‌سازیم و مجوزهای متعدد می‌دهیم. فکر می‌کنم در کنار همه اینها باید زیرساخت‌های نیروی انسانی را توسعه داده و امکان بزرگ‌شدن این نهادها را فراهم آوریم.

سهامی عام کارا

مفهومی به نام سهامی عام کارا مدتی است که مطرح است. هرچند این کارایی‌ها بیشتر در سهامی‌های خاص معمول بوده، و به نظر می‌رسد که در بورس‌ها دست‌وپای مدیران برای اعمال این عناصر کارایی بسته است، اما مفهوم سهامی عام کارآمد رواج یافته است.

وجود سهام ممتاز در شرکت‌های عام که به‌تازگی در بورس ما هم شروع شده، یکی از این عناصر کارایی است. وجود سهام خزانه جزء دیگری است. حق خرید سهام^۱ تشویقی برای حفظ کارکنان مؤثر و کارآمدتر است.

اتفاقاتی که اخیراً در شرکت‌هایی چون گوگل یا فیس‌بوک رخ داده، با تمام انتقادهایی که بر آنها ممکن است وارد باشد، در نهایت به این‌جا انجامیده که تصمیم‌گیری را یک نفر انجام دهد؛ یعنی سهامی عامی داریم که مدیریتش فوق‌العاده متمرکز و کاراست. حال ممکن است انتقادهایی هم بر آن وارد باشد، اما مفهوم سهامی عام کارا را دنبال می‌کنند. محور این مفهوم آن است که نباید بگذاریم این طور برداشت شود که سهامی عام‌بودن، یعنی متوسط‌بودن، و یعنی بسیار آهسته‌بودن. این مفهوم، به دنبال سهامی عام کارایی است که از طریق ابزارهایی که در دنیا داریم، ضمن برخورداری از مزایای سهامی‌های عام، مثل سهامی‌های خاص چابک باشد. ما هم در ایران باید این مفهوم را نهادینه کنیم. البته اتفاقات مثبتی در این مسیر افتاده، ولی فکر کنم هنوز جای زیادی برای کار وجود دارد.

مالیات بر عواید سرمایه

به نظر من وضع مالیات بر عواید سرمایه‌ای در ایران به نوعی مالیات‌گیری مضاعف^۲ است. در شرایطی که ما به سرمایه‌گذاری بیشتر احتیاج داریم، به نظر من در حوزه فعالیت شفاف‌ی چون بازار سرمایه، اخذ مالیات بر عایدات سرمایه‌ای پُرآسیب است. در بازار سرمایه این نباید رخ دهد. بدی کار در این است که هر جا دست دولت باز بوده، این سوءاستفاده‌ها معمول شده است.

سیاست پولی

در حوزه سیاست پولی، شاهد دخالت بانک مرکزی در بازار سرمایه هستیم. نمونه آن به کارکرد صندوق‌های با درآمد ثابت برمی‌گردد. در این حوزه اکنون عملیات بازار باز^۳ در ایران هم شروع شده است.

1. warrant

2. double taxation

3. open market operation

در همه جای دنیا، عملیات بازار پولی در همین ساختارهای بازار سرمایه انجام می‌شود، هرچند که این بازار بیشتر در حوزه سرمایه بلندمدت کار می‌کند. ولی در ایران اینها کاملاً از یکدیگر جدا شده است. اخیراً هم این بحث مطرح شده که با بالا رفتن شاخص و حجم معاملات، و حرکت مردم به سمت بازار سرمایه، آیا بازار سرمایه در تورم تاثیر گذار است یا نه. به نظر می‌رسد یکی از چالش‌های ما این است که سیاست‌گذاری هم‌راستا و منسجم بین بازار پول و بازار سرمایه وجود ندارد.

سیاست بودجه‌ای^۱

در حوزه سیاست بودجه‌ای، باید گفت که به هر حال در دهه ۹۰ بخشی از کسری بودجه دولت در بازار سرمایه تأمین شده است. به نظر می‌رسد که غلبه دولت واقعاً هدایت‌کننده اصلی بازار سرمایه بوده، و دولت نه تنها گلیم خود را در بازار سرمایه از آب بیرون کشیده، و خودش را تأمین مالی کرده، بلکه بر کلیت بازار هم چنگ انداخته است.

1. fiscal policy

فصل دوم. بازار اوراق با درآمد ثابت

چهار سخنران طبقه‌بندی شده در این فصل همه در مورد بازار بدهی (اوراق با درآمد ثابت) صحبت می‌کنند. آقای محمود بت‌شکن در مورد مبانی نظری اوراق با درآمد ثابت صحبت می‌کند. این شاید تنها سخنرانی است که در مجموع سخنرانان این دفتر به موضوع بازارهای اوراق بهادار ایران نمی‌پردازد. سخنران غیر از تعریف اوراق با درآمد ثابت، مبانی نظری ارزشیابی این اوراق را توضیح می‌دهد. جریان نقدی اوراق، اهمیت نرخ تنزیل، ریسک‌های اوراق، دیرش، تحذب، بازده تا سررسید، ساختار زمانی نرخ بهره، منحنی بازده و ساختار زمانی نرخ بهره برخی از عناوینی است که در این سخنرانی بدانها پرداخته می‌شود. بدیهی است مطالعه این مقاله صرفاً به کار خوانندگان می‌آید که مطالعه قبلی در مورد موضوع ندارند.

مقاله جامع دکتر توکلی کاشی تصویری کامل از تحولات بازار اوراق بدهی در دهه ۹۰ شمسی ارائه می‌دهد. وی ویژگی‌های این بازار را برمی‌شمرد، و نشان می‌دهد که بازار اوراق بدهی نسبت به بدهی‌های بانکی هنوز بازار کوچکی است که عمده آن هم در اختیار اوراق دولتی است. توضیحات آقای توکلی در مورد منحنی بازده نیز جالب است که نشان می‌دهد در طول زمان ساختار بازده تا سررسید شکل معمول خود در دنیا را پیدا کرده است. او نشان می‌دهد که بازار بدهی ایران فرصت‌های آربیتراژی فراوانی دارد.

بخش عمده سخنرانی آقای امیر هامونی تصویر مناسبی از عملکرد و نقش عمده فرابورس در بازار اوراق بدهی ارائه می‌دهد. تنوع اوراق، افزایش حجم موجودی و معاملات اوراق، نقش اوراق دولتی در بازار، ضعف بخش خصوصی، نوآوری در ابزارهای بازار بدهی، توسعه تکنولوژی در بازار بدهی و توسعه مهندسی مالی در این بازار برخی از عناوینی است که سخنران بدانها می‌پردازد. بخش آغازین صحبت سخنران به ارائه تصویری کلی از فرابورس ایران به مثابه بورس دوم اوراق بهادار کشور اختصاص دارد.

سخنران آخر نقش بازار بدهی را در اقتصاد کلان و تأثیر آن را بر بازار سهام براساس تجربه امریکا شرح می‌دهد. به دلیل جوان‌بودن بازار بدهی ایران و نبود اطلاعات کافی برای تحلیل، سخنران تلاش می‌کند که با استفاده از رویدادهای بازار بدهی امریکا، نقش بازار اوراق را بر سیاست‌های پولی آن کشور توضیح دهد. از آنجا که عملیات بازار باز در ایران به‌تازگی آغاز شده و بازار اوراق بدهی نیز به‌تدریج در حال گسترش است، تجربه بزرگ‌ترین بازار بدهی جهان که سخنران از آن صحبت می‌کند، بی‌شک به کار بازار مالی ایران می‌آید.

محمود بت‌شکن

محمود بت‌شکن مدرک کارشناسی ریاضیات کاربردی، ارشد و دکترای مالی خود را به ترتیب از دانشگاه‌های صنعتی اصفهان، تهران و فراه‌آستردام دریافت کرده است. وی دو سال نیز بعد از دکترا در مدرسه کسب‌وکار UCD ایرلند پژوهش کرده است. حوزه‌های پژوهش و آموزش او مدیریت سبد سرمایه‌گذاری، ارزشیابی، اقتصادسنجی، ریسک بازارها و مدل‌سازی مالی است. وی اکنون بیش از پنج سال است که استادیار دانشگاه اصفهان است.

علی‌رضا توکلی‌کاشی

علی‌رضا توکلی‌کاشی فارغ‌التحصیل رشته‌های کامپیوتر و مدیریت با گرایش مالی از دانشگاه صنعتی اصفهان، دانشگاه تهران و دانشگاه علم و صنعت است. وی هم‌اکنون دوره DBA خود را در دانشگاه امام صادق (ع) می‌گذراند. عضویت در هیأت‌مدیره شرکت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری بانک کارآفرین، کارگزاری کارآفرین، تأمین سرمایه‌گردان، و نوآندیشان سرآوا پارس را در کارنامه خود دارد و به عنوان مدیر ابزارهای نوین مالی فرابورس، به طراحی ابزارهای متعدد اقدام کرده است. وی نقش عمده‌ای در تأسیس اولین صندوق سرمایه‌گذاری ایران داشته است. آقای توکلی‌کاشی اکنون معاون توسعه کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران است.

امیر هامونی

امیر هامونی مدرک کارشناسی آمار و ارشد اقتصاد از دانشگاه‌های فردوسی مشهد و تهران دارد و در حال حاضر در مرحله اخذ دکترای اقتصاد مالی اسلامی از دانشگاه تهران و اخذ مدرک حرفه‌ای CFA است. وی با عنوان کارشناس نظارت بر بازار تجربه کاری خود را با سازمان بورس و اوراق بهادار شروع کرد، و آن‌گاه به فرابورس منتقل شد و اکنون بیش از ۸ سال است که مدیر عامل آن بورس است. در این مقام، وی به طراحی محصولات و بازارهای مالی بسیاری اقدام کرد، و به معاملات الگوریتمی، فین‌تک‌ها و تحلیل مگاداده‌ها علاقه وافر نشان داد. آقای هامونی در حال حاضر عضو هیأت‌مدیره فدراسیون بورس‌های اروپایی و آسیایی (FEAS) و مرکز مالی ایران نیز هست.

میثم رادپور

میثم رادپور مدرک کارشناسی خود را از دانشگاه تهران و ارشد مالی را از دانشگاه شهید بهشتی دریافت نمود. پس از گذراندن موفق امتحان جامع دکترای مالی دانشگاه تهران، به دلیل مشغله کاری از این دوره انصراف داد. او عضویت در هیأت‌مدیره شرکت مالی ماتریس و سرمایه‌گذاری دانایان و نیز تجربه مدیریت در شرکت تأمین سرمایه نوین را در کارنامه خود دارد. به عنوان مدرس همکار در دانشگاه‌های مختلف دولتی تهران تدریس کرده و مؤلف مشترک چندین کتاب مالی است. حوزه تحقیقاتی مورد علاقه آقای رادپور مدل‌سازی معاملات در بازار فارکس، مدل‌سازی مالی، اندازه‌گیری و مدیریت ریسک، ریاضیات مالی و اقتصادسنجی است.

مبانی نظری اوراق با درآمد ثابت^۱

محمد بت شکن

در این جلسه مطالبی در مورد موازین نظری بحث «اوراق با درآمد ثابت» ارائه می‌کنم. در ارائه خود عمدتاً به موضوع ارزش‌گذاری اوراق قرضه و ریسک‌های تأثیرگذار بر آن خواهیم پرداخت.

اوراق با درآمد ثابت

اوراق با درآمد ثابت به هر نوع اوراق بدهی اطلاق می‌شود که قرض‌گیرنده را موظف و متعهد می‌کند تا تحت برنامه زمانی مشخصی، مبلغ معینی را به دارنده آن اوراق پرداخت کند. چون سود این اوراق ثابت است، و دارنده اوراق با درصد اطمینان بالایی از حصول جریان‌های نقدی آن مطمئن است، سرمایه‌گذاران نرخ بازده مورد انتظار کمتری از سرمایه‌گذاری در این اوراق در مقایسه با اوراق با درآمد متغیر (مانند سهام) متوقع هستند؛ توقع کمتری که متناسب با ریسک کمتر این اوراق است.

دولت‌ها، شهرداری‌ها، و بنگاه‌های دولتی، شبه‌دولتی و خصوصی ناشران این اوراق‌اند. نهادهای مالی چون صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، بانک‌های تجاری، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و افراد سرمایه‌گذار حقیقی (خانوارها) خریداران اصلی این اوراق‌اند.

این اوراق به دو دسته اصلی تقسیم می‌شوند: اوراق قرضه (در ایران اوراق مشارکت و ابزارهای اسلامی) و سهام ممتازی که بازده نقدی مشخصی دارند. از دو منظر می‌توان به این اوراق نگاه کنیم: از منظر مالی شرکتی^۲ و از دیدگاه سرمایه‌گذاری^۳.

نمودار ۱. مقایسه اوراق با درآمد ثابت با سهام

اوراق	اوراق قرضه	سهام ممتاز	سهام عادی
سررسید	دارد	ندارد	ندارد
حق رأی	ندارد	ندارد	دارد
درآمد ثابت	دارد	دارد	ندارد
حق ادعای حقوقی علیه شرکت	دارد	ندارد	ندارد
سپر مالیاتی	می‌باشد	نمی‌باشد	نمی‌باشد
ارزش اسمی	دارد	دارد	دارد
بازار ثانویه	دارد	دارد	دارد

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه چهارم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت، علم و فناوری دانشگاه امیرکبیر در روز سه‌شنبه ۲۹ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن اولیه را آقای پارسا پورقاسم تهیه کرده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. corporate finance
3. investment

اوراق با درآمد ثابت به عنوان روش مهم تأمین مالی

نمودار ۲. روش‌های تأمین مالی

روش‌های تأمین مالی							
روش‌های مبتنی بر بدهی				روش‌های مبتنی بر سهام			
منابع خارجی	اوراق مشارکت	اوراق صکوک	وام‌های بانکی داخلی	اوراق قرضه	لیزینگ	سهام پروژه	انتشار سهام
فاینانس	ریالی	اجاره	انواع تسهیلات ریالی				سهام عادی
	ارزی	استصناع					سهام ممتاز
		مراجعه					
		مضاربه					
		مشارکت					

نمودار ۲ روش‌های تأمین مالی عمدتاً مبتنی بر بدهی را از منظر بنگاه نشان می‌دهد. طبعاً از منظر مالی شرکتی، اوراق با درآمد ثابت یکی از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی شرکت‌هاست. به دلیل ارزان بودن تأمین مالی از طریق اوراق با درآمد ثابت، در ساختار سرمایه شرکت‌ها بخشی از تأمین مالی از طریق اوراق با درآمد ثابت انجام می‌شود. تأمین مالی مبتنی بر بدهی به روش‌های مختلفی انجام می‌شود: وام یکی از مرسوم‌ترین شیوه‌های تأمین مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط است. همچنین انتشار اوراق قرضه (اوراق مشارکت در کشور ما) برای تأمین مالی شرکت‌های بالغ، شهرداری‌ها و دولت مرسوم است. همچنین از اسناد خزانه برای تأمین مالی کوتاه‌مدت دولت استفاده می‌شود. تأمین مالی از طریق سهام کاملاً متفاوت با تأمین مالی از طریق اوراق با درآمد ثابت است. شخصی که از طریق خرید سهام در تأمین مالی شرکت می‌کند، شریک شرکت است و در سود و زیان شرکت مشارکت دارد، اما کسی که در اوراق بدهی شراکت کرده است، انتظار درآمد ثابت و مشخصی دارد، چراکه ناشر تعهد ثابتی برعهده گرفته است.

اوراق با درآمد ثابت به عنوان گزینه سرمایه‌گذاری

خانوارها اوراق منتشره شرکت‌ها یا دولت را با هدف سرمایه‌گذاری و تشکیل سبد بهینه در کنار دیگر دارایی‌ها خریداری می‌کنند. یکی از تصمیمات مهم سرمایه‌گذار تخصیص بهینه دارایی^۱ است. در این

1. optimal asset allocation

تخصیص سرمایه گذار باید بررسی کند که چقدر از سبد سرمایه گذاری را به هریک از گروه های دارایی^۱ طلا، ارز، املاک و مستغلات، اوراق با درآمد ثابت و سهام تخصیص دهد. با توجه به ریسک پذیری افراد و نهادها در دوره های زمانی مختلف، اوراق با درآمد ثابت می تواند یکی از بهترین گزینه های سرمایه گذاری باشد. به عنوان مثال، ظرف سه چهار ماه اخیر، از زمانی که ریسک بازار سرمایه زیاد شده، اوراق با درآمد ثابت به یکی از گزینه های برتر سرمایه گذاری تبدیل شده است. بحثی که در تخصیص بهینه دارایی برای هر سرمایه گذار وجود دارد، این است که در بازه های زمانی و شرایط اقتصادی مختلف، چقدر از دارایی را به اوراق با درآمد ثابت اختصاص دهد.

اوراق قرضه و مشارکت و جریان نقدی آنها

اوراق قرضه قراردادی مالی و به نوعی یک سند بدهی است که با تعهدات مشخصی از طرف ناشر همراه است و حقوقی را هم برای دارندگان اوراق قائل است. اوراق قرضه اسنادی است که به موجب آنها ناشر متعهد می شود مبلغ معینی (بهره سالیانه) را در فواصل زمانی مشخص به دارنده پرداخت نماید و در سررسید نیز مبلغ اسمی آن اوراق را پرداخت نماید. قرارداد اوراق قرضه مواردی چون شرایط اصلی اوراق قرضه مورد نظر، مبلغ کل اوراق قرضه، توصیف دارایی های وثیقه، شرایط بازپرداخت، شرایط بازخرید، ضامن اوراق و جزئیات شروط پرداخت توسط ضامن را دربردارد.

بسیاری از شرکت ها برای تأمین مالی سرمایه گذاری های درازمدت خود اوراق قرضه (یا معادل آن در ایران اوراق مشارکت) منتشر می کنند. همچنین بسیاری از دولت های مرکزی، دولت های محلی و شهرداری ها نیز برای تأمین مالی طرح های خود انواعی از اوراق قرضه را منتشر می کنند. چون شرکت های صادرکننده اوراق قرضه، این اوراق را مستقیماً به سرمایه گذاران در بازارهای مالی ارائه می کنند، و همانند اخذ وام به واسطه ای مثل بانک نیاز ندارند، انتظار می رود که هزینه تأمین مالی از طریق اوراق قرضه از اخذ وام با سررسید یکسان کمتر باشد.

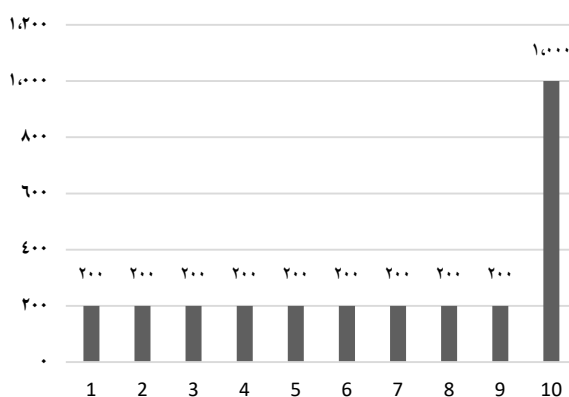
این اوراق بر اساس جریان های نقدی به دو دسته تنزیلی و باکوپن تقسیم می شوند. در حالت دوم، کوپن بهره پرداختی به سرمایه گذاران به صورت درصدی از ارزش اسمی اوراق قرضه بیان می شود. دارندگان این اوراق برخلاف صاحبان سهام، ادعای مالکیت یا حق رأی در شرکت را ندارند و وام دهندگان به شرکت تلقی می شوند. آنها پول خود را به ناشر قرض می دهند و در عوض بهره دریافت می نمایند و در سررسید نیز اصل پول خود را پس می گیرند. تعهدات ناشر در پرداخت سود اوراق الزام آور است و در قالب قراردادی ذکر می شود. معمولاً اگر شرکت منتشرکننده اوراق به تعهدات خود عمل نکند، دارنده اوراق حق دارد بر علیه شرکت اقامه دعوی نماید، و در مواردی نادر، دارندگان اوراق قرضه ممکن است بتوانند کنترل شرکت را به دست گیرند.

1. asset class

قرارداد اوراق قرضه توافقی کتبی بین شرکت (وام‌گیرنده) و وام‌دهندگان است. معمولاً امین تعیین شده حقوق دارندگان قرضه را نمایندگی می‌کند. مؤسسه امین باید (۱) از رعایت شرایط قرارداد اطمینان حاصل کند؛ (۲) نظارت کلی بر مدیریت وجوه پرداختی به دارندگان اوراق دارد؛ و (۳) در صورت عدم ایفای تعهدات توسط ناشر، نماینده وام‌دهندگان بوده و در دادگاه از طرف آنها اقامه دعوا می‌کند.

بحث مهم برای سرمایه‌گذاری در اوراق آن است که ارزش این اوراق چقدر است؟ در بازار رقابتی، اوراق چقدر ارزش گذاری می‌شوند و چه عواملی بر ارزش گذاری این اوراق مؤثر است. وقتی یک ورقه مشارکت یا قرضه را می‌خریم، این ورقه با جریان نقدی همراه است؛ ناشر این اوراق تعهد داده تا جریان نقدی را به ما پرداخت کند. در نمودار ۳ جریان نقدی اوراق مشارکتی گزارش شده که ارزش اسمی آن ۱۰۰۰ تومان و نرخ کوپن آن ۲۰ درصد است. وجه این کوپن‌ها به صورت سالیانه به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود. در واقع، تعهدی که از آن صحبت شد، همان جریان نقدی است که ناشر تعهد می‌کند به سرمایه‌گذار بپردازد. قصد سرمایه‌گذار از انجام سرمایه‌گذاری چیزی جز خرید این جریان نقدی نیست. سؤال این است که سرمایه‌گذار به چه قیمتی این جریان نقدی را بخرد؟

نمودار ۳. جریان نقدی حاصل از اوراق مشارکت ۲۰ درصدی



برخلاف سهام که اوراقی با جریان نقدی غیرقابل پیش‌بینی است، اوراق مشارکت جریان نقدی کاملاً معینی دارد. پس، نااطمینانی در جریان‌های نقدی اوراق وجود ندارد، بلکه بین سرمایه‌گذار و ناشر آن قرارداد شده است که در تاریخ‌های مشخصی جریان‌های نقدی معینی به سرمایه‌گذار پرداخت شود. مثلاً، اوراق در تاریخ‌های ۲۵ آذر ۱۴۰۰، ۱۴۰۱ و الی آخر جریان‌های نقدی مشخصی دارد که با کوپن اوراق رسمیت داده شده است.

روش پایه و عمومی برای محاسبه ارزش با استفاده از تنزیل جریان‌های نقدی آتی مهم‌ترین نکته در سرمایه‌گذاری اوراق قرضه بحث نرخ تنزیل است؛ برای ارزش‌گذاری اوراق قرضه از روش تنزیل جریان‌های نقدی^۱ استفاده می‌کنیم که روش عمومی تعیین ارزش دارایی‌هاست. در فرمول به جریان نقدی و نرخ تنزیل نیاز داریم. جریان‌های نقدی در زمان‌های مشخصی پرداخت می‌شود، و آن جریان‌ها را با نرخ مشخص با استفاده از فرمول زیر تنزیل می‌کنیم تا قیمت اوراق به دست آید.

$$Value = v_0 = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \right]$$

$$Value = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

در نمودار ۳ تعدادی کوپن ۲۰ درصدی داریم که در زمان‌های مشخص به ما پرداخت می‌شود. به‌علاوه، ارزش اسمی اوراق در زمان سررسید پرداخت می‌شود. در روش تنزیل جریان‌های نقدی آتی، مبلغ کوپن‌ها و ارزش اسمی با نرخ r تنزیل می‌شود. مهم‌ترین نکته تعیین r است. از لحاظ فرمولی هم محاسبه ارزش اوراق قرضه به محاسبه ارزش فعلی کوپن‌ها به‌علاوه ارزش فعلی مبلغ اسمی ورقه قرضه تبدیل می‌شود:

$$P = \frac{C}{(1+r)^1} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^t}$$

$$P = C \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \right] + \frac{F}{(1+r)^t}$$

ارزش اوراق قرضه = ارزش فعلی کوپن‌ها + ارزش فعلی مبلغ اسمی
 C مبلغ کوپن، r نرخ بهره، t زمان تا سررسید، F ارزش اسمی و P قیمت محاسبه‌شده

در رابطه بالا اگر اوراق از نوع تنزیلی (بدون کوپن) باشد، برای محاسبه ارزش قرضه فقط از جمله دوم رابطه فوق استفاده می‌کنیم. نرخ تنزیلی که در فرمول از آن استفاده می‌شود، به سطح فعلی نرخ بهره بدون‌ریسک (با سررسید مشابه) و رتبه اعتباری ناشر (که ریسک بازپرداخت را نشان می‌دهد) بستگی دارد.

1. discounted cash flow

مثال: ارزش ورقه قرضه ۲۰ ساله با مبلغ اسمی ۱۰۰۰ دلار و با کوپن سالانه ۱۰ درصد با فرض این که نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاری در اوراق برابر با ۱۰ درصد باشد.

با نرخ تنزیل ۱۰ درصد، مبلغ اسمی در سررسید را به شکل زیر تنزیل می‌کنیم:

$$1000 \times \frac{1}{(1 + 0.1)^{20}} = 1000 \times 0.14864 = 148.64 \text{ دلار}$$

بنابراین، ارزش اسمی این ورقه در سررسید، با نرخ تنزیل ۱۰ درصد در حال حاضر ۱۴۸/۶۴ دلار ارزش دارد.

حال به محاسبه ارزش فعلی کوپن‌ها با نرخ ۱۰ درصد می‌پردازیم:

$$100 \times \left[\left(1 - \frac{1}{(1 + 0.1)^{20}} \right) / 0.1 \right] = 100 \times 8.5136 = 851.36 \text{ دلار}$$

بنابراین، ارزش فعلی کوپن‌هایی که در طول ۲۰ سال پرداخت می‌شود برابر با ۸۵۱/۳۶ دلار است.

ارزش کل ورقه قرضه با جمع دو عدد بالا به دست می‌آید:

$$\text{کل ارزش} = 148.64 + 851.36 = 1000 \text{ دلار}$$

بر این اساس، ارزش امروز این ورقه قرضه برابر با ۱۰۰۰ دلار است که نتیجه حاصل با توجه به مفروضات منطقی به نظر می‌رسد.

نرخ تنزیل برای دارایی با جریان نقدی نامطمئن

همان‌طور که گفته شد، نرخ تنزیل مهم‌ترین بحث در ارزشیابی اوراق با درآمد ثابت است. در شکل عمومی آن، نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاران یا نرخ تنزیل هر دارایی برابر است با نرخ بازده بدون‌ریسک^۱ به‌علاوه نرخ بازده اضافه‌تری که به آن صرف ریسک^۲ می‌گویند؛ سرمایه‌گذار این بازده اضافی را به خاطر عدم اطمینان (یا ریسک) جریان‌های نقدی موضوع سرمایه‌گذاری (مثلاً سهام) طلب می‌کنند.

صرف ریسک دارایی + نرخ بازده بدون‌ریسک = نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار

نرخ بازده بدون‌ریسک مرتبط با آن دارایی است که بتوانیم کاملاً از جریان نقدی آن مطمئن شویم. نرخ بازده بدون‌ریسک در اقتصاد به‌شدت تغییر می‌کند و به تورم، چشم‌اندازهای اقتصاد و

1. risk free rate

2. risk premium

چشم‌انداز تورمی در میان فعالان بازار وابسته است. به‌طور مشخص، در بازار سرمایه ایران سرمایه‌گذاران از نرخ تنزیل اسناد خزانه^۱ در بازار، به‌عنوان نرخ بازده بدون‌ریسک استفاده می‌کنند. اسناد خزانه کوپن ندارد و جریان نقدی آن محدود به مبلغ پرداختی در سررسید است. خریدار عملاً ارزش فعلی جریان نقدی پرداختی در سررسید را محاسبه و بابت آن پول پرداخت می‌کند؛ بنابراین به نظر می‌رسد برای پیدا کردن نرخ بازده بدون‌ریسک، بازده اسناد خزانه دولتی بهترین معیار باشد؛ در آمریکا و سایر کشورها هم این نرخ از اسناد خزانه استخراج می‌شود. علاوه بر این، آنجا که ریسک وجود دارد، از صرف ریسک استفاده می‌کنند. هرچه جریان نقدی ریسک بالاتری داشته باشد، از صرف ریسک بالاتری استفاده می‌شود. ریسک اوراق مشارکت بسیار کمتر از سهام است، و تعیین ریسک بازار سهام داستان متفاوتی است.

از دیدگاه بنیادی، صرف ریسک دارایی با میزان تغییرپذیری عواید آتی (ریسک نوسان‌پذیری آن) رابطه مستقیم دارد. اگر جریان نقدی مطمئن باشد و هیچ ریسکی نداشته باشد، صرف ریسک برابر با صفر است. اما از دیدگاه سرمایه‌گذار وجود عدم‌اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی (یا عواید آتی) باعث ریسکی‌بودن جریان نقدی تلقی شده و طبعاً باعث می‌شود سرمایه‌گذار صرف ریسک بالاتر در قالب نرخ بازده مورد انتظار بالاتر مطالبه کند.

ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت

اگر تعهد اوراق را دولت یا نهادهای شبه‌دولتی مثل شهرداری‌ها داده باشند، احتمال قوی می‌دهیم که جریان‌های نقدی تعهدشده محقق شوند. به‌ویژه، دولت‌هایی که بانک‌های مرکزی مستقلی دارند، ریسک عدم‌پرداخت ندارند و سرمایه‌گذار با درصد اطمینان بسیار بالایی انتظار دارد جریان نقدی تعهدشده را در زمان‌های مشخص دریافت کند. اما زمانی که می‌خواهیم در اوراق با درآمد ثابت غیردولتی‌ها سرمایه‌گذاری کنیم، با شش ریسک اصلی به شرح زیر مواجه هستیم:

ریسک اعتباری و ورشکستگی: اگر شرکت اوراق قرضه منتشر کرده باشد و امکان ورشکستگی آن وجود داشته باشد (هر چند احتمال ورشکستگی کم باشد) برای پوشش این ریسک، به دریافت صرف ریسک نیاز می‌رود. بنابراین، ریسک اعتباری صرف ریسک خود را می‌طلبد؛ این باعث می‌شود که نرخ بازده سرمایه‌گذاری از نرخ بازده بدون‌ریسک فراتر رود.

ریسک کاهش رتبه اعتباری: فرض کنید رتبه اعتباری شرکتی AAA باشد و سپس تبدیل به AA شود؛ به دلیل افزایش ریسک شرکت، صرف ریسک بالا می‌رود، و در نتیجه نرخ تنزیل افزایش پیدا می‌کند و قیمت اوراق در بازار کاهش پیدا می‌کند.

1. Treasury bills

ریسک نقدشوندگی: اگر هنگام فروش اوراق در بازار، نقدشوندگی کافی وجود نداشته باشد، ریسک نقدشوندگی بروز کرده است و دارنده اوراق مجبور است اوراق را با قیمت کمتری به فروش رساند.

نرخ بهره: همان‌طور که توضیح داده شد، نرخ بهره بر قیمت اوراق تأثیر مستقیم دارد. بین نرخ بهره و قیمت اوراق قرضه رابطه معکوسی وجود دارد. بنابراین، با افزایش و یا کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق دچار نوسان می‌شود و بر بازده سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. مقدار ریسک نوسان نرخ بهره قرضه به حساسیت آن در برابر تغییرات نرخ بهره و مدت زمان باقی مانده تا سررسید بستگی دارد. در شرایط مساوی، هر چه مدت زمان باقی مانده تا سررسید قرضه بیشتر باشد، ریسک نوسان نرخ بهره آن بیشتر خواهد بود. در شرایط مساوی، هر چه نرخ کوپن قرضه پایین‌تر باشد، ریسک نوسان نرخ بهره آن بیشتر خواهد بود. خواهیم دید که برای اندازه‌گیری این ریسک از دیرش و تحذب استفاده می‌شود.

ریسک تورم: بخش مهمی از نرخ بازده بدون ریسک، تورم و بخش دیگر آن نرخ بهره واقعی^۱ است. چیزی که از سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت انتظار می‌رود این است که تورم را پوشش دهد، و به علاوه به خاطر این که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دیگر صرف‌نظر کرده‌ایم، بازده واقعی هم باید به ما بدهد.

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد: اگر بازه سرمایه‌گذاری از دوره سررسید اوراق قرضه طولانی‌تر باشد، سرمایه‌گذار مجبور است زمانی در اواسط بازه سرمایه‌گذاری که اوراق سررسید می‌شود، مجدداً اقدام به سرمایه‌گذاری کند. مثلاً اگر قصد سرمایه‌گذاری یک ساله داشته و سررسید اوراق ۶ ماهه است، وی مجبور است در ماه ششم سرمایه‌گذاری، مجدداً اقدام به خرید اوراق کند. در آن زمان معلوم نیست نرخ بهره چقدر است، و او بتواند سرمایه‌گذاری مجددی با نرخ فعلی انجام دهد.

شش ریسک نام‌برده، ریسک‌های اصلی سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت است و باعث می‌شود که سرمایه‌گذار صرف ریسک یا پاداشی برای تحمل ریسک بالاتر طلب کند. می‌دانیم که ریسک نرخ تورم در تغییرات نرخ بهره خود را نشان می‌دهد، و ریسک مهم تری است. در ادامه روی این ریسک و برخی ریسک‌های مهم دیگر تمرکز می‌کنیم.

ریسک نرخ بهره: رابطه بین نرخ بهره و ارزش اوراق با درآمد ثابت

می‌دانیم که بین نرخ بهره و قیمت اوراق با درآمد ثابت رابطه معکوس وجود دارد؛ بدین صورت که با افزایش نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه موجود در بازار کاهش یافته و با کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه افزایش می‌یابد. نرخ بهره در مخرج فرمول محاسبه ارزش اوراق قرار دارد و هرچه نرخ بهره

1. real interest rate

بالا تر می‌رود، قیمت ورقه قرضه کاهش می‌یابد. پس، حتی سبیدی از اوراق قرضه دولتی هم بدون ریسک نیست و با تغییرات نرخ بهره، ارزش این اوراق تغییر می‌کند.
اگر محاسبات مثال ذکر شده در بالا را با نرخ‌های تنزیل ۱۲ و ۸ درصد تکرار کنیم، درمی‌یابیم که: ارزش فعلی ورقه قرضه با نرخ بهره ۱۲ درصد برابر است با:

$$1000 \times \frac{1}{(1 + 0.12)^{20}} = 1000 \times 0.10366 = 103.66 \text{ دلار}$$

بنابراین، ارزش فعلی مبلغ اسمی ورقه در سررسید، با نرخ تنزیل ۱۲ درصد، برابر ۱۰۳/۶۶ دلار می‌شود.

محاسبه ارزش کوپن‌ها با نرخ ۱۲ درصد نتیجه زیر را دارد:

$$100 \times \left[\left(1 - \frac{1}{(1 + 0.12)^{20}} \right) / 0.12 \right] = 100 \times 7.4694 = 746.94 \text{ دلار}$$

بنابراین، ارزش فعلی کوپن‌هایی که در طول ۲۰ سال پرداخت خواهد شد برابر با ۷۴۶/۹۴ دلار است.

جمع دو عدد بالا ارزش کل ورقه قرضه را برابر رقم زیر نشان می‌دهد:

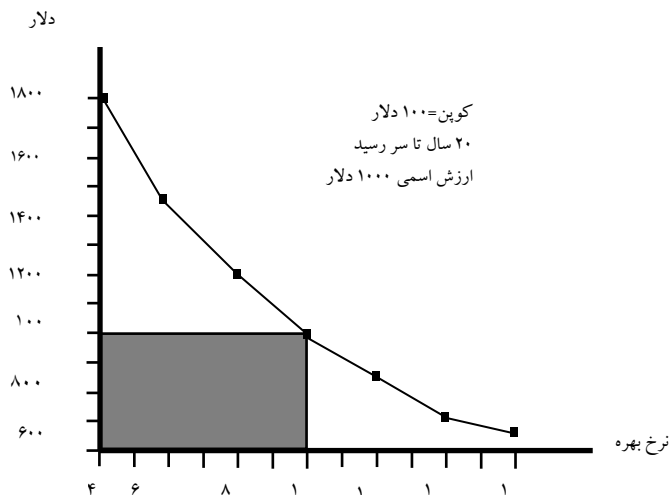
$$103.66 + 746.94 = 850.60 \text{ دلار}$$

بر این اساس، ارزش این اوراق برابر با ۸۵۰/۶۰ دلار است. اگر در محاسبه ارزش فعلی ورقه قرضه از نرخ ۸ درصد استفاده کنیم، به ارزش کل ۱۱۹۶/۳۶ دلار می‌رسیم. بر اساس این محاسبات می‌توانیم نمودار ۴ را رسم کنیم که رابطه قیمت اوراق قرضه با نرخ تنزیل را نشان می‌دهد. حواسمان باشد که این نرخ کوپن نیست، نرخ کوپن ثابت است؛ یعنی زمان انتشار، دولت یا نهاد یا شرکتی که اوراق قرضه منتشر می‌کند، یک ارزش اسمی مشخص و یک نرخ کوپن مشخص اعلام می‌کند؛ پس نرخ کوپن ثابت است. یعنی دقیقاً مشخص است که در چه زمانی چه کوپن‌هایی دریافت می‌کنید.

نمودار ۴ نشان می‌دهد که با تغییر نرخ تنزیل یا همان نرخ بازده مورد انتظار، قیمت اوراق هم تغییر می‌کند. نرخ بازده مورد انتظار در طول زمان ممکن است به شدت تغییر کند. شرایط تورم، سیاست‌های بانک مرکزی، سیاست‌های دولت، نحوه تأمین مالی دولت و انتظارات تورمی، وضعیت بازارهای جایگزین، ... همه باعث تغییر نرخ بازده مورد انتظار می‌شود. اگر بحث سایر ریسک‌ها در میان نباشد، نرخ بازده مورد انتظار تابعی از شرایط تورمی کشور است. در نمودار زیر نیز که نحوه تغییرات قیمت اوراق قرضه ۲۰ ساله را

متناسب با تغییر نرخ بهره مشاهده می‌کنید؛ طبق محاسبه، اگر نرخ بهره ۸ درصد باشد، قیمت ورقه قرضه ۱۲۰۰ دلار و اگر نرخ بهره ۱۲ درصد باشد، قیمت آن تقریباً ۸۳۰ دلار خواهد بود.

نمودار ۴. تغییرات قیمت اوراق با تغییر نرخ تنزیل



قیمت اوراق قرضه بلندمدت بسیار بیش از اوراق قرضه کوتاه‌مدت نسبت به تغییرات نرخ بهره حساس است. در نمودار ۵ حساسیت قیمت اوراق قرضه به نرخ بهره در دو اوراق قرضه ۳۰ ساله و ۱ ساله با هم مقایسه شده است. همان‌طور که می‌بینید اگر اوراق قرضه یک‌ساله باشد، حساسیت قیمت به نرخ بهره کمتر است. این موضوع از لحاظ شهودی هم برای سرمایه‌گذار مشخص است. در اوراق قرضه یک ساله یک جریان نقدی مربوط به ارزش اسمی داریم که یک سال دیگر وصول می‌شود، ولی در اوراق ۳۰ ساله این جریان نقدی که در سررسید وصول می‌شود، مربوط به ۳۰ سال بعد خواهد بود؛ بقیه جریان نقدی در طول دوره پرداخت می‌شود. طبعاً جریان نقدی که قرار است ۳۰ سال بعد دریافت شود، نسبت به نرخ بهره بسیار حساس‌تر از جریان نقدی است که قرار است ۱ سال بعد دریافت شود.

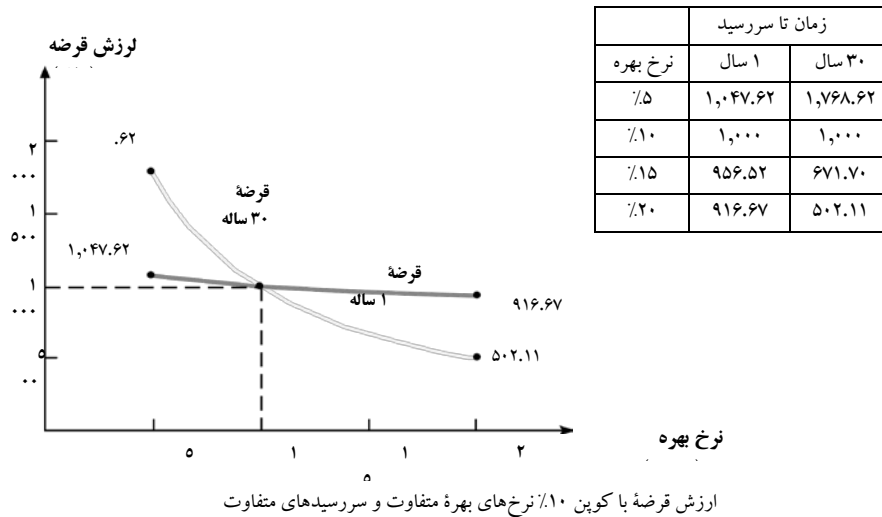
دیرش^۱

معیار اندازه‌گیری حساسیت قیمت به نرخ بهره دیرش نام دارد. دیرش درصد تغییرات قیمت نسبت به درصد تغییرات نرخ بهره را محاسبه می‌کند، و با فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$D = - \frac{\% \text{ change in } P}{\% \text{ change in } (1+r)} = - \frac{\frac{\Delta P}{P}}{\frac{\Delta(1+r)}{(1+r)}} \quad (1)$$

1. duration

نمودار ۵. حساسیت قیمت اوراق قرضه به نرخ بهره
در دو اوراق ۱ ساله و ۳۰ ساله



این فرمول برای اوراقی است که کوپن مداوم ندارند و کوپن به صورت گسسته مثلاً هر سال یک بار پرداخت می‌شود. فرمول دیرش مشتق تغییرات قیمت نسبت به تغییرات نرخ بهره است. به راحتی این فرمول‌ها از طریق مشتق‌گیری دلتا Δ استخراج می‌شود. حالا فرمول مشخصی داریم که یک درصد تغییرات در قیمت نسبت به یک درصد تغییرات در نرخ بهره به علاوه ۱ را نشان می‌دهد.

$$D = - \frac{\frac{C}{(1+r)^1} + \frac{2C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{TC}{(1+r)^T} + \frac{T.B}{(1+r)^T}}{P} \quad (2)$$

$$D = - \frac{\sum_{k=1}^{T-1} \frac{KC}{(1+r)^k} + \frac{T(C+B)}{(1+r)^T}}{P} \quad (3)$$

در رابطه فوق؛ C ارزش کوپن، r نرخ بهره، B ارزش اسمی (همان F در فرمول قبل)، T زمان تا سررسید و P قیمت اوراق است. دیرش اوراق بدون سود (تنزیلی) برابر زمان تا سررسید می‌باشد. هر چه نرخ بهره در اوراق قرضه کوپن‌دار بالاتر باشد، دیرش کمتر خواهد بود. هر چه زمان تا سررسید

بیشتر باشد، دیرش بزرگتر است. هر چه دیرش افزایش می‌یابد، ریسک تغییرات قیمت و به تبع آن نرخ بازده مورد انتظار برای سرمایه‌گذاری در اوراق افزایش می‌یابد.

اگر بخواهیم درصد تغییرات در قیمت را به ازای تغییر یک درصدی نرخ بهره بدانیم از دیرش تعدیل‌شده استفاده می‌کنیم. برای محاسبه دیرش تعدیل‌شده از فرمول (1) استفاده می‌شود؛ دیرش تعدیل‌شده با D^* نشان داده می‌شود و برابر $D^* = D/(1+r)$

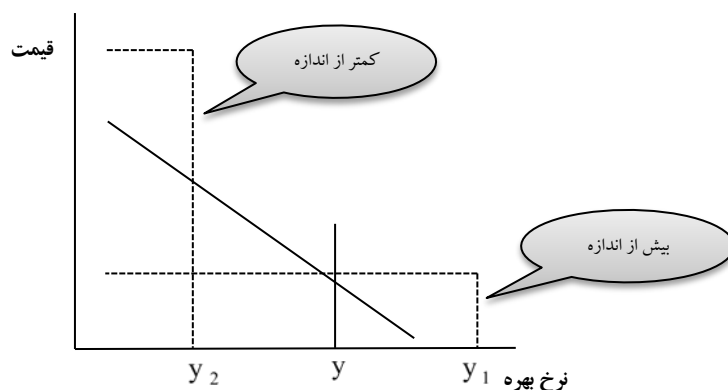
$$\frac{\Delta P}{P} = -D \times \frac{\Delta(1+r)}{(1+r)} = -D^* \times \Delta(1+r) \quad (4)$$

فرمول ۴ به این شکل بیان می‌شود که درصد تغییرات قیمت برابر است با دیرش تعدیل‌شده ضرب در تغییرات در ۱ به علاوه نرخ بهره.

مثال: ارزش اوراق قرضه ۲۰ ساله دولتی با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار و با کوپن سالانه ۱۰ درصدی، به فرض این که نرخ بهره برابر با ۱۰ درصد باشد، برابر با ۱۰۰۰ دلار است. در این قیمت با استفاده از فرمول، دیرش تعدیل‌شده برابر با ۸/۵۱ درصد خواهد بود. بنابراین، با استفاده از دیرش، اگر نرخ تنزیل دو درصد افزایش یابد، قیمت اوراق قرضه به صورت تقریبی ۱۷/۰۲ درصد کاهش می‌یابد و اگر نرخ بهره دو درصد کاهش یابد، قیمت به صورت تقریبی ۱۷/۰۲ درصد افزایش خواهد یافت. نقطه ضعف محاسبه دیرش با فرمول بالا آن است که تغییرات قیمتی محاسبه‌شده توسط دیرش برای افزایش یا کاهش نرخ تنزیل به صورت یکسان محاسبه می‌شود، در حالی که تغییرات قیمتی به ازای افزایش در نرخ تنزیل کمتر از تغییرات قیمتی به ازای کاهش نرخ تنزیل است.

دیرش مشتق اول تغییرات قیمت نسبت به تغییرات نرخ بهره است، و از این رو تغییرات را به صورت خطی اندازه‌گیری می‌کند و نه به شکل غیرخطی. همان‌طور که در نمودار ۶ آمده، اگر نرخ بهره از نقطه y_1 به نقطه y_2 کاهش یابد، فرمول دیرش قیمتی کمتر از قیمت واقعی ارائه می‌دهد، چرا که نمودار قیمت و نرخ بهره غیرخطی است، ولی نمودار دیرش خطی صاف است. در مقابل اگر نرخ بهره از y_2 به y_1 افزایش پیدا کند، دیرش قیمت کمتری از قیمت واقعی به ما می‌دهد. بنابراین، در محاسبه قیمت با فرمول دیرش کمی خطا وجود دارد. دیرش در اندازه‌گیری تغییرات بالا خوب عمل نمی‌کند و هر چه تغییرات کمتر باشد، دیرش دقیق‌تر خواهد بود.

نمودار ۶. خطای دیرش



تحدب^۱

برای کاهش خطا از تحدب استفاده می‌کنیم که مشتق دوم تغییرات قیمت نسبت به تغییرات نرخ بهره است. استفاده از تحدب، خطا را کاهش می‌دهد. اگر بخواهیم خطا را کاملاً پوشش دهیم، باید مشتقات مراتب دیگر را هم در نظر بگیریم. پس برای در نظر گرفتن تغییر غیرخطی قیمت نسبت به تغییرات نرخ بهره، از تحدب استفاده می‌شود. فرمول تحدب را در زیر مشاهده می‌کنید:

$$Convexity = \frac{\sum_{k=1}^{T-1} \frac{k(k+1)C}{(1+r)^{k+2}} + \frac{T(T+1)(C+B)}{(1+r)^{T+2}}}{P}$$

در رابطه فوق؛ C ارزش کوپن، r نرخ بهره، k دوره سرمایه‌گذاری، B ارزش اسمی، T زمان تا سررسید و P قیمت اوراق است. با افزایش دیرش، تحدب با نرخ تصاعدی افزایش می‌یابد. افزایش زمان تا سررسید باعث افزایش تحدب می‌شود. در صورت ثابت ماندن زمان تا سررسید، افزایش نرخ بهره باعث کاهش تحدب می‌شود. اوراق با سود صفر دارای حداقل تحدب می‌باشد. با در نظر گرفتن معیار تحدب، درصد تغییرات قیمت با توجه به تغییرات نرخ بهره برابر خواهد بود با:

$$\frac{\Delta P}{P} \approx -D^* \times \Delta r + 0.5 \times Convexity \times (\Delta r)^2$$

با استفاده از فرمول تحدب، محاسبات مثال قبلی را تکرار می‌کنیم.

مثال: ارزش اوراق قرضه ۲۰ ساله دولتی با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار و با کوپن سالانه ۱۰ درصدی با فرض نرخ بهره ۱۰ درصد برابر با ۱۰۰۰ دلار است. دیرش تعدیل‌شده در این قیمت را برابر ۸/۵۱

1. convexity

درصد محاسبه کردیم، و به ازای افزایش یا کاهش یک درصدی نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه به صورت تقریبی ۸/۵۱ درصد کاهش یا افزایش می‌یافت. حال با در نظر گرفتن اثر تحدب (که با استفاده از فرمول صفحه قبل برابر با ۱۱۶/۲۱ محاسبه می‌شود) درصد تغییرات قیمت به ازای یک درصد کاهش در نرخ بهره برابر است با:

$$\frac{\Delta p}{p} = -8.51^* \times (-0.01) + 0.5 \times 116.21 \times (-0.01)^2 = 9.097 \text{ درصد}$$

این بدین معناست که با یک درصد کاهش نرخ بهره، قیمت ۹/۰۹ درصد افزایش می‌یابد. همچنین درصد تغییرات قیمت به ازای یک درصد افزایش در نرخ بهره برابر است با:

$$\frac{\Delta p}{p} = -8.51^* \times (0.01) + 0.5 \times 116.21 \times (0.01)^2 = -7.93 \text{ درصد}$$

این بدین معناست که با افزایش یک درصد نرخ بهره، قیمت ۷/۹۳ درصد کاهش می‌یابد. بنابراین، تأثیر نرخ بهره بر قیمت زمانی که این نرخ کاهش می‌یابد متفاوت از زمانی است که این نرخ افزایش می‌یابد. در واقع تحدب مانند بتا در سهام عامل اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک (نسبت به بهره) در اوراق قرضه است.

بازده تا سررسید^۱

نرخ بازده تا سررسید، نرخ است که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی اوراق قرضه را با قیمت فعلی بازار آن برابر می‌کند، و فرمول محاسبه آن به شرح زیر است:

$$P_m = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+y)^t} + \frac{F}{(1+y)^n}$$

با داشتن قیمت قرضه، نرخ کوپن، مدت زمان تا سررسید و ارزش اسمی ورقه، می‌توان نرخ تنزیل مستتر یا نرخ بازده تا سررسید آن را با روش‌های بهینه‌سازی و یا با آزمون و خطا به دست آورد. در واقع، نرخ بازده تا سررسید همان نرخ بازده داخلی^۲ (IRR) است و در واقع نرخ است که ارزش فعلی جریان‌های نقدی اوراق قرضه را با قیمت جاری آن برابر می‌کند.

در این فرمول y نرخ بازده تا سررسید، P_m قیمت بازار اوراق قرضه، C_t کوپن‌هایی که به صورت سالانه پرداخت می‌شود، n تعداد سال‌های باقی‌مانده تا سررسید و F ارزش اسمی یا صوری اوراق است.

1. yield to maturity

2. internal rate of return

اگر به دنبال نرخ بازده بدون ریسک در بازار سرمایه ایران باشیم، می‌توانیم از همین فرمول استفاده کنیم. مثلاً در بررسی اوراق یک‌ساله قیمت بازار مشخص است، کوپن‌ها مشخص است و با داشتن مبلغ اسمی اوراق، نرخ بازده تا سررسید قابل محاسبه است. نکته مهم در محاسبه نرخ بازده تا سررسید آن است که قیمت بازار را عرضه و تقاضا تعیین می‌کند. این نرخ، نرخ معین شده توسط شبکه بانکی یا نرخ اداری و دستوری معین شده توسط دولت نیست؛ نرخ است که عرضه و تقاضا آن را در بازار تعیین می‌کند. برای مثال، در بازار اوراق با سررسید یک‌ساله با قیمت اسمی ۱۰۰٫۰۰۰ تومان، عرضه‌ها و تقاضاها با قیمت‌های مختلف به بازار ارائه می‌شود و برآیند عرضه و تقاضا قیمت نهایی را مشخص می‌کند. با داشتن ارزش مشخص شده در بازار و کوپن‌ها، نرخ بازده تا سررسید بر اساس فرمول بالا مشخص خواهد شد.

پس، می‌توان در بازار اوراق قرضه، نرخ بازده تا سررسید را محاسبه کرد و اگر این نرخ در اثر عرضه و تقاضا تغییر کند، طبعاً می‌توان تغییرات نرخ بازده را رصد کرد. این نرخ برای اوراق قرضه کوتاه و بلندمدت متفاوت است، چرا که تحذب و دیرش آن‌ها متفاوت است. همان‌طور که دیدیم، حساسیت تغییرات قیمت به تغییرات نرخ بهره برای اوراق بلندمدت، بیشتر از اوراق کوتاه‌مدت است. به دلیل تغییر شرایط اقتصادی، بازارهای جایگزین، تورم، سیاست‌های بانک مرکزی و ... این نرخ دائماً تغییر می‌کند.

اگر اوراق قرضه بلندمدت نگاه داشته‌ایم و این نرخ افزایش می‌یابد، روشن است که قیمت اوراق قرضه کاهش خواهد یافت. کسانی که می‌خواهند این اوراق را بخرند، دیگر نرخ تنزیل را ده درصد در نظر نمی‌گیرند و رقم بالاتری در نظر می‌گیرند و بدین ترتیب قیمت اوراق کاهش می‌یابد. برعکس، اگر نرخ تنزیل کاهش یابد، قیمت اوراق قرضه به نفع مالک آن تغییر می‌کند. مثلاً اوراق قرضه‌ای که ده درصد به شما بازده می‌دهد، با نرخ تنزیل ۹ درصد، قیمتش افزایش می‌یابد. پس نکته مهم این است که در اوراق قرضه بلندمدت، درصد تغییرات نسبت به تغییرات نرخ بهره به شدت بالاتر است؛ به عبارت دقیق‌تر، دیرش آن بالاتر است.

مفهوم دیرش میانگین زمان دریافت جریان نقدی است. برای مثال دیرش اوراق ده‌ساله بدون کوپن برابر با ۱۰ می‌شود؛ میانگین زمان دریافت جریان نقدی ۱۰ سال می‌شود. اما اگر اوراق کوپن داشته باشد، پرداخت‌های کوپن نقش بازی می‌کند و این میانگین کمتر می‌شود. به همین دلیل، دیدیم که دیرش اوراق ۲۰ ساله ۸ بود. در فرمول دیرش، هر چه زمان دریافت ارزش اسمی در سررسید طولانی‌تر باشد، دیرش بزرگ‌تر و طبعاً ریسک تغییرات قیمت نسبت به تغییرات نرخ بهره بالاتر است.

ساختار زمانی نرخ بهره و منحنی بازده

انتظار آن است که اگر بازده تا سررسید را برای اوراق بلندمدت‌تر محاسبه کنیم، نرخ بازده تا سررسید بالاتر باشد، چراکه ریسک بالاتر است. برای نشان دادن ساختار زمانی نرخ بهره^۱ از منحنی بازده^۲ استفاده می‌شود. این منحنی تغییرات نرخ بازده تا سررسید اوراق را در سررسیدهای متفاوت نشان می‌دهد. در نمودار ۷ انواع منحنی‌های بازده ارائه شده که تغییرات نرخ بازده در سررسیدهای مختلف را نشان می‌دهد.

در بحث ساختار زمانی نرخ بهره به بررسی رفتار نرخ بهره در دوره‌های کوتاه و بلندمدت می‌پردازیم. برای نشان دادن این ساختار منحنی بازده ترسیم می‌شود که نرخ بازده اوراق مختلف در سررسیدهای مختلف را نشان می‌دهد. این منحنی مبین تفاوت نرخ بهره برای دوره‌های زمانی کوتاه و بلندمدت است. به‌طور معمول و در بیشتر مواقع (منحنی بالا سمت چپ در نمودار ۷) منحنی بازده شکلی صعودی به خود می‌گیرد؛ به عبارت دیگر، اغلب نرخ بهره بلندمدت بیشتر از نرخ بهره کوتاه‌مدت است. لیکن در برخی موارد مشاهده شده که منحنی بازده شکل نزولی به خود می‌گیرد. در حالت اخیر، نرخ بهره بلندمدت کمتر از نرخ بهره کوتاه‌مدت است. این در حالتی اتفاق می‌افتد که فعالان بازار انتظار داشته باشند سطح عمومی نرخ بهره در آینده کاهش می‌یابد. در این حالت، فشار تقاضا برای اوراق بلندمدت‌تر (که با کاهش نرخ بهره قیمت آنها بیشتر افزایش می‌یابد) باعث می‌شود که قیمت این اوراق افزایش یابد و در نتیجه نرخ بازده تا سررسید کاهش یابد. در موارد نادری هم این منحنی شکل مستقیم و یا کوهانی به خود می‌گیرد.

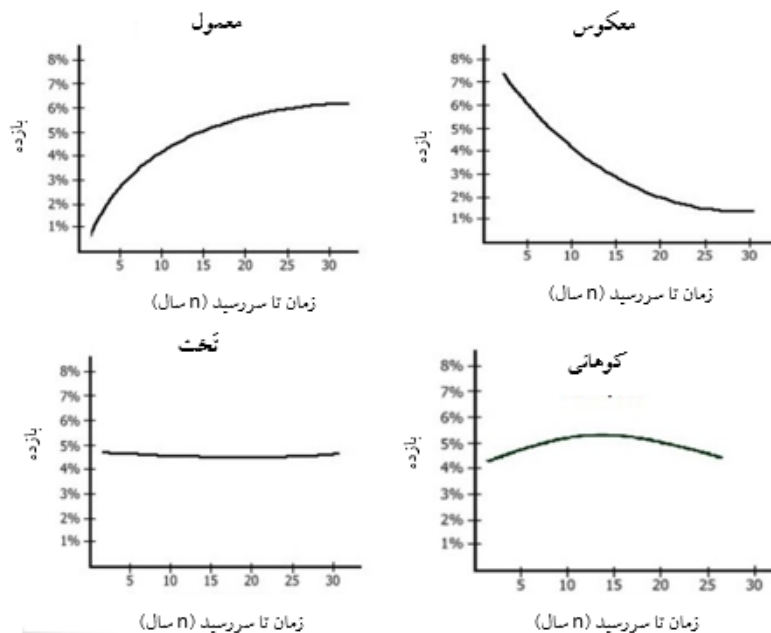
نظریات مختلف در مورد ساختار زمانی نرخ بهره

در این زمینه نظریات مختلفی وجود دارد که در زیر به شرح آنها می‌پردازیم.

رجحان نقدینگی: در دنیای واقعی، آینده نامعلوم است و پیش‌بینی نرخ‌های آتی حتماً با اشتباهاتی همراه است. در چنین وضعیتی، به علت به نقد نزدیک بودن و این که ارزش آنها کمتر تحت تأثیر تغییر نرخ بهره قرار می‌گیرد، ابزار کوتاه‌مدت بیش از اوراق درازمدت طالب دارد. بنابراین، حتی اگر پیش‌بینی نرخ‌های آتی دشوارتر از نرخ‌های نزدیک‌تر نباشد، سرمایه‌گذاران تنها زمانی اقدام به نگهداری اوراق بهادار با سررسید بلندمدت خواهند کرد که نااطمینانی آتی نهفته در ارزش اوراق بهادار از راه صرف نقدینگی (بازده بیشتر) جبران شود. پس در شکل معمول آن، منحنی بازده می‌باید صعودی باشد.

1. term structure of interest rate
2. yield curve

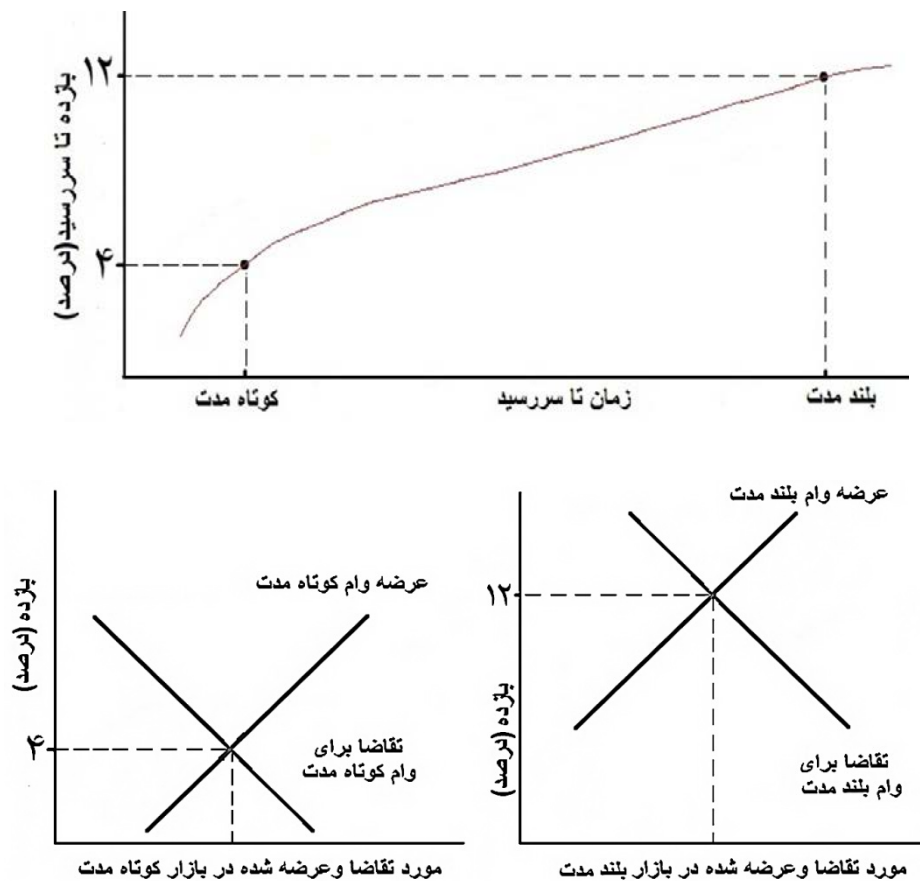
نمودار ۷. انواع منحنی‌های بازده



ریسک تغییرات نرخ بهره اوراق کوتاه‌مدت نسبت به بلندمدت کمتر است و سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به خرید اوراق بلندمدت، نرخ بالاتری می‌خواهند؛ یعنی با نرخ بالاتری این اوراق را تنزیل می‌کنند. قیمت این اوراق در بازار کمتر و بازده در سررسیدشان بیشتر است. بر اساس فرمول بازده تا سررسید، زمانی قیمت اوراق کاهش پیدا می‌کند که نرخ بازده بالاتر باشد.

تفکیک بازارها: این نظریه می‌گوید بازار پول که معمولاً نرخ‌های کوتاه‌مدت در آن تعیین می‌شود و بازار سهام که نرخ‌های بلندمدت در آن تعیین می‌شود دو بازار کاملاً متفاوت هستند. تأمین مالی کوتاه‌مدت مربوط به بازار پول می‌شود که به شبکه بانکی وصل می‌شود. اما نرخ بهره اوراق قرضه بلندمدت که شرکت‌ها منتشر می‌کنند هم در بازار سرمایه کشف می‌شود. پس این دو نرخ در دو بازار متفاوت تعیین شده و عرضه و تقاضا در بازار بلندمدت با عرضه و تقاضای بازار کوتاه‌مدت یکسان نیست. بنابراین، صحیح نیست که بازده در دو بازار را با یکدیگر مقایسه کنیم. نمودار ۸ عرضه و تقاضا در دو بازار مختلف را نشان می‌دهد.

نمودار ۸. عرضه و تقاضا در دو بازار مختلف



انتظارات بازار: ساختار زمانی نرخ بهره متأثر از انتظاراتی است که فعالان بازار از نرخ‌های آینده دارند، و این موضوع به شرایط تورمی آینده و سیاست‌های آتی بانک مرکزی وابسته است، به‌خصوص وقتی که منحنی بازده شکل نزولی دارد. بر اساس این نظریه، ساختار زمانی نرخ بهره فقط تحت تأثیر انتظارات بازار از نرخ‌های آتی قرار می‌گیرد؛ منحنی بازده اوراق بلندمدت در هر نقطه زمانی، انتظارات فعالان بازار و پیش‌بینی آنها از نرخ‌های کوتاه‌مدت آتی را منعکس می‌کند. به عنوان مثال طبق نظریه انتظارات بازار، نرخ بازده ابزار بدهی پنج‌ساله به نرخ یک‌ساله امروز متکی است. در این شرایط، نرخ بهره اوراق پنج‌ساله برابر است با نرخ بهره یک‌ساله به اضافه نرخ یک سال دیگر انتظار دارید در بازار تعیین شود، و بعد نرخ یک سال دیگر دارید در بازار

تعیین شود و همین‌طور تا آخر. درواقع، هزینهٔ تجمیع این نرخ‌ها به صورت نرخ بازده مورد انتظار هندسی پنج‌سالهٔ سرمایه‌گذار خواهد بود.

ریسک اعتباری و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

ریسک اعتباری

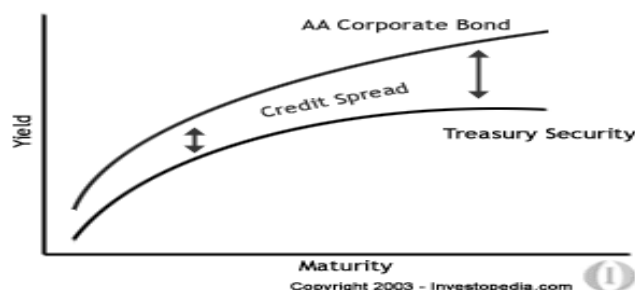
ریسک اعتباری^۱ یا ریسک نکول^۲ به احتمال عدم‌پرداخت اصل و یا فرع هر بدهی (مانند اوراق قرضه) توسط قرض‌گیرنده گفته می‌شود. پرداخت دیرتر از موعد نیز نکول تلقی می‌شود. سرمایه‌گذاران اوراق قرضه (به‌خصوص اوراق قرضهٔ شرکت‌ها) باید در هنگام سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، ریسک اعتباری ناشر را در نظر بگیرند؛ ناشر اوراق در بازپرداخت بدهی خود چقدر توانایی دارد، و این‌که چقدر احتمال ورشکستگی ناشر و عدم‌ایفای آن تعهدات وجود دارد. این نوع ریسک برای اوراق دولت و شهرداری‌ها کمتر و برای اوراق شرکت‌ها بیشتر است، چراکه احتمال ورشکستگی آنها وجود دارد و ورشکستگی به معنای آن است که ارزش دارایی‌های شرکت از بدهی‌های آن کمتر شده است.

در بازارهای مالی، برای اندازه‌گیری ریسک اعتباری اوراق قرضه از رتبهٔ اعتباری ناشر آنها استفاده می‌شود؛ مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری این امتیازها را منتشر می‌کنند. این رتبه‌ها توانایی و احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی ناشر را ارزیابی می‌کنند. رتبهٔ اعتباری اوراق قرضه تأثیر مستقیمی بر نرخ (کوپن) بهرهٔ اوراق دارد و با کاهش رتبهٔ اعتباری، ناشر مجبور می‌شود با نرخ بالاتری اوراق منتشر کند؛ کاهش رتبهٔ اعتباری تأمین مالی را برای ناشر گرانتر می‌کند.

تفاوت نرخ بازده تا سررسید اوراق مختلف با سررسید یکسان (با ریسک‌های اعتباری متفاوت) را با نرخ بازده اوراق قرضهٔ دولتی «دامنک اعتباری»^۳ یا تفاوت نرخ ناشی از ریسک نکول (دامنک نکول)^۴ نامند؛ این همان صرف ریسک ناشی از ریسک اعتباری است. به عنوان مثال، تفاوت نرخ بازده قرضهٔ پنج‌سالهٔ خزانه‌داری آمریکا با بازده اوراق قرضهٔ پنج‌سالهٔ شرکت تجاری آمریکایی خاصی با درجهٔ اعتباری AA دامنک اعتباری آن شرکت تلقی می‌شود. تفاوت نرخ بازده اوراق با ریسک اعتباری یکسان اما با سررسید مختلف، مثلاً تفاوت نرخ بازده اوراق قرضهٔ یک‌ساله و ده‌سالهٔ خزانه‌داری آمریکا، را «دامنک زمانی»^۵ می‌نامند. این دامنک‌ها بر ارزش اوراق تأثیر می‌گذارند. نمودار ۹ تفاوت نرخ ناشی از ریسک اعتباری را نشان می‌دهد.

1. credit risk
2. default risk
3. credit spread
4. default spread
5. term spread

نمودار ۹. تفاوت نرخ ناشی از ریسک‌های اعتباری



برای اندازه‌گیری ریسک اعتباری باید به موارد زیر توجه کرد:

احتمال نکول^۱: احتمال این است که طرف قرارداد در مدت تعیین شده در قرارداد، به تمام یا بخشی از تعهدات خود، خواسته یا ناخواسته، عمل نکند.

پهنه ریسک در زمان نکول^۲: نشان می‌دهد که در زمان نکول، چه مقدار از تعهدات تحت تأثیر قرار می‌گیرد. برای مثال اگر شرکتی ۱۰۰ میلیارد تومان وام بگیرد و ۵۰ میلیارد از اقساط را پرداخت کند، و پس از مدتی ورشکست شود، و امکان پرداخت باقی‌مانده را نداشته باشد، پهنه ریسک وام‌دهنده ۵۰ میلیارد تومان است.

نرخ بازیافت^۳: در صورت نکول، چه سهمی از تعهدات ممکن است از راه‌های مختلف مثل استفاده از وثیقه‌ها و دارایی‌های باقی‌مانده شرکت متعهد به وام‌دهنده یا دارنده اوراق بدهی بازگردد. در هنگام ورشکستگی، شرکت‌های بستانکار طبق اولویت‌هایی از وجوه بازیافتی برخوردار می‌شوند. در بیشتر کشورها، اولویت‌ها به شرح زیر است:

۱. هزینه‌های اداری مرتبط با ورشکستگی مثل هزینه‌های حساب‌رسان، و حقوق و دستمزد اعضای کمیسیون‌های بررسی ورشکستگی
۲. طرح‌های مربوط به منافع کارکنان
۳. ادعاهای مشتریان
۴. ادعاهای دولت
۵. وام‌دهندگان بدون وثیقه
۶. سهامداران ممتاز
۷. و سهامداران عادی.

1. probability of default
2. exposure at default
3. recovery rate

نکته قابل توجه در اولویت‌های فوق این است که وام‌دهندگان با وثیقه مجازند قبل از همه وجوه ناشی از دارایی وثیقه را دریافت کنند و خارج از نوبت‌های فهرست فوق هستند. اگر معادل دارایی وثیقه نقد شود، ولی وجوه حاصل کافی برای تسویه مطالبات آنها نباشد، این گروه از وام‌دهندگان به میزان مطالبات وصول‌نشده مشابه وام‌دهندگان بدون وثیقه در فهرست قرار می‌گیرند. برعکس اگر وجوه حاصل از فروش وثیقه بیش از رقم مطالبات وام‌دهندگان دارای وثیقه باشد، باقی‌مانده برای پرداخت مطالبات به شرح فهرست بالا استفاده می‌شود.

در صورت وقوع ورشکستگی معمولاً ارزش دارایی‌های نامشهود مانند برند، ارزش نیروی انسانی، ساختار سازمانی و ... از بین می‌رود. پس از ورشکستگی برای پرداخت بدهی‌ها معمولاً فقط دارایی‌های مشهود مورد استفاده قرار می‌گیرد. آن نسبت از بدهی‌ها که با فروش دارایی‌های مشهود به بستانکاران بازمی‌گردد، نرخ بازیافت نامیده می‌شود. نسبت «ضرر در حالت نکول»^۱ یک منهای نرخ بازیافت است؛ یعنی در حالت نکول چه میزان به طرفی که طلب دارد، ضرر وارد می‌شود.

مؤسسات رتبه‌بندی

دو اصطلاح اعتبارسنجی^۲ و رتبه‌بندی اعتباری^۳ را از هم باید تفکیک کرد. اعتبارسنجی فرآیندی است که به توانایی اشخاص حقیقی در بازپرداخت وام‌های دریافتی آنان برمی‌گردد. رتبه‌بندی اعتباری فرآیندی است که طی آن بر اساس روش‌شناسی تعریف‌شده و با تحلیل اطلاعات کمی و کیفی، توانایی اشخاص حقوقی در ایفای به‌موقع تعهداتشان در قالب نمادهایی (مثلاً اعداد و حروف) مشخص می‌شود.

نخستین مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری در سال ۱۹۰۹ توسط جان مودی در آمریکا تأسیس شد. امروزه بیش از ۱۳۰ مؤسسه قابل ذکر در دنیا وجود دارد. اما در بازارهای مالی بین‌المللی فقط چند مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری بزرگ داریم که ریسک اعتباری ناشر اوراق بهادار منتشره را محاسبه و گزارش می‌کنند. سه مؤسسه بزرگ که در سطح بین‌المللی فعالیت دارند عبارت‌اند از مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری استاندارد اند پورز^۴، مودیز^۵ و فیچ^۶. این مؤسسات و مؤسسات کوچک‌تر رتبه‌بندی اعتباری در دنیا مؤسساتی هستند که احتمال نکول ناشر در ایفای تعهدات مالی خود را به صورت کلی (رتبه‌بندی ناشر) یا در ایفای تعهدات مالی مربوط به بدهی یا اوراق بهادار با درآمد ثابت خاص به

1. loss given default
2. credit scoring
3. credit rating
4. Standard & Poors (S&P)
5. Moody's
6. Fitch

صورت ویژه (رتبه‌بندی ابزارها) بررسی می‌کنند، و با استفاده از نمادهای مشابهی مانند A، AA، AAA و B (استاندارد و پورز) و یا Aa، Aaa، A و B (مودیز) نشان می‌دهند (نمودار ۹).

در رتبه‌بندی اعتباری، شرایطی کیفی برای احتمال ورشکستگی شرکت‌ها تعریف می‌شود؛ مثلاً رتبه AAA بیانگر آن است که شرکت ناشر در پرداخت به موقع تعهدات مالی توانایی فوق‌العاده‌ای دارد. براساس نمودار ۱۰ شرکتی که رتبه اعتباری AAA دارد، بالاترین رتبه اعتباری و کمترین احتمال ورشکستگی را دارد. در این نمودار هرچه به سمت پایین جدول حرکت می‌کنیم، رتبه اعتباری ضعیف‌تر و احتمال ورشکستگی بیشتر می‌شود. مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری تاکید می‌کنند که نظر آنها نباید به عنوان توصیه‌ای برای خرید یا فروش هیچ ورقه بهاداری تلقی شود.

در فرایند رتبه‌بندی اعتباری ناشران اوراق قرضه توسط این مؤسسات، گزارش صورت‌های مالی سالیانه چند سال و سایر اطلاعات، اسناد و مدارک مربوط به بنگاه اقتصادی بررسی و ارزیابی می‌شود؛ نسبت‌های مالی (مثل نسبت بدهی و نسبت پوشش هزینه بهره) محاسبه و تحلیل می‌شود و با شرکت‌های دیگر فعال در همان صنعت مورد مقایسه قرار می‌گیرد.

اهرم شرکت یکی از مهم‌ترین این نسبت‌هاست. هرچه نسبت اهرم شرکت بالاتر باشد، احتمال ورشکستگی آن بالاتر می‌رود. علاوه بر آن، ریسک عملیات و فعالیت‌های بازرگانی، ریسک صنعت و ریسک کشوری که بنگاه اقتصادی در آنها فعالیت می‌کند، از جمله سایر بررسی‌هایی است که به منظور ارزیابی نقاط قوت و ضعف بنگاه اقتصادی به عمل می‌آید. همچنین از ریسک تجاری، عملیاتی، وضعیت صنعت و ریسک اقتصاد کشوری که شرکت در آن مشغول به فعالیت است برای رتبه‌بندی شرکت‌ها استفاده می‌شود.

نمودار ۱۰. تعریف انواع رتبه‌های اعتباری

نماد	تعریف
AAA	شرکت‌های ناشر در پرداخت به موقع تعهدات مالی توانایی فوق‌العاده‌ای دارند.
AA	شرکت‌های ناشر در پرداخت به موقع تعهدات مالی توانایی بسیار بالایی دارند.
A	شرکت‌های ناشر در پرداخت به موقع تعهدات مالی توانایی بالایی دارند.
BBB	در شرایط بروز شرایط منفی در عوامل کلان اقتصادی، امکان کاهش توان مالی و تأخیر در پرداخت دور از ذهن نمی‌باشد.
BB	در شرایط بروز شرایط منفی در عوامل کلان اقتصادی، امکان کاهش توان مالی و تأخیر در پرداخت وجود دارد.
B	در شرایط بروز شرایط منفی در عوامل کلان اقتصادی، احتمال کاهش توان مالی و تأخیر در پرداخت بالا می‌باشد.
CCC	در شرایط بروز شرایط منفی در عوامل کلان اقتصادی، احتمال کاهش توان مالی و تأخیر در پرداخت نسبتاً بالا می‌باشد.
CC	با فرض ثبات شرایط فعلی، امکان بالایی برای عدم ایفا به بخشی از تعهدات وجود دارد.
C	احتمال معقولی وجود دارد تا شرکت ناشر پیش از سررسید اوراق اعلام ورشکستگی نماید.
D	ربطی به پیش‌بینی شرایط اقتصادی و مالی شرکت نداشته و فقط برای اوراقی است که نکول در آنها رخ داده است.

خلاصه‌ای از ریسک‌های اوراق با درآمد ثابت

اجازه دهید در این جا ریسک‌های مرتبط با اوراق را یک بار دیگر خلاصه‌وار عرض کنم و نقش آنها را در ارزش گذاری اوراق یادآور شوم.

ریسک نرخ تورم

بازده مورد انتظار هر سرمایه گذاری حاصل جمع بهره واقعی، نرخ تورم و صرف ریسک است. با فرض ثابت بودن بهره واقعی و صرف ریسک، تغییر نرخ تورم سبب تغییر در بازده مورد انتظار می شود. این امر خود سبب نوسان قیمت اوراق قرضه می شود. بر اساس معادله فیشر، رابطه نرخ بهره اسمی (R) و نرخ بهره واقعی (r) و نرخ تورم (h) به صورت زیر تعیین می شود:

$$1 + R = (1 + r) \times (1 + h)$$

$$R = r + h + r \times h$$

در رابطه دوم، جزء آخر معمولاً رقم کوچکی است، و نادیده گرفته می شود. پس، نرخ اسمی تقریباً برابر است با نرخ واقعی به اضافه نرخ تورم:

$$R \approx r + h$$

پس، تغییرات نرخ تورم از طریق تغییر نرخ تنزیل بر قیمت تاثیر گذار است.

ریسک سرمایه گذاری مجدد

وقتی که سررسید اوراق قرضه و دوره سرمایه گذاری یکسان نباشد و سرمایه گذار اوراقی را انتخاب کند که سررسید آنها کوتاه تر از دوره سرمایه گذاری باشد، ممکن است نتواند در سررسید اوراقی با ویژگی اوراق قبلی خریداری و جایگزین کند. به این ریسک، ریسک سرمایه گذاری مجدد گفته می شود.

ریسک نقدشوندگی

ریسک نقدشوندگی به وجود بازار ثانویه برای اوراق بدهی مربوط است. هر چقدر بتوان اوراق را به سرعت و به ارزش واقعی فروخت، ریسک نقدشوندگی اوراق کمتر می باشد. دارندگان اوراق بدهی مانند سهامداران به بازارهای ثانویه نیاز دارند تا بتوانند قبل از سررسید اوراق قرضه خود را معامله کنند. در صورت نبود چنین بازارهایی، دارندگان اوراق بدهی مجبورند تا سررسید صبر کنند.

در بازار ثانویه، معمولاً اوراق قرضه دولتی و اوراق خزانه بازار ثانویه متشکلی دارند و از بیشترین نقدینگی برخوردارند؛ بانک‌های تجاری و بسیاری از مؤسسات مالی در حد وسیعی این اوراق را معامله می کنند. بعد از آن، اوراق قرضه مؤسسات دولتی قرار می گیرد که این اوراق نیز معمولاً از سطح

معاملاتی مطلوب برخوردارند. اوراق قرضه شهرداری‌ها و قرضه شرکت‌ها معمولاً نقدشوندگی کمتری دارند.

ریسک کاهش رتبه اعتباری

اگر سرمایه‌گذاری اوراق قرضه را بخرد و پس از آن در طی دوره نگهداری آن اوراق، رتبه اعتباری آن کاهش یابد، این سرمایه‌گذار با ریسک کاهش رتبه اعتباری روبرو شده است. با کاهش رتبه اعتباری، ارزش اوراق نیز کاهش می‌یابد.

در مورد ارزش‌گذاری

در بالا گفتیم که در قیمت‌گذاری اوراق قرضه، اصلی‌ترین متغیر، نرخ تنزیلی است که تعیین می‌شود، و برای تنزیل جریان‌های نقدی اوراق از آن استفاده می‌شود. این نرخ از نرخ فعلی بازده بدون‌ریسک و صرف ریسک اوراق قرضه متأثر است. صرف ریسک اوراق قرضه نیز ناشی از ریسک‌های مختلف سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه است که مهم‌ترین آنها ریسک ناشی از تغییر نرخ بهره، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی است.

برابری زیرمجموعه‌ای از ریسک‌های تغییرات نرخ تنزیل، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی را نشان می‌دهد:

$$R^b = RF + TS + DS + LR$$

در برابری بالا، TS صرف (تفاوت) ریسک ناشی از سررسید اوراق، DS صرف (تفاوت) ریسک ناشی از ریسک اعتباری اوراق و LR صرف ریسک ناشی از نقدناشوندگی اوراق است. این صرف ریسک‌ها در طول زمان و به‌خصوص در تغییرات چرخه تجاری و نیز با انتظارات تورمی و ... تغییر می‌کنند. برای تعریف دقیق‌تر صرفه ریسک‌های بالا باید همبستگی بین این صرف ریسک‌ها نیز در قیمت‌گذاری اوراق لحاظ شود.

تحولات بازار اوراق بدهی دولت در دهه ۹۰ شمسی^۱

علی‌رضا توکلی کاشی

در این مقاله خواننده با بازار بدهی ایران از جهت آمار، ارقام و مختصات نحوه انتشار اوراق بدهی آشنا می‌شود؛ هدف مقاله آن است که نگاه خواننده نسبت به بازار بدهی به‌روزتر شود و وی با بازار بدهی بیشتر آشنا شود.

کلیاتی از بازار بدهی

بازار بدهی طبعاً بازاری است که در آن اوراق بدهی مورد معامله قرار می‌گیرد؛ اوراق بدهی هر سند تعهد پرداختی است که مبلغ و سررسید و متعهد مشخصی دارد. مثلاً اوراق مشارکت به عنوان ورقه بدهی، مبلغ مشخصی دارد، سررسید مشخصی دارد و ناشر آن دولت، شهرداری یا بنگاه خصوصی است که موظف است در آن سررسیدها سود و اصل اوراق را پرداخت کند. اسناد خزانه اسلامی نیز مبلغ و تاریخ مشخص دارد و ناشر آن دولت است. اوراق ممکن است به جز تاریخ سررسید، مواقع و مواعیدی برای پرداخت سودهای دوره‌ای داشته باشد.

هر چکی هم که تاجر صادر می‌کند، عملاً اوراق بدهی به حساب می‌آید، چرا که تاجر تعهد دارد که در آینده مبلغی را پرداخت کند. وام مصرفی که ما از بانک می‌گیریم، و برای بازپرداخت اقساط آن، دفترچه اقساط داریم، خود اوراق بدهی است. ما به بانک بدهکار هستیم؛ عملاً ما ناشر و متعهد بدهی هستیم و باید اصل و سود پول را پرداخت کنیم. پس ناشر اوراق بدهی و دفترچه اقساط بانکی ما هستیم. در کشورهای دیگر همین اوراق بدهی و وام را به اوراق بهادار^۲ تبدیل می‌کنند. مثلاً در مورد وام رهنی^۳ که معمولاً برای خرید مسکن پرداخت می‌شود، وام‌ها را گروه‌بندی کرده و روی آنها اوراق منتشر می‌کنند.

بدهی‌ای که مبلغ مشخص ندارد، یا تاریخ بازپرداخت مشخص ندارد، اوراق بدهی نیست. به طور مشخص، منظوری بدهی‌های دولت ایران در روزگار ماست که هیچ سررسید مشخصی ندارد. این تعهدات را نمی‌توان در زمره اوراق بدهی قرار داد.

مفهوم دیگری که از آن بسیار استفاده خواهیم کرد، مفهوم اوراق موجود در بازار^۴ است. از بانک‌ها مثال بزنیم. فرض کنیم در آغاز یک دوره، بانکی ۱۵۰۰ واحد مانده تسهیلات دارد؛ در دوره جاری ۳۰۰

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه چهارم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه شهید بهشتی در روز سه‌شنبه ۲۹ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. securitization
3. mortgage
4. outstanding

واحد وام جدید می‌دهد، و ۱۰۰ واحد اقساط وام‌های قبلی را جمع می‌کند. بدین ترتیب، در پایان دوره جاری ۱۷۰۰ واحد مانده تسهیلات دارد که همان مفهوم بدهی موجود است. همین مثال را به بازار بدهی تعمیم بدهید و به مفهوم اوراق موجود در بازار برسید. بدین ترتیب، در بازار بدهی هم اوراق موجود در بازار داریم، هم اوراقی که جدید منتشر می‌شود، و هم اوراقی که سررسید و بازپرداخت می‌شود. اگر این سه رقم را جمع جبری کنیم دوباره مانده پایان دوره یا اوراق موجود محاسبه می‌شود. در واقع، همیشه جریان دائمی از انتشار و سررسید شدن اوراق را داریم.

در دنیا بیش از ۹۵ درصد حجم وجوه مربوط به بازار بدهی است، و بازار سهام کمتر از ۵ درصد از منابع و معاملات است. البته، به رغم این که بازار سهام کمتر از ۵ درصد تأمین مالی می‌کند، نقش بسیار مهمی در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. علت آن است که بازار سهام به بازار بدهی از جهت نرخ و از جهت مدت و سررسید علامت می‌دهد. این بازار از جهت تعیین ریسک ناشران اوراق مختلف هم اهمیت دارد. ما همیشه ریسک بازار سهام را لازم داریم تا در بازار بدهی درست فعالیت کنیم.

نقدشوندگی و سایر ویژگی‌های بازار بدهی

بزرگ‌ترین فایده بازار بدهی نقدشوندگی است. مثال مناسب در این زمینه بازار اسناد خزانه است. در سنوات قبل، دولت به پیمانکاران بدهکار بود و امکان پرداخت نقد را نداشت. به هر دلیلی، امکان انتشار اوراق را نداشت که از آن محل بدهی‌هایش را بپردازد. اسناد خزانه این کار را انجام داد. یعنی دولت به جای پرداخت نقدی به طلبکاران خود، ورقه تعهد منتشر کرد و به طلبکاران داد. به جای این که اوراق منتشر کرده، پول جمع کند، و پول را به طلبکار خود بدهد، همین ورقه را به طلبکار داد. کار بازار بدهی این شد که به این طلبکاران که ورقه بدهی دولت را در دست داشتند، نقدینگی بدهد. این اوراق تعهد دولت که قرار بود شش ماه یا یک سال بعد به پول تبدیل شود، به بازاری نیاز داشت که در لحظه تبدیل به پول نقد شود، و طبعاً چنین بازاری عدد کمتری را به طلبکار دولتی می‌داد. نقدشوندگی در بازار بدهی برای اسناد خزانه اسلامی ویژگی ممتاز و برگ برنده‌ای بود که باعث می‌شد اسناد خزانه اسلامی در بازار رایج شود. همین امروز هم این اوراق جزو اوراق بسیار پرمعامله بازار سرمایه ایران است.

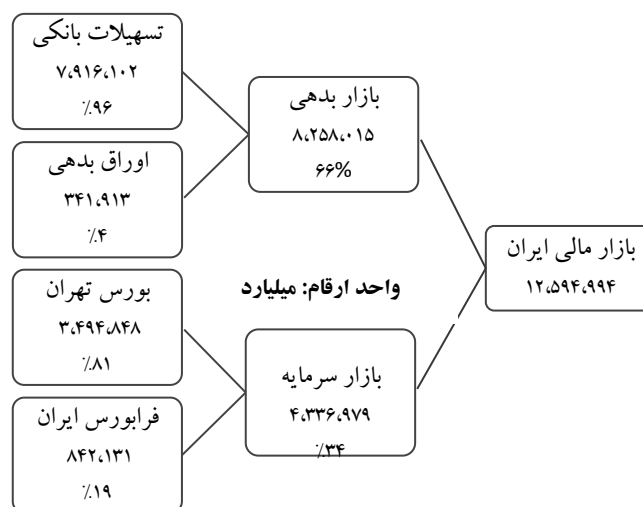
کار دوم بازار بدهی علامت‌دهی^۱ است: این بازار نرخ‌ها را افشا می‌کند و از آن مهم‌تر میزان بدهی را افشا می‌کند. همین امروز ما مقدار بدهی دولت ایران را نمی‌دانیم؛ باید از جاهای مختلف آمار جمع کنیم تا متوجه شویم که بدهی دولت چقدر است. در صورتی که اگر کل بدهی دولت در قالب اوراق بود، به راحتی با بررسی حجم اوراق بدهی دولت در بازار، می‌توانستیم بدهی دولت را تخمین بزنیم. در تمام دنیا، همه دولت‌ها با انتشار اوراق بدهی استقراض می‌کنند، و بدهی دولت محدود به تعهدات آن در بازار سرمایه است.

1. signaling

تغییر در اندازه و ارزش بازارهای مالی در ایران

نمودار ۱ ارزش بازارهای مالی ایران را در پایان سال ۹۴ نشان می‌دهد. این اندازه آن بازار در آن زمان است که از دو قسمت بازار بدهی و بازار سهام تشکیل شده است. می‌بینید که بازار بدهی ۸۲۵ هزار میلیارد تومان است که ۶۶ درصد کل بازار مالی است؛ ۳۴ درصد بقیه بازار سهام است. خود بازار بدهی از دو قسمت عمده تشکیل می‌شود: تسهیلات بانکی و اوراق بدهی. گفتیم که در بازار بدهی تعهدات ثابت با سررسیدهای مشخص مورد معامله قرار می‌گیرد. تسهیلات بانکی معمولاً بازار ثانویه ندارد، مگر این که خود بانک‌ها وام‌های اعطایی را به اوراق بدهی تبدیل کنند. اما اوراق بدهی بازار ثانویه دارند. مجموع این دو، بازار بدهی کشور ما است که در آن عموماً سودها ثابت و مشخص است. بازار سهام کشور مجموع سهامی است که در بورس تهران و فرابورس معامله می‌شود؛ تقریباً ۸۰ درصد معاملات بازار سهام در بورس تهران و ۲۰ درصد در فرابورس انجام می‌شود. این نسبت مدتی است که کم‌وبیش ثابت مانده است.

نمودار ۱. ارزش بازارهای مالی ایران در پایان سال ۹۴



در نمودار ۱ به چند رقم توجه کنید: اندازه بازار بدهی ۶۶ درصد کل بازار مالی است؛ ارزش بازار سهام ۳۴ درصد کل بازار است؛ و اوراق بدهی فقط ۴ درصد کل بازار بدهی کشور است. در نمودار ۲ و ۳ ارزش بازارهای مالی ایران در اسفند سال ۹۵ و شهریور سال ۹۸ آورده شده است. نمودار نشان

می‌دهد که در سال‌های بعد چه اتفاقی می‌افتد. در سال ۹۵، سهم اوراق بدهی از ۴ درصد به ۷ درصد افزایش یافت. البته، علت عمده این افزایش در سال ۹۵، کوچک شدن بازار سهام در آن سال است. از اعداد نمودار ۳ درمی‌یابیم که شهریور سال ۹۸ آخرین تاریخی است که بازار بدهی از بازار سهام به نسبت ۵۵ به ۴۵ جلو بود.

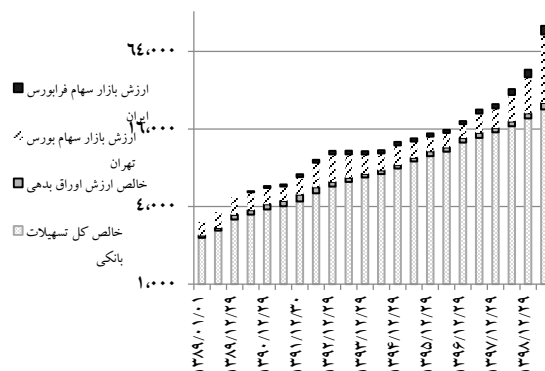
نمودار ۲. ارزش بازارهای مالی ایران در ۱۳۹۵/۱۲/۲۹				نمودار ۳. ارزش بازارهای مالی ایران در ۱۳۹۸/۰۶/۳۱			
خالص کل تسهیلات بانکی	۹,۸۶۶,۶۱۶	۹۳,۳٪	بازار	خالص کل تسهیلات بانکی	۱۶,۶۳۸,۴۶۸	۹۲,۲٪	بازار
خالص ارزش اوراق بدهی	۷۰۴,۶۳۳	۶,۷٪	بدهی	خالص ارزش اوراق بدهی	۱,۳۹۸,۹۴۲	۷,۸٪	بدهی
ارزش بازار سهام بورس تهران	۳,۲۲۷,۹۸۲	۷۹,۶٪	بازار سهام	ارزش بازار سهام بورس تهران	۱۱,۶۱۴,۸۶۵	۷۸,۷٪	بازار سهام
ارزش بازار سهام فرابورس ایران	۸۲۵,۴۲۸	۲۰,۴٪	بازار سهام	ارزش بازار سهام فرابورس ایران	۳,۱۳۸,۳۰۰	۲۱,۳٪	بازار سهام
ارزش بازار مالی ایران	۱۴,۶۲۴,۶۵۹		اعداد به میلیارد ریال	ارزش بازار مالی ایران	۳۲,۷۹۰,۵۷۴		اعداد به میلیارد ریال

اما بعد از این تاریخ بازار سهام بازار بزرگتری است: در پایان سال ۹۸ بازار سهام ۵۵-۴۵ بدهی را پشت سر می‌گذارد، و این روند ادامه می‌یابد تا در پایان شهریور ماه سال ۹۹، نسبت یادشده به ۷۶-۲۴ می‌رسد (نمودار ۴). این اعداد از این نظر هم اهمیت دارد که بدانیم بازار سهام در این ماه‌ها چقدر بزرگ شده است. نمودار ۵ به صورت چارت میله‌ای این رشد را نشان می‌دهد. تقریباً همه بازارها رشد کرده‌اند، ولی ارزش سهام بورس تهران، رشد بسیار زیادی داشته است.

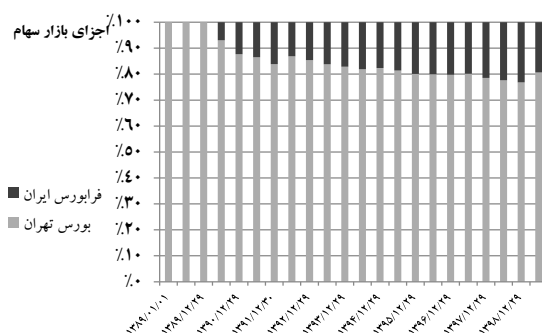
نمودار ۴. ارزش بازارهای مالی ایران در ۱۳۹۹/۰۶/۳۱

خالص کل تسهیلات بانکی	۲۲,۰۸۰,۹۱۵	۹۰٪	بازار بدهی ۲۴٪
خالص ارزش اوراق بدهی	۲,۴۶۹,۱۹۴	۱۰٪	
ارزش بازار سهام بورس تهران	۵۹,۴۶۲,۲۱۴	۷۸٪	بازار سهام ۷۶٪
ارزش بازار سهام فرابورس ایران	۱۶,۳۳۷,۴۸۰	۲۲٪	
ارزش بازار مالی ایران	۱۰۰,۳۴۹,۸۰۲		اعداد به میلیارد ریال

نمودارهای ۵. رشد بازار سهام و بدهی در دهه ۹۰

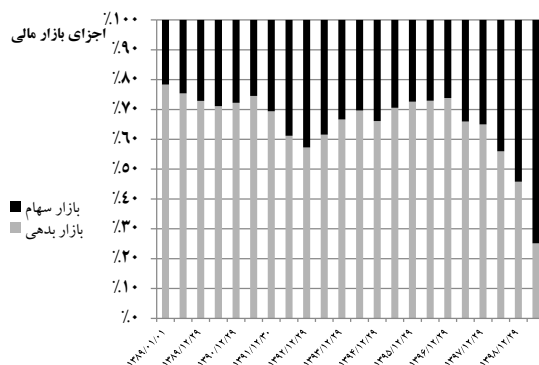


نمودار ۶. سهام بورس‌ها در بازار سهام



فرا بورس در سال ۸۹ تأسیس شد و از سال ۹۲ سهم تقریباً ۲۰ درصدی از بازار سهام کشور دارد و هم‌چنان همین سهم ۲۰ درصدی را حفظ کرده است (نمودار ۶). نمودار ۷ نشان می‌دهد که چطور طی این سال‌ها نسبت بازار سهام و بازار بدهی به‌شدت جابجا شده است. سمت چپ این نمودار نشان می‌دهد که بازار بدهی تقریباً بین ۶۰-۸۰ درصد کل بازار مالی است، اما سمت چپ نمودار حاکی از آن است که به ویژه در یک سال و نیم اخیر، بازار بدهی به‌شدت کوچک شده و سهم آن به حدود ۲۵-۲۰ درصد رسیده، و برعکس بخش بازار سهام بسیار بزرگ شده است.

نمودار ۷. مقایسه سهم بازار بدهی و بازار سهام



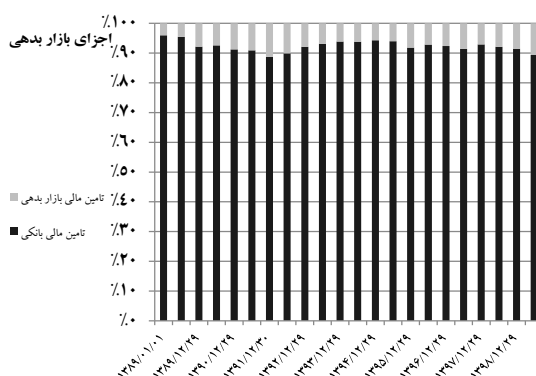
رشد بازار محور یا بانک محور؟

دو سؤال با توجه به روندهای نمودار ۷ قابل طرح است:

۱. آیا رشد نسبی بازار سهام به معنای افزایش سهم تأمین مالی بازار محور است؟
۲. آیا رشد نسبی بازار سهام به معنای افزایش سهم بازار سهام در تأمین مالی است؟

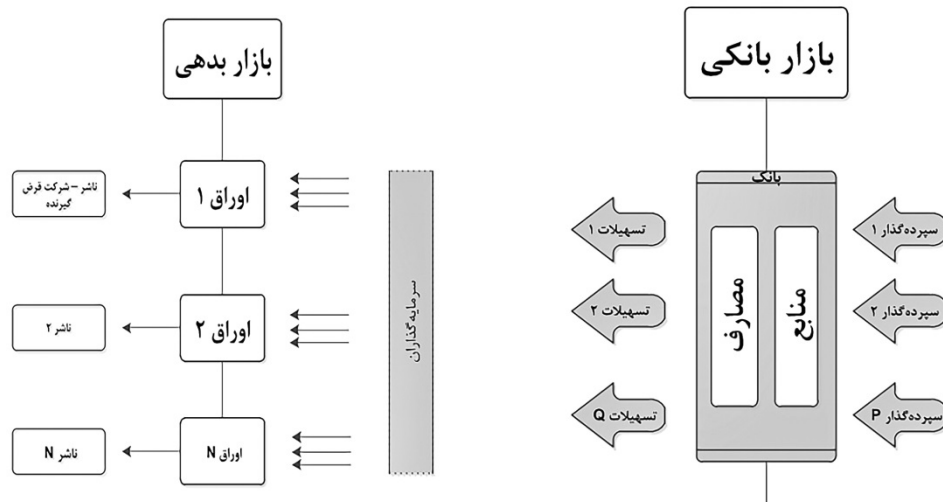
متأسفانه پاسخ هر دو سؤال منفی است. رشد بازار سهام به هیچ عنوان به معنای رشد تأمین مالی از بازار سرمایه نیست؛ در یک سال و نیم اخیر که شاهد رشد بی‌سابقه بازار سهام بوده‌ایم، و ارزش سهام نسبت به کل ارزش بازار مالی از ۵۰ درصد هم عبور کرده، عملاً تأمین مالی چندانی در کشور اتفاق نیفتاد. در نمودار ۸ اجزای بازار بدهی، یعنی نسبت اوراق بدهی به کل بازار بدهی در مقایسه با تسهیلات بانکی را می‌یابیم. این نسبت چیزی حدود ۱۰ درصد است؛ یعنی هنوز ۹۰ درصد تأمین بدهی را نظام بانکی انجام می‌دهد، و فقط ۱۰ درصد تأمین مالی به شکل اوراق بدهی است. این نمودار نشان می‌دهد که به‌رغم رشد بالای بازار بدهی و رشد بسیار زیاد حجم اوراق دولت، هنوز نسبت اوراق به کل بازار بدهی پایین است. هر وقت سهم قسمت بالای این نمودار به ۵۰ درصد نزدیک شود، می‌توانیم از حرکت ایران به سمت نظام مالی «بازارمحور» صحبت کنیم.

نمودار ۸. مقایسه تأمین مالی بازار محور و بانک محور



تفاوت تأمین مالی بازارمحور با بانک‌محور را در نمودار ۹ ملاحظه می‌کنید. در سمت راست، یعنی در نظام بانک‌محور، سپرده‌گذاران پول خود را در اختیار بانک می‌گذارند؛ از این وجوه با عنوان «منابع بانکی» یاد می‌شود. بانک‌ها این منابع مالی را در قالب تسهیلات مختلف به وام‌گیرندگان اعطا می‌کنند. اگر یکی از تسهیلات‌گیرندگان پول خود را به‌موقع پرداخت نکند، دیر پرداخت کند، و یا اصلاً پرداخت نکرده و نکول کند، به سپرده‌گذاران صدمه‌ای وارد نمی‌شود. سپرده‌گذاران با بانک طرف حساب هستند و اصل و سود پول خود را از بانک می‌گیرند. البته اگر عمده تسهیلات نکول شود، فراتر از آستانه معینی، بانک مرکزی به موضوع وارد می‌شود و بانک را متوقف می‌کند. در این مورد باز هم سازوکارهایی مثل صندوق ضمانت سپرده‌ها وجود دارد که بخشی از منابع سپرده‌گذاران را تضمین و بیمه می‌کند؛ و در صورت توقف بانک به آنها پرداخت می‌کند.

نمودار ۹. بازار اوراق بدهی و بدهی بانکی



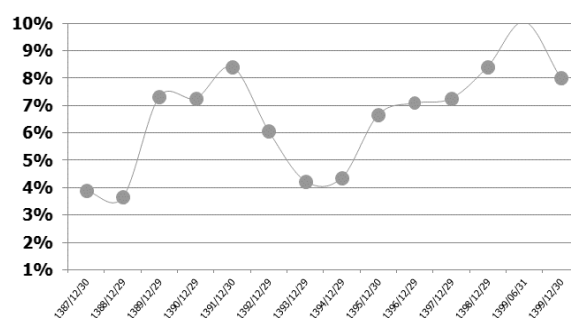
در بازار بدهی، هر ناشری در قالب انتشار اوراق، از سرمایه‌گذاران به صورت مستقیم پول گرد می‌آورد. هر ناشر فقط به سرمایه‌گذاران خود وصل است و پولش را بی‌واسطه دریافت می‌کند. از دید سرمایه‌گذار، تفاوت اول بازار با نظام بانک‌محور این است که او دیگر کارمزد بانکی پرداخت نمی‌کند. به‌علاوه بانک‌ها به دلیل ضرورت نظارت و سیاست پولی، باید سپرده قانونی بسپارند. با احتساب هزینه‌های سپرده قانونی و هزینه‌های عملیاتی، ۵-۶ درصد اختلاف بین سود تسهیلات و نرخ پرداختی به سپرده‌گذار وجود دارد؛ مثلاً نرخ وام ۲۴ درصدی و سود پرداختی به سپرده‌ها ۱۸ درصد است. اما، در بازار بدهی این شکاف نرخ‌ها وجود ندارد. سودی که ناشر پرداخت می‌کند، عیناً به سرمایه‌گذار می‌رسد.

فرق مهم‌تر دوم این است که ریسک اینجا مخدوش نشده است. اگر یکی از ناشران در پرداخت خود تأخیر کرده یا نکول کند، فقط سرمایه‌گذاران همان ناشر دچار خُسران می‌شوند و بقیه سرمایه‌گذاران ضرر نمی‌کنند. ممکن است اوراق را بانکی ضمانت کرده باشد، یا وثایق نقدشونده‌ای در اختیار سازمان بورس باشد که در آن صورت سرمایه‌گذاران به آنها رجوع کرده و بخشی از پول خود را وصول خواهند کرد.

تفاوت مهم این است که هرگونه تأخیر در پرداخت بلافاصله در جریان نقدی سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد. این با وضعیت سپرده‌گذار در سیستم بانکی فرق دارد. بانک به دلیل نفع کلی خود، در حالتی که یکی از تسهیلات گیرندگان قصور کرده و نکول می‌کند، پول همه سپرده‌گذاران را پرداخت

می‌کند. گرین‌سپن، رئیس اسبق فدرال رزرو، بانک مرکزی امریکا، در سخنرانی سال ۱۹۹۹ خود از این پدیده با عنوان «لاستیک یدکی» یاد می‌کند.^۱ حرف آقای گرین‌سپن آن بود که بحران اواخر دهه ۹۰ در کشورهای آسیای جنوب شرقی یعنی هنگ کنگ، کره جنوبی، سنگاپور، تایلند، ... از آن رو به سرعت فروکش کرد که در کنار نظام بانکی، این اقتصادها تا حدی بازارمحور هم بودند؛ لاستیک یدکی نظام تأمین مالی آنها همان سیستم بازارمحور بود. گرین‌سپن نتیجه می‌گیرد که در ساختار مالی، وجود دو نظام بانک‌محور و بازارمحور، حتی در اقتصادهای نوظهور، ضروری است و این دو مکمل یکدیگرند. معتقدم در ایران اگر به سمت نظام بازارمحور حرکت کنیم، سیستم تأمین مالی چابک‌تر و با هزینه‌های کمتر خواهد بود؛ ریسک تأمین مالی هم کنترل می‌شود.

نمودار ۱۰. روند سهم بازار بدهی از کل اوراق بدهی



گزارش بازار بدهی ایران

در چهار نمودار این بخش وضعیت بازار بدهی ایران نشان داده است. نمودار ۱۰ سهم بازار اوراق بدهی از کل بازار بدهی را در طول زمان نشان می‌دهد؛ این نسبت از حدود ۳-۴ درصد سال ۸۷ به حدود ۱۰-۱۱

درصد امروز رسیده است. در دنیا، به طور میانگین نسبت تأمین مالی با اوراق ۶۵ درصد است، ۳۵ درصد بقیه نسبت تسهیلات بانکی است. نمودار (جدول) ۱۱ بازار اوراق بدهی را برحسب ناشران نشان می‌دهد. بازار از سال ۸۷ تا سال ۹۹ تصاعدی است. بازیگران بزرگ بازار از نظر انتشار اوراق بدهی یا «ناشران اوراق بدهی» عبارت‌اند از دولت، سازمان‌های دولتی، بانک مرکزی، شهرداری‌ها، بانک‌ها و بخش خصوصی. همان‌طور که جدول نشان می‌دهد، بیش از ۸۰ درصد اوراق را دولت منتشر کرده است. قبل از سال ۹۴، این‌طور نبوده و سهم دولت نسبتاً کوچک بوده است. البته در این جدول سهم بخش خصوصی نیز سالی ۲۰-۳۰ درصد رشد کرده، اما هم‌چنان نسبت به کل بازار اوراق بدهی، این سهم بسیار پایین است.

1. Remarks by Chairman Alan Greenspan, *Do efficient financial markets mitigate financial crises?* October 19, 1999. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19991019.htm>

شماره ۱۱-زیربسته سهام بازار بدهی به شرکت ناشیران

ناشر	۱۳۹۰/۱/۲۹	۱۳۹۱/۱/۳۰	۱۳۹۲/۱/۲۹	۱۳۹۳/۱/۲۹	۱۳۹۴/۱/۲۹	۱۳۹۵/۱/۳۰	۱۳۹۶/۱/۲۹	۱۳۹۷/۱/۲۹	۱۳۹۸/۱/۲۹	۱۳۹۹/۱/۳۰
دولت	۱۵۵۶۰,۶۱۸	۲۲,۹۴۵,۰۰۰	۳۰,۶۴۴,۹۶۰	۵۵,۶۴۴,۹۶۰	۱۴۲,۷۵۴,۳۱۲	۵۳۵,۶۰۸,۷۲۵	۵۳۵,۶۰۸,۷۲۵	۷۵۲,۹۰۸,۷۲۵	۸۹۹,۹۲۷,۶۱۰	۱,۴۷۳,۰۳۱,۷۹۳
سازمان دولتی	۱۳۸,۶۷۴,۳۳۱	۱۹۲,۹۴۵,۸۴۵	۱۷۱,۶۹,۹۴۵	۱۳۱,۳۹۳,۹۴۵	۱۵۰,۰۱۴,۸۸۹	۶۹,۹۸۶,۰۰۰	۸۴,۰۰۰,۰۰۰	۸۲,۹۹۹,۹۴۷	۸۲,۹۹۹,۹۴۷	۱۰۳,۱۷۹,۹۸۴
شهرداری	۳۲,۷۱۰,۳۰۰	۷۸,۲۵۵,۴۰۰	۳۱,۰۷۵,۳۰۰	۲۲,۵۴۵,۴۹۶	۴۶,۹۱۵,۶۱۰	۵۸,۸۷,۶۰۹	۷۵,۰۰۰,۷۰۹	۹۸,۵۰۰,۴۹۹	۹۳,۵۰۰,۴۹۹	۹۳,۵۰۰,۴۹۹
بانک مرکزی	*	*	۲۱,۹۳۴,۹۶۰	*	*	*	*	*	*	*
بانک ها	۱۰,۷۷۱,۰۰۰	۹۰,۷۷۱,۰۰۰	۸۳,۳۶۶,۴۰۰	۷۰,۷۷۱,۰۰۰	*	۳,۰۰۰,۰۰۰	۳,۰۰۰,۰۰۰	*	*	۱۰,۰۰۰,۰۰۰
خصوصی	۲۶,۶۵۸,۰۰۰	۲۷,۰۴۷,۳۰۶	۳۶,۸۶۰,۱۷۱	۳۸,۷۰۸,۶۴۹	۴۸,۹۹۷,۳۷۹	۶۱,۵۳۲,۴۴۹	۶۷,۱۵۶,۰۹۷	۹۶,۸۲۹,۱۳۵	۱۲۱,۳۴۲,۸۹۵	۱۲۱,۳۴۲,۸۹۵
مجموع	۲۶۴,۳۷۴,۲۴۹	۴۵۱,۱۳۱,۵۲۱	۳۷۴,۵۷۲,۷۳۶	۳۱۹,۰۶۴,۰۵۰	۷۸۸,۶۸۱,۷۹۰	۷۸۸,۹۹۸,۲۸۳	۹۸۲,۰۶۵,۵۶۹	۱,۱۷۸,۲۵۷,۱۹۱	۱,۷۹۱,۰۵۵,۱۷۱	۳,۵۸۷,۵۰۰,۰۹۳

شماره ۱۲-زیربسته سهام بازار بدهی به شرکت بازارها

ناشر	۱۳۹۰/۱/۲۹	۱۳۹۱/۱/۳۰	۱۳۹۲/۱/۲۹	۱۳۹۳/۱/۲۹	۱۳۹۴/۱/۲۹	۱۳۹۵/۱/۳۰	۱۳۹۶/۱/۲۹	۱۳۹۷/۱/۲۹	۱۳۹۸/۱/۲۹	۱۳۹۹/۱/۳۰
بانک	۲۷۹,۹۸۶,۲۴۹	۴۲۸,۱۰۴,۲۱۵	۳۳۰,۶۶۷,۵۶۵	۳۳۴,۰۳۵,۴۰۱	۴۳۰,۱۶۲,۵۰۶	۳۱,۸۶۲,۷۵۶	۳۴,۰۰۰,۷۸۹۶	۳۴,۰۰۰,۷۸۹۶	۲۷,۰۰۰,۰۰۰	۳۵,۰۰۰,۰۰۰
بزرگس تهران	*	۲,۹۵۰,۰۰۰	۳,۱۵۰,۰۰۰	۶,۲۵۰,۰۰۰	۶۳,۳۷۳,۵۲۹	۹۳,۸۷۳,۵۲۹	۱۰۷,۲۳۲,۵۲۹	۱۰۷,۲۳۲,۵۲۹	۱۵۵,۲۷۰,۴۰۵	۱۵۵,۲۷۰,۴۰۵
فرابورس	۱۴,۳۸۸,۰۰۰	۲۰,۰۷۷,۳۰۶	۳۵,۲۹۰,۱۷۱	۴۸,۹۷۵,۱۴۹	۹۶,۱۸۸,۵۱۱	۱۷۹,۶۶۳,۰۱۱	۵۹۳,۰۸۹,۲۶۳	۵۹۳,۰۸۹,۲۶۳	۱,۴۳۷,۵۰۶,۷۰۰	۳,۰۲۴,۶۰۶,۶۷۵
بورس کالا	*	*	*	۸۳۳,۵۰۰	۵,۶۲۷,۶۵۶	۵,۲۸۸,۷۲۴	۵,۲۹۹,۹۳۰	۸,۴۳۴,۸۷۲	۶,۹۹۹,۹۹۳	۶,۹۹۹,۹۹۳
بورس انرژی	*	*	*	*	۵,۳۰۰,۳۸۵	۶,۱۹۹,۹۹۹	۱۳,۳۳۴,۸۰۴	۴۲,۳۴۹,۹۱۵	۹۱,۷۷۹,۹۳۴	۹۱,۷۷۹,۹۳۴
تقد بازار	*	*	۵,۴۷۰,۰۰۰	۲۸,۸۷۰,۰۰۰	۷۵,۲۷۵,۴۵۳	۴۱۲,۱۰۹,۳۶۴	۲۲۷,۹۱۰,۱۴۸	۲۲۲,۰۰۹,۶۷۷	۸۲,۴۹۸,۰۷۹	۸۲,۴۹۸,۰۷۹
مجموع	۲۹۴,۳۷۴,۲۴۹	۴۵۱,۱۳۱,۵۲۱	۳۷۴,۵۷۲,۷۳۶	۳۱۹,۰۶۴,۰۵۰	۷۸۸,۶۸۱,۷۹۰	۷۸۸,۹۹۸,۲۸۳	۹۸۲,۰۶۵,۵۶۹	۱,۱۷۸,۲۵۷,۱۹۱	۱,۷۹۱,۰۵۵,۱۷۱	۳,۵۸۷,۵۰۰,۰۹۳

[illegible]

در نمودارهای (جدولهای) ۱۲ و ۱۳، تنوع اوراق منتشره را بر حسب نوع و بازار می‌بینید؛ در جدول ۱۲ همان جدول قبلی بر مبنای نوع اوراق و این که معاملات در کدام بورس انجام شده، به نمایش درآمده است. در نمودار (جدول) ۱۳ می‌بینید که تا قبل از سال ۹۴، همه اوراق فقط اوراق مشارکت بوده، و از سال ۹۴ به بعد کم کم بازار متنوع شده است. یعنی غیر از اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف و اوراق متنوع دیگر معامله شده است. مثلاً اگر فقط روی ارقام تا پایان شهریور سال ۹۹ تمرکز کنید، می‌بینید که تقریباً ۲۴-۲۵ درصد اسناد خزانه و اوراق منفعت را عمدتاً دولت منتشر کرده است. همان طور که مشخص است اوراق سلف مقدار زیادی نیست و عمده اوراق اجاره را بخش خصوصی منتشر کرده است.

می‌بینیم که از نظر تنوع اوراق، وضعیت بسیار بهبود یافته، و اوراق بدهی بسیار متنوع شده است. نمودار ۱۲، اوراق را بر مبنای نوع بازاری که در آن مبادله می‌شوند، تقسیم کرده است. می‌بینید که قبل از سال ۹۴، عمده معاملات در شبکه بانکی، معامله شده است. اما این روزها بیشتر معاملات در بورس و فرابورس انجام می‌شوند. بیش از ۹۰ درصد اوراق بدهی در فرابورس معامله می‌شود.

تغییر در معاملات ثانویه

در تجربه ایران، مهم ترین فرق معامله اوراق بدهی در بازار بانکی با بورس و فرابورس (که خیلی با هم فرق ندارند) آن بوده که اوراق در بانک ها همواره به قیمت اسمی ۱۰۰ هزار تومان معامله می‌شده، و هیچ وقت اثر نوسانات عرضه و تقاضای بازار را بر قیمت نمی‌دیدیم؛ چه اوراق ۱۵ درصدی و چه ۱۸ درصدی در بازار بانکی با ۱۰۰ هزار تومان خرید و فروش می‌شد؛ در نتیجه، وقتی اوراقی با نرخ بالاتر منتشر می‌شد، مثلاً به جای اوراق قبلی ۱۸ درصدی، اوراق جدید با نرخ ۲۰ درصد می‌آمد، همه به بانک ها مراجعه می‌کردند. اوراق قبلی را پس می‌دادند و اوراق جدید می‌گرفتند. این وضع خود مانعی بود تا بانک مرکزی نسبت به تغییر نرخ مقاومت کند.

مجرای انتشار اوراق دولتی

در حال حاضر، چون ۹۰ درصد بازار بدهی به اوراق دولتی اختصاص دارد، در مورد فرایند انتشار اندکی توضیح می‌دهم. دولت در لایحه بودجه مقدار کسری بودجه سال بعد را تخمین می‌زند، و معادل آن در بودجه اوراق بدهی اسلامی منظور می‌کند. در تبصره ۶ قانون بودجه، فصلی است که در آن چندین بند به انتشار اوراق دولتی اشاره دارد. در این فصل مقدار اوراق تخمین زده می‌شود، معادل آن کسری، ارقام انتشار اوراق بدهی در بودجه قرار می‌گیرد تا در مجلس تصویب شود.

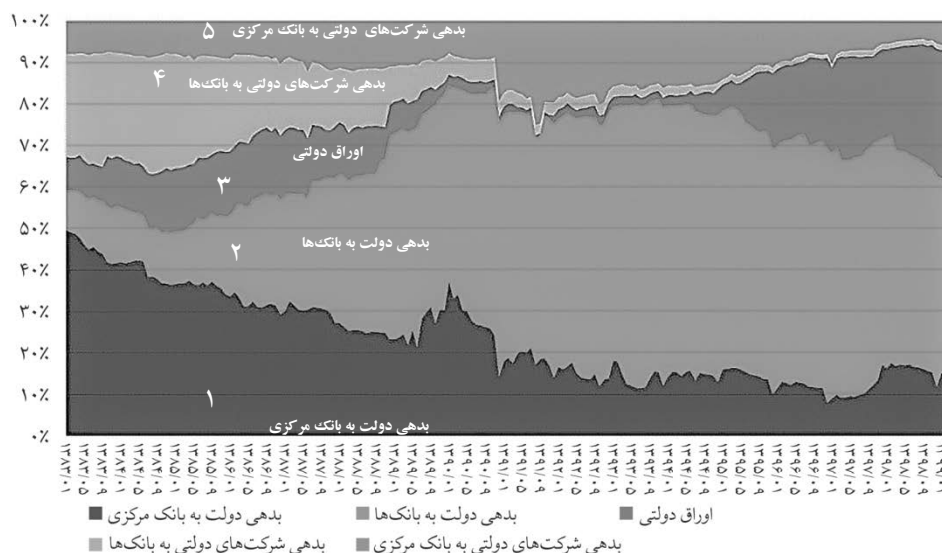
مرکز مدیریت بدهی ها در وزارت اقتصاد و در معاونت خزانه داری مستقر است، و این مرکز است که مبلغ، مدت و زمان انتشار را به سازمان برنامه پیشنهاد می‌دهد تا در لایحه بودجه وارد کند. این اطلاعات به کمیته بند ک بودجه ارائه می‌شود. کمیته بند ک متشکل از سه نفر رئیس کل بانک

مرکزی، رئیس سازمان برنامه و وزیر اقتصاد است؛ این سه نفر با همدیگر تصمیم می‌گیرند. کمیته بند ک در مورد نوع اوراق منتشره یعنی اسناد خزانه، اوراق اجاره، اوراق منفعت ... تصمیم می‌گیرد. نرخ سود اوراق تصمیم مهم‌تری است که حضور رئیس کل بانک مرکزی را در این کمیته توجیه می‌کند. با توجه به ارتباط نرخ سود در بازارها، و مقایسه دائمی نرخ سود بانکی با نرخ سود اوراق، حضور رئیس کل بانک مرکزی در این کمیته کمک می‌کند که نرخ اوراق متناسب با سیاست‌های بانک مرکزی در مورد نرخ سود بانکی تعیین شود. بعضی از اوراق نیاز به مجوز سازمان بورس دارد، و در صورت لزوم مجوزهای لازم اخذ می‌شود. در روزهای سه‌شنبه هر هفته، اوراق توسط خزانه‌داری (وزارت اقتصاد) حراج شده و به فروش می‌رسد.

تغییر ساختار بدهی‌های دولت

در نمودار بسیار مهم ۱۴ تصویری از ترکیب بدهی‌های دولت ارائه شده است. آمار مورد استفاده در این نمودار از ترازنامه بانک‌ها و بانک مرکزی از سال ۸۳ تا خرداد ۹۹ استخراج شده است. همان‌طور که می‌بینید، بخش ۱ پایین نمودار، بدهی دولت به بانک مرکزی است؛ قسمت ۲ استقراض دولت از سیستم بانکی (سایر بانک‌ها غیر از بانک مرکزی) و بخش ۳ فروش اوراق دولت در بازار و قسمت ۴ بالای نمودار، بدهی شرکت‌های دولتی به بانک‌هاست. بخش ۵ در بالاترین سطح نمودار، بدهی شرکت‌های دولتی به بانک مرکزی است.

نمودار ۱۴. ترکیب بدهی دولت (آمار رسمی) ۱۳۸۳-۱۳۹۹/۳

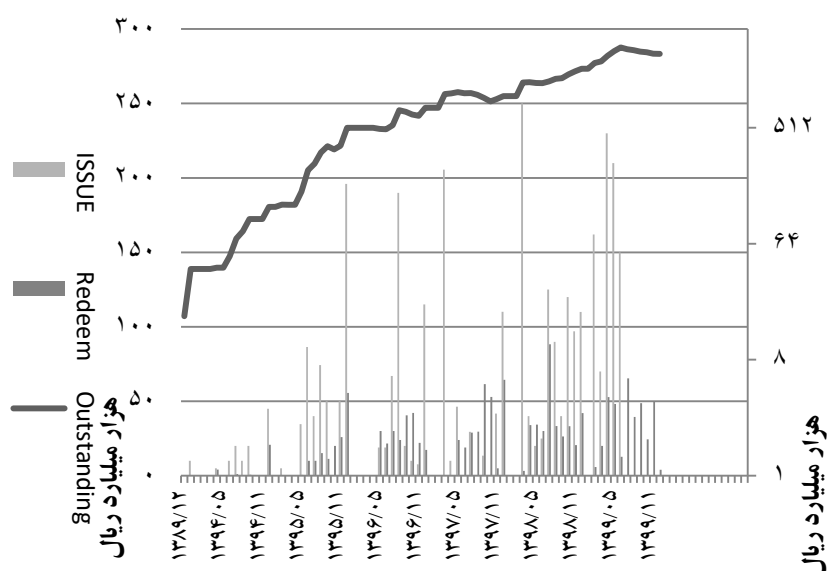


همان‌طور که می‌بینید در سنوات مختلف جای این قسمت‌ها با یکدیگر عوض شده است. افزایش سطح قسمت ۳ روند روشنی را نشان می‌دهد که اوراق دولتی فروخته‌شده در بازار است. سهم استقراض دولت از سیستم بانکی کم شده است؛ گویی دولت بدهی خود به بانک‌ها را با انتشار حجم اوراق بیشتر پرداخت می‌کند. توجه شود که نمودار ۱۴ کل بدهی دولت را نشان نمی‌دهد. بخش عمده بدهی دولت به پیمانکاران و به صندوق‌های تأمین اجتماعی یا بدهی دولت به وزارت نفت در اینجا نیامده است.

نکته قابل‌ذکر دیگر به بخش بدهی دولت به بانک مرکزی مربوط است. در تمام کشورهای دنیا، همان‌طور که در بالا گفته شد، نمودار بدهی دولت به میان نمودار ۱۴ کلاً مربوط به بخش ۳ است، یعنی دولت‌ها فقط از بازار استقراض می‌کنند و به جز بدهی به بازار، معمولاً تعهد دیگری ندارند. جای تعجب است که گاه در مراکز کارشناسی کشور بحث می‌شود که آیا دولت اوراق منتشر کند یا نه، و انتقاد می‌شود که انتشار اوراق دولتی به معنای انتقال بدهی به سال‌های آینده است.

باید گفت بدهی است که دولت با کسری بودجه، باید استقراض کند. انتشار اوراق بدهی یعنی اعلام بدهی دولت با صدای بلند. در کشور ما فقط سه چهار سال است که دولت برنامه منظم انتشار اوراق دارد، هر هفته روزهای سه‌شنبه اوراق منتشر می‌کند، و از حجم انتشار اوراق متوجه می‌شویم که چقدر به بدهی دولت افزوده یا با بازپرداخت از آن کاسته شده است. قبل از این، چندین ماه باید روی ترازنامه بانک‌ها و بانک مرکزی کار می‌کردیم تا متوجه شویم دولت چقدر کسری دارد، و از کجا کسری را تأمین کرده است. به این دلایل، همه ما به عنوان کارشناسان مالی باید از انتشار اوراق بدهی دولت استقبال کنیم که شفافیت ایجاد کرده است.

نمودار ۱۵. روند انتشار و سرسید اوراق دولتی



میله‌های سیاه رنگ نمودار ۱۵ نشان می‌دهد که دولت چقدر در هر ماه اوراق منتشر کرده است. میله‌های شطرنجی نشان می‌دهد که در هر ماه چقدر اوراق سررسید شده است. همان‌طور که می‌بینید، در سنوات قبل انتشار اوراق خیلی نامنظم بوده، و دولت در چند مقطع خاص، حجم زیادی اوراق (۲۰ هزار میلیارد تومان) منتشر کرده است. البته هر چه زمان جلو رفته، انتشار اوراق منظم‌تر و در هر ماه به حدود ۵ تا ۱۰ هزار میلیارد تومان محدود شده است. اگر روی نمودار دقت کنید می‌بینید که در گذشته مقدار زیادی اوراق عمدتاً در ماه‌های پایانی سال منتشر می‌شده است. اکنون مدتی است دولت یاد گرفته که انتشار اوراق را از آغاز سال و به طور منظم انجام دهد.

اوراق باکوپن و بدون کوپن

اوراق بدهی مورد معامله در بازار به دو دسته تقسیم می‌شود: اوراق باکوپن که سودهای دوره‌ای در مقاطع سه‌ماهه یا شش‌ماهه پرداخت می‌کنند و اوراق بدون کوپن^۱ که هیچ سودی پرداخت نمی‌کنند، و در سررسید مبلغ اسمی را پرداخت می‌کنند؛ این اوراق معمولاً به کسر^۲ یعنی با تخفیف فروخته می‌شوند.

در مورد اوراق باکوپن سود، در سیستم معاملاتی فقط قسمت مبلغ اسمی اوراق معامله می‌شود. قسمت سود روزشمار توسط اتاق پایاپای محاسبه می‌شود و به صورت اتوماتیک بین خریدار و فروشنده جابه‌جا می‌شود. مقدار سود به این بستگی دارد که در کدام روز از دوره پرداخت سود، معامله انجام می‌شود. مثلاً اگر کوپن سود، ۹۰ روزه باشد، و معامله در روز دهم انجام شود، اتاق پایاپای سود ۱۰ روز را روزشمار محاسبه و به صورت اتوماتیک بین خریدار و فروشنده جابه‌جا می‌کند. برای مثال، خریداری که اوراقی را به ۹۸۵۰۰ تومان می‌خرد، در پایان روز باید ۱۰۱۹۰۰ تومان پرداخت کند. چرا؟ چون ۳۴۰۰ تومان از سود روزشمار به فروشنده تعلق می‌گیرد. مجموع این دو عدد بین خریدار و فروشنده جابه‌جا می‌شود.

در مورد بخش قیمت اسمی اوراق باکوپن، قیمت بازار با قیمت اسمی معمولاً متفاوت است. مثلاً، اگر مبلغ اسمی اوراق ۱۰۰ هزار تومان باشد، ممکن است شما اوراق را به همان ۱۰۰ هزار تومان خریداری کنید، یا به کسر و مثلاً به ۹۸۵۰۰ تومان بخرید، یا حتی به صرف^۳ بخرید؛ یعنی اوراق ۱۰۰ هزار تومانی را به ۱۰۲ هزار تومان خریداری کنید. قیمت بالاتر چه زمانی اتفاق می‌افتد؟ زمانی که نرخ سود اوراق (سود کوپن) مثلاً ۱۸ درصد است، اما نرخ سود مورد انتظار بازار کاهش یافته به ۱۵ درصد رسیده. در این مواقع که نرخ سود مورد انتظار بازار کاهش پیدا کرده، قیمت اوراق

1. zero coupon
2. discount
3. premium

افزایش می‌یابد تا این کاهش را جبران کند؛ برای همین ۱۰۰ تومان را ممکن است ۱۰۲ هزار تومان خریداری کنید.

بازده تا سررسید

یکی از شاخص‌های عمده در بازار بدهی، بازده تا سررسید^۱ است. همان طور که در نمودار ۱۶ می‌بینید، در سایت فرابورس این شاخص برای همه اوراق محاسبه می‌شود. در گزارش فرابورس برای تک تک اوراق بدهی، نماد، قیمت، سررسید و بازده تا سررسید در لحظه نمایش داده می‌شود.

بازده تا سررسید بیانگر آن است که اگر اوراق خریداری شده را تا سررسید نگاه داریم، نرخ سود مؤثر ما چه عددی می‌شود. این شاخص به تاریخ خرید یا به دوره نگاهداری وابسته نیست. در فرابورس از این شاخص استفاده می‌شود، زیرا نرخ است که فقط تابع قیمت روز و سررسید است و برای همه خریداران امروز این دو عدد ثابت است.

اگر فرابورس بخواهد بازدهی گذشته را گزارش کند، این بازدهی برای افراد یکسان نیست، و به این بستگی دارد که سرمایه‌گذار فروشنده اوراق، آن را چند روز قبل و با چه قیمتی خریده است. در این محاسبه به بازده‌های کاملاً متفاوتی می‌رسیم. آن بازده‌ها را بازده دوره نگاهداری^۲ نامند که برای هر شخص فرق می‌کند، و هر سرمایه‌گذار این نرخ را برای خود محاسبه می‌کند، و در بازار سرمایه گزارش نمی‌شود.

بعضی از کتاب‌های مالی از فرمول دیگری استفاده می‌کنند که می‌توان آن را معادل بازده اوراق^۳ نامید. این فرمول بازده تا سررسید را بر مبنای سالانه تبدیل می‌کند. اشکال این فرمول آن است که

محاسبات آن تقریبی است. فرمول بازده

تا سررسید که فرمولی نمایی است را در سمت چپ ملاحظه می‌کنید.

فرمول معادل بازده یا سود تقریبی که

شبیه بازده تا سررسید است، تقریبی خطی از این فرمول است.

$$YTM = \left(\frac{P}{P_t} \right)^{365/t} - 1$$

- P = قیمت در سررسید
- P_t = قیمت در زمان t
- t = زمان تا سررسید بر حسب روز

1. yield to maturity
2. holding period return or rate (HPR)
3. equivalent bond yield or equity value rate

نمودار ۱۶. بازده تأسیسات انواع اوراق

۱۶۶ بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی

[illegible]

فرمول محاسبه آن به شرح زیر است:

$$EquivalentYield = \left(\frac{P}{P_t} - 1 \right) \cdot \left(\frac{365}{t} \right)$$

- P = قیمت در سررسید
- $P_t = t$ قیمت در زمان
- t = زمان تا سررسید بر حسب روز
- $YTM = \left(\frac{P}{P_t} \right)^{365/t} - 1 \approx \left(\frac{P}{P_t} - 1 \right) \cdot \left(\frac{365}{t} \right) = Equivalent Yield$

از نظر ریاضی، حاصل این دو محاسبه در اعداد زیر ۵ درصد بسیار به هم نزدیک است، و هرچه عدد t ، فاصله تا سررسید، بلندتر باشد، محاسبه تقریبی به عدد بازده تا سررسید نزدیک تر است. نمودار ۱۷ نشان می دهد که اگر مقدار بازده افزایش یابد، این دو عدد از هم فاصله می گیرند. مثلاً در جدول سمت راست که اوراق تا سررسید ۱۸۰ روز فاصله دارد، در نرخ ۲ درصد، دو فرمول به عدد تقریباً یکسانی می رسند؛ وقتی نرخ بازده عدد بزرگی می شود، دو رقم از هم فاصله می گیرند: وقتی بازده تا سررسید ۳۹ درصد است، فرمول معادل بازده عدد ۳۵ درصد را محاسبه می کند. اگر بازده تا سررسید ۶۰ روز باشد (جدول سمت چپ نمودار) تقریب از عدد بازده تا سررسید فاصله بسیار می گیرد. می بینید اوراقی که تا سررسید ۶۰ روز مهلت دارد و قیمتش ۸۵ هزار تومان است، و نرخ بازده تا سررسید ۱۶۸ درصد دارد، در محاسبه معادل بازده عدد تقریبی به ۱۰۷ درصد تقلیل می یابد.

نمودار ۱۷. مقایسه بازده مؤثر YTM و بازده تقریبی

معادل نرخ بازده	بازده تا موعد سررسید	قیمت
۲٪	۲٫۱٪	۹۹۰۰۰۰
۱۰٫۷٪	۱۱٪	۹۵۰۰۰۰
۳۵٫۸٪	۳۹٪	۸۵۰۰۰۰

معادل نرخ بازده	بازده تا موعد سررسید	قیمت
۶٫۱٪	۶٫۳٪	۹۹۰۰۰۰
۳۲٪	۳۶٫۶٪	۹۵۰۰۰۰
۱۰۷٫۴٪	۱۶۸٫۸٪	۸۵۰۰۰۰

مقایسه بازده تا سررسید و معادل نرخ بازده در ۶۰ روز

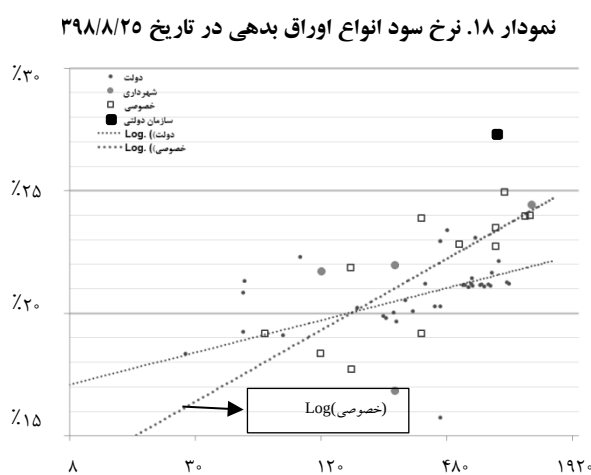
مقایسه بازده تا سررسید و معادل نرخ بازده در ۱۸۰ روز

هرچند در بورس های دنیا نیز معادل بازده اوراق را محاسبه می کنند که محاسبه ای ساده تر است، اما محاسبه آن در ایران چندان به سرمایه گذار کمک نمی کند. علت آن است که در آن کشورهایی که نرخ ها

عمدتاً زیر ۵ درصد است، دو رقم محاسبه خیلی از هم دور نیستند و اشکالی ایجاد نمی‌شود، اما در کشور ما که نرخ تورم بالاست، حتماً باید از فرمول بازده تا سررسید استفاده کرد.

منحنی نرخ سود

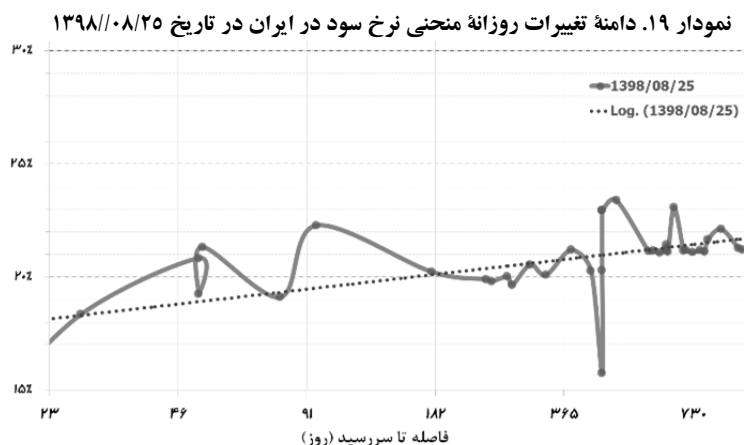
یکی از شاخص‌های مهم در بازار بدهی، منحنی نرخ سود است. در نمودار ۱۸، محور افقی فاصله تا سررسید را به صورت لگاریتمی نشان می‌دهد؛ محور عمودی نرخ بازده تا سررسید را نشان می‌دهد. تک‌تک نقاطی که در این صفحه می‌بینید، هر یک ورقه بهاداری است. مثلاً، مربع مشکی رنگ اوراقی است که سازمانی دولتی منتشر کرده، سررسید آن حدود ۶۰۰ روز دیگر است و نمودار نشان می‌دهد که نرخ سود این اوراق حدود ۲۷ درصد است.



پس هر نقطه روی نمودار، ورقه نمودار بیانگر پراکندگی زیادی است. نقطه‌های کوچک که اوراق دولتی را نشان می‌دهند، پراکندگی بسیار کمتری دارند. اوراق شهرداری با نقطه‌های بزرگ‌تر و اوراق بخش خصوصی با مربع‌های توخالی نمایش داده شده است. همان‌طور که می‌بینید، پراکندگی نرخ‌ها بسیار زیاد است. این بدان معناست که در بازار

اوراق بدهی فرصت‌های آربیتراژی زیادی داریم. به طور مشخص و به عنوان مثال در سررسید حدود ۴۸۰ روز، اوراق با بازده ۱۶ درصد و اوراق با بازده حدود ۲۴ درصد داریم. این بدان معناست که اگر اوراق ۱۶ درصدی را بفروشیم و اوراق ۲۴ درصدی بخریم، معامله سودآور بدون ریسکی انجام داده‌ایم. در بازار بدهی ایران از این فرصت‌های آربیتراژی بسیار دیده می‌شود. منحنی نمودار ۱۹ که به منحنی ساختار بازده تا سررسید^۱ معروف است در هر سررسید، نرخ بازده را نشان می‌دهد. این منحنی صرفاً مربوط به اوراق دولتی است؛ اوراقی که در سررسیدهای مختلف همه از نظر ریسک بتای صفر دارند، و اوراق با نرخ بدون ریسک^۲ تلقی می‌شوند. در این نمودار اوراق دیگری که ممکن است ریسک داشته باشند، نمایش داده نمی‌شوند. این منحنی معمولاً صعودی است.

1. yield to maturity structure
2. risk free rate



خط چین در نمودار ۱۹ نشان می‌دهد که هر چه فاصله تا سررسید کمتر باشد، بازده کمتر و هر چه به سمت راست می‌رویم و سررسید طولانی‌تر است، بازده بیشتر می‌شود. همچنان فرصت آربیتراژ را در اینجا می‌بینیم؛ در فواصل زمانی کوتاه، نرخ‌های بین ۱۶ تا ۲۴ درصد داریم. شکل معمول این منحنی صعودی است، اما لزوماً همیشه این منحنی صعودی نیست.

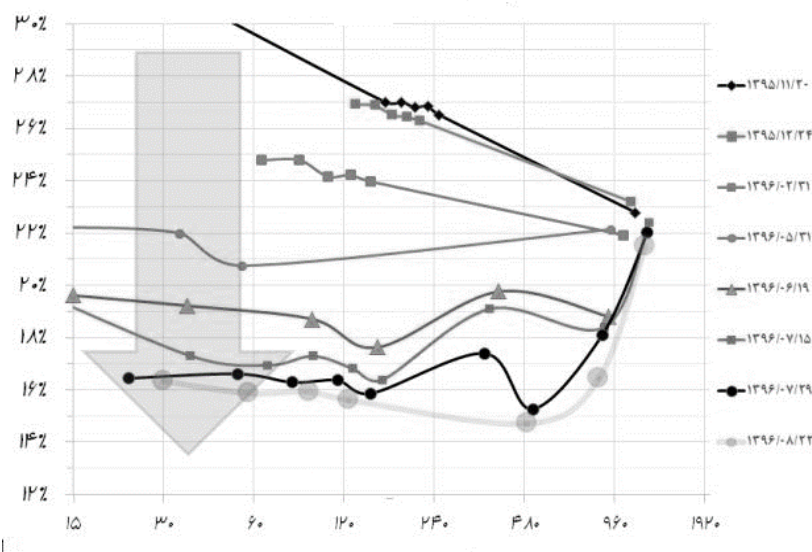
در نمودار ۲۰، هر منحنی بیانگر وضعیت سررسید و نرخ اوراق در تاریخی معین است. تاریخ هر منحنی نیز در سمت راست نمودار آمده است. مثلاً بالاترین خط، سررسیدها و بازده‌های اوراق را در تاریخ ۲۰ بهمن ۹۵ نشان می‌دهد. در آن تاریخ، نرخ اوراق کوتاه مدت بالای ۳۰ درصد بوده، سود اوراق میان‌مدت حدود ۲۸ درصد، و نرخ اوراق بلندمدت حدود ۲۲ درصد بوده است. در این تاریخ، برخلاف معمول، ساختار نرخ‌های بازده صعودی نیست. اما بعد از گذشت مدتی مثلاً در منحنی سوم (۳۱ اردیبهشت ۹۶)، می‌بینیم که منحنی به سمت مسطح شدن پیش می‌رود و نرخ‌های سررسیدهای مختلف به هم نزدیک می‌شوند، هر چند منحنی هنوز همچنان نزولی است. با گذشت زمان، به مرداد، شهریور و مهر ۹۶ که می‌رسیم، منحنی صعودی می‌شود. نرخ سررسیدهای کوتاه‌مدت به شدت پایین رفته و نرخ سررسیدهای بلندمدت بالا مانده است.

نکته جالب توجه در نمودار ۲۰ آن است که نرخ کوتاه‌مدت به سرعت عوض شده و تغییرات آن بسیار زیاد است: از نرخ بالای ۳۰ درصد در بهمن ۹۵ به نرخ حدود ۱۶ درصد در مهر و آبان ۹۶ می‌رسد. اما تغییرات نرخ بلندمدت بسیار کم است: طی هفت یا هشت ماه، این نرخ از حدود

۲۲/۵ درصد به ۲۰/۵ درصد کاهش می‌یابد که تغییری بسیار جزئی است. این تفاوت رفتار کمتر باعث تعجب است؛ در تمام دنیا نرخ اوراق کوتاه‌مدت با سیاست‌های بانک مرکزی به سرعت عوض می‌شود. البته در آمریکا که نرخ‌ها پایین است، نرخ‌های کوتاه‌مدت ممکن است دو، سه یا چهار درصد جابجا شود؛ اما نرخ‌های بلندمدت تقریباً ثابت است یا حداکثر ۰/۵ درصد جابجا می‌شود.

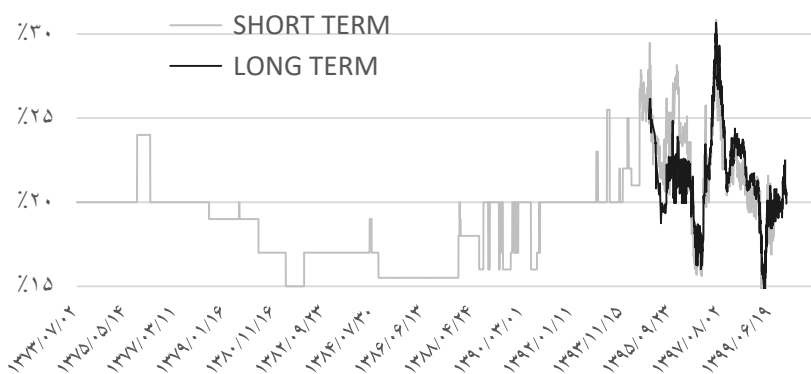
در ایران، روند نزولی معکوس با روند مورد اشاره داشته‌ایم. نمودار ۲۱ نشان می‌دهد که بین آبان ۹۶ تا اسفند ۹۶، نرخ‌ها برعکس شروع به بالارفتن کردند (نرخ‌های روی منحنی به سمت بالا شروع به حرکت کردند). باز نرخ کوتاه‌مدت بسیار بیشتر افزایش پیدا کرد، و تقریباً از حدود ۱۶/۵ درصد به ۲۵ درصد رسید. اما می‌بینیم که نرخ بلندمدت کماکان حدود ۲۲-۲۳ درصد ثابت بوده است؛ اصولاً تغییرات نرخ‌های بلندمدت بسیار جزئی است.

نمودار ۲۱. منحنی نرخ سود در ایران



منحنی نمودار ۲۲ روند نرخ سود را در بُعد زمان نشان می‌دهد. هر خط عمودی نرخ سود سرسیدهای متفاوت را در تاریخی مشخص نشان می‌دهد. این منحنی روند تغییرات نرخ سود هر روز را در یک نقطه نمایش می‌دهد.

نمودار ۲۲. روند تغییرات نرخ سود ۱۳۷۳-۱۳۹۹



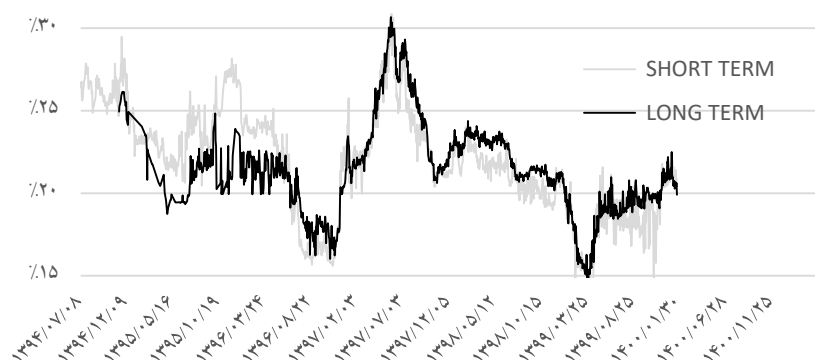
همان‌طور که می‌بینید، نرخ‌ها از سال ۷۳ که اولین تجربه انتشار اوراق مشارکت بوده تا سال ۹۴ تقریباً ثابت مانده است. از سال ۷۳ تا سال ۷۶ برای حدود سه سال، نرخ به شکل اداری در حد ۲۰ درصد ثابت مانده است. در سال ۷۶ اوراق جدیدی با نرخ ۲۴ درصد منتشر شده، اما شش ماه بعد، اوراق جدید با نرخ ۲۰ درصد منتشر شده، و این روند ادامه یافته است.

طی این دوره، چون بازار ثانویه‌ای نبوده، و همه اوراق در شبکه بانکی معامله می‌شده، اوراق عملاً با قیمت ۱۰۰ تومان معامله شده است؛ یعنی نرخ معامله همان نرخ بوده که بانک مرکزی در روز انتشار مشخص می‌کرده است و این نرخ تا زمان انتشار بعدی هم‌چنان ثابت می‌مانده. نمودار ۲۲ نشان می‌دهد که حرکت این نرخ اداری تا سال ۹۴ پله‌ای بوده است. از مهرماه ۹۴ که بازار بدهی در فرابورس ایجاد شده، شاهدیم که نرخ‌ها به شدت نوسانی شده‌اند. منحنی نرخ بهره از مهرماه ۹۴ تا امروز، از دو نوع خط شکل گرفته است: تفاوت خط طوسی (shorter) با خط مشکی (longer) آن است که خط طوسی اوراقی است که فاصله تا سررسید آنها کمتر از ۲۷۰ روز است، و اوراق کوتاه‌مدت تلقی می‌شود؛ خط مشکی رنگ اوراقی است که سررسیدشان بالای ۲۷۰ روز است. در این نمودار صرفاً اوراق دولتی نمایش داده شده است. کل اوراق کوتاه‌مدت و بلندمدت دولتی میانگین‌گیری شده، و به عنوان یک نقطه نمایش داده شده است؛ بازده این اوراق از ۱۵ تا ۳۲ درصد در نوسان بوده و هر روز نرخ‌شان متفاوت بوده است. یعنی از سال ۹۴، دیگر نرخ ثابتی در کار نیست.

نمودار ۲۳ نشان می‌دهد که در مواقعی مثل دوره ۹۵ تا ۹۶، نرخ کوتاه‌مدت بیشتر از نرخ بلندمدت است. این همان جایی است که منحنی ساختار نرخ بهره نزولی است. در این نمودار، در عمده زمان‌ها

منحنی به شکل صعودی است؛ در سمت راست نمودار می‌بینیم که نرخ کوتاه‌مدت کمتر و نرخ بلندمدت بالاتر است، و این دو نرخ حدود ۲-۳ درصدی با هم اختلاف دارند.

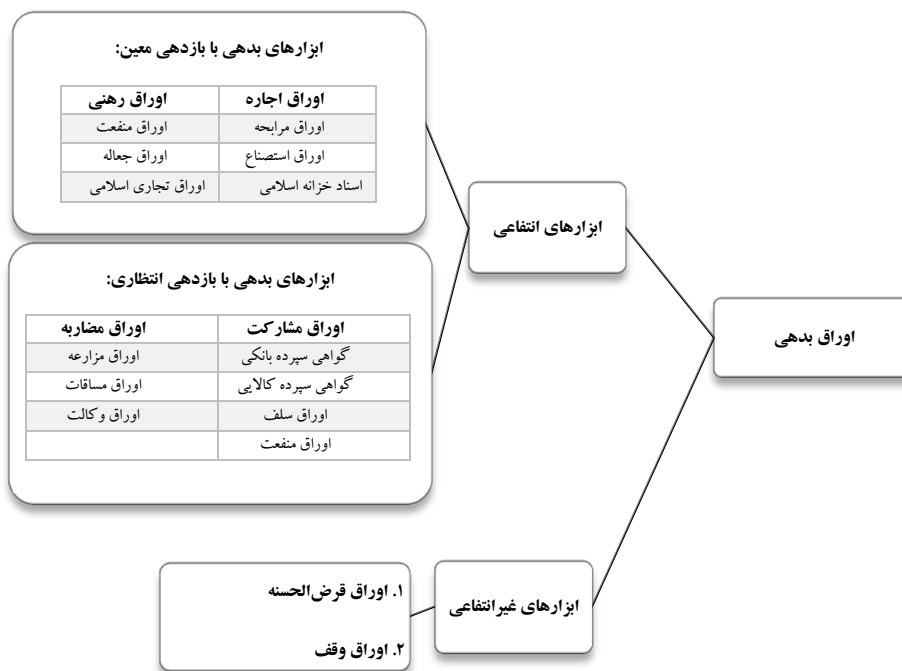
نمودار ۲۳. روند تغییرات نرخ سود ۱۳۹۴-۱۳۹۹



پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. عمده شرکت‌های دارویی زیرمجموعه هلدینگ‌های بزرگی هستند و دارایی‌های قابل توجهی برای ضمانت دارند. آیا می‌توانند برای حل مشکل مالی خود اقدام به عرضه اوراق بدهی کنند؟
 بله قطعاً می‌توانند و مشکلی وجود ندارد. باید به شرکت‌های مشاور و تأمین سرمایه مراجعه کنند و از مشاوره آنها استفاده کنند. شرکت باید اطلاعات مالی و ساختار فعالیت خود را در اختیار آنها قرار دهد. با توجه به صورت‌های مالی و داده‌های پروژه، نوع انتشار اوراق تعیین می‌شود. آیا اوراق بدهی باید اوراق اجاره، مرابحه، اوراق منفعت و یا ترکیبی از آنها باشد. نمودار ۲۴ تنوع اوراق بدهی در ایران را نشان می‌دهد. شرکت‌های دارویی برای خرید مواد و همچنین فروش نسبه داروها به شرکت‌های پخش، به سرمایه در گردش نیاز دارند. اوراق مرابحه، اوراق سلف، و اوراق خرید دین سه نوع اوراق بدهی است که شرکت‌های دارویی می‌توانند انتشار دهند.

نمودار ۲۴. ابزارهای مالی مبتنی بر بدهی



مانع اصلی ممکن است نرخ سود بالا باشد. شرکت‌ها علاقه‌مندند با نرخ پایین اوراق بدهی منتشر کنند، در حالی که در کشور ما اوراق دولتی با ریسک نزدیک به صفر امروز نرخ سود ۲۱ درصد دارند و شرکت‌های دارویی باید نرخ‌های حدود ۲۲ تا ۲۴ درصد را بپذیرند.

۲. آیا افزایش نرخ بهره بانکی که صحبت آن مطرح است، تناسب بین بازار بدهی و بانک را برهم می‌زند؟ آینده را چطور پیش‌بینی می‌کنید؟

حدود ۳-۴ ماه پیش در تیرماه نرخ‌ها در بازار بدهی به ۱۵ درصد رسید. این مقارن با زمانی بود که بانک مرکزی در بازار بین‌بانکی می‌خواست نرخ‌ها را به زیر عدد ۱۰ درصد برساند؛ حتی مدتی هم با نرخ ۸ درصد بانک‌هایی را که کمبود منابع داشتند، تأمین مالی می‌کرد تا بانک‌ها بتوانند در دوره اولیه کرونا، وام بیشتری در اختیار مردم قرار دهند. بانک مرکزی در مورد دستکاری‌های خود در نرخ، و تغییراتی که در نرخ سیستم بانکی یا بازار بین‌بانکی (که اهمیت زیادی دارد) به وجود می‌آید، هیچ اطلاع‌رسانی نمی‌کند؛ معمولاً چند ماه بعد از این که کار انجام می‌شود، ما متوجه اقدام بانک مرکزی می‌شویم. اما در بازار بدهی، بلافاصله این تغییرات نشان داده می‌شود.

اگر در بازار بدهی نرخ مثلاً ۲۳-۲۲ درصد باشد، اما در بازار بین‌بانکی نرخ ۱۵ یا ۱۸ درصد باشد، بانک‌ها از فرصت آربیتراژی استفاده می‌کنند؛ به سرعت از بازار بین‌بانکی تأمین مالی می‌کنند، و اوراق می‌خرند تا از این فاصله سود بهره‌مند شوند. در یکی دو ماه اخیر، بانک مرکزی سیاست قبلی را متوقف کرد، نرخ بازده بین‌بانکی را بالا آورد و به سمت اعداد حدود ۱۸-۲۰ درصد هدایت کرد. این نرخ الان چیزی حدود ۲۰ درصد است. البته بلافاصله نرخ بازار بدهی بانکی خود را در آینه بازار اوراق انعکاس می‌دهد. بنابراین، این دو نرخ با هم همگونی دارند و باید با هم نزدیک باشند. سازوکار بازار این کار را به صورت اتوماتیک انجام می‌دهد.

۳. آیا نرخ بالای بهره، باعث عدم‌چابکی تأمین مالی از طریق بازار سهام نمی‌شود؟

توضیح دادم که بازار سهام ایران چندان تأمین مالی نمی‌کند. تأمین مالی با ابزار سهام زمانی رخ می‌دهد که شرکتی تأسیس شود و سرمایه وارد شرکت شود؛ یا شرکت از محل آورده نقدی افزایش سرمایه دهد. فقط در این دو حالت است که می‌توانیم بگوییم بازار سهام تأمین مالی می‌کند، وگرنه افزایش سرمایه از محل تجدیدارزشیابی دارایی‌ها تأمین مالی نیست. گفتیم که عمده تأمین مالی در دنیا در بازار بدهی صورت می‌گیرد. در ایران هم دیدیم که ۹۵ درصد بازار بدهی تسهیلات بانکی بوده که حالا به ۹۰ درصد رسیده و اوراق فقط ۱۰ درصد بازار بدهی است.

۴. چرا در ایران اوراق بدهی منتشره بخش خصوصی بدون تعیین رتبه اعتباری صورت می‌گیرد.

ما تا دو سه سال پیش مؤسسات رتبه‌بندی در ایران نداشتیم. این مؤسسات در یک سال اخیر فعال شده‌اند. چند سری اوراق در بازار منتشر شده که مؤسسات رتبه‌بندی آنها را رتبه‌بندی کرده‌اند. سه مؤسسه رتبه‌بندی پایا، برهان و پارس داریم. امروزه این امکان وجود دارد که شرکت‌ها به مؤسسات رتبه‌بندی مراجعه کنند و رتبه بگیرند و بر آن اساس اوراق منتشر کنند. البته چون بازار بدهی، بازار جوانی است، خود سازمان بورس هم احتیاط می‌کند، و بیشتر ترجیح می‌دهد که بنگاه‌ها با ضمانت بانکی یا با ترهین سهام اوراق منتشر کنند.

۵. در مورد آربیتراژ توضیح دهید.

وقتی در بازار کالا یا دارایی دو قیمت مختلف داشته باشیم، و کسی بتواند بدون تحمل ریسک، آنها را از بخشی از بازار ارزان‌تر بخرد و در بخش دیگر بازار گران‌تر بفروشد، آربیتراژ اتفاق افتاده است. در بازار بدهی، این شکل متفاوت و به‌ظاهر معکوسی دارد؛ اوراق با نرخ پایین‌تر را می‌فروشند و اوراق با نرخ بالاتر را خریداری می‌کنند. فرایند آربیتراژ ادامه می‌یابد تا این نرخ‌ها به هم برسند. در بازار بدهی نباید هر تفاوت دو نرخ را فرصت آربیتراژ بدانیم. ممکن است عامل ریسک باعث تفاوت قیمت و

بازده تا سررسید شده باشد. نکته دوم سررسید است. ممکن است ما در ایران از ناشر واحدی مثل سایپا یا فولاد مبارکه و یا حتی دولت دو سری اوراق با دو نرخ مختلف مثلاً ۲۰ و ۲۲ درصد در بازار بیابیم. فرصت آربیتراژ در صورتی وجود خواهد داشت که فاصله سررسید این دوسری اوراق نزدیک باشد. اگر سررسید یکی سه ماه و دیگری مثلاً ۲۳ ماه است، فرصت آربیتراژی نداریم. معمولاً توقع داریم که نرخ اوراق بلندمدت تر بالاتر باشد.

۶. نظراتان راجع به ربا در سیستم بانکی چیست؟

آنچه در اسلام تحت عنوان ربا را حرام می‌دانند به عقود برمی‌گردد که در آن بین دو نفر عقد قرض برپا باشد؛ یعنی یکی پولی را قرض بدهد و مبلغ زیادتری پس بگیرد و از اول هم آن را شرط کرده باشد. یا هر دارایی، سکه یا سهام را قرض بدهد و تعداد یا حجم بیشتری را پس بگیرد. این ربا است. اما اگر قرارداد بر عقد قرض مبتنی نباشد، مثل قرارداد فروش اقساطی، آن قرارداد حرمت ربا ندارد. اگر من خودکارم را نقد ۱۰۰ تومان، و نسیه ۱۲۰ تومان بفروشم، یعنی روی قیمت ۲۰ درصد سود بکشم، این هیچ اشکال فقهی ندارد، چرا که شما ربح کردید یا فروش اقساطی انجام دادید. در فروش اقساطی می‌توانید قیمت بالاتری را طلب کنید. همین بحث در مورد اوراق سلف، راجع به اوراق اجاره به شرط تملیک، یا اوراق منفعت صادق است. همه اینها مبتنی بر عقود هستند که در آنها سود مشخص است و هیچ اشکال شرعی ندارد و ربا تلقی نمی‌شود.

۷. آیا اوراق خود رتبه اعتباری ندارند؟

اصولاً اوراق خود رتبه اعتباری ندارند. در همه جای دنیا، ناشر اوراق مثلاً دولت، شهرداری، یا شرکت فولاد مبارکه است که متناسب با وضعیت مالی و نسبت بدهی رتبه می‌گیرد. عملاً رتبه ناشر است که به تمام اوراق تسری می‌یابد. البته، ممکن است مؤسسه رتبه‌بندی برای اوراق کوتاه‌مدت ناشری خاص رتبه AA+ و برای اوراق بلندمدت همان ناشر رتبه AA قائل شود. یعنی، ممکن است ناشری دو رتبه داشته باشد. البته معمولاً ناشری که رتبه AA دارد، و چندین سری اوراق منتشر کرده است، تا روزی که از مؤسسه رتبه‌بندی رتبه دیگری نگیرد، تمام اوراقی که منتشر می‌کند، همان رتبه AA را خواهند داشت.

بازار بدهی در فرابورس^۱

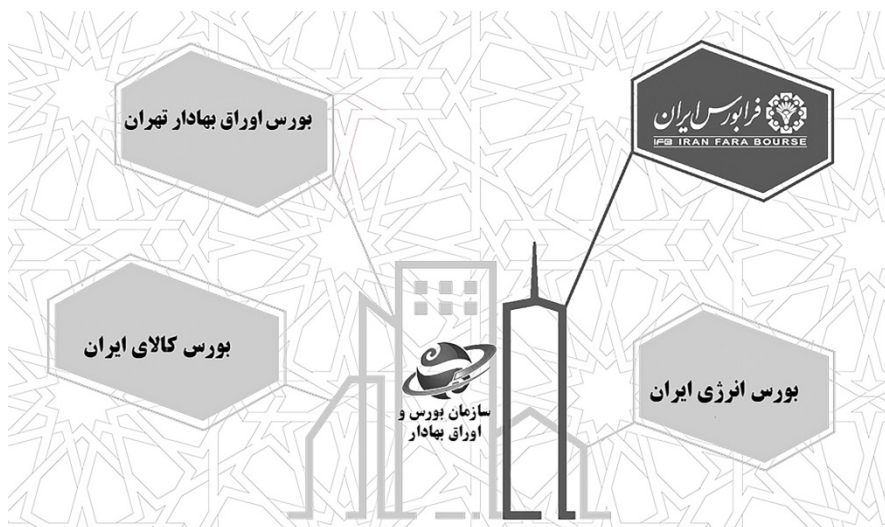
امیر هامونی

در این جلسه بازار بدهی و نحوه شکل‌گیری آن را در ۱۰ ساله گذشته در فرابورس ایران و بازار سرمایه مرور می‌کنیم و در مورد کارهایی که تا امروز انجام شده، کارهایی که به آنها فکر می‌کنیم و برنامه‌ریزی‌هایی که برای آینده بازار بدهی در فرابورس انجام می‌دهیم، توضیحاتی می‌دهیم.

سابقه فرابورس ایران

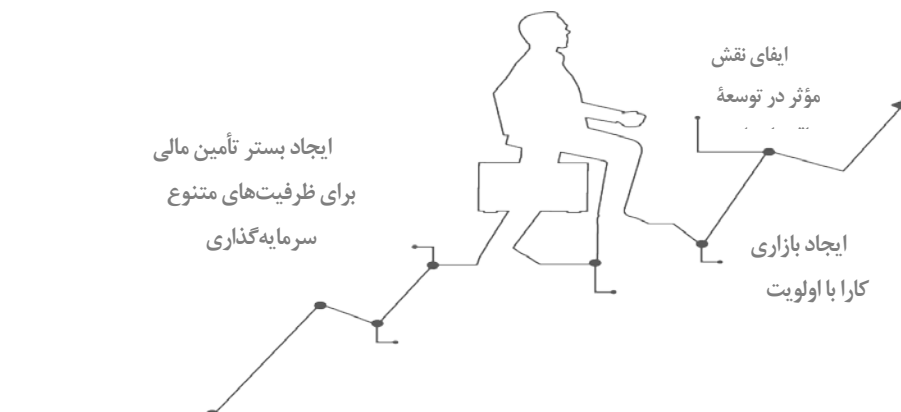
شعار فرابورس، مشارکت شما در ثروت‌آفرینی است. فرابورس در سال ۸۷ تأسیس شد و در سال ۸۸ با حضور وزیر وقت امور اقتصاد و دارایی و رئیس وقت سازمان بورس (آقای دکتر صالح‌آبادی) شکل گرفت و مجوز فعالیت آن را شورای عالی بورس صادر کرد. مأموریت فرابورس ایجاد بستر تأمین مالی برای ظرفیت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، اوراق بهادارسازی دارایی‌ها و بدهی‌ها، تخصیص بهینه منابع و ایفای نقش مؤثر در توسعه اقتصاد ملی و در نهایت ایجاد بازار کارا با اولویت شفافیت، نقدشوندگی و قابلیت اعتماد است.

نمودار ۱. اجزای بازار سرمایه ایران



۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه چهارم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه شهید بهشتی در روز ۲۹ مهر ۱۳۹۹ استخراج شده است. آقای پارسا پورقاسم ویراست اول متن نوشتاری را تهیه کرده‌اند. این متن از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

نمودار ۲. مأموریت فرابورس ایران



در نمودار ۳ مروری بر شاخص‌های مهم در فرابورس داریم: ۱۰۶ کارگزاری داریم، ساعت معاملاتی فرابورس مثل ساعت معاملاتی بورس تهران از ساعت ۹:۳۰-۱۲:۳۰ است، ۸۷ مشاور پذیرش^۱ و ۴۲۷ شعبه کارگزاری در سطح کشور داریم که اینها ۳۰۶۱ استیشن معاملاتی در اختیار دارند. در این بخش ۴ استیشن مختص بانک مرکزی است. این استیشن‌ها ویژه بحث عملیات بازار باز در بازار بدهی است و بانک مرکزی در حال حاضر جزو اعضای فرابورس ایران است. هم‌چنین ۹۳۷ استیشن برخط گروهی و ۲۱۲۰ نامک فعال داریم.

عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها و فدراسیون بورس‌های اروپایی - آسیایی^۲ هستیم که آقای دکتر عبده از مؤسسان و بنیان‌گذاران این فدراسیون هستند. این فدراسیون در سال ۱۹۹۵ ایجاد شد و در حال حاضر فرابورس عضو هیأت‌مدیره و نایب رئیس کمیته کاری آن است. به‌علاوه عضو کانون بورس‌های کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی هم هستیم. در سه شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌ایم که عبارت‌اند از:

- شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه که وظیفه تأسیس نهادهای واسطه در بازار سرمایه را بر عهده دارد. این شرکت نقش امین را دارد و منافع دارندگان اوراق بهادار اسلامی را حفظ می‌کند و از صحت عملیات ناشر در مصرف وجوه و نحوه نگهداری حساب‌ها اطمینان حاصل

1. nominated adviser

2. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS)

می‌کند. شرکت امکان نهاد واسطه^۱ به ناشران می‌دهد و در بازار بدهی نقش بسیار مهم و اثرگذاری دارد. مفهوم و کارایی نهاد واسطه با سامانه حمایت از تبادلات تجاری (ساحات)^۲ منطبق است.

- مرکز مالی ایران که زمانی قرار بود محل تجمع ساختمان‌های بازار سرمایه باشد. هم‌چنین، این شرکت با چشم‌انداز رسیدگی به بحث‌های حقوقی مثل مرکز مالی بین‌المللی دبی^۳ و مرکز مالی بین‌المللی آستانه^۴ راه‌اندازی شده بود. البته تا امروز فعالیت این شرکت به بحث‌های پژوهشی و برگزاری دوره‌های آموزشی مرتبط با بازار سرمایه محدود بوده است.

- فرابورس مالک ۲۰ درصد سهام بازار متشکل ارز ایران هم هست. این بازار در سال گذشته تأسیس شده و هنوز افتتاح رسمی نشده است، اما بازار فعالیت دارد و به درآمد عملیاتی رسیده است. سرمایه‌ی ثبتی این بازار ۱۴۰ میلیارد ریال است که در مجمع اخیر به ۲۸۰ میلیارد ریال افزایش یافت.

ارزش بازار نماد فرابورس فراتر از ۲۵ هزار میلیارد تومان رسیده است.

فرابورس از لحاظ تنوع ابزارهای معاملاتی، صنایع و تعداد نمادها بسیار متنوع‌تر از بورس‌های دیگر فعال در داخل کشور و فدراسیون بورس‌های سهام آسیایی - اروپایی است. ۵۲۸ نماد معاملاتی در تابلوهای مختلف داریم؛ ۱۴۱ شرکت در تابلو اول و دوم پذیرفته شده‌اند؛ ۱۷۵ شرکت ثبت شده در سازمان داریم که روی تابلوی پایه فرابورس هستند؛ ۱۳۷ صکوک دولتی و شرکتی روی تابلو داریم؛ ۲۰ صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله^۵، دو صندوق زمین و ساختمان و ۹ صندوق سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۶ هم داریم. اخیراً در بازار سرمایه یک صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی^۷ پذیره‌نویسی شد و به دو صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی مجوز فعالیت داده‌ایم که آنها هم وارد بازار خواهند شد.

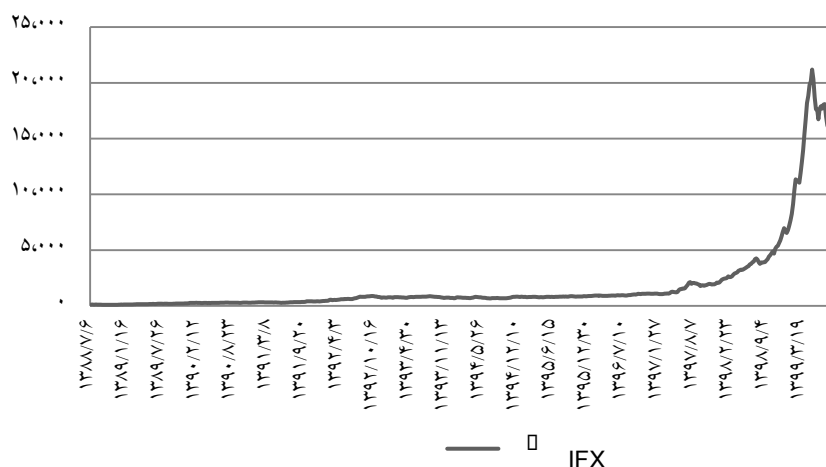
1. special purpose vehicle (SPV)
 2. Instrument in Support of Trade Exchange (INSTEX)
 3. Dubai International Financial Centre (DIFC)
 4. Astana International Financial Center (AIFC)
 5. exchange-traded fund (ETF)
 6. venture capital (VC)
 7. private equity (PE)

نمودار ۳. فرابورس ایران در یک نگاه

سال تاسیس	۱۳۸۷
سال آغاز فعالیت	۱۳۸۸
نام شاخص	آیفکس
ساعات معاملات	شنبه تا چهارشنبه - ساعت ۰۹:۰۰ الی ۱۲:۳۰
تعداد کارگزاران عضو	۱۰۶
تعداد مشاوران پذیرش عضو	۸۷
تعداد شعب کارگزاری فعال فرابورس در سراسر کشور	۴۲۷
تعداد استیشن های معاملاتی (نامک ها و آنلاین های گروهی)	۳۰۶۱ استیشن شامل: ۴۰ استیشن نامک فعال متعلق به بانک مرکزی، ۹۳۷ استیشن برخط گروهی و ۲۱۲۰ نامک فعال
عضویت های دائم و وابسته بین المللی	- فدراسیون بورس های اروپایی - آسیایی (عضو هیأت مدیره و نایب رئیس کمیته کاری) - عضو کانون بورس های کشورهای عضو سازمان همکاری های اسلامی - فدراسیون جهانی بورس ها - مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه - مرکز مالی ایران - بازار متشکل ارز ایران
سرمایه ثبتی (در تاریخ ۲۸ مهرماه ۹۹)	۱،۴۰۰ میلیارد ریال
ارزش بازار نماد فرابورس ایران (در تاریخ ۱۹ آذرماه ۹۹)	۲۶۷،۱۷۳ میلیارد ریال
تعداد صنایع	۴۶
تعداد کل نمادهای معاملاتی	۵۲۸
تعداد شرکت های پذیرش شده	۱۴۱
تعداد شرکت های درج شده	۱۷۵
تعداد صکوک	۱۳۷
تعداد صندوق های سرمایه گذاری قابل معامله (ETF)	۲۰
تعداد صندوق های سرمایه گذاری زمین و ساختمان	۲
تعداد صندوق های سرمایه گذاری جسورانه VC	۹
تعداد صندوق های سرمایه گذاری خصوصی PE	۱
ارزش کل دارایی های تحت مدیریت صندوق های قابل معامله	۱۵۰،۱۸۰ میلیارد ریال
ارزش کل پذیره نویسی صندوق های سرمایه گذاری جسورانه VC	۳،۲۵۰ میلیارد ریال
ارزش کل پذیره نویسی صندوق های خصوصی PE	۵۰۰ میلیارد ریال
ارزش کل بازارهای فرابورس ایران (در تاریخ ۱۴ آذرماه ۹۹)	۱۹،۱۰۵،۰۹۳ میلیارد ریال

ارزش بازار صندوق‌های قابل معامله ۱۵ هزار میلیارد تومان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر ۳۲۵ میلیارد تومان و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ۵۰ میلیارد تومان است که به دو صندوق هم اخیراً مجوز داده شده که ارزش هر یک برابر با ۵۰۰ میلیارد تومان است. در مجموع، ارزش کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ۱٫۰۵۰ میلیارد تومان است. در تاریخ ۲۸ مهر ماه ارزش ثروت مردم در بازار فرابورس ۱٫۸۰۰٫۰۰۰ میلیارد تومان بوده است. ارزش بازار بدهی‌مان تقریباً ۱۰ درصد کل بازار است، یعنی تقریباً ارزش اوراق موجود^۱ در بازار بدهی ۱۸۰ هزار میلیارد تومان است. در نمودار ۴ شاخص فرابورس از سال ۸۸ تا امروز ارائه شده است.

نمودار ۴. شاخص فرابورس



ارزش بازارهای^۲ فرابورس ایران

در نمودار ۵ درصد ارزش تفکیکی بازار فرابورس و حجم معاملات به تفکیک بازارها ارائه شده است. در حال حاضر ابزارهای نوین مالی ۱۸۰۰ تریلیون تومان یعنی ۱۱ درصد ارزش کل بازار فرابورس را به خود اختصاص داده است. این بخش را با هم مرور کنیم. ارزش معاملات فرابورس هم در همین جدول به تفکیک بازارها ارائه شده است. از ابتدای سال تا ۲۵ ام مهرماه در مجموع ۷۵۴ هزار میلیارد تومان گردش معاملات کلی اوراق بهادار در فرابورس بوده که رقم بی‌سابقه‌ای است. سال گذشته در همین مدت فرابورس تقریباً ۱۱۳ هزار میلیارد تومان گردش معاملات داشته است که این به معنای ۵۶۶ درصد رشد در ارزش معاملات است. ارزش معاملات بازار ابزارهای نوین ۱۶۱ هزار میلیارد تومان است که پارسال در این بخش ۳۱ هزار میلیارد تومان معامله شده بود که رشد ۴۲۱ درصدی را نشان می‌دهد.

1. outstanding
2. market cap

نمودار ۵. ارزش معاملات فرابورس به تفکیک بازارها (میلیارد تومان)

نام بازار	ارزش معاملات از ابتدای سال تا ۱۳۹۹/۰۷/۲۵	ارزش معاملات در دوره مشابه سال قبل	درصد تغییر در یکسال
بازار اول	۹۹,۳۷۱	۹,۱۱۱	-
بازار دوم	۳۲۴,۴۷۲	۴۱,۴۶۸	٪۶۸۲
شرکت‌های کوچک و متوسط	۲۴۰	۳۲	۶۳۹
بازار سوم	۱۶۴	۱۵۲	۸
بازار ابزارهای مشتقه	۱۸	۰	-
بازار پایه	۱۶۸,۲۰۳	۳۱,۳۶۶	۴۳۶
بازار ابزارهای نوین مالی	۱۶۱,۹۹۰	۳۱,۱۱۴	۴۲۱
مجموع	۷۵۴,۴۴۲	۱۱۳,۲۴۴	۵۶۶

اقدامات فرابورس در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹

در این بخش سال‌شمار اتفاقاتی همچون پذیرش‌ها، عرضه‌های اولیه و عرضه‌های جدیدی را مرور می‌کنیم که در فرابورس راه‌اندازی شده و به فعالیت‌های بازار بدهی مربوط است. سرخط اقدامات انجام‌شده در طول دهه ۹۰ بدین شرح است: در سال ۱۳۹۱، آغاز فعالیت بازار مذاکره اوراق با درآمد ثابت و پذیره‌نویسی نخستین صکوک مباحه در فرابورس؛ در سال ۱۳۹۳، پذیره‌نویسی و آغاز معاملات ثانویه ۱۰ فقره صکوک؛ در سال ۱۳۹۴، پذیرش ۵ فقره اسناد خزانه اسلامی و پذیرش و آغاز معاملات ثانویه ۱۴ فقره صکوک؛ در سال ۱۳۹۵، انتشار ۱۱ فقره صکوک اجاره، ۹ فقره صکوک مباحه، یک فقره اوراق مشارکت، پذیره‌نویسی ۶ فقره اسناد خزانه اسلامی با سررسید یک سال و دو فقره اسناد خزانه اسلامی با سررسید کوتاه‌مدت، پذیره‌نویسی و آغاز معاملات نخستین اوراق رهنی (MBS) بازار سرمایه ایران؛ در سال ۱۳۹۶، انتشار ۷ فقره صکوک اجاره، ۳ فقره صکوک مباحه، ۱۰ فقره اوراق مشارکت و ۲ فقره صکوک منفعت، پذیرش ۲۱ فقره اسناد خزانه اسلامی، انتشار اولین صکوک منفعت در بازار سرمایه ایران، انتشار اولین اوراق اجاره سهام در بازار سرمایه ایران و طراحی و پیاده‌سازی سامانه فرساد (سامانه یک‌پارچه تخصیص اسناد خزانه اسلامی)؛ در سال ۱۳۹۷، انتشار ۱۸ فقره صکوک، پذیرش ۲۱ فقره اسناد خزانه اسلامی، و انتشار اولین صکوک رهنی غیربانکی در بازار سرمایه ایران، و در سال ۱۳۹۸، پذیره‌نویسی و انتشار ۵ فقره صکوک منفعت دولت، پذیرش ۲۷ فقره اسناد خزانه اسلامی، انتشار نخستین صکوک مباحه عام در بازار سرمایه ایران، مشارکت در راه‌اندازی عملیات بازار باز بانکی، طراحی و بسترسازی اجرای معاملات توافق بازخريد مبتنی بر شریعت (اوراق ریپو اسلامی).

در سال ۱۳۹۹ مظنه‌گیری، پذیرش و پذیرهنویسی اوراق اجاره‌عام دولت با نماد «اجاد» انجام شد. بالغ بر ۷۰ هزار میلیارد تومان اوراق مرابحه‌عام (اراد) در ۲۱ فقره از ابتدای سال ۹۹ تا امروز در بازار فرابورس به فروش رسیده و برای دولت تأمین مالی شده است. این اوراق را بانک مرکزی برای دولت معمولاً هر هفته در بازار حراج می‌کند. حراج روزهای یکشنبه، دوشنبه، و سه‌شنبه با تشریفات خاص خود در بازار انجام می‌شود. در این سال اوراق خاصی برای شرکت لبنیات و بستنی دومینو در فرابورس منتشر شد؛ در این اوراق اجاره دقیقاً مانند وام‌های رهنی، ترکیبی از کوپن و اصل سرمایه‌گذاری در طول زمان بازپرداخت می‌شود. هم‌چنین، در این سال ۲۰۰ میلیارد تومان اوراق مرابحه برای کرمان خودرو و ۱۰۰۰ میلیارد تومان اوراق قرضه با پشتوانه رهنی^۱ برای بانک مسکن منتشر شد.

بازار بدهی در فرابورس ایران نگاهی اجمالی به بازارهای مالی کشور

در ادامه فهرستی از اقدامات فرابورس در ۷ ماه سال ۱۳۹۹ آورده شده است. براساس استاندارد مکنزی، تسهیلات بانکی هم جزو اقلام بازارهای مالی تلقی می‌شود. در بسیاری از بازارها حتی برخی از وام‌های بانکی را در بازار اوراق بهادارسازی می‌کنند و آن اوراق را در بازار معامله می‌کنند. طراحی وام بانکی به شکل اوراق بهادار می‌تواند به کاهش معوقات بانکی و نکول وام‌ها کمک کند.

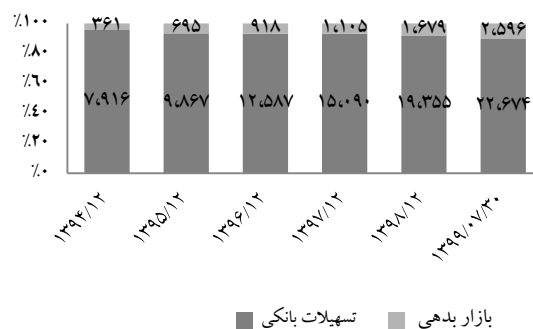
اقدامات فرابورس در ۷ ماهه سال ۱۳۹۹

- ✓ ۱۵ عرضه اولیه در بازارهای اول و دوم
- ✓ ۱ عرضه اولیه در بازار شرکت‌های کوچک و متوسط
- ✓ آغاز به کار تلویزیون اینترنتی و اچار
- ✓ راه‌اندازی کامل سامانه الکترونیک فراسا جهت دریافت مدارک شرکت‌ها در فرایند پذیرش
- ✓ مظنه‌گیری، پذیرش و پذیرهنویسی دو مرحله اوراق اجاره‌عام دولت (اراد)
- ✓ انتشار یک فقره اوراق اجاره‌عام شرکت لبنیات و بستنی دومینو (سهامی خاص) به ارزش ۲۰۰ میلیارد تومان
- ✓ انتشار یک فقره اوراق مرابحه‌عام شرکت کرمان موتور (سهامی خاص) به ارزش ۲۰۰ میلیارد تومان
- ✓ انتشار یک فقره اوراق رهنی بانک مسکن به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد تومان
- ✓ انتشار ۲۱ فقره اوراق مرابحه‌عام دولت جمعاً به ارزش ۶۷ هزار میلیارد تومان

1. mortgage-backed security (MBS)

- ✓ پذیرهنویسی سه صندوق سرمایه‌گذاری قابل‌معامله (ETF) به ارزش ۶۰۰ میلیارد تومان
 - ✓ پذیرهنویسی دو صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) به ارزش ۱۱۰۰ میلیارد تومان
 - ✓ پذیرهنویسی چهار صندوق سرمایه‌گذاری جسورانه (VC) به ارزش ۴۹۰ میلیارد تومان
 - ✓ زمینه‌سازی برای جذب مشارکت ۳۰۰٫۰۰۰ نیکوکار بازار سرمایه برای پیوستن به پویش مردمی مبارزه با کرونا از طریق مکانیزم تأمین مالی جمعی
 - ✓ درج ۱۸ فقره اوراق بهادار مبتنی بر دارایی فکری از ابتدای سال ۹۹ تاکنون و تداوم ثبت دارایی‌های فکری تا تعداد ۳۷۵ اثر در فهرست عرضه‌های این بازار
 - ✓ برگزاری ۱۰۱ جلسه کمیته درج از ابتدای سال ۹۹ تاکنون
 - ✓ برگزاری ۶ جلسه کارگروه ارزیابی تأمین مالی جمعی و صدور ۴ مجوز فعالیت و ۴ موافقت اصولی به متقاضیان
 - ✓ امکانسنجی به کارگیری سامانه واپار در سایر بازارها
 - ✓ رتبه‌بندی کارگزاران در دو حوزه سهام و صکوک و ارسال نتایج برای دبیرخانه فدراسیون بورس‌های آسیایی-اروپایی جهت حضور ایشان در رقابت‌های کارگزار برتر منطقه در سال ۲۰۲۰
 - ✓ اصلاح قواعد معاملاتی اوراق تسهیلات مسکن با هدف دستیابی به بهبود روند معاملات اوراق تسه و تملی، کشف قیمت بهتر این اوراق و کنترل هیجانات طبق دستورکار فرابورس ایران
 - ✓ پذیرهنویسی صندوق سرمایه‌گذاری مدیریت ثروت صندوق بازنشت‌نگی کشوری با نماد «مدیر» به مبلغ ۴۰۰ میلیارد تومان
 - ✓ عقد تفاهم‌نامه با قطب ریاضیات مالی ایران و حمایت از راه‌اندازی و ارتقای مجله تخصصی ریاضیات مالی
- همان‌طور که در نمودار ۶ می‌بینید در پایان مهرماه سال ۹۹، سهم تسهیلات بانکی از اعتبارات کل کشور تقریباً ۲۲۰ هزار میلیارد تومان است.
- فرابورس از بازار بدهی بازار سرمایه، تقریباً سهم ۸۰ درصدی دارد؛ ۲۵۹ هزار میلیارد تومان مربوط به اوراق بدهی موجود است، این در حالی است که ارزش سهام پذیرفته‌شده در بورس تهران برابر با ۵۴۰ هزار میلیارد تومان و در فرابورس ایران برابر با ۱۴۰ هزار میلیارد تومان است. پس، سهم بازار بدهی از کل بازار اعتبارات کشور کوچک است. در نمودار ۶ سهم بازار بدهی از کل بازار اعتبارات کشور آورده شده است.

نمودار ۶. سهم بازار بدهی از کل بازار اعتبارات کشور



نمودار ۷. حجم اوراق موجود در بازار بدهی (به ارزش اسمی)

ارقام هزار میلیارد ریال	۹۳/۱۲/۲۹	۹۴/۱۲/۲۹	۹۵/۱۲/۲۹	۹۶/۱۲/۲۹	۹۷/۱۲/۲۹	۹۸/۱۲/۲۹	۹۹/۱۲/۲۹
خصوصی	۳۹	۴۹	۶۲	۹۷	۱۵۶	۲۰۷	۳۷۸
بانکی	۷۴	-	۳	۳	-	-	۱۰
بانک مرکزی	-	-	-	-	-	-	-
شهرداری	۲۳	۵۱	۶۳	۴۹	۴۸	۷۵	۶۹
سازمان دولتی	۱۲۲	۱۴۱	۷۰	۵۴	۱۵	۴	۲۴
دولت	۴۱	۱۲۴	۵۰۱	۷۰۱	۸۸۷	۱,۳۹۳	۲,۱۵۵

در نمودار (جدول) ۷، حجم اوراق موجود در بازار بدهی (به ارزش اسمی) به تفکیک ناشر آورده شده است.

سهم دولت از بازار بدهی

سهم دولت در ۵ سال گذشته سهم بسیار بزرگی از کل اوراق بوده است. حجم اوراقی که دولت در سال‌های ۹۵، ۹۶، ۹۷، ۹۸ و ۹۹ منتشر کرده به ترتیب به ارقام ۵۰، ۷۱، ۸۸، ۱۳۹ و ۲۱۱ هزار میلیارد تومان رسیده است. این اوراق در سال‌های گذشته پذیره‌نویسی شده‌اند، و امروز حجم اوراق دولتی موجود برابر با ۲۱۱ هزار میلیارد تومان است. سازمان‌های دولتی، شهرداری‌ها، بانک مرکزی، بانک‌ها،

و بخش خصوصی فعالان دیگر این بازار هستند. مبلغ ۳۷۸۰۰ میلیارد تومان از اوراق صکوک متعلق به شرکت هاست. نمودار ۸ سهم ناشران اوراق موجود در بازار را به تفکیک ناشران به درصد نمایش می دهد.

نمودار ۸. سهم ناشران مختلف ز اوراق موجود در بازار

ارقام هزار میلیارد ریال	۹۳/۱۲/۲۹	۹۴/۱۲/۲۹	۹۵/۱۲/۲۹	۹۶/۱۲/۲۹	۹۷/۱۲/۲۹	۹۸/۱۲/۲۹	۹۹/۱۲/۲۹
خصوصی	٪۱۳	٪۱۳	٪۹	٪۱۱	٪۱۴	٪۱۲	٪۱۵
بانکی	٪۲۵	-	-	-	-	-	٪۱۰
بانک مرکزی	-	-	-	-	-	-	-
شهرداری	٪۸	٪۱۴	٪۹	٪۵	٪۴	٪۴	٪۳
سازمان دولتی	٪۴۱	٪۳۹	٪۱۰	٪۶	٪۱	٪۰	٪۱
دولت	٪۱۴	٪۳۴	٪۷۲	٪۷۸	٪۸۰	٪۸۳	٪۸۱

تنوع ابزارهای تأمین مالی دولت طی شش سال گذشته بسیار زیاد بوده است. برای طراحی هر ابزار فرایند بسیار پیچیده و سفت و سختی طی می شود تا آن ابزار مالی به نتیجه برسد و در بازار معامله پذیر باشد و پذیره نویسی شود. طراحی ارکان مختلف هر اوراق کار بسیار سختی است. همکاران سازمان بورس، مدیریت دارایی مرکزی بازار و اوراق بهادار (منظور نهاد واسط)، شورای عالی بورس و کمیته فقهی در این بخش مشغول به فعالیت هستند. اوراق اجاره، مرابحه، مرابحه عام، سلف، اسناد خزانه اسلامی و اوراق منفعت از جمله ابزارهایی است که در کمیته فقهی مصوب شده و در بازار بدهی ایران راه اندازی شده است. نقش مرحوم آقایان دکتر موسویان و تسخیری در کمیته فقهی بسیار عمده بود و بدون حضور آنان، این ابزار به راحتی در بازار راه اندازی نمی شد.

در نمودار (جدول) ۹ تنوع ابزارهای تأمین مالی دولت طی شش سال گذشته آورده شده است.

نمودار ۹. تنوع ابزارهای تأمین مالی دولت طی شش سال گذشته

ارقام هزار میلیارد ریال	۹۳/۱۲/۲۹	۹۴/۱۲/۲۹	۹۵/۱۲/۲۹	۹۶/۱۲/۲۹	۹۷/۱۲/۲۹	۹۸/۱۲/۲۹	۹۹/۱۲/۲۹
منفعت	۰	۰	۰	۵۰	۵۰	۲۹۰	۳۲۴
خزانه	۱۰	۵۰	۲۰۵	۳۰۶	۵۱۸	۷۰۸	۷۱۰
سلف	۰	۰	۰	۵	۳۰	۵۰	۱۲۲
مرابحه عام	۰	۰	۰	۰	۰	۱۱۰	۳۴۰
مرابحه	۰	۰	۱۱۸	۱۵۶	۸۷	۸۷	۶۲۸
اجاره	۰	۰	۷۱	۷۱	۷۱	۶۶	۲۰۵
مشارکت	۳۱	۷۴	۱۰۷	۱۳۲	۱۳۱	۸۱	۱۶۲

همان‌طور که ملاحظه می‌کنید در سال ۹۹، بزرگ‌ترین قسمت اوراق به اسناد خزانه اسلامی متعلق است؛ بعد از آن با ۶۲ هزار میلیارد تومان، اوراق مباحه در جایگاه دوم قرار دارد. بنابراین، دولت در سال‌های اخیر از روش‌های جدید تأمین مالی استفاده می‌کند، و نمودار ۱۰ نشان می‌دهد که ظرفیت هر روش تأمین مالی کدام است.

نمودار ۱۰. ظرفیت هر روش تأمین مالی	
اوراق منفعت	• قدرت تأمین مالی به پشتوانه درآمدهای حاصل از سود شرکت‌های دولتی • قدرت تأمین مالی به پشتوانه درآمدهای مالیاتی سنوات آتی
اوراق اجاره	• امکان بهره‌مندی از دارایی غیرمولد دولت جهت تأمین مالی • حفظ مالکیت دارایی‌های دولت
اوراق سلف	• تأمین مالی جهت تولید کالاهای تولیدی دولت از جمله نفت
اسناد خزانه اسلامی	• تسویه بدهی با طلبکاران دولت
اوراق مباحه	• قدرت تأمین مالی برای دولت جهت خرید مواد و تجهیزات مورد نیاز
اوراق مباحه عام	• امکان تأمین مالی برای دولت جهت خرید خدمات و کالاها

نوآوری در ابزارهای بازار بدهی فرابورس ایران

به سیر توسعه ابزارهای نوین مالی در فرابورس ایران تا حدی اشاره کردیم. در این بخش به صورت خلاصه به چند ابزار جدید اشاره می‌شود.

- **اوراق گام (گواهی اعتبار مولد).** فرابورس با بانک مرکزی در حال اجرایی کردن اوراق گام هستند. این اوراق بسیار شبیه اسناد خزانه اسلامی و اعتبار اسنادی^۱ است، منتها ناشر اسناد خزانه دولت است و ناشر اوراق گام بانک‌ها هستند. در انتشار اوراق گام، بحث تأمین مالی زنجیره تولید در صنعت مطرح است. برای مثال، بانک‌ها اوراق گام را مانند اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی زنجیره تولید (قطعات خودرو) در شرکت خودروسازی منتشر می‌کنند.

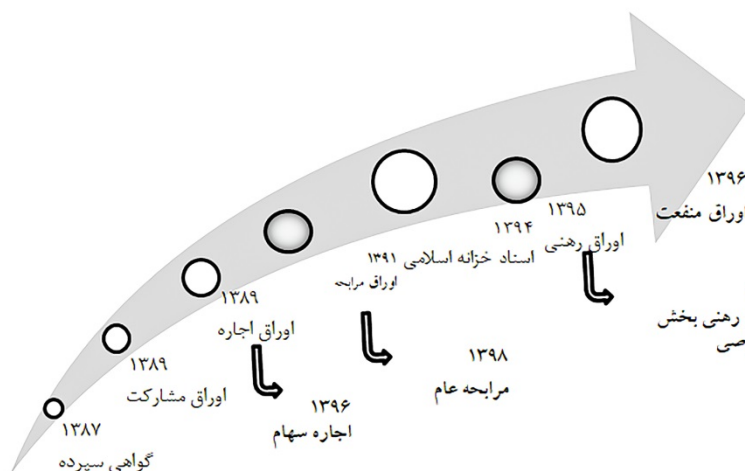
1. letter of credit

- **اوراق اجاره.** اوراق شرکت دومینو اوراقی بود که اصل پول و سود در هر کوپن محاسبه می‌شد. معمولاً اوراقی که در بازار منتشر می‌کنیم به این شکل است که زمان پرداخت کوپن، سود طی دوره و اصل پول اوراق در سررسید پرداخت می‌شود. شرکت دومینو خیلی اصرار داشت که نمی‌خواهد فشار آخر دوره روی دوش شرکت باشد، و می‌خواهد پرداختی در سررسید را بر روی پرداختی‌های طی دوره تقسیم کند. شرکت می‌خواست بتواند هم‌زمان با کوپن‌ها قسمتی از اصل اوراق را هم پرداخت کند. به دلیل این که اوراق مورد نظر شرکت دومینو از نوع اوراق اجاره بود، این مدل انتشار مدل خاصی بود که تأیید کمیته فقهی را می‌طلبید؛ کمیته این شکل را پذیرفت و نهایتاً فرابورس توانست این نوع اوراق را برای شرکت دومینو منتشر کند.
- **بازانتشار اوراق بدهی^۱ در انتشار مراحه عام.** معمولاً زمانی که اوراق دولت در هفته مقرر به فروش نرود، در هفته‌های بعد اگر بازار کشش و استقبال داشته باشد، دولت می‌تواند از کد خود اوراق را با همان شرایط و کیفیت به قیمت بازار در بازار ثانویه عرضه کند و تأمین مالی کند. قبل از توسعه این ابزار، بازانتشار اوراق نداشتیم و آن را در دستور کار قرار دادیم و چندین بار این کار را برای دولت انجام دادیم. این مورد هم جزو محصولات بود که به خدمات فرابورس اضافه شد.
- **انتشار اوراق «مراحه عام» و نقش آن در انجام عملیات بازار باز^۲.** بانک مرکزی در راستای سیاست پولی بازارمحور خود از اوراق مراحه عام استفاده می‌کند. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی و در سامانه فرابورس با هدف اعمال سیاست‌های انقباضی یا انبساطی پولی عملیات بازار باز خوانده می‌شود.
- **معاملات بازخرید (ریپوی^۳ اسلامی).** همین دیروز توانستیم اولین ریپو یا توافق‌نامه بازخرید اسلامی را که جزو آخرین کمک‌های فکری استاد موسویان در کمیته فقهی بود اجرایی کنیم. دیروز برای اولین بار تقریباً ۸۰۰ میلیارد تومان بین بانک مرکزی و بانک ملی ایران از طریق ابزار ریپو و در راستای عملیات بازار باز معامله انجام شد. توافق‌نامه بازخرید و ریپو به صورت غیررسمی قبلاً توسط تأمین سرمایه‌ها معامله می‌شد، اما از این به بعد، این معاملات طبق دستورالعمل تعریف شده‌ای اجرایی می‌شود.

1 reopening or tap issuance
2 open market operations (OMO)
3 Repo or repurchase agreement

نمودار ۱۱ مسیر توسعه ابزارهای نوین مالی در فرابورس ایران را همراه با تاریخ‌هایی که این ابزار راه‌اندازی شده‌اند، نشان می‌دهد.

نمودار ۱۱. مسیر توسعه ابزارهای نوین مالی در فرابورس ایران



شرح ابزارهای جدید

در این جا به طور خلاصه در مورد ابزارهای جدید یادشده در بالا توضیح می‌دهیم.

اوراق گام. این اوراق ویژگی‌های بسیاری دارد:

✓ بانام و بدون کوپن است.

✓ سررسیدهای آن معمولاً کوتاه مدت است و بین یک ماه تا حداکثر ۹ ماه طراحی شده است.

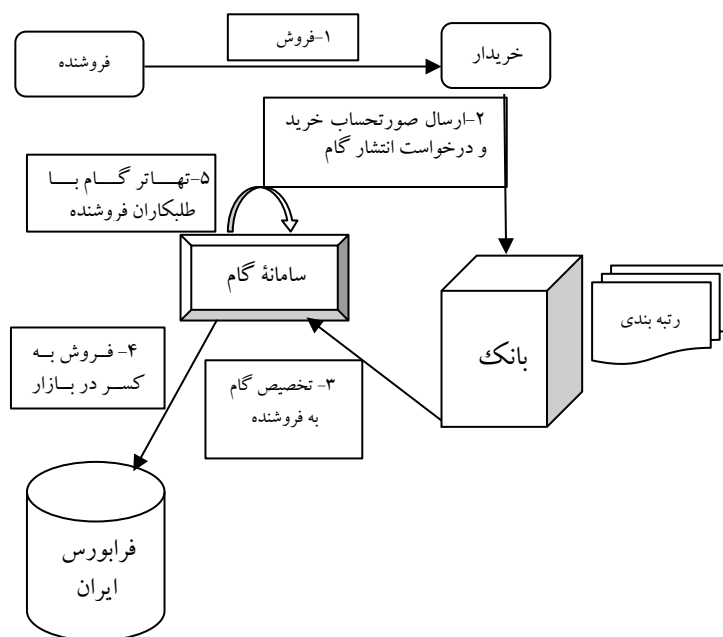
✓ ارزش اسمی هر ورقه یک میلیون ریال است.

✓ در یک ششم اول دوره زمانی صدور تا سررسید، این اوراق میان شرکت‌های زنجیره ارزش همان صنعت می‌چرخد؛ مثلاً ایران خودرو پولی ندارد که به قطعه‌ساز بدهد؛ این اوراق را به قطعه‌ساز می‌دهد. قطعه‌ساز نیز آن را به قطعه‌ساز بعدی یا فروشنده مواد می‌دهد و ... این زنجیره تا انتها کامل می‌شود. مثلاً اگر دوره زمانی را شش‌ماهه در نظر بگیریم، در یک ماه اول از این شش ماه، نقل و انتقالات این اوراق در خود زنجیره ارزش آن صنعت انجام می‌شود. در ۵ ماه از این ۶ ماه معاملات ثانویه امکان دارد و دارنده می‌تواند اوراق را در خارج از زنجیره در بازار ثانویه این اوراق تنزیل کرده و نقد کند.

در شکل ۱۲ فرایند اجرایی اوراق گام آمده است. وقتی فروشنده کالا می‌خواهد به خریدار جنسی را بفروشد و به آن مراجعه می‌کند، و خریدار نقدینه برای خرید ندارد، می‌تواند از اوراق گام استفاده کند. برای مثال، فروشنده می‌تواند قطعه‌ساز و خریدار ایران خودرو باشد. ایران خودرو به بانک مراجعه می‌کند؛ بانک با استفاده از نظام رتبه‌بندی، شرکت خریدار را رتبه‌بندی اعتباری می‌کند و بعد از تصویب اعتبار به سامانه گام رجوع می‌کند. در سامانه گام، اوراق به فروشنده تخصیص داده می‌شود. در نهایت فروش به کسر در بازار اتفاق می‌افتد.

اوراق مرابحه عام. اوراق مرابحه عام از انواع اوراق مرابحه است که در آن خریداران اوراق به ناشر وکالت می‌دهند تا نسبت به خرید نقدی کالا یا خدمات مورد نیاز از فروشنده و فروش آن به خود در قالب بیع مرابحه اقدام نماید. در این نوع اوراق، ناشر همان بانی است؛ یعنی دیگر نیاز به نهاد واسط وجود ندارد. بیشترین استفاده کنندگان از این اوراق دولت‌ها هستند.

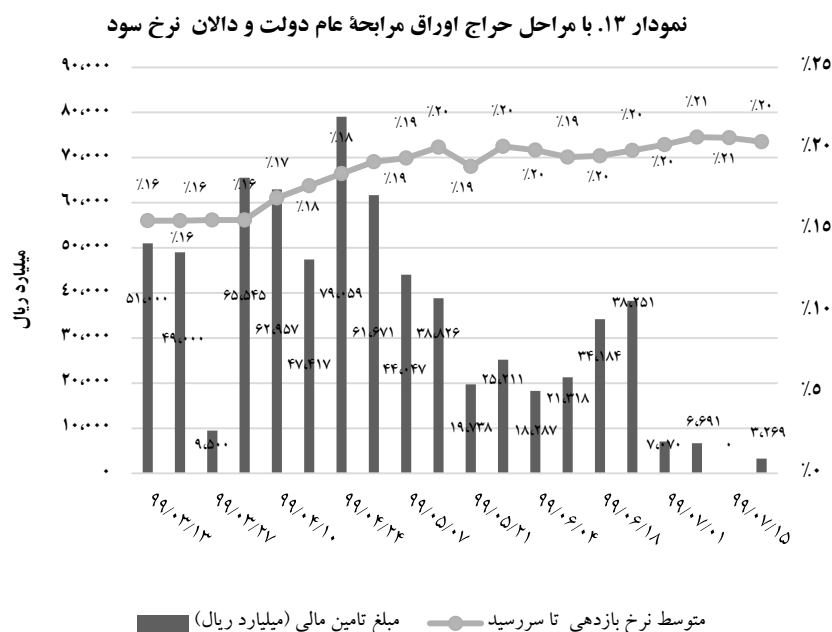
نمودار ۱۲. روند اجرایی اوراق گام



در نمودار ۱۳ با مراحل حراج اوراق مرابحه عام دولت و دالان^۱ نرخ سود آشنا می‌شوید. بحث حراج اوراق که به صورت هفتگی انجام می‌شود، جزئی از این نمودار است. بانک مرکزی بر اساس هدف‌گذاری تورمی انجام داده، برای نرخ سود دالانی بین ۱۴ تا ۲۲ درصد تعیین کرده است. بانک

1. corridor

مرکزی رأساً با خرید و فروش اوراق مرابحهٔ عام دولت، در بازار ورود کرده و سعی می‌کند نرخ سود را در پهنای دالان تعیین شده نگاه دارد. البته به نظر می‌رسد در حال حاضر این دالان بسیار گسترده تعریف شده است. در جلساتی که در بانک مرکزی داشتیم، این موضوع را مطرح کردیم؛ انتظار می‌رود دالان نرخ سود آرام‌آرام تنظیم شود، و این تصمیم به امنیت و ثبات اقتصادی کشور بسیار کمک می‌کند. زیرساخت کل بازارهای مالی، همین فرایندی است که در این اسلاید ارائه شده.



اگر بانکداری مرکزی دو هدف اصلی داشته باشد، یکی از این دو هدف مدیریت نرخ سود در اقتصاد است. این سؤال هم در اقتصاد زیاد مطرح می‌شود که هدف بانک مرکزی کنترل سود است یا کنترل حجم نقدینگی، چرا که این دو هدف لزوماً با یکدیگر سازگار نیستند؛ جایی که می‌خواهید نرخ سود را مدیریت کنید، حجم نقدینگی از دستتان درمی‌رود و جایی که می‌خواهید حجم نقدینگی را کنترل کنید، نرخ سود از دستتان درمی‌رود. بسیار گفته می‌شود که در دستیابی به یکی از این دو هدف، عموماً دیگری را باید فدا کرد. مثلاً در کمیتهٔ بازار باز فدرال رزرو^۱ آمریکا معمولاً به نرخ سود رجوع کرده‌اند نه به حجم نقدینگی؛ یعنی بحث نقدینگی اولویت دوم است و در تابع هدف بیشتر نرخ سود ملاک است. قطعاً زیاد شنیده‌اید که می‌گویند امروز یا این هفته فدرال رزرو جلسه دارد. این

1. Federal Reserve Open Market Committee

جلسه فدرال رزرو نیست، بلکه جلسه کمیته بازار باز فدرال رزرو است. در این کمیته از بخش خصوصی، بخش دولتی و مدیران بانک مرکزی حضور دارند. کاری که خود بانک مرکزی ایران انجام می‌دهد، به فعالیت این کمیته بسیار شباهت دارد، و بی‌شک در گذر زمان و با کسب تجربه این اقدام بسیار حرفه‌ای‌تر عملی خواهد شد. در جلسات مختلف که همکاران ما در بانک مرکزی حضور یافته‌اند، پیشنهادهای بسیار خوبی هم برای ارتقای عملکرد ارائه کرده‌اند.

بازانتشار اوراق بدهی. بحث بازانتشار را توضیح دادم که به حفظ نقدشوندگی اوراق بدهی به دلیل افزایش حجم انتشار اولیه مربوط است. شاید در یک هفته خاص بازار کشش نداشته باشد، شاید در فرایند پذیره‌نویسی، صندوق‌ها یا بانک‌ها کمتر مراجعه کنند و انتشار اوراق به هفته‌های بعد موکول شود. امکان بازانتشار مشکل را حل می‌کند. در بازار ثانویه تأمین مالی به قیمت بازار انجام می‌شود؛ اصل و سود به نرخ روز محاسبه می‌شود و اوراق در قیمتی مشخص معامله می‌شود.

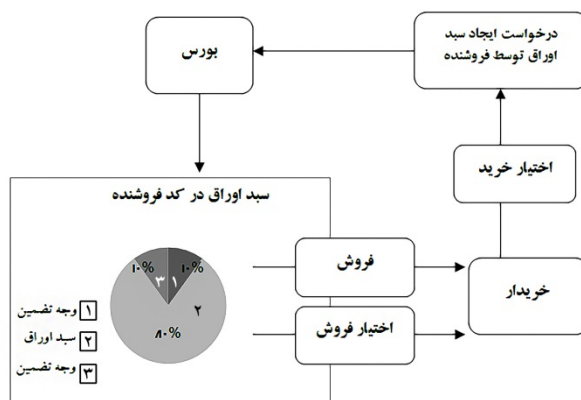
معاملات بازخريد (ريپوی اسلامی). بهتر است ما از واژه ریپو استفاده نکنیم و به دنبال واژه‌گزینی باشیم. طراحی ما برای ریپو با آن چیزی که در دنیا وجود دارد متفاوت است. ریپو در دنیا به این شکل است که معمولاً قراردادی بین شخص الف و ب بسته می‌شود و توافق می‌شود که در موعد زمانی مشخص و به قیمت مشخص فرد ب اوراق را عرضه کند و به فرد الف بفروشد؛ یعنی یک معامله از فرد الف به ب داریم و یک معامله در زمان و قیمت مشخص از فرد ب به الف داریم. این معامله به لحاظ شرعی ابعادی داشت که کمیته فقهی نسبت به آن نظر مساعدی نداشت. مشکل بیع‌العینه یکی از مسائل مهمی بود که کمیته فقهی به آن اشاره داشت، و این معامله را در شمول معاملات با مشکل بیع‌العینه در بازار قرار می‌داد. هم‌چنین، کمیته فقهی نگران ربوی‌بودن این اوراق بود. طراحی ما که مبتنی بر دو معامله اختیار^۱ بود مشکل را حل کرد؛ یعنی به جای این که بر معامله الف به ب و ب به الف اجبار بگذاریم، از دو اختیار استفاده کردیم: یک اختیار فروش^۲ به خریدار و یک اختیار خرید^۳ از خریدار. معامله از الف به ب به جای این که در فضای اجبار باشد، در فضای اختیار انجام می‌شود. مبتکر این طراحی مرحوم آقای دکتر نظریور، رئیس شورای فقهی قم، بود. با مطالعه ظرفیت‌های قراردادهای اختیار در فرابورس، به این رسیدیم که از اختیار استفاده کنیم. بنابراین، ریپویی که امروز در بازار سرمایه ایران وجود دارد بر مبنای اختیار است؛ یک اختیار فروش می‌دهیم و یک اختیار خرید می‌گیریم. درنهایت، با این مکانیزم از کمیته فقهی مجوز گرفتیم. با این سازوکار از فضای اجبار دور و به فضای اختیار وارد شدیم و به نوعی توافق‌نامه بازخريد اسلامی رسیدیم. فکر می‌کنم واژه توافق‌نامه بازخريد برای این ابزار مناسب نباشد و بهتر است از واژه اختیار بازخريد استفاده کنیم.

1. option
2. put option
3. call option

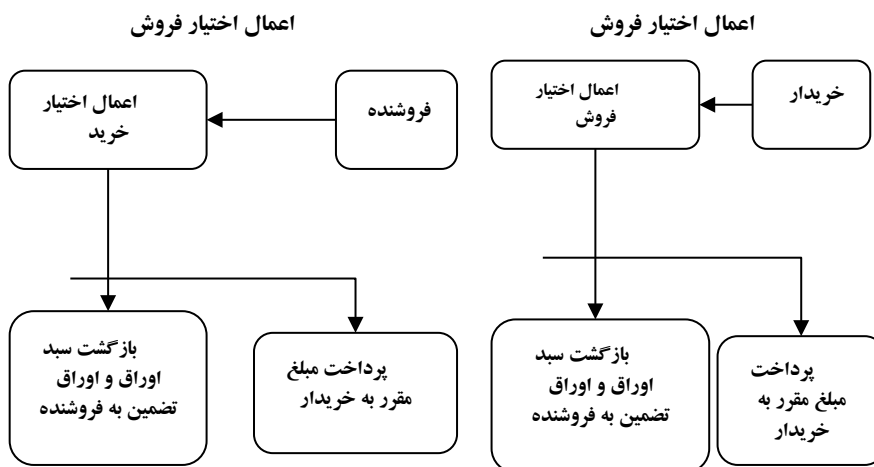
معمولاً سبدهای از اوراق ایجاد و با این مدل ریپو در بازار مورد معامله قرار می‌گیرد.

۱. با درخواست فروشنده به بورس، در صورتی که اوراق مورد نظر در کد معاملاتی فروشنده موجود باشند، سبد اوراق ایجاد می‌گردد.
 ۲. سبد اوراق به همراه یک اختیار فروش از سوی فروشنده به خریدار فروخته می‌شود. یک اختیار خرید از سوی خریدار به فروشنده نیز فروخته می‌شود.
 ۳. قسمت اوراق تضمین (مربوط به اختیار فروش) سبد اوراق در حساب واسطه توسط بورس، تا پایان دوره معامله نگهداری می‌شود.
 ۴. معادل مبلغ پرداخت شده توسط خریدار، سبد اوراق به ارزش بازار، با کسر وجه تضمین اختیار خرید به حساب خریدار منتقل می‌گردد و مابقی در حساب اوراق تضمین تا پایان دوره معاملاتی نگهداری می‌شود.
- سبد اوراق یک روز بعد از آخرین سررسید اختیارها باز می‌گردد و محتوای آن در کدی قرار خواهد گرفت که سبد در آن کد قرار گرفته است.
 - خریدار می‌تواند در طی دوره ریپو سبد اوراق را بفروشد، اما در صورت اعمال اختیار خرید در سررسید توسط فروشنده، باید اوراق آن نوع (به عنوان مثال اوراق نوع الف که سبد از آن نوع بوده) را بازگرداند، در غیر این صورت از وجه تضمین خریدار، خسارت فروشنده پرداخت می‌گردد.
 - توجه: سبدهای که نزد خریدار قرار داده می‌شود، وجه تضمین اختیار خرید از آن کسر شده است.
 - در انتهای دوره معاملاتی بحث آن خواهد بود که بسته به شرایط بازار، کدام یک از طرفین معامله حق خود را اعمال می‌کند. قاعده‌تاً اگر قیمت پایین‌تر از قیمت مد نظر باشد، اختیار فروش فعال می‌شود و اگر قیمت بالاتر از آن باشد، اختیار خرید مورد استفاده قرار خواهد گرفت. نمودار ۱۵ نحوه اعمال اختیارهای فروش و خرید در پایان دوره را نشان می‌دهد.
- بدین ترتیب مسئله اسلامی و شرعی این ابزار حل شد.

نمودار ۱۴. معاملات بازخرید ایجاد سبد اوراق و فروش آن



نمودار ۱۵. نحوه اعمال اختیارات فروش و خرید در پایان دوره

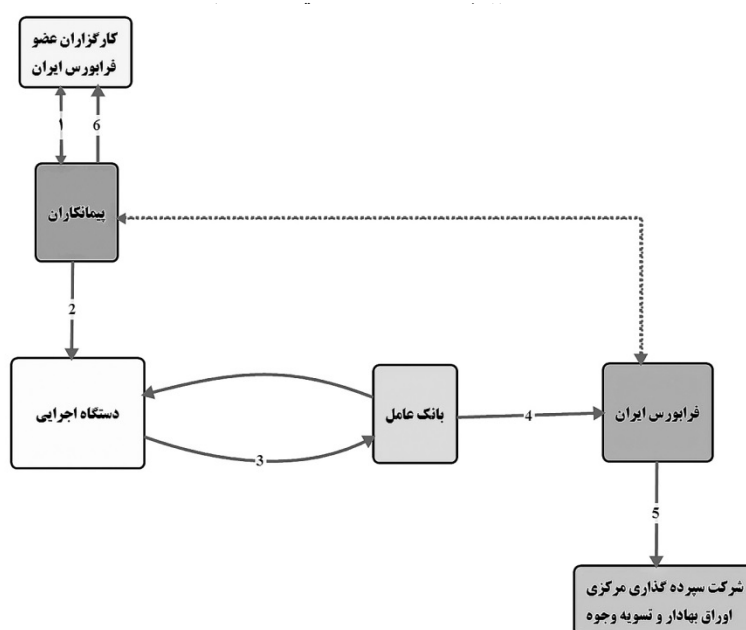


توسعه تکنولوژی در بازار بدهی فرابورس ایران

به کمک همکاران در بخش فناوری اطلاعات و ابزارهای نوین چند سامانه به شرح زیر ایجاد کرده‌ایم که در ادامه به شما معرفی می‌شوند.

سامانه فرساد (سازوکار تخصیص و ره‌گیری اسناد خزانه اسلامی). در این سامانه کل فرایند تأسیس و ره‌گیری اسناد خزانه اسلامی با بانک ملی، دولت و ذی‌حسابان دستگاه‌های مختلف دولت انجام می‌شود. به‌عنوان مثال، پیمانکاری برای وزارت راه جاده ساخته است. ذی‌حساب وزارت راه باید

صورت وضعیت و کار پیمانکار را تأیید کند، و چون پول در بودجه ندارد، قبول کند که آن پیمانکار بابت مطالباتش، اوراق خزانه اسلامی بگیرد. آن تأییدیه از ذی حساب وزارت راه به سازمان برنامه اعلام می‌شود؛ سازمان برنامه آن را به خزانه‌داری می‌دهد که مسئول این بخش در حال حاضر در وزارت اقتصاد آقای دکتر بنایی است. خزانه‌داری هم موضوع را به بانک ملی اعلام می‌کند، و بانک ملی به فرابورس و سپرده‌گذاری اعلام می‌کند. همه این کارها تحت سامانه فرساد انجام می‌شود. در نام فرساد، بخش «فر» مخفف فرابورس است، و «ساد» هم مخفف سامانه اوراق دولت است. هر کسی که از ذی حسابی تخصیص بگیرد، می‌تواند به سایت فرابورس مراجعه کرده و فرایند کار خود را رصد کند. می‌تواند چک کند که در هر زمان پرونده‌اش در چه مرحله‌ای است. هر پیمانکار و هر شرکتی می‌تواند این کار را انجام دهد. یکی از مهم‌ترین کارها و خدماتی که فرابورس برای سپرده‌گذاری در این حوزه انجام داده این بوده که تا قبل از راه‌اندازی اسناد خزانه اسلامی، تقریباً ۱۵ هزار کد حقوقی در بازار داشتیم. از روزی که اسناد خزانه اسلامی راه افتاده، ۷۰ هزار کد حقوقی داریم، یعنی بالغ بر ۵۵ هزار پیمانکار در کشور پولشان را از طریق اسناد خزانه اسلامی از دولت وصول می‌کنند. این واقعاً فرصت بسیار خوبی برای بازار است. با این کار طلب پیمانکاران منظم شده است، و می‌توانند طلب خود را در بازار وصول کنند. حتی پیمانکاران می‌توانند از ما پذیرش بگیرند. این روزها پیمانکار بزرگ و معروفی در کشور درخواست پذیرش داده است. در حال حاضر، راجع به نحوه وصول مطالبات مشکلی نداریم: می‌دانیم چه زمان اسناد خزانه اسلامی در صورت‌های مالی ثبت شده است، قاعدتاً چه روزی به پول می‌رسد یا می‌توان آن را در بازار تنزیل کرده و مبلغ مورد نظر را دریافت کرد. تعداد ۵۵ هزار پیمانکاری که از این سامانه سرویس می‌گیرند رقم قابل توجهی را تشکیل می‌دهند. در نمودار ۱۶ فرایند تخصیص اوراق خزانه اسلامی آورده شده است.



سامانه نلسون سیگل^۱. در این کلاس آقایان دکتر توکلی و دکتر بت شکن در مورد بازده تا سررسید^۲، منحنی بازده^۳ و ساختار زمانی^۴ صحبت کرده‌اند. منحنی بازده‌ای که فرابورس به دست آورد نقاط پرت زیادی داشت، و شاید آن منحنی واقعیت را نشان نمی‌داد. از این رو مطالعه‌ای در فرابورس انجام شد و دریافتیم که بانک‌های مرکزی دنیا ساختار زمانی یا منحنی بازده را بر اساس فرمول دو ریاضی‌دان به نام‌های نلسون و سیگل استخراج می‌کنند. فرمول به دست آمده از تلفیق نتایج فرمول این دو ریاضیدان، رگرسیونی می‌سازد که دره‌ها و قله‌های نمودار را تعدیل می‌کند. ما این رگرسیون‌ها و این نحوه محاسبات را به سامانه سپردیم. سامانه‌ای طراحی کردیم که منحنی بازده بازار را بتواند محاسبه کند و نشان دهد. در حال حاضر در تشریفات کمیته شاخص هستیم که مصوبه بگیریم و بتوانیم آن را از طریق سایت فرابورس برای عموم منتشر کنیم. صاحب نظران، استادان دانشگاه، و دانشجویان خواهند توانست کارهای تحقیقاتی خوبی روی نتایج این سامانه انجام دهند. فرابورس آمادگی دارد با دانشجویان در این حوزه کار پژوهشی انجام دهد. برای آشنایی بیشتر در ادامه یکی از فرمول‌های نلسون سیگل آورده شده است.

$$\text{market price} = \frac{c_1}{\left(1 + \frac{ytm}{m}\right)} + \frac{c_2}{\left(1 + \frac{ytm}{m}\right)^2} + \dots + \frac{c_{nm} + F}{\left(1 + \frac{ytm}{m}\right)^m}$$

فرمول مورد استفاده در سامانه نلسون سیگل فرابورس به شرح زیر است:

تابع نرخ آتی

$$f(m) = \beta_0 + \beta_1 e^{-m/\tau} + \frac{m}{\tau} \beta_2 e^{-m/\tau}$$

در این مدل با استفاده از سه پارامتر، β_0 ، β_1 و β_2 منحنی بازده تا سررسید تخمین زده می‌شود. β_0 به معنای عرض از مبدأ، β_1 به معنای شیب و β_2 نشان‌دهنده انحنا منحنی بازده تا سررسید است. متغیرهای β_0 ، β_1 و β_2 باید با روشی که در ادامه ارائه می‌گردد تخمین زده شوند.

تابع نرخ آتی (نقدی)

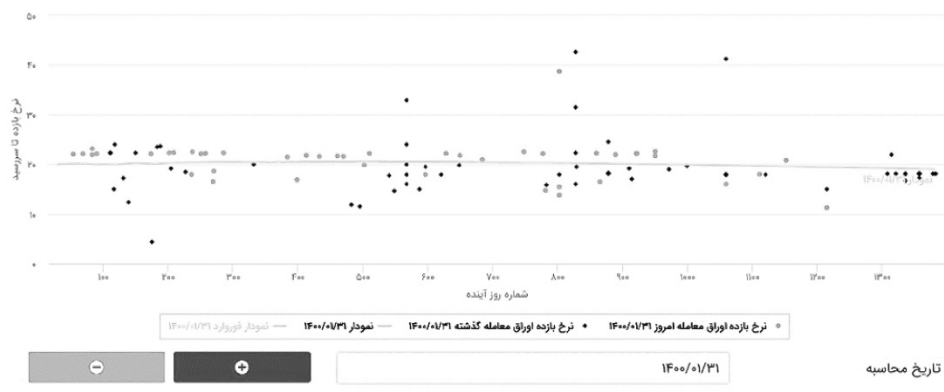
$$z(m) = \frac{1}{m} \int_0^m \left(\beta_0 + \beta_1 e^{-\frac{u}{\tau}} + \frac{u}{\tau} \beta_2 e^{-\frac{u}{\tau}} \right) du = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \left\{ \frac{1 - e^{-m/\tau}}{m/\tau} \right\} + \beta_2 e^{-m/\tau}$$

1. Nelson-Siegel Model
2. yield to maturity (YTM)
3. yield curve
4. term structure

نمودار ۱۷ خروجی سامانهٔ نلسون سیگل است. این نمودار رابطهٔ زمان تا سررسید و بازده اوراق ایران را نشان می‌دهد.

نمودار ۱۷. منحنی بازده تا سررسید اوراق دولتی

منحنی بازده تا سررسید اوراق دولتی



- ماشین حساب
- منحنی های حدی اوراق دولتی
- منحنی بازده تا سررسید اوراق غیر دولتی
- محاسبه
- انصراف
- دانلود داده ها
- دریافت اکسل بازدهی اوراق

در نمودارهای ۱۸ و ۱۹ داده‌های منحنی بازده تا سررسید اوراق خزانهٔ آمریکا گزارش شده است. داده‌های جدول اول را فدرال رزرو منتشر کرده است؛ داده‌های منحنی بازده تا سررسید اوراق خزانهٔ آمریکا در جدول دوم را خزانه‌داری آمریکا به روش نلسون سیگل تهیه کرده است. برنامهٔ فرابورس هم آن است که در سایت خود چنین اطلاعاتی را با استفاده از سامانهٔ نلسون سیگل در اختیار عموم قرار دهد.

نمودار ۱۸- داده‌های منحنی بازده تا سررسید اوراق خزانهٔ آمریکا، منتشر شده توسط فدرال رزرو

About the Fed	News & Events	Monetary Policy	Supervision & Regulation	Payment Systems	Economic Research	Data	Consumers & Communities
Home	Data	Yield Curve Models and Data	Nominal Yield Curve				

Nominal Yield Curve

Date	BETA0	BETA1	BETA2	BETA3	SVEN1F01	SVEN1F04	SVEN1F09	SVENF01	SVENF02	SV
31-10-2007	4.27753142289889	0.084623125501715	-13.9837912405557	14.0393597134884	3.8279	4.5509	5.4134	3.8276	3.8134	
30-10-2007	4.31415351721025	-0.0355487139529554	-14.1958659192629	13.8693393240294	3.7058	4.4793	5.3592	3.7108	3.696	
29-10-2007	4.47308919141769	-0.177908512302077	-14.5042881382799	13.6166280751957	3.6726	4.4937	5.3225	3.676	3.6704	
28-10-2007	4.64874248902612	-0.353266159195752	-14.7615152325001	13.4013103700893	3.6498	4.5381	5.3407	3.6449	3.6606	
26-10-2007	4.54261932219331	-0.260343201167605	-14.6828991041155	13.51989880511	3.6235	4.476	5.3255	3.6293	3.6239	
24-10-2007	4.4555441918814	-0.171805706123554	-14.6049416002308	13.6569248369122	3.6199	4.4576	5.3357	3.6308	3.615	
23-10-2007	4.5691341164666	-0.193896766647871	-14.746294820096	13.5668853985686	3.6814	4.5181	5.3649	3.694	3.6746	
22-10-2007	4.57964202634835	-0.225069978588275	-14.7236082811328	13.5901422983963	3.7119	4.5166	5.3294	3.7184	3.7059	
19-10-2007	4.3745227900275	-0.0577562901429729	-14.4859874676541	13.9163536787302	3.6797	4.4934	5.3919	3.6905	3.6701	
18-10-2007	4.21213795178408	0.138138548155073	-14.0667832526477	14.4209378508594	3.839	4.5909	5.5034	3.8368	3.8266	

نمودار ۱۹- داده‌های منحنی بازده تا سررسید اوراق خزانه آمریکا، منتشر شده توسط خزانه‌داری

Date	1 Mo	2 Mo	3 Mo	6 Mo	1 Yr	2 Yr	3 Yr	5 Yr	7 Yr	10 Yr	20 Yr	30 Yr
04/01/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	0.17	0.35	0.90	1.37	1.69	2.24	2.34
04/02/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.07	0.19	0.39	0.97	1.42	1.72	2.27	2.35
04/05/21	0.03	0.02	0.03	0.04	0.06	0.17	0.37	0.94	1.40	1.73	2.28	2.36
04/06/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	0.16	0.35	0.88	1.34	1.67	2.24	2.32
04/07/21	0.01	0.02	0.02	0.04	0.06	0.16	0.34	0.87	1.34	1.68	2.26	2.35
04/08/21	0.02	0.02	0.01	0.04	0.05	0.14	0.33	0.85	1.30	1.64	2.22	2.32
04/09/21	0.02	0.01	0.02	0.03	0.06	0.16	0.35	0.87	1.33	1.67	2.23	2.34
04/12/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	0.18	0.38	0.89	1.35	1.69	2.24	2.34
04/13/21	0.03	0.02	0.03	0.05	0.06	0.16	0.35	0.85	1.29	1.64	2.21	2.32
04/14/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	0.16	0.35	0.87	1.31	1.64	2.22	2.32
04/15/21	0.02	0.01	0.02	0.04	0.06	0.16	0.32	0.81	1.24	1.56	2.13	2.23
04/16/21	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	0.16	0.34	0.84	1.26	1.59	2.15	2.26

سامانه شاخص بدهی. ما شاخص بازده نقدی و قیمت^۱ و شاخص کل فرابورس ایران^۲ هر دو را داریم. در بازار بدهی تا امروز شاخص نداشتیم و معمولاً بازده بدون ریسک^۳ مورد استفاده در مدل‌های کپام^۴ و گوردون^۵ عدد ثابتی در نظر گرفته می‌شد. شاخص بدهی در فرابورس محاسبه می‌شود و روزانه به‌روز می‌شود و مورد استفاده قرار می‌گیرد. منتظر مجوز هستیم که بتوانیم این شاخص را هم از طریق سایت فرابورس منتشر کنیم. با در اختیار داشتن این شاخص و بازده انتظاری بازار استخراج‌شده از شاخص کل بورس تهران و شاخص فرابورس می‌توانید در مدلی مثل کپام از آن استفاده کنید. در ادامه فرمول‌های مورد استفاده برای شاخص بدهی آورده شده است. آقای دکتر پویان‌فر در این مورد کمک شایانی به فرابورس کرده‌اند.

$$ir_{i,t} = \frac{AI_t - AI_{t-1} + Cpn_t}{Dirty\ price_{t-1}}$$

$$tr_{i,t} = pr_{i,t} + ir_{i,t}$$

$$pr_{i,t} = \frac{clean\ price_t - clean\ price_{t-1}}{Dirty\ price_{t-1}}$$

$$IndexTR_t = \sum_{i=1}^N w_{i,t-1} \times tr_{i,t} = \sum_{i=1}^N w_{i,t-1} \times (pr_{i,t} + ir_{i,t})$$

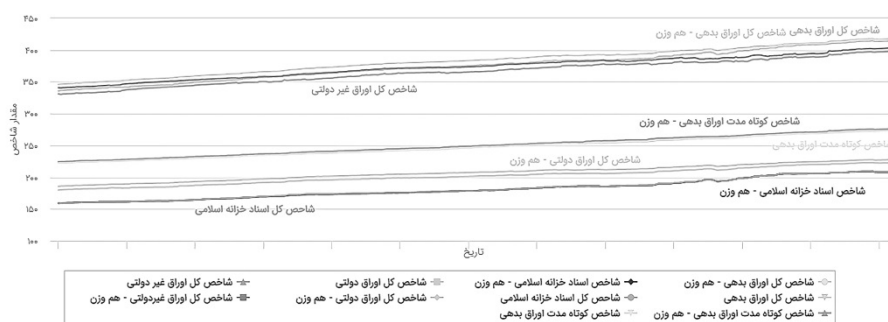
$$TRIV_T = 100(1 + TR_1)(1 + TR_2) \dots (1 + TR_T)$$

-
1. Tehran Exchange Dividend Price Index (TEDPIX)
 2. Iran Farabourse Index
 3. risk free rate
 4. capital asset pricing model (CAPM)
 5. Gordon growth model

در نمودار ۲۰ زیر هم انواع شاخص‌های اوراق با درآمد ثابت در فرابورس آورده شده است. **داشبورد اوراق بدهی**. این داشبورد برای انتشار بازده تا سررسید و بازده تا تاریخ بازخرید ایجاد شده است. به علاوه، در این سامانه محاسبات مربوط به دیرش و تحذب هم در دسترس است. امکانات این داشبورد هنوز افشا و منتشر نشده و منتظر مجوزهای آن هستیم؛ اطلاعات این داشبورد برای معامله‌گران و مدیران صندوق‌های با درآمد ثابت بسیار مناسب است. بازار بدهی در دنیا نقش مهمی ایفا می‌کند؛ برای مثال، در کانادا بازار بدهی تحت عنوان بازار حرفه‌ای‌ها^۱ شناخته می‌شود. در این کشورها معامله‌گران و مدیران صندوق‌ها به این نوع داشبوردهای اطلاعاتی که در ایران هم فرابورس آن را طراحی کرده، نیاز دارند.

نمودار ۲۰. انواع شاخص‌ها

لیست شاخص‌ها



توسعه ریاضیات مالی و نظریه‌های اقتصادی در بازار بدهی فرابورس ایران دو حوزه مرتبط با توسعه ریاضیات مالی را این جا توضیح می‌دهیم که برای دانشجویان حاضر در جلسه می‌تواند بسیار مفید باشد، چرا که در چندین حوزه پژوهشی در سطح کارشناسی ارشد و دکترا به کار می‌آید: **محاسبه فضای اختیار**. در توافق بازخرید و ریپو باید فضای اجبار را از بین ببریم و آن را به فضای اختیار تبدیل کنیم. البته، چند روز قبل از فوت آقای موسویان، از ایشان شنیدم که ظاهراً این مسئله در کمیته فقهی بانک مرکزی حل شده است؛ یعنی لزومی ندارد حتماً این فضای اختیار به حد کافی برقرار باشد. درواقع، این امکان وجود دارد که تاریخ اعمال اختیار^۲ و قیمت اختیار^۳ یک روز باشند. در نتیجه، دو اختیار با قیمت تاریخ اعمال اختیار و قیمت اختیار برابر باشند.

1. professionals' market
2. exercise date
3. exercise price

در مصوبه کمیته فقهی اعلام شد که فضای اختیار باید در جریان باشد. برای این که به فضای اختیار برسیم، باید احتمال اعمال اختیار خود را در بازار ۵۰-۵۰ ببینیم. با توجه به قیمت و تاریخ اعمال اختیار

نمودار ۲۱. احتمال اعمال اختیار خرید و فروش



باید بررسی کنیم که فضای اختیار تبدیل به اجبار نشود که از قبل مطمئن باشیم که حتماً این اختیار اعمال خواهد شد. برای این کار همکاران ما در فرابورس ریاضیات مالی را به کار گرفتند و این فضای اختیار را ترسیم کردند.

برای مشخص کردن دیواره‌ها برای سقف و کف مستطیل از فرمول معروف بلک شولز^۱ استفاده می‌شود که احتمال اعمال این اختیار ۵۰ درصد باشد، و این فضا به جایی برسد که احتمال اعمال اختیار ۵۰ درصد بشود. فرمول‌های این بخش فضای جدیدی از ریاضیات مالی است که در صورت تمایل می‌توانید به آنها مراجعه کنید.

استفاده از اختیار در ایجاد دالان نرخ بهره هنگام به‌کارگیری ریپو در اعمال سیاست پولی کوتاه‌مدت (سیاست پولی بازار محور). مسئله مورد بحث در این جا این است که برای سیاست‌های پولی بازار محور مبتنی بر شریعت، از ریپو چه کمکی بگیریم. معمولاً بانک‌های مرکزی دنیا، به‌ویژه بعد از بحران ضمانت‌نامه کلی^۲ اروپا در سال ۲۰۱۲، برای سیاست‌های پولی از این ریپوها استفاده می‌کنند. پس از این بحران، ریپو خیلی پررنگ شد و قبل از آن روش‌های بازار بین‌بانکی مورد استفاده قرار می‌گرفت. برای مثال، زمانی که Lehman Brothers^۳ دچار مشکل شد، به سمت استفاده از ریپو آمدند، چراکه ریپو وجه تضمین دارد و طرف‌های معامله درصدی از معامله را توثیق می‌کنند.

به دلیل مسائل عرفی، ریپویی که در ایران وجود دارد با آن‌چه در دنیا رایج است، تفاوت دارد. لازم است دالان نرخ سود از قیمت‌های اختیار خرید و فروش مشخص شود. درواقع، اگر بانک مرکزی در ماه‌های آینده نرخ سود ۲۲ درصد را هدف قرار دهد، باید قیمت اختیار خرید و فروش را در آن ماه‌ها طوری مشخص کنیم که نرخ سود در آن عدد مورد نظر تنظیم شود. با این اقدام به‌جای آن‌که بانک مرکزی در بازار تحویل آنی^۴ ورود کند و برای تنظیم قیمت هزاران میلیارد در هرروز خرج

1. Black-Scholes equation
2. sovereign guarantee
3. Lehman Brothers
4. spot market

کند، کافی است با حاشیه خیلی مطمئن وارد بازار اختیار و آتی شود. با این کار با نقدینگی بسیار پایین‌تر می‌تواند به همان سیاست‌های پولی مدنظر برسد. کل صحبت من در این بخش در فرمول زیر خلاصه می‌شود:

$$\Delta r = r_{\text{target}} - r_{\text{current}}$$

در این فرمول Δr میزان تغییر مورد نظر در نرخ بهره کوتاه‌مدت (مثلاً ۶ ماه) است. r_{target} نرخ بهره هدف و r_{current} نرخ بهره فعلی است. از این Δr به تغییرات قیمت و تفاوت قیمت فعلی به قیمت تاریخ و قیمت اعمال اختیار می‌رسیم.

برنامه‌های پیش روی فرابورس

در نمودار ۲۲ برنامه‌های آتی فرابورس ایران را آورده‌ایم.

در پایان بحث به حدیث پیامبر (ص) اشاره می‌کنم که فرمودند دو نعمت ناشناخته‌اند: امنیت و تندرستی. امنیت تعاریف و ابعاد مختلفی دارد که یکی از مهم‌ترین آن امنیت اقتصادی است. بازار بدهی و سیاست اثرگذار پولی در بانک مرکزی و بازار بدهی می‌تواند نقش مهمی در ایجاد امنیت اقتصادی میان مردم ایفا کند؛ چیزی که واقعاً این روزها به شدت به آن احتیاج داریم.

پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. آیا در مورد حجم مینا برنامه‌ای دارید؟

بله، همکارانم در حال بررسی فرمول‌هایی هستند که در سازمان بورس و شورای عالی بورس هم مطرح شده است، منتها هنوز به جمع‌بندی نرسیده‌ایم. شرایط فعلی بازار به شکلی نیست که بتوان به ریزساختارهای بازار زیاد دست زد. اگر هم بخواهیم کاری انجام دهیم قاعدتاً می‌توان برنامه مورد نظر را اعلام کرد، و اعمال آن را به چند ماه آینده واگذاشت؛ یعنی بازار بدانند که در یک سال آینده فرمول حجم مینا چه خواهد بود، اما فعلاً کاری نمی‌کنیم. در حال حاضر، با توجه به نوساناتی که در بازار وجود دارد، شورای عالی بورس، سازمان بورس و فرابورس در کوتاه‌مدت در این حوزه برنامه‌ای اجرا نمی‌کنند.

نمودار ۲۲. برنامه‌های آتی فرابورس ایران

عنوان برنامه کلیدی	شرح برنامه
توسعه بازار	توسعه بازار از طریق پذیرش شرکت‌ها، اوراق و نهادهای مالی جدید و همچنین معرفی ابزارها و بازارهای جدید راه‌اندازی اوراق رپو اسلامی، اوراق گام و عملیات بازار باز توسعه ابزارفروش تعمیدی، اختیار فروش تبعی و توسعه سایر ابزارهای مشتقه راه‌اندازی معاملات ثانویه گواهی مشارکت تأمین مالی جمعی تلاش جهت توسعه استفاده از مکانیزم انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعم از PE، VC، FOF، صندوق پروژه، صندوق زمین و ساختمان، صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات، صندوق سرمایه در گردش و صندوق‌های بخشی تلاش جهت توسعه صندوق‌های شاخصی و راه‌اندازی Index Option بر اساس آن راه‌اندازی تابلوی نیکوکاری
ارتقای قوانین و مقررات در حوزه بازارگردانی	بازنگری در قوانین و مقررات بازارگردانی نظارت بر فعالیت بازارگردان‌ها
ارتقای فرهنگ سرمایه‌گذاری، سواد مالی و ارتقای سلامت فضای مجازی بازار سرمایه	تولید محتوا، برنامه‌ریزی و اجرای کمپین‌های مرتبط با اهداف و برنامه‌های بازار سرمایه ارتقای فعالیت‌های تصویری و راه‌اندازی تلویزیون اینترنتی و اجاره و رصد فعالیت‌های فضای مجازی نظارت بر شرکت‌های OMS
ارتقای خدمات‌دهی به ناشران فرابورسی	ارائه خدمات متمایز به ناشران، تسهیل ارتقای شرکت‌ها از بازار پایه به بازار اصلی و تسهیل افزایش سرمایه ناشران از محل سلب حق تقدم ایجاد پایگاه داده امتیازدهی به مدیران ناشران و رتبه‌بندی کیفی ناشران ایجاد واحد سازمانی راهبری ناشران بازار پایه جهت ارائه آموزش‌های ویژه و همین‌طور پیگیری معضلات این شرکت‌ها ایجاد ظرفیت استفاده از سهام ممتاز برای برخی ناشران بازار پایه
توسعه سامانه‌های معاملاتی و نرم افزارهای مرتبط	خرید سهام شرکت مدیریت فناوری بورس تهران تحصیل سهام شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی تحصیل سهام شرکت‌های تکنولوژی محور با موضوع فعالیت‌های مرتبط با بازار سرمایه تحصیل سامانه معاملاتی و سایر سامانه‌های مرتبط خارجی برای فرابورس ایران جهت واردکردن دانش روز صنعت به کشور و همزمان توسعه سامانه معاملات بومی (واچار) و سایر سامانه‌های مرتبط شرکت فرابورس ایران راه‌اندازی CVC فرابورس ایران و سرمایه‌گذاری در فین‌تک‌های بازار سرمایه از طریق CVC فرابورس ایران برنامه‌ریزی برای انتقال معاملات و تسویه (clearing) صکوک، مشتقه‌ها، بازار پایه و سایر ابزارها، به سامانه «واچار» ارائه خدمات و همکاری با بازار متشکل ارز ایران جهت توسعه فرایندها و زیرساخت فنی این شرکت
راه‌اندازی سامانه یک‌پارچه صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری	راه‌اندازی سامانه یک‌پارچه صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری
توسعه فین‌تک‌ها	تسهیل جذب سرمایه و توسعه فین‌تک‌ها از طریق مکانیزم‌های فین‌استارز و صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه
سندباکس	ایجاد سندباکس بازار سرمایه در حوزه قوانین و مقررات، تکنولوژی و داده

نقش بازار بدهی بر اقتصاد کلان و بازار سهام؛ تجربه آمریکا^۱

میثم رادپور

مقدمه

آنچه امروز در باره آن صحبت می‌کنیم بازار بدهی آمریکا و نقش آن در بازارهای مالی آن کشور است. اگر بخواهیم بازارهای مالی را بر اساس نوع ادعاها دسته‌بندی کنیم، یعنی ادعاهایی که صاحبان دارایی‌های مالی نسبت به جریان‌های نقدی آن دارایی‌ها دارند، به دو گروه‌بندی می‌رسیم: بازار حق مالی^۲ و دیگری بازار اوراق قرضه^۳. امروز می‌خواهیم بر بازار اوراق قرضه تمرکز کنیم. بازار اوراق قرضه در طبقه‌بندی‌هایی که از کلاس‌های دارایی^۴ صورت می‌گیرد، زیر مجموعه کلاس دارایی‌های اصلی، و به‌طور مشخص‌تر ذیل کلاس اوراق بهادار با درآمد ثابت^۵ جای می‌گیرد. به لحاظ اندازه می‌توان گفت بازار اوراق قرضه یا به‌طور عام‌تر کلاس دارایی اوراق بهادار با درآمد ثابت، بزرگ‌ترین بازار یا کلاس دارایی محسوب می‌شود، به‌طوری‌که اندازه این بازار از بازار سهام یا به‌طور عام‌تر کلاس دارایی‌های حق مالی بسی بزرگ‌تر است. در واقع، در بیشتر کشورهایی که بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر دارند، بازار بدهی بزرگ‌تر از بازار سهام است. در ایالات متحده بازار اوراق قرضه بسیار توسعه‌یافته و بزرگ است. در بازار اوراق قرضه این کشور انواع و اقسام ناشران با انتشار اوراق قرضه تأمین مالی می‌کنند، و اسامی این اوراق نیز بر اساس ناشر آنها تعیین می‌شود: اگر دولت اوراق قرضه منتشر کند، به آن اوراق خزانه^۶ گویند؛ اگر شهرداری‌ها ناشر باشند، به آن اوراق قرضه شهرداری‌ها^۷ گویند؛ و اگر شرکت‌ها ناشر باشند، به آن اوراق قرضه شرکتی^۸ می‌گویند.

اندازه بازار بدهی در آمریکا

می‌خواهم مقدماً احساسی از اندازه بازار بدهی در آمریکا خدمت‌تان بدهم. نمودار ۱ کل بدهی‌های عمومی دولت آمریکا را نشان می‌دهد. منظور از بدهی‌های عمومی، بدهی‌هایی است که از محل فروش بدهی در بازارهای عمومی ایجاد شده است. به بخش مهمی از بدهی‌هایی که در این نمودار نشان داده

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه چهارم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز ۲۲ مهر ۱۳۹۹ استخراج شده است. این متن از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. market equity
3. bond market
4. asset classes
5. fixed income securities
6. Treasury bond
7. municipal bond
8. corporate bond

شده، اوراق قرضه دولتی^۱ می‌گویند. این اوراق در قالب اوراق خزانه و نوع کوتاه‌مدت تر آن (با سررسید کمتر از یک سال) به اسم اسناد خزانه^۲ در بازار فروخته می‌شوند. حدود ۲۰ تریلیون دلار از بدهی‌های عمومی آمریکا که در حال حاضر حدود ۲۶ تریلیون دلار است، اوراق و اسناد خزانه است و بقیه بدهی‌های دولت ایالات متحده به صندوق‌های بازنشستگی است. بنابراین، بخشی از بدهی‌های عمومی که در قالب اسناد و اوراق خزانه است، اصطلاحاً بازارپذیر^۳ است، و مابقی چنین بازاری ندارد.

نمودار ۱. بدهی‌های عمومی دولت آمریکا



از کل بدهی‌های عمومی دولت آمریکا حدود ۸۵-۷۰ درصد از بازار اوراق قرضه تأمین می‌شود؛ این بازار علاوه بر این که در تأمین مالی دولت ایالات متحده نقش جدی دارد، در انجام سیاست‌های پولی هم به شدت عهده‌دار نقش است. کل بازار اوراق قرضه در ایالات متحده حدود ۴۰ تریلیون دلار است. تقریباً نصف این مقدار اوراق دولتی است؛ یعنی نصف کل بازار قرضه در ایالات متحده اوراق قرضه دولتی است و بقیه اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه شهرداری‌هاست.

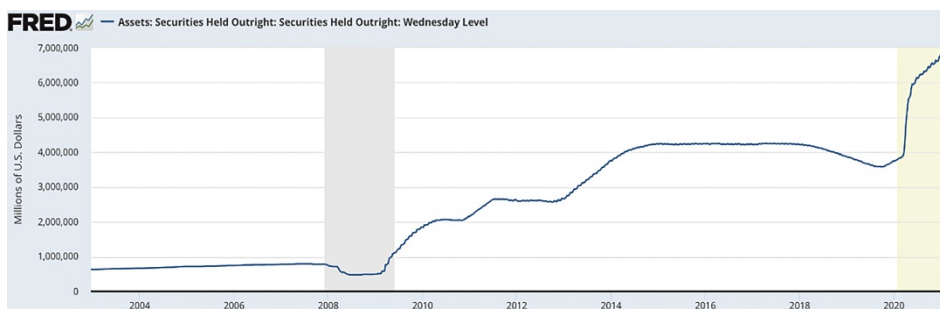
بازار اوراق قرضه و به‌طور خاص بازار اوراق قرضه دولتی نقش مهمی در اجرای سیاست‌های پولی ایفا می‌کند. نمودار ۲ ارزش اوراق قرضه‌ای است که در ترازنامه بانک مرکزی آمریکا^۴ موجود است. تقریباً قریب به اتفاق این ارزش مربوط به اوراق قرضه و بخش مهم آن مربوط به اوراق خزانه است. بانک مرکزی آمریکا سیاست‌های پولی انبساطی و انقباضی را به ترتیب از طریق خرید و فروش موجودی اوراق قرضه خود اجرایی می‌کند.

این موجودی که در حال حاضر حدود ۶۸۳۸ میلیارد دلار است، علاوه بر اوراق خزانه، اوراق قرضه دیگری نیز تحت عنوان اوراق بهادار با پشتوانه رهن^۵ را شامل می‌شود. از کل موجودی اوراق

1. Government bond
2. Treasury bill
3. marketable
4. Federal Reserve
5. mortgage backed securities (MBS)

بهادار موجود در ترازنامه^۱ فد^۱، حدود ۴,۷۶۶ میلیارد دلار اوراق خزانه، و مابقی اوراق بهادار با پشتوانه رهن است.

نمودار ۲. موجودی اوراق بهادار بانک مرکزی امریکا



سیاست تسهیل کمی

نواحی خاکستری مشخص شده در نمودار ۲، مربوط به دوران رکود اقتصادی است. طبق تعریف، هر زمان که در دو فصل متوالی، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی منفی باشد، آن زمان به عنوان دوره رکود ثبت می‌شود. ناحیه‌ی خاکستری پررنگ در این نمودار مربوط به بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۸ و ناحیه خاکستری کم‌رنگ مربوط به بحران کروناست. بعد از بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۸ بانک مرکزی امریکا بر اساس نوعی سیاست پولی انبساطی که به آن سیاست تسهیل کمی^۲ گویند، در حجم‌های وسیع به خرید اوراق قرضه اقدام کرد؛ موجودی اوراق بهادار فد، از حوالی ۷۰۰ میلیارد دلار طی حدود ۶ سال به بیش از ۴ هزار میلیارد دلار رسید. هدف بانک مرکزی امریکا از اجرای چنین سیاستی، عمدتاً سرکوب نرخ بهره و نتیجتاً کاهش آن نرخ بود تا دو نتیجه به دست آید: از یک طرف کاهش نرخ بهره باعث تحریک تقاضا شود، چراکه صاحبان سپرده در محیطی که نرخ بهره آن نسبتاً پایین است، تمایل کمتری به پس‌انداز و تمایل بیشتری به مصرف پیدا می‌کنند. از طرف دیگر کاهش نرخ بهره باعث شود که طرح‌های اقتصادی بیشتری از نظر اقتصادی موجه و امکان‌پذیر شود، و در نتیجه تولید تحریک شود. برآیند این دو چیزی غیر از تحریک رشد اقتصادی نیست.

همان‌طور که می‌بینید داستان مداخلات پولی به بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۸ محدود نبود. بعد از بحران ناشی از شیوع کرونا در اوایل سال ۲۰۲۰، بانک مرکزی امریکا این بار با سرعت بیش‌تر و در اندازه‌های بسیار بزرگ‌تر سیاست انبساط پولی را در پیش گرفت. در نتیجه اتخاذ چنین سیاست‌هایی، ترازنامه بانک مرکزی امریکا حدود ۳ تریلیون دلار بزرگ‌تر شد، و از حوالی ۴ تریلیون دلار پیش از ظهور بحران کرونا، به نزدیکی ۷ تریلیون دلار رسید.

1. FED

2. quantitative easing

سیاست‌های پولی انبساطی که این بار با اسم جدید تسهیل کمی اجرایی شد، در اندازه‌های بزرگ باعث افزایش اندازه بازار بدهی، و البته کل‌های پولی، نه فقط در ایالات متحده بلکه در تمامی کشورهای توسعه‌یافته شد. در واقع، علی‌الخصوص بعد از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷، بانک‌های مرکزی دنیا با پیروی از بانک مرکزی امریکا همانند یک کارتل عمل کردند، و در اقدامی هماهنگ به اجرای سیاست پولی تسهیل کمی پرداختند.

نرخ بهره و تورم

بعد از مداخلات پولی مرتبط با بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ انتظار می‌رفت حجم بزرگ پول‌هایی که به واسطه مداخلات بانک‌های مرکزی دنیا به اقتصاد کشورها تزریق شد، آثار تورمی به دنبال داشته باشد. این انتظار برآورده نشد، و در بسیاری از کشورها از جمله ایالات متحده، نه تنها شاهد آثار تورمی نبودیم، بلکه حتی نرخ تورم به‌طور متوسط در سطوحی پایین‌تر از نرخ‌های تاریخی قرار گرفت. حتی در بسیاری از نواحی، مثل ناحیه یورو و به‌خصوص کشوری مانند ژاپن، نگرانی‌ها بیش‌تر از ضدتورم^۱ بود تا تورم.

در نتیجه این مداخلات پولی، نرخ‌های بهره در بازارهای مالی دنیا کاهش یافت و به سطوحی رسید که پیش از این تجربه نشده بود. در نمودار ۳ نرخ بهره بین بانکی در امریکا موسوم به نرخ بهره وجوه فدرال^۲ را ملاحظه می‌کنید.

نمودار ۳. نرخ بهره وجوه فدرال



نرخ بهره وجوه فدرال در حال حاضر چیزی نزدیک به صفر و در بازه صفر تا ۰/۲۵ درصد در نوسان است. بعد از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ این نرخ بهره برای ۶ سال تمام در سطوح نزدیک به صفر نوسان می‌کرد، و در نهایت در سال ۲۰۱۵ بانک مرکزی امریکا تصمیم گرفت سیاست‌های انقباضی در

1. deflation
2. Fed fund rate

پیش بگیرد. در نتیجه این تصمیم، همزمان با فروش اوراق قرضه توسط فدرال رزرو، نرخ بهره و جوه فدرال تا حوالی ۲ درصد افزایش یافت. این سیاست‌های انقباضی تا سال ۲۰۱۸ بیشتر دوام نیاورد، و با مشاهده آثار منفی ناشی از افزایش نرخ‌های بهره در اقتصاد، بانک مرکزی امریکا مجدداً سیاست پولی انبساطی در پیش گرفت. این سیاست‌ها به‌ویژه بعد از بحران کرونا شدت گرفت، و بار دیگر نرخ بهره و جوه فدرال به سمت صفر سقوط کرد.

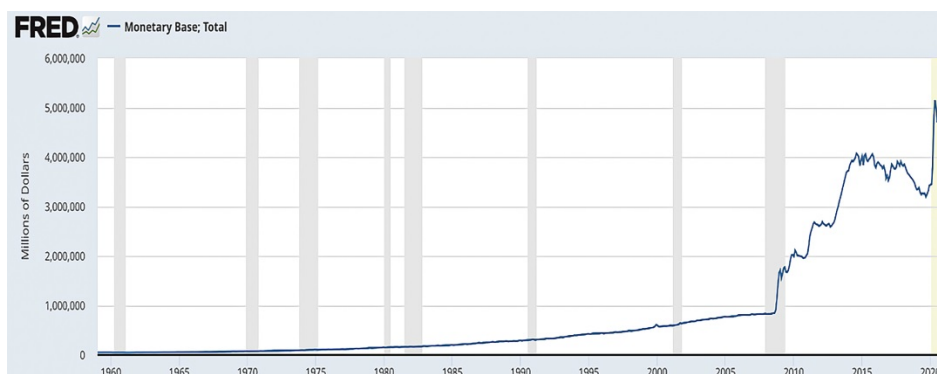
علاوه بر نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، نرخ‌های بلندمدت نیز به طرز بی‌سابقه‌ای کاهش یافت. در نمودار ۴ نرخ بازده اوراق خزانه ۱۰ ساله دولت امریکا را ملاحظه می‌کنید.

نمودار ۴. نرخ بازده اوراق خزانه دولت امریکا



در حال حاضر نرخ بازده اوراق خزانه ۱۰ ساله امریکا چیزی حوالی ۱/۱ درصد است. نرخ‌هایی تا این حد پایین در طول تاریخ معاملات اوراق خزانه بی‌سابقه بوده است. البته از روی نمودار مشخص است که روند کاهش نرخ بهره بعد از دهه هشتاد به طور محسوسی نزولی بوده است. در حال حاضر نرخ بازده اوراق خزانه در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته فاصله چندانی با صفر ندارد، و در برخی موارد مثل اوراق خزانه دولت آلمان، حتی نرخ بازده منفی است.

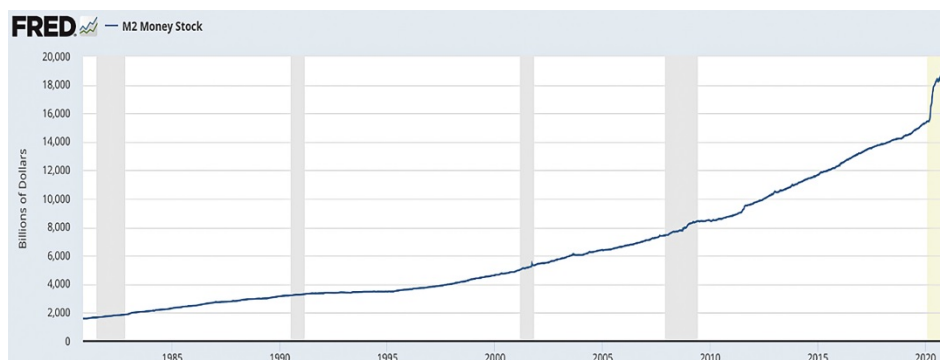
نمودار ۵. پایه پولی ایالات متحده



بعد از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷، کل های پولی و به خصوص پایه پولی به طرز باورنکردنی رشد کرده است. پایه پولی ایالات متحده در اواخر سال ۲۰۰۷ چیزی حوالی ۸۳۰ میلیارد دلار بود، و در حال حاضر به حدود ۵۲۰۰ میلیارد دلار رسیده است. البته، سایر کل های پولی و از جمله پول با تعریف M2 (که در کشورمان با عنوان نقدینگی شناخته می شود) هم به طرز قابل ملاحظه ای رشد کرده است.

در اواخر سال ۲۰۰۷، M2 در ایالات متحده چیزی حدود ۷۴۰۰ میلیارد دلار بود، و در حال حاضر این رقم حدود ۱۹۵۰۰ میلیارد دلار است. یکی از تفاوت های اساسی مداخلات پولی بعد از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ با مداخلات پولی بعد از بحران کرونا، اثرگذاری این مداخلات بر حجم نقدینگی است. بعد از بحران کرونا، در سال مالی منتهی به دسامبر ۲۰۲۰، حجم نقدینگی حدود ۲۵ درصد رشد کرد، در حالی که بعد از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ شاهد چنین ابعادی از رشد در حجم نقدینگی نیستیم. اگرچه بعد از هر دو بحران پایه پولی به طرز اعجاب برانگیزی رشد کرده، اما نمی توان چنین چیزی را در مورد اثر مداخلات پولی بر حجم نقدینگی هم به زبان آورد.

نمودار ۶. حجم نقدینگی (M2) در ایالات متحده



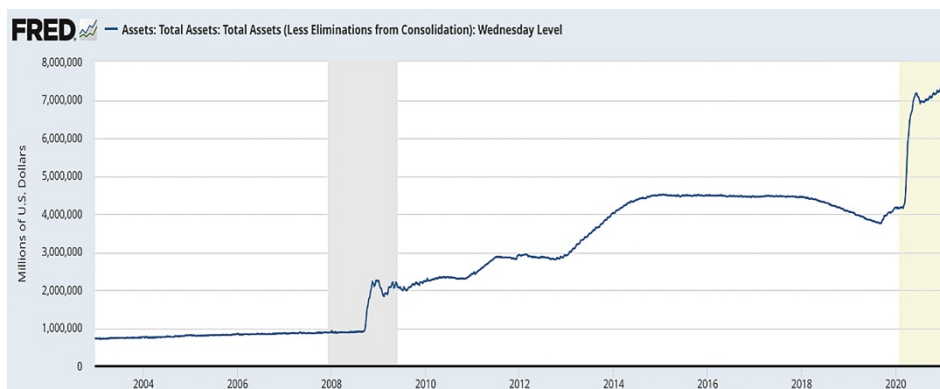
سیاست پولی جدید

تجربه عمومی اقتصاد کشورها بعد از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ و این که پول پاشی های گسترده آثار تورمی به جای نگذاشت، باعث شد نظریه مدرن پولی بر سر زبان ها بیفتد. این نظریه کم و بیش در مقابل نظریه مقداری پول قرار دارد. بر اساس نظریه مقداری پول، افزایش حجم پول باعث تورم می شود. در نظریه مدرن پولی این گونه بحث می شود که دولت ها و به طور اخص بانک های مرکزی می توانند بدون نگرانی از آثار تورمی به هر میزان که بخواهند پول چاپ کنند. بر اساس این نظریه، در نهایت پول های تزریق شده در اقتصاد از طریق مالیات جمع می شود، و در نتیجه آثار تورمی بر جای نمی گذارد. در واقع، تجربه دهه اخیر موجب شد که بی ملاحظه گی های بانک های مرکزی در پول پاشی بسی بیش از

۲۰۸ بازار دارایی‌ها در دهه ۹۰ شمسی

گذشته شود، به طوری که بلافاصله بعد از بحران کرونا تنها در عرض چند ماه اندازه ترازنامه بانک‌های مرکزی مهم دنیا نزدیک به دو برابر شد.

نمودار ۷. کل دارایی‌های بانک مرکزی آمریکا



اندازه ترازنامه بانک مرکزی آمریکا در اواخر سال ۲۰۰۷ حدود ۸۹۰ میلیارد دلار بود، و در حال حاضر در حدود ۷٫۴۰۰ میلیارد دلار است، و بنابراین نسبت به سال ۲۰۰۷ چیزی بیش از ۷ برابر شده است. اما سؤال مهمی که هم‌چنان روی میز باقی مانده این است که چرا بعد از بحران ۲۰۰۸ و مداخلات پولی بی‌سابقه در دنیا، تورم خیز بر نداشت؟ چیزی که مشاهده شد البته متفاوت از چیزی بود که انتظار می‌رفت. در توضیح این پدیده، می‌توان به دو مسئله عمده اشاره کرد:

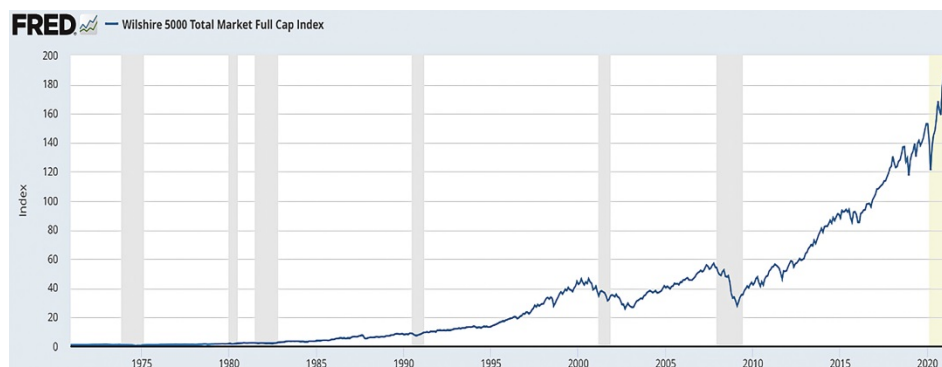
اول این که در مداخلات پولی شکل توزیع پول چگونه بوده است. وقتی بانک مرکزی اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کند، وجوه ناشی از این خرید به صاحبان این اوراق می‌رسد. می‌توان استدلال کرد که صاحبان اوراق در نهایت اشخاص حقیقی‌ای هستند که به نسبت سایرین متمول‌ترند. می‌دانیم که میل نهایی به مصرف در اشخاص متمول‌تر جامعه نسبت به سایرین کمتر، و میل نهایی به سرمایه‌گذاری آنها بیش‌تر است. یعنی می‌توان استدلال کرد که بخش عمده پول‌پاشی‌های بعد از بحران ۲۰۰۸ صرف سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و خرید دارایی‌ها شده است، و نه صرف خرید و مصرف کالاها و خدمات مصرفی.

نمودار ۸ شاخص کل ویلشایر ۵۰۰۰ است که یکی از جامع‌ترین شاخص‌های سهام در ایالات متحده است. شاخص کل ویلشایر ۵۰۰۰ از اواخر سال ۲۰۰۷ تا به امروز چیزی بیش از ۳/۵ برابر شده است. در همین مدت، تولید ناخالص داخلی چیزی در حدود ۲۲ درصد، و شاخص عمومی قیمت‌ها در حدود ۲۳ درصد رشد کرده است. می‌توان توضیح داد که پول‌پاشی‌های جسورانه بانک مرکزی آمریکا، ضمن پایین نگاه داشتن نرخ بهره، به رشد شدید قیمت در بازارهای مالی منجر شده است، چرا که مقصد خریدهای

بازار اوراق با درآمد ثابت ۲۰۹

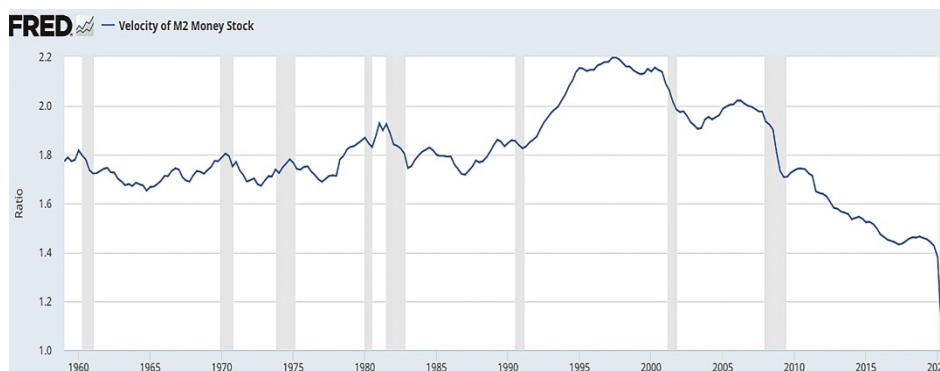
بانک مرکزی امریکا، جیب اشخاص متمولی است که بخش عمده پول خود را صرف سرمایه گذاری می کنند تا صرف مصرف کالاها و خدمات. بر همین اساس می توان استدلال کرد که با وجود افزایش حجم نقدینگی، این نقدینگی افزایش یافته عمدتاً بازارهای مالی و نه بازارهای کالایی را هدف قرار داده است. به همین دلیل، شاهدیم که پس از بحران ۲۰۰۸ سرعت گردش نقدینگی در ایالات متحده در اندازه های بسیار بزرگ کاهش یافته است.

نمودار ۸. شاخص کل ویلشایر ۵۰۰۰

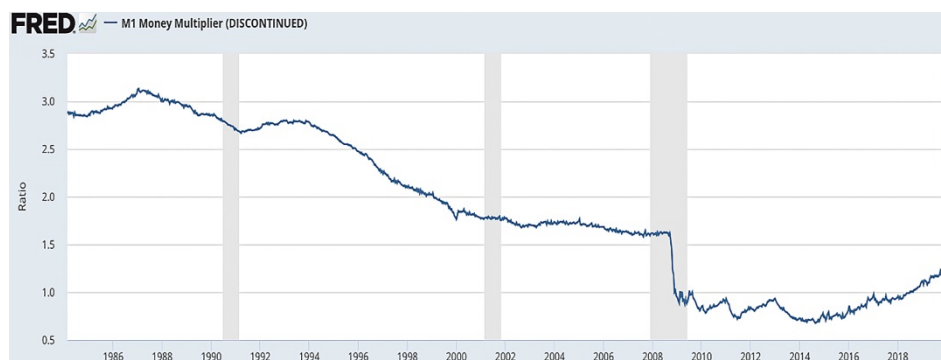


دوم این که مداخلات پولی بعد از بحران ۲۰۰۸، به طور عمده باعث افزایش پایه پولی گردید. بانک مرکزی امریکا بعد از بحران به طور عمده به خرید اوراق قرضه و به خصوص اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی بانک ها اقدام کرد، و در نتیجه پایه پولی به شدت رشد کرد. اما در طول زمان بانک ها به طور متناسب با حجم ذخایرشان که در نتیجه افزایش پایه پولی به شدت رشد کرده بود، به اعطای وام اقدام نکردند، و در نتیجه ضریب تکاثری کاهش یافت، و بخش عمده پول تزریق شده در اقتصاد در سطح ذخایر بانک ها و بازار بین بانکی باقی ماند.

نمودار ۹. سرعت گردش نقدینگی در ایالات متحده

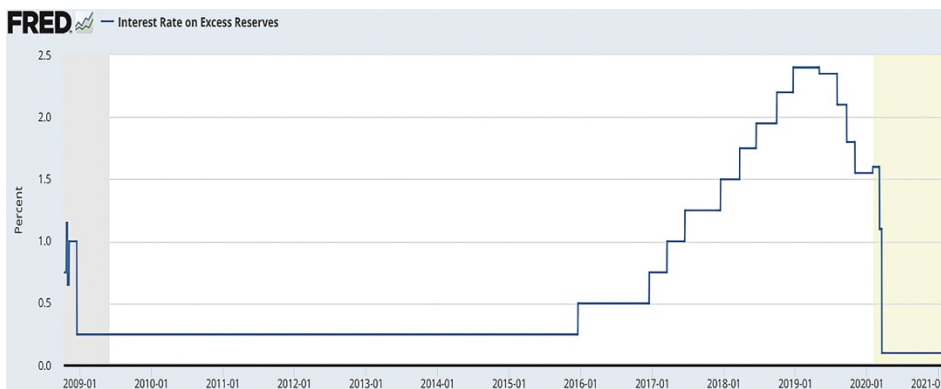


نمودار ۱۰. ضریب تکاثری پول نوع M1 در ایالات متحده



بانک مرکزی امریکا در اواخر سال ۲۰۰۸ به اعطای بهره به ذخایر مازاد بانک‌ها اقدام کرد. در محیطی که نرخ بهره وام‌دهی به شدت کاهش یافته بود، این اقدام بانک مرکزی امریکا احتمالاً نقش قابل‌اعتنایی در عدم تمایل بانک‌ها به اعطای وام داشته است. در نمودار ۱۲ نرخ بهره اعطایی به ذخایر مازاد بانک‌ها در ایالات متحده به تصویر کشیده شده است.

نمودار ۱۱. نمودار نرخ بهره اعطایی به مازداد ذخایر بانک‌های امریکا



لااقل از بابت اثرگذاری بر حجم نقدینگی، مداخلات پولی بعد از بحران کرونا، همانند مداخلات بعد از بحران ۲۰۰۸ نبوده است. بعد از بحران کرونا، دولت ایالات متحده در بسته‌هایی تحت عنوان بسته‌های محرک اقتصادی به‌طور مستقیم وجوهی را به خانوارهای امریکایی پرداخت کرده است. اولین بسته محرک اقتصادی شامل پرداخت ۲/۷ تریلیون دلار به خانوارهای امریکایی بود که در آوریل ۲۰۲۰ تصویب شد. آخرین بسته محرک اقتصادی در دسامبر ۲۰۲۰ تصویب شد که حجم آن

۹۰۰ میلیارد دلار بوده است، و هم اکنون سخن از تصویب بسته ۱/۹ تریلیون دلاری به میان آمده است. این ولخرجی‌های دولت امریکا در نهایت توسط فدرال رزرو تأمین می‌شود، چراکه این پرداخت‌ها به‌طور مستقیم باعث افزایش کسری بودجه دولت امریکا می‌شود. دولت امریکا برای جبران کسری بودجه ناچار است اوراق و اسناد خزانه منتشر کند، و از آن‌جا که فروش حجم بزرگ این اوراق باعث افزایش نرخ بهره می‌شود، در نهایت بانک مرکزی امریکا مجبور می‌شود این اوراق را از سطح بازار جمع‌آوری کند.

امکان افزایش نرخ بهره

می‌توان گفت که مداخلات پولی بعد از بحران کرونا به‌طور مستقیم و غیرمستقیم باعث افزایش حجم نقدینگی شده است. هم‌چنین، بخش قابل‌اعتنایی از این وجوه به اشخاصی رسیده است که میل نهایی به مصرف آنان بسی بیش از میل نهایی به سرمایه‌گذاری بوده است. اگرچه پول‌پاشی‌های بعد از بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۷ بنا به دلایلی که ذکر شد آثار تورمی به جای نگذاشت، اما بعد از بحران کرونا، اقتصاد ایالات متحده به‌شدت در معرض آثار تورمی قرار گرفته است، به‌ویژه که بانک مرکزی امریکا در بیانیه‌های خود صراحتاً اعلام کرده که قصد دارد تا سال ۲۰۲۳ نرخ بهره را پایین نگاه دارد.

می‌توان گفت که به دلایل متعدد توقف بسط پولی‌ای که در حال حاضر در ایالات متحده در جریان است، بسیار سخت و بعید است:

✓ اول این‌که در حال حاضر بدهی‌های دولت امریکا چیزی حدود ۲۷ تریلیون دلار است که نسبت به سال ۲۰۰۸ حدود ۱۷۰ درصد رشد کرده است. توقف سیاست‌های انبساطی موجب افزایش نرخ بهره و افزایش شدید هزینه‌های مالی دولت امریکا و نتیجتاً افزایش شدیدتر کسری بودجه خواهد شد.

✓ دوم این‌که سال‌هایی که اقتصاد ایالات متحده در دوره انبساط پولی به سر برده است بسی طولانی شده است. از سال ۲۰۰۸ تا به امروز تنها ۴ سال اقتصاد در دوره انقباض پولی قرار داشته است. افزایش دوره زمانی انبساط پولی باعث شده که انواع و اقسام قراردادهای در بازارهای مالی، بازارهای کالایی، بازار کار و غیره با نرخ‌های بهره پایین منعقد گردد. به همین دلیل، انتقال از سیاست پولی انبساطی به انقباضی بعد از دوره‌های طولانی تجربه نرخ‌های بهره پایین باعث بهم‌ریختگی شدید بازارها می‌شود.

✓ سوم این‌که توقف سیاست پولی انبساطی و افزایش نرخ بهره باعث ریزش شدید بازار سهام با این قیمت‌های افزایش‌یافته و برآمده خواهد شد. ریزش جدی بازار سهام افق پیش‌روی اقتصاد را تاریک جلوه خواهد داد، و شرکت‌ها ضمن این‌که طرح‌های توسعه

کمتری را اجرایی می‌کنند، تعدیل نیرو خواهند کرد. این باعث می‌شود که تحقق هدف اول بانک مرکزی امریکا که در حال حاضر کاهش نرخ بیکاری است به مخاطره بیفتد.

اقتصاد دنیا وارد دوره جدیدی شده است. ما رکوردهای باورنکردنی را در سطح بدهی دولت‌ها، شرکت‌ها و خانوارها شاهد هستیم. کل‌های پولی اعم از ذخایر بانک‌ها، پایه پولی، نقدینگی نوع M1 و نقدینگی نوع M2 اساساً قابل قیاس با گذشته نیست. اقتصاد دنیا با سرعت باورنکردنی در حال بسط پول و بدهی است. از طرفی توقف وضعیت موجود بدون شک به بحران می‌انجامد، و از طرف دیگر ادامه روند جاری به بحران بزرگ‌تری در آینده منجر خواهد شد. به نظر می‌رسد در دوره‌ای به سر می‌بریم که در آن بازتعریف اساسی نظام پولی بین‌المللی اتفاق خواهد افتاد.

فصل سوم. شبکه کارگزاری

دو سخنرانی که در مورد شبکه کارگزاری صحبت می کنند، هر دو کارگزاران قدیمی بورس هستند. شبکه کارگزاری مهم ترین نهاد بازار سرمایه کشور است و نقش بی بدیلی در توسعه بازار سهام، بازار بدهی، صندوق ها و سایر محصولات بازار سرمایه ایران دارد. از این رو، در این کتاب که عمدتاً به بحث بازارهای سرمایه در ایران می پردازد، دو کارگزار تجربه های خود را با خوانندگان در میان می گذارند.

آقای حسین خزلی که مدتی طولانی در کارگزاری های نسبتاً بزرگ بازار مدیرعامل بوده، مبانی پایه ای مربوط به کارگزاری ها را شرح داده و وضعیت شبکه کارگزاری ایران را با وضعیت دنیا مقایسه می کند. وی با توضیح دامنه فعالیت کارگزاران از نظر محصولات مورد عرضه و شکل گیری گروه های خدمات بازار سرمایه می گوید که فرایند عملیاتی بین کارگزاری، بانک ها، بورس ها و شرکت سپرده گذاری مرکزی را روشن کند.

آقای حمید آذرخش با سه دهه سابقه کارگزاری، تحول شبکه کارگزاری کشور را با تشریح نحوه توسعه کارگزاری مفید توضیح می دهد. نقل داستان کارگزاری مفید که به تنهایی درصد بالایی از فعالیت های کارگزاری کشور را در اختیار دارد، به شنونده (خواننده مقاله) تصویری مناسب از جایگاه، اهمیت، نحوه گسترش و ظرفیت های رشد صنعت کارگزاری در ایران ارائه می دهد. اگر به نقطه نظرهای آقای حیدری (فصل اول) در مورد اصلاح کارگزاری ها نیز توجه کنیم، درمی یابیم که این صنعت کماکان امکانات رشد قابل ملاحظه ای دارد.

حسین خزلی

حسین خزلی از دانشکده مدیریت دانشگاه تهران مدرک DBA دریافت کرده است. وی بیش از ۲۰ سال سابقه فعالیت در بازار سرمایه دارد. ایشان تجربه مدیریت عاملی کارگزاری‌های بانک کشاورزی و آینده را در کارنامه خود دارد، و سال‌ها دبیر کل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار بوده است. در حال حاضر، آقای خزلی سرپرست کارگزاری دانایان است.

حمید آذرخش

حمید آذرخش مدرک کارشناسی حسابداری خود را از دانشگاه تهران گرفته است. وی کار خود را به عنوان حسابرس با سازمان حسابرسی آغاز کرد و بعد مدیر کارگزاری شرکت سرمایه‌گذاری ملی شد. وی در سال ۱۳۷۳ شرکت کارگزاری مفید را تأسیس کرد که امروز با میلیون‌ها مشتری با فاصله زیاد با رقبای خود، بزرگ‌ترین شرکت کارگزاری کشور است. وی عضویت در هیأت مدیره سازمان کارگزاران بورس فلزات و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی را در کارنامه خود دارد. آقای آذرخش از سال ۱۳۸۶ تا امروز رئیس هیأت مدیره کارگزاری مفید است.

تحولات صنعت کارگزاری در دهه ۹۰ شمسی^۱ حسین خزلی

مقدمه

حدود ۱۹ سال است که در بازار سرمایه مدیر هستم و از این مدت، نزدیک به ۱۷ سال مدیرعامل نهادهای مالی و بیشتر کارگزاری‌ها بوده‌ام. به‌علاوه، عضو هیأت‌مدیره بورس و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز بوده‌ام. توفیق داشته‌ام که حدود ۱۳ یا ۱۴ بورس بین‌المللی را از نزدیک ببینم، و با برخی بانکداران سرمایه‌گذاری^۲ و کارگزاران^۳ آن کشورها جلساتی داشته باشم. در دو سال اول تأسیس، عضو شورای کانون کارگزاران و نیز دبیرکل کانون بوده‌ام. به دلیل این تجارب، اشرافی کلی به صنعت کارگزاری دنیا و با جزئیات بیشتر صنعت کارگزاری ایران دارم. از این رو، حائز شرایط هستم که در مورد صنعت کارگزاری برای شما صحبت کنم.

تغییر فناوری و کارگزاری‌ها

اصولاً کارگزار واسط است، شبیه استخری است که مشتریان سفارش‌های خود را در آن استخر می‌ریزند. در این استخر پس از اعمال برخی کنترل‌ها، آن سفارش‌ها به بورس منتقل می‌شود. حدود ۴۰ سال پیش در دنیا، مشتریان باید حتماً به دفتر کارگزاری مراجعه می‌کردند و با پر کردن فرم، به کارگزار پول می‌دادند. کارگزار ضمن جمع‌آوری این فرم‌ها، فهرستی کاغذی درست می‌کرد و به تالار بورس می‌رفت. در تالار بورس (همان‌گونه که در عکس‌های قدیمی بورس‌ها موجود است)، با علائم، فریاد و دست بلند کردن، حراج اتفاق می‌افتاد و معامله صورت می‌گرفت. وقتی چیزی خرید و فروش می‌شد، معامله در دفاتر آنجا ثبت می‌شد و ناظر بازار و طرفین معامله صحت آن را امضا می‌کردند. برگه سهام کاغذی بزرگ هم چاپ می‌شد.

با آمدن شبکه‌های الکترونیک حدود ۲۰-۳۰ پیش، شرایط بسیار راحت‌تر شد. مردم به کارگزاران تلفن می‌زدند و اجازه داشتند سفارشات را تلفنی ثبت کنند. سیم‌های تلفن بسیار ضخیمی به دفتر کارگزارها می‌رفت که اصطلاحاً warehouse نام داشت. افرادی که تلفن‌ها را جواب می‌دادند، اطلاعات را می‌گرفتند. از دفتر کارگزار به بورس، یک سامانه الکترونیکی وجود داشت که کارگزار سفارش‌ها را در آن وارد می‌کرد. بعدها با قدرتمندتر شدن اینترنت، شبکه‌های اطلاعاتی و ارتباطی

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه شهید بهشتی در روز ۱۵ مهر ۱۳۹۹ استخراج شده است. این متن از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. investment banker
3. broker

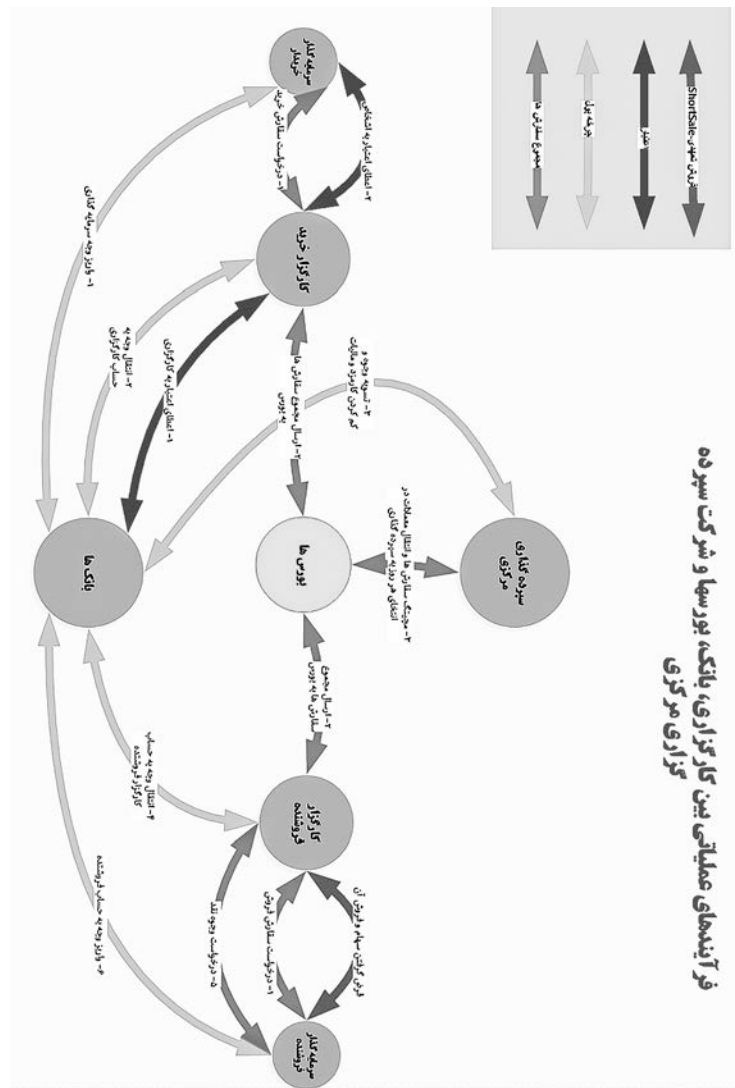
قوی‌تر شد و مردم توانستند خود سفارش‌هایشان را از محل کار یا خانه و از طریق کامپیوتر در سامانه معاملاتی وارد کنند. امروزه هم از طریق تلفن همراه، تبلت و لپ‌تاپ در هر کجای دنیا که سرمایه‌گذار باشد، می‌تواند سفارشات خود را وارد کرده و خرید یا فروش خود را انجام دهد. اتفاقی که امروزه در بورس می‌افتد، این است که اگر سرمایه‌گذار با کارگزار، مدیر صندوق یا با یک بانک سرمایه‌گذاری بین‌المللی در هر کجای دنیا حساب داشته باشد، این برای انجام معامله کافی است. به شرط وجود اعتبار در حساب سرمایه‌گذار، او به طور بیست و چهار ساعت به تمام بورس‌های دنیا و به تمام ابزارهای مالی مورد معامله دسترسی دارد.

اگر علاقه بیشتری به جزییات دارید به سایت سکسو بنک^۱ مراجعه کنید تا محصولات و عملکرد کارگزاری بزرگ را ملاحظه کنید. این نهاد کاملاً مجازی بوده و هیچ شعبه‌ای ندارد. در واقع، این نهاد مالی چیزی جز یک سامانه معاملاتی نیست که برخی ابزارهای مالی را ارائه می‌دهد. با این همه، درک عملکرد این سامانه برای ما دشوار است، چون آموزش کافی ندیده‌ایم. امروزه سفارش‌ها حتی در بازار ما عمدتاً الکترونیک است، و سرور کارگزار سفارش را دریافت می‌کند. اگرچه هنوز در ایران سفارش‌های تلفنی داریم، و به همین علت کارگزارها سعی می‌کنند تلفن‌ها را ضبط کنند، لیکن در بورس‌های بزرگ دنیا سفارش تلفنی امکان‌پذیر نیست. در هر صورت، سفارش‌ها به کارگزار داده می‌شود و او سفارش‌ها را جمع‌آوری کرده و برای بورس ارسال می‌کند.

فرایند سفارش‌گذاری و انجام معامله

بورس‌های متعددی در دنیا وجود دارد و در ایران هم به طور کلی چهار بازار وجود دارد: بورس تهران، فرابورس ایران، بورس کالا، و بورس انرژی. فرض کنید کارگزاری بتواند به ۳۰ بورس در نقاط مختلف دنیا سفارش ارسال کند. کارگزار باید تشخیص دهد که نماد مورد نظر متعلق به کدام بورس است؟ آیا آن بورس در زمانی که می‌خواهد معامله کند باز است؟ آیا آن نماد امکان معامله دارد یا نه؟ پس از دریافت سفارش، کارگزار آن را به بورس مورد نظر ارسال می‌کند. در کسری از ثانیه، اگر بورس باز باشد و نماد قابل معامله باشد، بورس مربوطه پیام کارگزار را دریافت می‌کند و به آن جواب می‌دهد که سفارش را دریافت کرده. کارگزار نیز بلافاصله به مشتری خود می‌گوید که سفارش دریافت شده و وضعیت سفارش را به سرمایه‌گذار نیز گزارش می‌دهد. بعد از انجام معامله، بورس مربوطه به کارگزار و به مشتری پیغام می‌دهد.

1. Saxo Bank



نقش سپرده گذاری مرکزی و تسویه معاملات

در معاملات اوراق بهادار حتماً بانک اطلاعاتی وجود دارد که محل ثبت دارایی های سرمایه گذاران است. شرکت سپرده گذاری مرکزی این بانک اطلاعاتی را نگاه داری می کند؛ یعنی سپرده گذاری همان بانک اطلاعاتی است که دارایی های مالی همه مردم آنجا ثبت و ضبط می شود. فرض کنید تعداد ۱۰۰۰ سهم سایا

خریداری می‌شود. بعد از ظهر روز معامله، این سهام به دارایی‌های خریدار اضافه می‌شود. در بانک اطلاعاتی، ۱۰۰۰ سهم سایپا از فروشنده کم می‌شود. بنابراین، سپرده‌گذاری ایران جایی است که آمار دارایی‌های مالی ۶۰ میلیون ایرانی با ۷۰۰ نماد در آن وجود دارد. در طول شبانه‌روز بیش از دو میلیون معامله انجام می‌شود و از این رو، این بانک اطلاعاتی بسیار بزرگ است.

سپرده‌گذاری در دنیا مدل‌های مختلفی دارد، اما کم‌وبیش در همه جا بورس به سپرده‌گذاری حجم وسیعی از پیام‌ها و اطلاعات را می‌دهد تا روشن شود چه کسانی چه معاملاتی کرده‌اند. بورس به کارگزار فروشنده و خریدار هم همین پیغام را می‌دهد که سهم معامله شده است. به موازات این، یک چرخه پول هم وجود دارد که در نمودار صفحه‌های قبل با شکل لوزی نشان داده شده است.

در زمان ثبت سفارش خرید، در حساب سفارش‌دهنده باید پول باشد، یا کارگزار باید به مشتری خود برای خرید اعتبار دهد. بنابراین، وقتی سهام می‌خرم، پول از حساب بانکی من برداشته می‌شود و به حساب کارگزار ریخته می‌شود. پس از انجام معامله، وجه از حساب بانکی کارگزار به حساب سپرده‌گذاری منتقل می‌شود. بنابراین، لازم است توجه شود که بورس‌ها هیچ پولی دریافت نمی‌کنند، و وجوه توسط سپرده‌گذاری، یعنی اتاق پایاپای، جابجا می‌شود. بورس‌ها فقط معاملات را منطبق^۱ می‌کنند. البته در بعضی از ساختارها، اتاق پایاپای شرکتی در زیرمجموعه بورس است. ولی در بیشتر بازارها و از جمله در ایران، اتاق پایاپای مستقل بوده و زیرمجموعه بورس نیست. به هر حال، سپرده‌گذاری از حساب کارگزارها پول را برداشت کرده و عملیات تسویه^۲ را انجام می‌دهد. اتاق پایاپای با دریافت وجه ناشی از منابع خریدار و یا به لحاظ اعتبار از کارگزار، سهام خرید و فروش شده را تخصیص داده و در نهایت مجموع حساب‌های بدهکار و بستانکار کارگزاران با هم تهاتر می‌شود؛ یعنی خالص وجوه کارگزاران اعضای اتاق با یکدیگر تهاتر می‌شود.

اگر من به عنوان کارگزار یک میلیارد تومان سهم برای مشتری خود خریدم، و دو میلیارد تومان سهام فروختم، طبعاً لازم نیست یک میلیارد به اتاق بدهم، و دو میلیارد پس بگیرم. اتاق بدهکار و بستانکار را تهاتر می‌کند، و تنها لازم است یک میلیارد تومان برای تسویه پرداخت شود. البته مالیات‌ها و کارمزدها هم کسر می‌شود. این نوع تهاتر و تسویه در درون کارگزاری‌های بزرگ هم صورت می‌گیرد؛ آن بخش از تهاترها درونی بوده و تسویه وجوه آنها به اتاق‌های پایاپای نمی‌رسد.

چرخه دیگری که وجود دارد، چرخه اعتبار ریالی است. سرمایه‌گذاران در ایران و در دنیا می‌توانند بدون پول هم دارایی مالی بخرند و این امکان حتی در بازار نفت وجود دارد، چرا که کارگزار می‌تواند به مشتریان اعتبار بدهد. البته در بازار آتی^۳ که اهرم‌ها متفاوت است، شرایط فرق

1. match
2. clearing
3. future

دارد. آخرین مقررات در این زمینه در ایران در تاریخ ۱۵ مهر ۱۳۹۹ آن است که سازمان بورس به کارگزاران اجازه داده تا به اندازه ۲۰ درصد مبلغ سهامی که هر مشتری نزد کارگزار دارد، به مشتریان خود اعتبار بدهد. بنابراین به ازای هر ۱۰۰ واحد دارایی که نزد کارگزار موجود است، می‌توان ۲۰ واحد از کارگزار اعتبار گرفت. در واقع، کارگزار با مشتری مشترکاً امکان خرید اعتباری را فراهم می‌کند. کارگزار نیز معمولاً اعتبار اعطایی به مشتریان را از محل اعتبار از بانک‌ها تأمین می‌کند، چرا که سرمایه کارگزاران آن قدر نیست که بتوانند کلیه تقاضاهای اعتباری مشتریان را از محل منابع خود بپردازند. اگر هم این کار را بکنند، طبق مقررات نمی‌توانند بابت آن سودی بگیرند. بنابراین، کارگزاران از بانک‌ها تسهیلات گرفته و در قالب اعتبار به مشتریان خود پرداخت می‌کنند. اعتبار اعطایی کارگزار به مشتریان تنها به خرید دارایی مالی محدود نیست و شامل فروش هم می‌شود.

اگر چه اعتبار فروش در ایران چندان راه اندازی نشده، لیکن در دنیا امری بسیار جافتاده و معمول است. سازوکار آن بدین گونه است که بدون مالکیت سهم، می‌توان آن را فروخت. اصطلاح «فروش عاریتی»^۱ در این مورد به کار می‌رود. سازوکار فروش عاریتی به این ترتیب است که مشتری سهام نداشته را از سپرده‌گذاری یا در برخی از بازارهای دنیا از کارگزار قرض می‌گیرد و می‌فروشد. این کار زمانی انجام می‌شود که سرمایه‌گذار قیمت آتی سهم را کاهشی می‌پندارد. اگر مشتری پیش‌بینی می‌کند که قیمت سهمی خاص پایین خواهد رفت، می‌تواند آن را قرض گرفته و بفروشد. سپس در آینده با قیمت پایین‌تر همان سهم را خریده و جایگزین می‌کند.

به عنوان مثال، فرض کنید قیمت سهم الف امروز ۲۰۰ تومان است؛ مشتری پیش‌بینی می‌کند که در یک یا دو هفته آینده، این قیمت کاهش یافته و به ۱۵۰ تومان خواهد رسید. در این حالت، مشتری از سازوکار فروش عاریتی استفاده می‌کند و بدون این که سهم را بخرد، آن را به مبلغ ۲۰۰ تومان می‌فروشد و یک یا دو هفته بعد با قیمت ۱۵۰ تومان آن را جایگزین می‌کند. بدین ترتیب، بدون این که سهم را داشته باشد، به ازای هر سهم ۵۰ تومان سود کرده است. بنابراین، فروش عاریتی ابزاری برای معامله است در زمانی که پیش‌بینی قیمت بازار منفی است. این ابزار به بالارفتن گردش معاملات در بازار و نقدشوندگی کمک می‌کند.

کارگزار فقط واسط است و کارگزار خریدار و فروشنده می‌تواند همزمان یکی باشد. کارگزار واسط بین سفارشات مشتری و بازارهاست و نیز واسط نقل و انتقال پول بین بانک‌ها و اتاق‌های پایاپای می‌باشد. کارگزاران برای این واسطگی از انواع امکانات اعم از اپلیکیشن تلفن همراه، سیستم‌های کنترل ریسک، مرکز تماس^۲ و ... استفاده می‌کنند. در دنیای مدرن امروز، کارگزار باید این زیرساخت‌ها را داشته باشد تا بتواند انبوهی از سفارشات و وجوه را دریافت کند و آنها را بین

1. short sale

2. call center

بورس‌های مختلف و اتاق‌های پایاپای مختلف جابجا کند و در مقابل مشتریان پاسخگو باشد. در عین حال، کارگزار باید نگران باشد که حساب‌ها به هم نریزد و اشتباه نشود؛ اعتبارات اعطایی خیلی ریسکی نشود؛ و هنگام تسویه و تهاتر اشتباهی صورت نگیرد. بنابراین، به رغم ظاهر کار کارگزاری، باید گفت که فعالیت این نهاد بسیار هم پیچیده است.

خدمات دیگر کارگزاران

در سال‌های اخیر، کارگزاران نقش‌های جدیدی یافته‌اند. به مثابه نهادی تخصصی، کارگزار مشاوره سرمایه‌گذاری نیز می‌دهد. در این موقعیت، کارگزارها از واسطه سفارشات و واسطه نقل و انتقال پول به مشاور تبدیل می‌شوند. در مرحله بعد مدیریت سرمایه نیز به عملیات کارگزاری اضافه شد. مشتریانی که مایل باشند کارگزارشان سرمایه آنها را کنترل کند، می‌توانند مدیریت این کار را به کارگزار بدهند. بدین ترتیب، کارگزاران در سطحی بالاتر به سمت نهادهای مالی و مدیریت دارایی مشتریان حرکت کردند.

مدیریت دارایی‌ها به دو شکل صورت می‌گیرد: اول سبدگردانی^۱ بدان معنا که کارگزار به صورت اختصاصی دارایی‌های مشتری را مدیریت می‌کند. این سطح از مدیریت سبد در ایران وجود دارد و برای آن دستورالعمل تدوین شده است؛ بدین ترتیب که کارگزار سبدی از دارایی‌های اوراق بهادار را برای مشتری خریده و آن را مدیریت می‌کند. دوم مدیریت ثروت^۲ که سطح بالاتری از مدیریت دارایی‌هاست. اگر من با شما قراردادی ببندم که بتوانم وجوه نقد، املاک و مستغلات، طلا و جواهر، و اوراق بهادار و دیگر دارایی‌های شخصی شما را مدیریت کنم، به این فعالیت مدیریت ثروت می‌گویند. مدیریت ثروت، خارج از بحث امروز ما است و غالباً خدمات کارگزار به مدیریت سبد سهام و دارایی‌های اوراق بهادار مشتریان محدود است. با گسترش دامنه فعالیت کارگزاری‌ها از دو عنوان متفاوت برای تعریف آنها استفاده می‌شود: کارگزار تمام‌خدمت^۳ که کلیه خدمات کارگزاری را ارائه می‌دهد و کارگزار پاره‌خدمت^۴ که تنها برخی از خدمات کارگزاری را ارائه می‌دهد.

اگر به جای سبد تک‌تک سرمایه‌گذاران، صندوق تأسیس شود و پول افراد متعدد در صندوق سرمایه‌گذاری شود، آن‌گاه در حیطه خدمت «مدیریت صندوق» هستیم. انواع صندوق‌ها در بورس رایج است؛ نزدیک به ده سال است که در ایران واحدهای سرمایه‌گذاری انواع صندوق‌ها (۸ نوع صندوق در حال حاضر) معامله می‌شود. بحث انواع صندوق‌ها و شیوه مدیریت آنها از محدوده

1. portfolio management
2. wealth management
3. full service broker
4. discount broker

موضوعی این مقاله خارج است، لیکن تاکید می‌شود که آشنایی با انواع و ترکیب دارایی‌های صندوق‌های مختلف بسیار ضروری است.

هم‌چنین به دلیل اتصال کارگزار به سامانه بورس‌ها و لزوم پردازش اطلاعات مالی، روزانه حجم بسیار وسیعی از اطلاعات مالی باید پردازش شود. این امر ضروری می‌سازد که کارگزاران نرم‌افزارهای پیچیده و به‌روزی در اختیار داشته باشند تا اطلاعات مالی را به‌درستی پردازش کنند.

تضاد منافع و ضرورت تفکیک فعالیت‌ها

خدمات مختلف کارگزاری با یکدیگر تضاد دارند. مثلاً چون کارگزار از تراکنش‌های مشتریان خود کارمزد می‌گیرد، هر چقدر حجم معاملات بالاتر رود، میزان کارمزد نیز بیشتر می‌شود. حال اگر کارگزار به مشتری مشاوره هم بدهد، ممکن است خدمات مشاوره بر حجم خرید و فروش‌ها بیفزاید و کارگزار مشورت‌دهنده کارمزد معاملات بیشتری هم دریافت کند. بدین ترتیب در ارائه دو خدمت نوعی تعارض منافع بروز می‌کند. حال اگر کارگزار خدمت مدیریت دارایی‌ها نیز به مشتریان ارائه دهد و امین مشتری برای انتخاب دارایی‌های مالی باشد، چون معامله دارایی با خرید و فروش اوراق و کارمزد مرتبط است، حوزه گسترده‌ای از تضاد منافع ایجاد می‌شود.

می‌بینیم که بین کارکردهای انجام معاملات، مشاوره، سبدگردانی و مدیریت دارایی و ثروت تضاد منافع وجود دارد. این تضاد ضرورت تفکیک این وظایف و تخصصی‌تر شدن کارکرد نهادهای مالی را باعث شده است. یعنی از دید مقام ناظر، در ایران هم چند سال است که بر تفکیک این وظایف تاکید می‌شود. این سیاست که اصطلاحاً به آن سیاست «دیوار چین» می‌گویند ضروری می‌کند که بین این سه نهاد فاصله ایجاد شود. کارگزار اجازه ندارد مشاوره بدهد، مدیریت ثروت و مدیریت دارایی کند و یا سبدگردانی کند. در همین راستا، مقام ناظر مقرر کرده که اگر بخواهیم همه این کارها را انجام دهیم، باید گروه مالی تأسیس کنیم که در آن همه این خدمات به طور کامل، ولی به شکل مستقل، ارائه می‌شود.

اصولاً دو گروه کارگزاران با تمایلات مختلف داریم. یک گروه کارگزاری هستند که می‌خواهند همه خدمات کارگزاری را ارائه دهند و دسته دیگر کارگزاری هستند که می‌خواهند تنها بخشی از آن خدمات را ارائه دهند. مقامات ناظر ایران به گروه اول اعلام کرده‌اند که برای ارائه همه خدمات و حضور در همه بازارها، باید یک گروه مالی یا هلدینگ مالی تشکیل دهند. در این گروه خدمات باید مجزا از هم و در شرکت‌های مستقل زیرمجموعه عرضه شود. حتی از لحاظ فیزیکی این تفکیک باید رعایت شود و همه کارکنان، نرم‌افزارها و سرورهای در هر بخش جدا باشند.

بنابراین در چنین هلدینگی، تمرکز زیرمجموعه کارگزاری باید بر حجم معاملات باشد. کارگزار فقط باید در پی بالابردن حجم معاملاتش باشد، و با ساده‌ترین روش و در سریع‌ترین زمان ممکن سفارشات را دریافت کند؛ آنها را برای بورس ارسال کند و عملیات مالی مربوط به سفارشات را مدیریت کند. برای ارتقای عملکرد خود، مجاز است هر چقدر می‌خواهد هوش مصنوعی به کار گیرد، هر چقدر می‌خواهد از الگوریتم‌های پیچیده استفاده کند، و هر چقدر می‌خواهد سرورها و نرم‌افزارهای پیچیده‌تری را به خدمت درآورد. امروزه کارگزاران در سطح جهانی سروهای معاملاتی بسیار پیشرفته دارند و در کسری از ثانیه سفارش مشتری را گرفته و پردازش می‌کنند. کارگزاران از تکنولوژی معاملات با فرکانس بالا^۱ هم استفاده می‌کنند، یعنی از فناوری استفاده می‌کنند که در کسری از ثانیه هزاران سفارش را دریافت و پردازش می‌کند و نتایج حاصل را برای ذی‌نفعان ارسال می‌کند.

اما در خصوص سایر خدمات، مقامات ناظر گفتند اگر می‌خواهید مدیریت دارایی و وجوه مشتریان را نیز بر عهده بگیرید، می‌باید تیم مجزا و شرکت مستقل داشته باشید، و این به خاطر بروز تعارض منافع در تمرکز این خدمات است؛ بقیه خدمات باید در شرکت‌های مستقل دیگری ارائه شود. واحدهای مدیریت دارایی این هلدینگ‌های مالی به ابزارهای بسیار هوشمندی مجهز هستند که با تعیین استراتژی‌های معاملاتی، معاملات الگوریتمی^۲ انجام و داده تولید و ارسال می‌کنند و نتیجه را به شرکت و مشتری اطلاع می‌دهند. هوش مصنوعی برنامه‌ریزی شده برای این الگوریتم‌ها تصمیم می‌گیرند که چه معاملاتی را انجام دهند.

ماهیت مشاوره البته متفاوت است و بدان معناست که سرمایه‌گذار با مسئولیت خود معامله انجام می‌دهد، و شرکت مالی به مشتری فقط خدمت مشورت می‌فروشد. به وی می‌گوید، «به نظر ما الان از این صنعت بیرون بیا، به نظر ما الان بهتر است سهام دارویی بخری، به نظر ما امروز در شرکت‌های دارویی این سهم خاص بهتر است، ...». بعد از آن در اختیار خود مشتری است که تصمیم بگیرد. چنانچه گروه مالی مایل به ارائه خدمات مشاوره باشد، باید آن بخش مشاوره را هم از فعالیت کارگزاری جدا کند.

پردازش اطلاعات

زمانی که قرار باشد هر گروه مالی چندین وظیفه مالی مهم را بر عهده گیرد، قاعدتاً به پردازش کارآمد اطلاعات نیاز دارد. این مهم بدون در اختیار داشتن شرکت «پردازش اطلاعات» ممکن نیست؛ این شرکت ممکن است به نهادی مالی متعلق باشد و یا خدمات آن برون‌سپاری شود. در بازار سرمایه ایران

1. high frequency trading

2. algorithmic trading

هر دو مسیر ممکن است. شرکت‌های کارگزاری بزرگ، تأمین سرمایه‌ها و بانکدارهای خصوصی، شرکت فناوری اطلاعات متعلق به خود را دارند؛ بدین معنا که از صفر تا صد کارهای پردازش اطلاعات را خودشان انجام می‌دهند، و نرم‌افزارهای مورد نیاز را طراحی و اجرا می‌کنند. این مسیر البته بسیار پیچیده و پرهزینه بوده و برای کارگزاران کوچک انتخاب آن ناممکن است. به همین دلیل، آنها به سمت برون‌سپاری این خدمات رفته‌اند. یعنی، شرکت متخصصی در زمینه فناوری اطلاعات ایجاد شده و برای مثال به ۳۰-۴۰ کارگزار خدمات ارائه می‌دهد.

این موضوع در بانک‌ها هم صادق است. بانک‌های بزرگ هسته مرکزی معاملات مخصوص خود را داشته و نرم‌افزارهای جامع بانکداری متعلق به خودشان است. مثلاً، بانک کشاورزی، بانک پاسارگاد، و بانک ملت در این گروه بانک‌ها هستند. اما بانک‌های دیگر این خدمات را برون‌سپاری کرده‌اند. شرکت معروف در این زمینه شرکت «توسن» است که در حال حاضر به ۱۷ بانک خدمات پردازش اطلاعات ارائه می‌دهد. مثال دیگر شرکت «خدمات انفورماتیک» است که به ۲۰ بانک سرویس ارائه می‌کند. در بازار سرمایه نیز کارگزارهای بزرگ و برتر، در امکانات فناوری اطلاعات مختص به خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند و یکی از دلایل موقعیت و رتبه برتر آنها همین موضوع است.

ترکیب کارگزاری‌ها

در حال حاضر در بازار سرمایه ایران، چهار بورس فعال وجود دارد و ۱۰۸ شرکت کارگزاری در آنها فعالیت می‌کنند. از این ۱۰۸ کارگزار، ۲۰ کارگزار به بانک‌ها وابسته هستند. در میان کارگزاران غیربانکی عده‌ای نهادی هستند، یعنی کارگزاری متعلق به یک نهاد سرمایه‌گذاری خیلی بزرگ است؛ کارگزاری تأمین اجتماعی، کارگزاری صندوق بازنشستگی، یا کارگزاری ساتا از این گروه کارگزاری‌های نهادی هستند. با این همه، بهتر است که کارگزاران را به دو دسته بانکی و غیربانکی تقسیم کنیم. با رشد معاملات بورس و فرابورس در سال‌های اخیر، صنعت کارگزاری تغییری کیفی یافت. رشد چندبرابری حجم معاملات، درآمدهای عمده‌ای نصیب کارگزاری‌ها کرد و امکان داد که آنها در جهت تجهیز زیرساخت‌های الکترونیکی برای خود سرمایه‌گذاری کنند.

تجربه کارگزاری بانک کشاورزی

در مقطع ورود این‌جانب به کارگزاری بانک کشاورزی در نیمه دوم دهه ۸۰، این کارگزاری فعالیت عمده‌ای در بورس اوراق بهادار نداشت. برخلاف بانک‌هایی چون بانک ملی، صنعت و معدن و ملت که در بازار سرمایه فعال بودند، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری عمده فعال در بورس داشتند، بانک کشاورزی در بورس اوراق بهادار خیلی فعال نبود و هنوز هم نیست، و فقط در بورس

کالا و آن هم در بخش کشاورزی آن، معاملات و مسئولیت‌هایی داشت. بنابراین، کارگزاری بانک کشاورزی نمی‌توانست چون کارگزاری بانک‌های دیگر برای رشد به معاملات بانک خود اتکا کند.

سوپر مارکت مالی

با رواج بانکداری الکترونیک، تراکنش‌های بانکی از دل شعب بیرون رفت. مشابه همین اتفاق را امروزه در بورس شاهد هستیم، یعنی افراد با اپلیکیشن تلفن همراه یا اینترنت بانک بیشتر نیازهای بانکی خود را برطرف نموده و نیازی به مراجعه مستقیم به شعبه نمی‌بینند. به دنبال این تحول، شعب بسیار گران‌قیمت بانک‌ها بی‌رونی شدند و تراکنش‌های درون شعب به طرز چشمگیری کاهش یافت. مدیریت بانک‌ها در پی حل مشکل برآمدند، و مدیرعامل وقت بانک کشاورزی پیشنهاد داد که هر کار مالی ممکن در شعب انجام شود. مفهوم سوپرمارکت مالی در این برهه شکل گرفت: محیطی اعم از فیزیکی یا مجازی که در آن انواع خدمات مالی ارائه می‌شود. سوپرمارکت مالی یعنی این که تمام خدمات بازار سرمایه، سهام، اوراق بهادار، افزایش سرمایه‌ها، حق تقدم‌ها و ... در این محیط معامله می‌شود. به علاوه، محصولات لیزینگ و انواع بیمه‌ها نیز در همین فضا ارائه می‌شود. پس غیر از انواع ابزارهای پولی و بانکی، همه محصولات بازار سرمایه و بیمه هم در سوپر مارکت مالی عرضه می‌شود. سوپرمارکت‌های مالی امروزه مجازی هستند، ولی در آن زمان به علت تعداد زیاد و پراکندگی شعب بانک کشاورزی، اولین اقدام کارگزاری آن بود که تمامی شعب حتی در کوچک‌ترین شهرهای کشور را به سایت صندوق سرمایه‌گذاری کارگزاری وصل کند. صندوق یکم بانک کشاورزی به تمام ۱۸۰۰ شعبه بانک وصل بود و مشتری می‌توانست واحدهای صندوق را در داخل شعبه بانک خرید و فروش کند.

به هر شعبه بانک کشاورزی که مراجعه می‌شد، کارشناس آموزش‌دیده‌ای داخل شعبه بود که می‌توانست محصول مالی کارگزاری را معامله کند. این شبکه مویرگی خرده‌فروشی مالی مزیت بالایی دارد. به عنوان مثال، زمانی که سهام عدالت آزاد شد، ۵۰ میلیون ایرانی می‌خواستند معامله مالی در بورس انجام دهند. این مردم مهارت کافی و دسترسی به بازار سرمایه نداشتند، اما صد سال بود بانک‌ها را می‌شناختند و به تابلوهای بانک عادت و اعتماد داشتند. بنابراین، یکی از عملکردهای مثبت کارگزاران این بود که دامنه خدمتشان را به شعب بانکی گسترش دهند.

در مرحله بعد، ۳۰۰ شعبه برتر بانک کشاورزی، به چهار خدمت پایه بورس وصل شدند. مشتری می‌توانست در ۳۰۰ شعبه برتر بانک کشاورزی کد بورسی بگیرد، قرارداد کارگزاری و اعتباری امضا کند، و گردش حساب بورسی خود را دریافت کند. بخشی از این عملیات باید آنلاین انجام می‌شد: مشتری باید در سایت ثبت‌نام می‌کرد و به نزدیک‌ترین شعبه از ۳۰۰ شعبه برتر بانک کشاورزی راهنمایی می‌شد و در همان جا قرارداد را امضا می‌کرد. سپس ظرف ۲۴ ساعت به صورت الکترونیکی

کد بورسی وی صادر می‌شد. در شرایط کنونی هم بعضی از بانک‌ها به خاطر کرونا همین عملیات را انجام می‌دهند، یعنی شعب را به بورس وصل کرده‌اند.

نقش فناوری اطلاعات

شرکت رایان هم‌افزا در بانک کشاورزی و کارگزاری هر دو خدمات پردازش اطلاعات ارائه می‌داد. به علت همکاری بسیار نزدیک پرسنل فناوری اطلاعات بانک و کارگزاری، هر کس وارد بانکداری الکترونیک بانک کشاورزی می‌شد، می‌توانست از دریافت و پرداخت ساتنا و پایا استفاده کند، کارت به کارت کند، گردش حسابش را ببیند، صدور و ابطال کارت را انجام دهد، واحدهای صندوق یکم خود را همان‌جا ببیند و گردش آنها را بررسی کند.

البته هماهنگی برای این همکاری‌ها بسیار سخت بود، چون نرم‌افزارها با یکدیگر همخوانی نداشتند، زبان‌های برنامه‌نویسی فرق می‌کرد، و رویه‌ها و روش‌ها بین بانک و بورس کاملاً متفاوت بود. امروزه ساده‌تر می‌توان میان نرم‌افزارهای جدید همخوانی ایجاد کرد. همکاری نزدیک پرسنل فناوری می‌تواند به سرعت صنعت کارگزاری و صنعت بانکداری را هماهنگ کرده و جلو ببرد. بدین معنی که اپلیکیشن هر بانکی را باید بتوان باز کرد و در همان محیط، خرید و فروش سهام هم انجام داد. به‌رغم سرمایه‌گذاری سنگین بانک‌ها روی فناوری اطلاعات، متأسفانه هنوز بانک‌های ایران در این زمینه عقب هستند.

ضرورت حرکت به جلو

مدل پیشنهادی باید توسعه فراگیر در این زمینه را ممکن کند. در بانک‌های ایرانی هم مثل دنیا باید با هر حساب و کارت بانکی بتوان به تمام سایت‌های خرید آنلاین دنیا وصل شد؛ از طریق آن بانک و حساب بانکی باید بتوان به کارگزار شخصی یا کارگزار بانک وصل شد. این یکپارچگی در سیستم‌های مالی در دنیا فراگیر می‌شود، و امیدوارم در کشور ما هم به‌زودی انجام شود. نمونه موفق را در سنگاپور دیدم که هلدینگ مالی در ده شرکت زیرمجموعه خود فقط خدمات متنوع بازار سرمایه را در سطحی بسیار بالاتر از خدمات پایه کارگزاری ارائه می‌داد. این گروه از بورس سیدنی گرفته تا بورس نیویورک و تورنتو، شانگهای، توکیو، آمستردام تا فرانکفورت را پوشش داده و هر هفت روز هفته ۲۴ ساعته در حال فعالیت بود.

امروزه بورس‌ها ۲۴ ساعته در حال فعالیت هستند. به این ترتیب سرمایه‌گذاری در توکیو می‌تواند اوراق قرضه شهرداری سیدنی را بخرد، یا سرمایه‌گذاری در تورنتو می‌تواند سهام شرکت سونی را در بورس توکیو معامله نماید. به همین دلیل است که پخش یک خبر در دنیا، همه بازارها را به

تلاطم می‌اندازد. بورس‌ها به یکدیگر سخت وابسته‌اند. یک توثیت ترامپ باعث نوسان در بازار سهام توکیو می‌شود.

تنوع ارزها نیز از مسائل جالب دیگر در بازار سرمایه است که انجام معاملات در سطح دنیا را پیچیده می‌کند. کارگزاران ایرانی با وجودی که فقط از مشتری ریال گرفته و ریال هم پرداخت می‌کنند، و مشکل پیچیدگی تبدیل ارزها را ندارند، باز سیستم‌هایشان مدام مشکل دارد: سایت قطع می‌شود، وجوه پرداخت‌شده توسط مشتری در حساب وی اعمال نمی‌شود، و یا با تأخیر در حسابش لحاظ می‌شود. باید به جلو حرکت کنیم و مثل کارگزاران دیگر در جهان که به تمام بورس‌های دنیا وصل هستند و معمولاً با هشت ارز رایج دنیا با مشتریان خود معامله و حساب‌های آنها را تسویه می‌کنند، مشکلات اجرایی جاری را حل کنیم.

پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. لطفاً در مورد کارگزاری در بورس‌های مختلف اوراق بهادار ایران، و نیز در بورس انرژی و بورس کالایی توضیح دهید. آیا این بورس‌ها تخصصی شده‌اند؟

در ایران چهار بورس داریم که خود دو گروه هستند: بورس اوراق بهادار و بورس کالایی. اول بورس تهران که به‌رغم اسم تهرانش، بورس ملی ماست. بسیاری از بورس‌های بزرگ و در سطح ملی و بین‌المللی دنیا، اسم پایتخت یا شهرهای بزرگ کشورها را دارند. مثلاً بورس فرانکفورت، ربطی به شهر فرانکفورت ندارد. بورس تهران چون از سال ۱۳۴۷ تشکیل شده بود، اسم بورس تهران روی آن است؛ حدود ۴۶۰-۴۷۰ شرکت در بورس تهران فهرست شده‌اند که سهام، حق تقدم و اوراق بهادار مختلف دیگر در آن معامله می‌شود. همه کارگزاران در این بورس فعال‌اند.

بورس اوراق بهادار جوان‌تر کشور را با نام فرابورس می‌شناسیم که در سال ۱۳۸۷ تأسیس شد. شرکت‌های جدیدتر و جوان‌تر و با سرمایه پایین‌تر در فرابورس هستند. همه ۱۰۸ کارگزار کشور با این بورس کار می‌کنند.

در بورس کالای ایران^۱ محصولات پتروشیمی، فلزات و کالاهای کشاورزی و بعضی از اوراق بهاداری که پایه‌شان کالایی است معامله می‌شود. در این بورس برخلاف بورس‌های کالایی دنیا که در آنها تحویل فیزیکی به صفر رسیده، حجم بیشتری از معاملات به تحویل فیزیکی منجر می‌شود. در بورس انرژی^۲ هم محصولات پایین‌دستی نفت معامله می‌شود، و حتی چند بار نفت خام هم معامله شده است. تعداد کمتری از کارگزاران فعال در بازار اوراق مالی در بورس کالایی فعالیت می‌کنند، و تعداد بازهم کمتری از آنها در بورس انرژی هم معامله می‌کنند.

1. Iran Mercantile Exchange
2. Iran Energy Exchange

۲. چرا بانک همه کارهای مالی را انجام دهد و اسمش هنوز «بانک» باشد، یعنی بانک باید رأس همه امور مالی باشد. بانک‌های ما بزرگترین مشکل کشور هستند، و حتی نمی‌توانند تراز خودشان را درست کنند. من بالابردن حجم فعالیت نهاد مشکل‌داری چون بانک در مملکت را موجه نمی‌دانم. بانکی کردن بقیه عرصه‌های مالی ضمناً به معنای دخالت بیشتر دولت در امور مردم است.

این که کشور ما بانک‌پایه باشد یا بازارپایه و کدام مدل نرخ رشد بالاتری دارد، یکی از مباحث جدی در اقتصاد ایران است. بازار سرمایه مدعی است هزینه‌های کمتری را تحمیل می‌کند، چرا که واسطه‌گری کمتری دارد، هر چند در عمل در ایران واسطه‌گری کمتر بانک‌ها، منجر به ارزان‌تر شدن تأمین مالی در بازار سرمایه نشده است. به طور کلی، در دنیا دو مدل رشد مالی داریم و هر دو مدل نیز در کشورهای توسعه‌یافته وجود دارد. مثلاً انگلیس و آمریکا بانک‌پایه نبوده و بازارپایه هستند، ولی آلمان و ژاپن بانک‌پایه هستند.

در ایران بانک‌ها، بانک‌های فراگیر یا جامع هستند؛ بانک‌های جامع بانک‌هایی هستند که همه خدمات مالی را انجام می‌دهند. در ایران هم از همین مدل تبعیت شده است. یعنی بانک خود هم تأمین سرمایه دارد، هم شرکت سرمایه‌گذاری دارد، هم کارگزاری دارد، هم مشاور ... دارد. از آمار ۱۲ ماهه کانون کارگزاران درمی‌یابیم که قوی‌ترین و بزرگ‌ترین کارگزاری‌های ما غیربانکی هستند. کارگزاری مفید که با فاصله زیاد از بقیه کارگزاران سال‌هاست حائز رتبه اول است، یک کارگزاری کاملاً خصوصی غیربانکی و غیرنهادی است. کارگزاری مبین سرمایه هم که رتبه سوم را دارد، بانکی نیست و به کارکنان فولاد مبارکه متعلق است. بنابراین، بخش خصوصی غیربانکی در صنعت کارگزاری ایران بسیار موفق‌تر عمل کرده است.

توسعه صنعت کارگزاری ایران در دهه ۹۰ شمسی^۱

حمید آذرخش

مقدمه

عمده بحث توسعه صنعت کارگزاری در بازار سرمایه ایران را با توجه به سه دهه تجربیات خود در کارگزاری مفید ارائه می‌کنم.

تصویری از موقعیت امروز گروه کارگزاری مفید و شرایطی که اکنون در آن قرار دارد، به پیشرفت بحث کمک می‌کند. ۲۶ سال است در بازار سرمایه با عنوان «کارگزاری مفید» فعالیت می‌کنیم. حدود ۸ میلیون نفر در شرکت کارگزاری مفید حساب دارند؛ یعنی حدود ۱۰ درصد جمعیت ایران. دارایی صندوق‌های تحت مدیریت کارگزاری مفید بالغ بر ۲۵ هزار میلیارد تومان است که با قیمت دلار امروز بازار بیش از یک میلیارد دلار برآورد می‌شود.

«مفید» از ۴ هزار نقطه تماس با مردم در سراسر کشور خدمات خود را ارائه می‌کند. در گروه مفید ۹۰۰ نفر نیروی کار متخصص مشغول به کار هستند. مدتی است که عنوان کارگزار اول بازار سرمایه با بیشترین حجم معاملات را داریم، و در تمامی بورس‌ها (دو بورس کالایی یعنی بورس انرژی و بورس اوراق، و دو بورس اوراق مالی یعنی بورس تهران و شرکت فرابورس) فعال هستیم. در سال گذشته، بین کارگزاران عضو فدراسیون فی‌س^۲ رتبه دوم را کسب کردیم که افتخاری برای کشورمان است.

تاریخچه سازمان کارگزاران

در سال ۶۸، به نمایندگی از شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران قدم در بورس اوراق بهادار گذاشتم و وارد بورس شدم. نمودار ۱ نشان می‌دهد که در آن ایام ۱۵ کارگزار بودیم که در ساختمان سعدی دور هم می‌نشستیم و با لفظ و صدا با همدیگر معامله می‌کردیم. البته عرضه‌ها و تقاضاها به شکل حراج انجام می‌شد. آقای حاج احمد سلطانی و مرحوم آقای حاج محمود کریسچی جزء پیشکسوتان بازار بودند، و نیز دیگر همکاران مثل آقای حسن معینی و آقای امیری (کارگزاری بانک سپه) مجموعه‌ای بودند که اعضای کارگزاران بورس آن روز را تشکیل می‌دادند. تابلویی که در بالای عکس در نمودار ۱ می‌بینید، تابلوی قیمت‌هاست که به صورت دستی تغییر می‌کرد و اعداد با دست تصحیح و اصلاح می‌شد.

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه چهارم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۲۲ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS)

نمودار ۱. تاریخچه مفید

تاریخچه مفید



نمودار ۲. آمار معاملات کارگزاری سازمان بورس اوراق بهادار تهران از تاریخ ۱۳۷۰/۰۱/۰۱ لغایت ۱۳۷۰/۰۸/۳۰

[illegible]

در سال ۶۸ موفق شدم حکم کارگزاری را از دبیرکل سازمان کارگزاران بورس و اوراق بهادار تهران دریافت کنم. در سال ۷۰ تعداد کارگزاران افزایش یافته به ۲۲ کارگزار رسید و حجم معاملات هم نازل بود. در نمودار ۲، آمار معاملات یک ماهه کارگزاران و کل بورس تهران را ملاحظه می کنید. فرمت آمار روزانه معاملات را نیز در نمودار ۳ ملاحظه می کنید. تعداد محدودی نماد (بین ۵۰ تا ۶۰) در هر روز معامله می شد. در پایین آن صفحه می بینید که شاخص در سطح ۵۰۳ واحد در آن روز است. این رقم البته بیانگر رشد قابل توجهی نسبت به سال ۶۹ بود که در آن سال پایه ۱۰۰ برای بورس انتخاب شده بود؛ یعنی ظرف پنج سال شاخص بورس پنج برابر رشد کرده بود.

نمودار ۳. آمار معاملات روزانه سهام در تاریخ ۷۳/۰۸/۳۱

[illegible]

تأسیس کارگزاری مفید

در سال ۷۳ در پایان دوره شش ساله خدمت در شرکت سرمایه گذاری ملی ایران که در عین حال دوره رشد بورس هم بود، تقاضای کارگزاری در بورس تهران کردم و موفق شدم موافقت هیأت مدیره سازمان کارگزاران بورس را برای تشکیل کارگزاری شخصی دریافت کنم. در نمودار ۴ جلسه‌ای را نشان می‌دهد که در آن، کارگزاران و از جمله اینجانب در حال معامله هستند. اسامی پیشنهادی ما برای شرکت کارگزاری متعدد بود و نهایتاً مرجع ثبت شرکت‌ها با نام «مفید» موافقت کرد و کارگزاری مفید در دفتری چند متری با مشارکت برادرم شروع به کار کرد. این دفتر در طبقه دوم تالار حافظ بورس که اتاقک‌های کوچکی بود، شکل گرفت. چهار نفره در این محل فعالیت داشتیم. در ۲۶ سال گذشته، اعضای هیأت مدیره کارگزاری مفید تغییر نکرده است؛ اسامی منعکس در اولین صورت جلسه هیأت مدیره هنوز هم تصدی هیأت مدیره شرکت را بر عهده دارند. نمودارهای ۴ به بعد توسعه کارگزاری در ۲۶ سال گذشته از سال ۷۳ تا امروز را به تصویر می‌کشند.

نمودار ۴



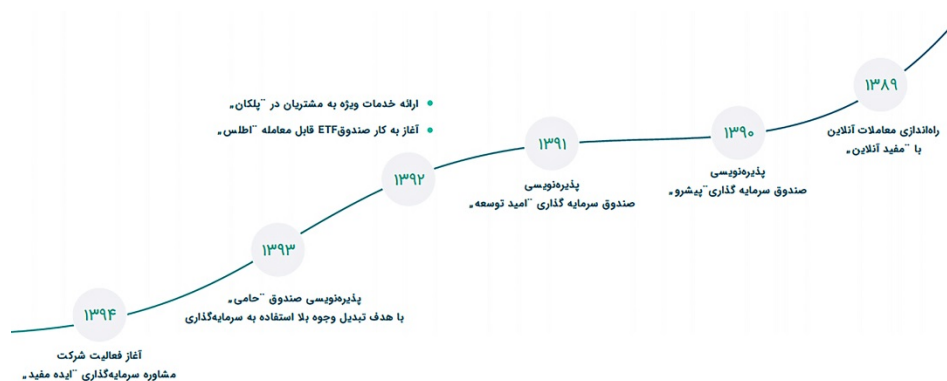
شرکت‌ها، صندوق‌ها و سامانه‌های جدید

در سال ۷۹ شرکت تدبیرپرداز را به منظور توسعه IT در بازار سرمایه ایران تأسیس کردیم، و امروز قوی‌ترین شرکت IT بازار است؛ شاید بیش از ۵۰ درصد معاملات بازار سرمایه از پلتفرم تدبیرپرداز انجام می‌شود. در سال ۸۱ که تالارهای منطقه‌ای شروع شد، اولین شعبه کارگزاری مفید را در تالار

منطقه‌ای مشهد مقدس افتتاح کردیم. در سال ۸۴ با بهره‌گیری از اینترنت، کارگزاری مفید توانست برای اولین بار سفارش‌های^۱ خرید و فروش اینترنتی بگیرد. تا آن موقع مشتریان ملزم بودند حضوری به کارگزاری مراجعه کنند و برگه‌های سفارش خرید و فروش را شخصاً امضا کنند. اقدام مفید گام خوبی برای غیرحضوری کردن سفارش معاملات بود. در سال ۱۳۸۴ قانون جدید اوراق بهادار تصویب شد، و در سال ۸۶ قانون توسعه ابزارهای مالی مصوب شد. به اتکای قانون در سال ۸۷ توانستیم اولین صندوق گروه مفید به نام صندوق پیشتاز را راه‌اندازی کنیم؛ در سال ۸۸ صندوق ممتاز را نیز راه‌اندازی کردیم.

در سال ۸۹ قدمی بلند و شاید تاریخی برداشتیم که توانستیم معاملات را به شکل آنلاین انجام دهیم. این اولین بار در کشورمان بود که کارگزاری امکان معاملات آنلاین را ارائه می‌کرد و دیگر به سفارش‌گذاری نزد کارگزار و حضور نیازی نبود. این حرکت زمینه‌ای برای مشارکت گسترده مردم در بازار و شکل‌گیری فعالان معامله‌گر در بازار بود. در این سال رشد سرمایه‌گذاری غیرمستقیم را با تأسیس صندوق‌ها ادامه دادیم، و در سال ۹۰ هم صندوق پیشرو افتتاح شد. در سال ۹۱ صندوق امید توسعه که مبتنی بر تقسیم سود بود، فعال شد، و این گامی به جلو در رقابتی شدن بیشتر بازار بود. در سال ۹۲ نیز اولین صندوق قابل معامله در بورس^۲ را به نام صندوق اطللس راه‌اندازی کردیم.

نمودار ۵. روند توسعه کارگزاری مفید



درخصوص کیفی‌سازی خدمات و ایجاد تسهیلات برای مشتریان، کارگزاری مفید توانست برای اول بار باشگاه مشتریان را راه‌اندازی کند. بعضی از رقبا قبل از ما شروع کرده بودند، ولی ما باشگاه مشتریان پلکانی را راه‌اندازی کردیم که امکان اعتباردهی عادلانه به مشتریان مفید را فراهم کرد. هم‌چنین از طریق

1. orders

2. exchange-traded fund (ETF)

باشگاه مشتریان امکان دسترسی به برخی تحلیل‌ها، مشاوره، و محصولات مشابه برای سرمایه‌گذاران ایجاد شد. خوشبختانه امروزه با حضور میلیونی مشتریان، این باشگاه به فعالیت و ارائه خدمات خود ادامه می‌دهد و نزد مشتریان بسیار محبوب است. سعی ما این بوده که از طریق شبکه‌های اجتماعی و از طریق بسترهای مختلف آنلاین اطلاع‌رسانی شفاف و راهگشا داشته باشیم. همین امروز در مجموعه مرکز تماس کارگزاری مفید که با سرشماره چهاررقمی ۸۷۰۰ پاسخگو و حامی مشتریان است، بیش از ۶۰۰ نفر پاسخگوی نیازهای مشتریان هستند. شرکت انواع گسترده‌ای از نیازهای مشتریان، از آموزش و کسب راهنمایی گرفته تا رفع اشکالات، را پاسخگو شده است. خوشبختانه این سرمایه خوبی در بازار سرمایه ایجاد کرده تا بتوانیم پذیرای استقبال میلیونی مردم باشیم.

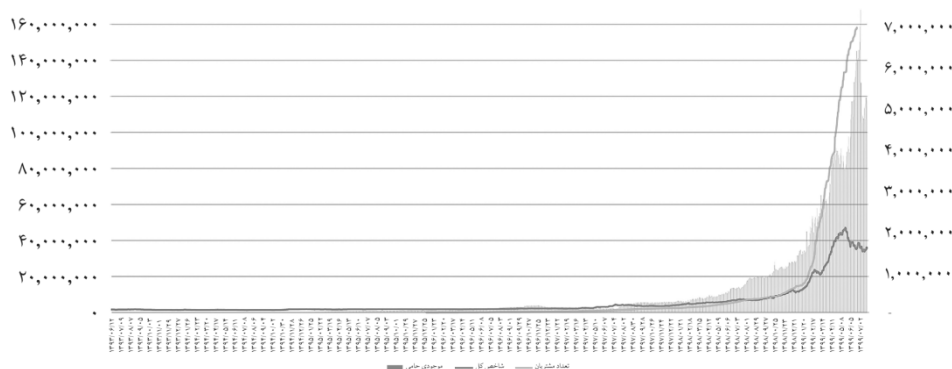
همان‌طور که در نمودار ۵ می‌بینید، در سال ۱۳۹۳، «مفید» اولین صندوق با درآمد ثابت^۱ حامی را راه‌اندازی کرد. تفاوتی که صندوق حامی با صندوق بانک‌ها داشت این بود که صندوق حامی ویژگی خاصی در بازار دید و روی آن عمل کرد؛ اگر سرمایه‌گذاران صندوق تصمیم می‌گرفتند وجوه خود را جابجا کنند، منابع مشتریان در بانک‌ها بلااستفاده باقی می‌ماند، و مشکلات زیادی وجود داشت که او وجه خود را از کارگزاری دریافت و در بانک سپرده کند، یا وجوه را وارد معاملات دیگر کند. صندوق حامی این امکان را فراهم کرد که سرمایه‌گذار بدون جابجایی پول، بتواند منابع موجود خود را در بازار سرمایه حفظ کند، و متناسباً از عایدی سرمایه‌گذاری در صندوق با درآمد ثابت بهره‌مند شود.

صندوق حامی ویژگی دیگری هم دارد. چون این صندوق وابستگی به بانک‌ها ندارد و از این رو تعهدی به اوراق خاص یا سپرده‌گذاری در بانکی خاص ندارد، مرغوب‌ترین اوراق کیفی را خریداری می‌کند، و بیشتر هم اوراق کوتاه‌مدت می‌خرد که نقدشوندگی بالا حفظ شود؛ محور کار آن معامله اوراق خزانه است که ریسک حداقلی دارند. نمودار ۶ نشان می‌دهد که رشد صندوق حامی قابل توجه بوده و استقبال سرمایه‌گذاران همراه با رونق بازار بیانگر آن است که فواید و ارزش‌های این صندوق برای عده بیشتری مکشوف شده است.

ارزش صندوق‌های مفید حدود ۱۱ هزار میلیارد تومان است که مفید را از نظر ارزش در رتبه چهارم مدیریت دارایی‌ها در بازار سرمایه قرار می‌دهد. از نظر تعداد عضو، این صندوق رتبه اول را دارد و هفت میلیون نفر عضو این صندوق هستند. عمده اعضای صندوق منابع کوچکی در صندوق دارند و می‌توانند با سرعت منابع‌شان در این صندوق با درآمد ثابت را در بازار سرمایه جابه‌جا کنند.

1. fixed income fund

نمودار ۶. طرح حامی



در سال ۹۴ با تأسیس شرکت مشاور سرمایه گذاری ایده مفید توانستیم برخی از فعالیت‌های خود را از کارگزاری مستقل کنیم؛ فعالیت‌های عرضه، پذیرش و قیمت‌گذاری را از کارگزاری به شرکت ایده مفید منتقل کردیم. این شرکت امروزه به شکل بسیار فعالی در ارزش‌گذاری بعضی شرکت‌ها و تحلیل بازار درگیر است.

هلدینگ مالی مفید: شرکت‌ها و صندوق‌های بیشتر

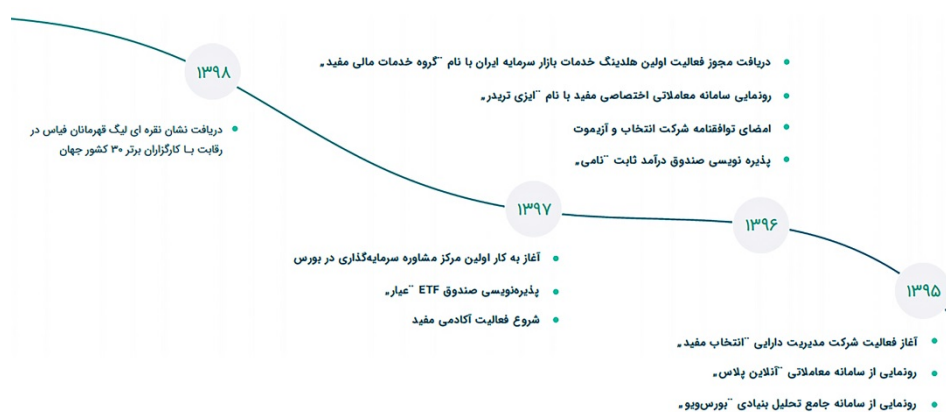
تحول اخیر در ارتباط با تشکیل گروه و هلدینگ مالی مفید به سال ۹۵ (نمور ۷) برمی‌گردد که فعالیت صندوق‌ها و سبدمشتریان را از کارگزاری منتزع کردیم و به آن شخصیت حقوقی مستقل دادیم. سبدگردانی و مدیریت صندوق‌ها تا آن تاریخ درون کارگزاری انجام می‌شد، اما در سال ۹۵ این فعالیت‌ها در قالب شرکت مستقل «انتخاب مفید» ادامه یافت. سامانه پیشرفته آنلاین پلاس را در همین سال ۹۵ به مشتریان معرفی کردیم. محصول بسیار مهم دیگری که از سال ۹۵ در خدمت فعالان بازار قرار گرفت و امروزه عوامل بازار از آن بهره‌مند هستند، سامانه جامع تحلیل بنیادی بورس ویو است. این سامانه که نزد حرفه‌ای‌های بازار محبوب است از کارگزاری منتزع شده و از تولیدات شرکت زیرمجموعه پردازش اطلاعات مالی پویا تلقی می‌شود.

در سال ۹۶ موفق شدیم مجوز هلدینگ خدمات بازار سرمایه را از سازمان بورس اخذ کنیم، و خدماتی را که قبلاً از کارگزاری منتزع و به شرکت‌های مستقل منتقل شده بود، در قالب شرکت هلدینگ تجدید ساختار کنیم. موفقیت بزرگ مفید در سال ۹۶ معرفی سامانه ایزی تریدر بود که در نمایشگاه بورس سال ۹۶ از آن رونمایی شد. سامانه ایزی تریدر بزرگ‌ترین پلت‌فرم معاملاتی بازار است که امروزه به مشتریان سرویس می‌دهد.

در سال ۹۶ موفق شدیم با شرکت سبدگردانی ایتالیایی که بزرگ‌ترین سبدگردان مستقل کشور ایتالیا است، قرارداد همکاری ببندیم که کماکان همکاری‌ها تا امروز ادامه دارد. صندوق دوم به نام

صندوق ثابت نامی را در سال ۹۶ تأسیس کردیم. تفاوت صندوق نامی با صندوق‌های دیگر مفید آن بود که در این صندوق در سررسیدهای ماهانه شبیه بسیاری از صندوق بانک‌ها سود تقسیم می‌شود. خریداران واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق نیاز به دریافت سود ماهانه دارند، و این صندوق بخشی از تقاضای بازار را پوشش می‌دهد.

نمودار ۷. فرایند توسعه کارگزاری مفید



در سال ۹۷ اولین مرکز مشاور سرمایه‌گذاری در بورس را تأسیس کردیم. قبل از آن در شعب کارگزاری مفید یک سری مشتریان به شکل ارباب رجوع پشت پیشخوان می‌آمدند، و در طرف دیگر پاسخ‌دهندگان ما بودند. مرکز در شعب کارگزاری دگرگونی ایجاد کرد، این مرزها را برداشت، و مدل کاملاً آزاد و جدیدی ایجاد کرد. امروزه این مدل تکثیر شده و در بسیاری از شعب ما به این مدل، مراکز مشاوره کار می‌کنند و با توجه به نیاز اشخاص و با سئوالاتی که از اشخاص می‌شود، نیازسنجی صورت می‌گیرد. آن وقت محصول مالی مناسب به آنان توصیه می‌شود.

در سال ۹۷ مفید اولین صندوق طلای قابل معامله در بورس را با نام عیار راه‌اندازی کرد که از صندوق‌های موفق بازار بود. مستحضرید که صندوق‌های طلای عیار به دلایلی امکان رشد خود را از دست داده‌اند، در سقف خود درجا می‌زنند و منتظر هستیم شرایط مساعد شود و اجازه افزایش سقف به این صندوق‌ها داده شود تا بتوانند فعالیت‌های گسترده‌تری داشته باشند. بیش از ۳۰۰ میلیارد تومان هم ارزش این صندوق است.

هم‌چنین، در سال ۹۷ برای تربیت نیروی انسانی مناسب در بازار سرمایه، فعالیت آکادمیک مجموعه را شروع کردیم. آکادمی مفید برای دانشجویان و فارغ‌التحصیلان مستعد دانشگاه‌ها امکان

زمینه کار تئوری و عملی در بازار سرمایه را فراهم می‌کند. مشارکت کنندگان در یک دوره فشرده کمتر از دو ماه، ضمن کار در محیط، در همان‌جا آموزش هم می‌بینند و با معماری و جغرافیای بازار آشنا می‌شوند و اجزای بازار را می‌شناسند. آنان به تناسب نیازها و علایقی که احساس می‌کنند، به فعالیت‌های تخصصی‌تر معرفی می‌شوند تا مسیرشان را برای ادامه راه در بازار سرمایه پیدا کنند. تجربه بسیار خوبی از این آکادمی به دست آمده و امروزه قوی‌ترین نیروهای استخدامی را که در اختیار داریم، مدیون همین آکادمی هستیم.

در سال ۹۸ توانستیم نشان نقره‌ای یا مقام دوم فدراسیون فیس را کسب کنیم. این فدراسیون متشکل از حدود ۳۰ کشور عضو است و کارگزاری مفید به لحاظ جایگاه فعالیت توانست رتبه دوم را به دست آورد. اگر مشکلات کرونا برطرف شود و زمینه رقابت دوباره فراهم شود، مطمئن هستیم که می‌توان باز افتخار دیگری برای کشور به دست آوریم.

سامانه ایزی‌تریدر برای حرفه‌ای‌ها و مبتدی‌ها هر دو طراحی شده است. مبتدی‌ها به آسانی می‌توانند با آن کار کنند. حرفه‌ای‌ها نیز آن را ابزاری بسیار سریع برای پردازش یافته‌اند. این سامانه توانسته راه خود را باز کند و اکنون چهار میلیون نفر کاربر در این سامانه ثبت‌نام کرده‌اند و روزانه حدود دو میلیون نفر وارد این سیستم می‌شوند و از امکانات آسان-کاربرد^۱ آن استفاده می‌کنند. تکنولوژی به کاررفته در تولید این سامانه به گونه‌ای است که نیازی به دانلود کردن اپلیکیشن‌ها ندارد و مبتنی بر وب است.

بعد از طی ۲۶، خوشبختانه امروز در سال ۱۳۹۹ کارگزاری مفید در نقطه‌ای است که موفق به گسترش جدی فعالیت‌ها شده، و توانسته هلدینگ خدماتی داشته باشد که معتمد میلیون‌ها کاربر است؛ خدماتش را در نقاط بی‌شماری از کشور ارائه دهد؛ جایی از نقاط کشور نیست که در آن کسی اراده کند تا با بورس تماس بگیرد، و ما در دسترس نباشیم. حجم دارایی‌های تحت مدیریت مفید در اوج آن به یک میلیارد و ۲۰۰ میلیون دلار رسید، ولی به لحاظ رشد سریع قیمت دلار، اکنون به حدود ۸۵۰ میلیون دلار برگشته‌ایم. تعداد تراکنش در سامانه‌های مفید به ۱۱۰ هزار تراکنش دیتا در ثانیه رسیده است. این در مقایسه با سامانه‌های پرتراکنش کشور چون نظام بانکی هم موفق است و از نظر دفعات تراکنش، رکورد بالاتر به حساب می‌آید. این به لحاظ ویژگی بازار سرمایه است که در مقاطعی هم چون زمان گشایش بازار یا در انتهای بازار، ورود کاربران زیاد می‌شود، صفحات زیادی باید باز شود و سرویس داده شود.

1. user-friendly

شرکت‌های هلدینگ

اجازه دهید فعالیت‌های هلدینگ مالی را در قالب چهار شرکت اصلی گروه دوباره توضیح دهم. کارگزاری مفید ابزارها و بسترها را برای معاملات بورس اوراق بهادار در بورس تهران و فرابورس فراهم می‌کند. معاملات «مفید» در بورس کالا به شکل خدمات کامل است؛ یعنی شرکت در معاملات همه گروه‌های فلزات، پتروشیمی، مشتقات نفتی، و کشاورزی فعال است. در معاملات بورس انرژی، کارگزاری مفید کماکان جزو فعال‌ترین کارگزاران در آن بورس است و در بازار فیزیکی، مشتقه و فرعی آن معامله می‌کند. در مورد معاملات آتی هم شرکت پلتفرم‌هایی دارد که به شکل مناسبی از مشتریانی که علاقه‌مند به معاملات مشتقه هستند، پشتیبانی می‌کند.

شرکت دوم هلدینگ شرکت انتخاب مفید است که فعالیت مدیریت دارایی‌ها را با سبدگردانی و اداره صندوق‌ها انجام می‌دهد. فعالیت شریک بین‌المللی مفید یعنی شرکت آزیموت^۱ در ایران قطع نشده، بلکه به لحاظ تحریم‌ها تا حدی کاهش یافته است؛ امید می‌رود که با فروکش کردن تحریم‌ها، بتوانیم همکاری تمام‌عیاری را با آن شرکت ادامه دهیم. این شرکتی است که ۶۰ میلیارد دلار دارایی تحت مدیریت دارد و در ۲۰ کشور جهان فعال است؛ این شرکت از شرکت‌های معتبر بورس میلان است. در حال حاضر، «مفید» به‌سادگی تجارب آزیموت را در دسترس دارد.

عضو دیگر گروه هلدینگ مفید، شرکت ایده مفید است که در زمینه ارائه مشاوره تخصصی به اشخاص حقیقی و حقوقی با توجه به اهداف سرمایه‌گذاری آنها خدمات می‌دهند. تاکنون شرکت ایده مفید ده‌ها شرکت را ارزش‌گذاری کرده است، به‌ویژه ارزش‌گذاری استارت‌آپ‌ها نیاز جدیدی است که پیچیدگی‌های بسیاری دارد. خوشبختانه این دانش در هلدینگ وجود دارد. عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بورس از خدمات دیگر ایده مفید است؛ در سال ۹۹ تا امروز سه شرکت را پذیرش کرده‌ایم، و تا آخر سال امیدواریم شش شرکت دیگر نیز پذیرش شوند.

هدف شرکت پردازش اطلاعات مالی پویا رفع نیازهای اطلاعاتی کاربران حرفه‌ای بازار است. این شرکت همه اطلاعات بنیادی بازار را در ویوهای مشخص، با فیلترینگ‌های مناسب و با روش‌هایی که بتوان داده‌های تاریخی را مقایسه کرد، در اختیار حرفه‌ای‌های بازار قرار می‌دهد تا از رجوع به اطلاعاتی متعدد بی‌نیاز شوند. به‌طور کلی، آنچه فکر کرده‌ایم در کارگزاری مفید طبق معیارهای مادی، کمی و تکنولوژیک باعث پیشرفت آن می‌شود، انجام داده‌ایم. توجه به ارزش‌های حرفه‌ای و مقدم قراردادن منافع مشتریان بر منفعت کارگزاری، حس اعتماد متقابلی بین مشتریان و شرکت ایجاد کرده است.

1. Azimut

نیروی انسانی

البته، کل پرسنل صنعت کارگزاری جوان هستند، اما میانگین سنی کارکنان هلدینگ مفید حتی از میانگین کل صنعت هم پایین‌تر است. میانگین سن همکاران ما ۳۰ سال است. این استعدادهای جوان به شرکت اجازهٔ خلاقیت می‌دهند. مفید سعی کرده محیط‌های کاری بدون تنش و مدرنی در اختیار همکاران بگذارد؛ فضایی برای همکاران خود فراهم کند که در آن خلاقیت‌هایشان را بروز دهند و از تجارب دنیا استفاده کنند. سعی شده حواشی کمتری در محیط کاری داشته باشیم، و محیط آماده به کاری ایجاد کرده‌ایم که در آن همکاران می‌توانند به اهدافی برسند که برای خود تعیین کرده‌اند، انباشت شخصی داشته باشند، و در عین حال هم بتوانند شرکت را رشد دهند. برای جذب استعدادهای برتر دانشگاه‌ها، آکادمی مفید را ایجاد کرده‌ایم؛ این کار باعث شده که حق انتخاب ما بیشتر شود، و سبد خلاقیت ما متنوع‌تر و کامل‌تر بشود.

این‌ها همه البته کافی نیست. واقف هستیم که استقبال گستردهٔ مردم باعث افزایش ظرفیت‌های بازار شده است. به دلیل این استقبال، همه جا، در شرکت فنآوری بورس، در سپرده‌گذاری، در کارگزاری‌ها و در بقیهٔ نهادها، استفاده از ظرفیت‌ها به حد خود رسیده است. اما ما در هلدینگ مفید متعهد هستیم که دائماً ظرفیت‌ها را بالا ببریم، گسترش دهیم، و نقطه ضعف‌ها و کاستی‌ها را ترمیم کنیم. سعی بیشتری خواهیم کرد تا بتوانیم در این مجموعه پاسخگوی اعتماد مردم و نیازهای رشد اقتصادی کشور باشیم.

پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. برنامهٔ آینده‌تان چیست؟ و در پایان ۱۴۰۰ خود را کجا می‌بینید؟

با توجه به توسعه‌های سال‌های گذشته، و خصوصاً رشد یک سال اخیر، سعی‌مان این است که شرایط خود را رصد کنیم و تا پایان سال ۱۴۰۰ موقعیت خود را پایدار کنیم، و زیرساخت‌های شرکت را تقویت کنیم. علاوه بر این که ظرفیت پاسخگویی را برای حجم کار جدید باید گسترش داده و پایدار کنیم، ناچاریم یکپارچگی و سادگی در پلتفرم‌های شرکت ایجاد کنیم. مشتریان که نیازهای مختلفی دارند، نباید در هر مورد به سرویس متفاوتی رجوع کنند. مفید می‌خواهد مشتریان بتوانند به یک‌جا مراجعه کنند، بتوانند در یک بستر واحد و به سادگی به امکانات شرکت رجوع کنند و بتوانند خیلی ساده نیازهایشان را برطرف نمایند.

۲. در مورد سهامی عام‌شدن برنامه‌ای دارید؟

سهامی‌عام‌شدن عموماً برای تجهیز منابع است، و طبعاً نظارت‌های بالاتری دارد. فعلاً تا نیاز به سرمایه قابل توجهی پیدا نکرده‌ایم، شاید بهتر باشد به شکل سهامی خاص به توسعه ادامه دهیم. شاید به مقطعی

برسیم که کار بسیار گسترده شود یا رقابت‌های بین‌المللی ایجاد کند که به ناگزیر به بازار رجوع کنیم و سهامی عام شویم.

۳. در رابطه با برداشت وجه از کارگزاری؟

پرسیده‌اند اگر فردی می‌خواهد برداشت وجه از حساب کارگزاری خود انجام دهد، چرا چند روز بعد وجوه به حساب او واریز می‌شود؟ پاسخ آن است که اگر تا ۱۲ ظهر هر روز، درخواست برداشت برسد، این امکان هست که روز بعد پول به حسابش واریز شود. چون نظام بانکی با این اشل از پرداخت‌ها روبرو نبوده که در آن صدها هزار پرداخت داشته باشد، روز بعد که قرار است پول به حساب مشتری واریز شود، اگر تا ۹ صبح نتوان جمع‌بندی کرد و درخواست‌ها را به بانک رساند، تأخیر پیش می‌آید. با توجه به سیستم بانک مرکزی که در چند نوبت حواله‌ها را اجرا می‌کند، مثلاً دو یا سه نوبت در روز، اگر تا ۹ صبح درخواست به بانک نرسد، بانک نمی‌تواند تا ساعت ۲ بعدازظهر همان روز درخواست را به بانک مرکزی و سیستم شاپرک و شتاب برساند. از دید کارگزاری پول برای پرداخت وجود دارد، دستور پرداخت داده می‌شود، اما سیستم بانکی نتوانسته پرداخت را انجام دهد و پرداخت به روز بعد موکول می‌شود. بنابراین برخی افراد صبح روز دوم بعد از درخواست، پول خود را دریافت می‌کنند. مشکل وقتی ایجاد می‌شود که فرد تا ساعت مقرر هر روز درخواست ندهد، مثلاً بعد از ساعت اداری، ساعت هشت شب بخواهد درخواست دریافت وجه بدهد. در این صورت طبعاً یک روز تأخیر می‌شود. از نظر آیین‌نامه، منعی نیست که پرداخت در روز T+۳ انجام شود، ولی اصرار کارگزاری آن است که روز T+۲ پرداخت‌های خود را انجام دهد؛ این مسئله‌ای رقابتی است. کارگزارها همه تلاش می‌کنند در کمترین مهلت این کار را انجام دهند. منابع پرداخت وجود دارد، فقط عملیات است که به سرعت انجام نمی‌شود، و بانک‌ها باید همراهی لازم را داشته باشند.

۴. معاملات الگوریتم برای سرمایه‌گذاران مختلف؟

هر الگوریتمی با هوش و منطق خود می‌خواهد بهترین موقعیت را در بازار کسب کند. در رابطه با الگوریتم‌ها، پرسش‌کننده اشاره کرده‌اند که احساس می‌شود الگوریتم‌ها برای افراد مختلف متفاوت است. می‌خواهم تأکید کنم که در سیستم‌های معاملاتی تفاوتی بین افراد قائل نمی‌شویم و هرگز هم چنین چیزی نبوده است؛ افتخار ما این است که این برابری را تضمین کنیم. چون معاملات الگوریتمی اکنون با محدودیت همراه شده، مفید در حال حاضر سرویس الگوریتمی برای مشتریان خود ندارد. اخیراً سامانه‌ای تریدر مفید نیز موفق شد مجوز نهایی از سازمان بورس اخذ کند. برای اخذ مجوز، شرکت مفید ملتزم به این شد که حتماً سقف ۳۰۰ میلی‌ثانیه را رعایت کند؛ یعنی زیر ۳۰۰ میلی‌ثانیه

هیچ سفارشی از یک ارسال‌کننده وارد سیستم نشود. خود این نوعی برابری بین سیستم‌های مختلف ایجاد می‌کند. حتی اگر کسانی با روش‌هایی بخواهند از زیرساخت‌های ما استفاده کنند، و مشتریان با ماشین سفارش وارد کنند، این سیستم کنترلی می‌تواند مشتریان دیگر را حفاظت کند و محیط عادلانه‌تری برای همه فراهم آورد.

۵. برای همکاری پژوهشی دانشجویان، امکانات شما چیست؟

شرکت پویای هلدینگ پلتفرمی آماده کرده که داده‌های بیش از ۱۵ سال بازار را پردازش کرده و به شکل‌های مختلف برای دانشجویان قابل استفاده است. شرکت پردازش اطلاعات مالی این داده‌ها را با هزینه‌های جزئی و با آبونمان سالانه در اختیار قرار می‌دهد. فراتر از این باید با مدیران شرکت پردازش اطلاعات تماس بگیرید و ببینید چه نوع اطلاعاتی مدنظر است. در قالب آکادمی، ما پژوهش‌هایی انجام می‌دهیم، و حتماً باید از ظرفیت دانشگاه‌ها بیشتر استفاده کرد. آکادمی مفید باید موضوعات تحقیقی را تعریف کند و از پژوهشگران دانشگاه دعوت کند که در این مسیر کمک کنند. همکاری آکادمی با دانشگاه گسترش خواهد یافت.

۶. آیا دستاوردهای مفید در شرایط رقابتی به دست آمده، یا شرکت فرصت‌های انحصاری داشته است؟ سؤال خوبی است. اصرار داشتم که سابقه مفید را در این کلاس ذکر کنم تا بدانید که از اتاق ۱ متر و ۶۰ سانت در ۲ متر و ۶۰ سانت کارمان را شروع کرده‌ایم؛ چهار نفر در چهار مترمربع جا پشت‌به‌پشت هم کار می‌کردیم. همان‌جا هم در آن کارگزاری کوچک سعی می‌کردیم متمایز عمل کنیم. خیلی از همکاران ما در آن زمان از IT استفاده نمی‌کردند، ولی ما از اولین روز کار شرکت مفید، سیستم حسابداری و سیستم مشتریان مکانیزه داشتیم. با اطمینان به شما می‌گویم که از ما هیچ حمایت مشخصی نشده است. ما همیشه در شرایط رقابتی قرار داشتیم و امروز هم در شرایط رقابتی قرار داریم. خوشحال بودیم که همیشه خود را در مسیر رقابت قرار دهیم. ما آن قدر به شرایط رقابتی معتقد و در آن فعال بوده‌ایم که بیش از ۴۰ شرکت کارگزاری به ما اعتماد کرده و پلتفرم‌های خود را به دستگاه‌های تدبیرپرداز (غیرمستقیم وابسته به مجموعه مفید) وصل کرده‌اند؛ یعنی رقبا به ما اعتماد کردند. به همکاران و عزیزان جوان‌تر این کلاس عرض می‌کنم اگر بخواهید کار کنید و مدعی هستید که چیزی بلد هستید، و پشتکار هم دارید، احتیاج به حمایت ندارید؛ در واقع، حمایت گاهی وقت‌ها هم کندکننده است. اگر کسی کاری را بخواهد انجام دهد، علاقه‌مند به آن کار هم باشد و انرژی را متمرکز کند، خواهید دید که پیشرفت هم خواهد بود.

۷. آیا کارگزاری‌های موجود موقعیت انحصاری ندارند؟

[عبده تبریزی] بحثی که این روزها در بازار سرمایه می‌شود که کارگزاری‌ها انحصار دارند، بحث ساده‌ای نیست. امروز ۱۰۸ شرکت کارگزاری داریم که شما می‌گویید از آن میان ۵۰ شرکت خیلی فعال نیستند. بنابراین، یک استدلال آن است که شما می‌توانید یکی از آنها را بخرید. این نظر می‌گوید کاری کنیم که سرقفی برای شرکت‌ها از بین نرود. در برخی رشته‌ها مجوزهای زیادی داده شد. مثلاً برای دفترخانه‌های رسمی و کارشناسی‌های رسمی بسیار مجوز داده شد. آن قدر مجوز داده شد که دیگر مجوز ارزشی نداشت، و برای این که صاحب مجوز زندگی روزانه خود را اداره کند، مجبور می‌شد دست به خلاف کاری بزند. مثلاً، در یکی از شهرهای کوچک شمال به ۱۵ دفترخانه اسناد رسمی مجوز داده بودند، و اینها برای این که بتوانند یک کار بگیرند، مجبور بودند استانداردهای کار خود را نادیده بگیرند. چیزی به عنوان سرقفی دیگر وجود نداشت. الان کارگزاری مفید برای حفظ اعتبار و سرقفی خود همه کار خواهد کرد. ولی سرقفی نباشد، شرکت ریسک‌های بزرگ‌تری می‌کند. بعد دیگر نظارت است. اکنون رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و همکارانشان باید ۱۰۸ شرکت را نظارت کنند، و اگر مجوز بیشتری داده شود، نظارت از همین سطح فعلی هم پایین‌تر می‌رود. به یاد آوریم که بانک مرکزی با ۱۰ مجوز بانک جدیدی که داد، و نظارتی که نکرد، چه وضعیت دشواری در بانک‌ها پیش آورد. البته نقطه نظر مقابلی هم هست که می‌گوید هر نوع محدود کردن مجوز در این زمینه خطاست. [پایان اظهار نظر عبده تبریزی]

می‌خواستم در تأیید فرمایشات آقای دکتر عبده تبریزی عرض کنم که اگر ما امتیاز کسی را در جایی که فعالیت می‌کند، از بین ببریم، اقتصادی را از بین می‌بریم. مجوز چاپ کردن مثل انتشار پول‌های بدون پشتوانه است؛ مجوز را کم‌ارزش و بی‌ارزش می‌کند. افراد حاضر نخواهند بود کسب‌وکار بزرگ شکل دهند، سرمایه‌گذاری کنند و بزرگ شوند. حالا حتی اگر مجوز به راحتی هم داده شود، بحث تأمین سرمایه کارگزاری هم مطرح است. اخیراً «مفید» مجوز افزایش سرمایه تا ۱۰۰۰ میلیارد تومان را دریافت کرده است، و در چند ماه آینده سرمایه جدید محقق می‌شود. غیر از سرمایه، تخصص باید ایجاد شود، زیرساخت باید ایجاد شود، و نباید کارگزاری‌های کم‌ارزش تکثیر کنیم. باید از رشد کارگزاری‌ها حمایت کرد، و وقتی این رشد صورت گیرد، رقابت هم هست. در ۵۰ سال گذشته، صنعت کارگزاری آزمون خود را داده است. فکر می‌کنم صنعت کارگزاری جزو رقابتی‌ترین صنایع کشور است.

۸. چرا مجوز صندوق‌های سرمایه‌گذاری داده نمی‌شود؟

[عبده تبریزی] در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری باید بگوییم که در مقایسه با نسبت‌های بین‌المللی، صندوق بسیار کم داریم، چون همه موافق‌اند که سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه ایران باید

رشد کند. در جلسه دیگر این کلاس، آقای دکتر مهدی حیدری توضیح دادند که نسبت سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها در ایران ۵ درصد تولید ناخالص ملی و در آمریکا ۸۰ درصد آن است. برای رشد سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، تعداد و حجم صندوق‌ها باید رشد کند. به گفته یکی از دانشجویان کلاس، مجوز سبدگردانی بالای ۲۵ میلیارد تومان معامله می‌شود، و این درست نیست. می‌شود استدلال کرد باید مجوزهای درستی به نهادهای قوی موجود برای راه‌اندازی صندوق‌های بیشتر داده شود.

۹. سود چطور بوده و فکر می‌کنید رشد و سود شناسایی شده هلدینگ خوب بوده؟

بله. معمولاً عملکرد مناسبی داشته‌ایم. خوشبختانه به لحاظ استقبالی که از بازار سرمایه شد، فعالان بازار و کسانی که خدمات به آنان می‌دادند، سال خوبی را پشت سر گذاشتند. دغدغه ما این است که بتوانیم منابع حاصل را در خدمت رشد بلندمدت قرار دهیم؛ برای همین هم مجوز افزایش سرمایه گرفتیم تا این پول را در مجموعه کارگزاری نگاه داریم. عواید خوبی که در سال خوب داشتیم لزوماً در سال‌های آینده تکرار نمی‌شود، و این منابع سوخت توسعه در سال‌های پیش‌روست.

فصل چهارم. ارزشیابی سهام

سه سخنرانی این فصل اطلاعات مناسبی را در مورد ارزشیابی به خواننده ارائه می‌کنند، و نشان می‌دهند که ارزشیابی مقوله‌ای بسیار پیچیده است. شاید ایران تنها کشوری در جهان باشد که در آن کسانی با عنوان «کارشناس رسمی» فعالیت می‌کنند، و ارزشیابی هم انجام می‌دهند، در حالی که نه فقط چیزی از ارزشیابی نمی‌دانند، بلکه حتی یک واحد درسی در رشته مالی هم نداشته‌اند. از این‌رو، ارتقای دانش ارزش‌گذاری و هدف‌گذاری برای سپردن ارزشیابی دارایی‌ها به کسانی که دانش لازم را دارند، ضرورتی غیرقابل اجتناب است.

آقای سعید اسلامی بیدگلی در مورد مبانی ارزشیابی سخنرانی بسیار جالبی ارائه می‌کند. ایشان با باورهای غلط در این عرصه بحث را شروع می‌کند و آن‌گاه بحثی جامع و در عین حال فشرده در مورد رویکردهای ارزش‌گذاری ارائه می‌دهد: چه زمان باید از مدل ارزشیابی مبتنی بر دارایی یا مدل‌های جریان نقدی تنزیل شده استفاده شود؟ یا ارزشیابی نسبی در مقابل رویکردهای ارزشیابی اختیاری واقعی چه اهمیتی دارد؟ سخنران این روش‌ها را توضیح می‌دهد و آنگاه نتیجه می‌گیرد که متناسب با نوع دارایی و ویژگی‌های آن، می‌باید از یکی از رویکردهای ارزش‌گذاری استفاده کرد. بخش دوم سخنرانی به شرح ارزش‌گذاری آثار هنری (تابلو در تجربه حراج تهران) اختصاص دارد. شاید بهتر باشد خوانندگان این بخش را پس از مطالعه دو مقاله دیگر دنبال کنند.

آقای هادی لاری نشان می‌دهد که چرا جریان نقدی باید مؤلفه اصلی در ارزش‌گذاری باشد، و چرا رشد درآمد عنصری کانونی در شکل‌دهی به ارزش است. او رویه معمول در کشور را در سطح مفهوم تقلیل‌یافته ارزش می‌داند و معتقد است که رویه‌های ارزشیابی در کشور با تأکید مؤکد بر EPS بسیار ناکافی است. سخنران با ذکر نمونه‌های متعددی از بخش ساختمانی، مثال‌های متعددی از ارزشیابی غلط را نشان می‌دهد.

آقای احمد پویان‌فر شیوه‌های قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه (عمدتاً دولتی) در ایران را بررسی می‌کند. وی در سخنرانی خود بازدهی عرضه‌های اولیه ۴۴ شرکت را تحلیل می‌کند؛ روش‌های درآمدی، نسبی و دفتری ارزشیابی را با یکدیگر مقایسه می‌کند، و به پدیده ریسک در ارزشیابی اهمیت عمده‌ای الصاق می‌کند. بحث مفصل آقای پویان‌فر در مورد ویژگی‌های ارزش‌گذاری مناسب با ذکر مثال‌هایی از بازار سرمایه ایران ادامه می‌یابد.

سعید اسلامی بیدگلی

سعید اسلامی بیدگلی مدرک کارشناسی و ارشد از دانشگاه صنعتی شریف در مهندسی صنایع و MBA و دکترای مالی از دانشگاه شهید بهشتی گرفته است. وی عضو هیأت‌مدیره شرکت‌هایی چون شرکت سرمایه‌گذاری و خدمات مالی آرمان آتی، شرکت توسعه سرمایه‌گذاری آتی ثمر، شرکت فردا موتور بهتر، شرکت بازآفرینی شهری ایران، و شرکت تأمین سرمایه مسکن بوده است. ایشان دبیر نشست‌های متعددی چون کنفرانس بین‌المللی مالی و سرمایه‌گذاری ایران، و سمینار مدیریت مالی ایران بوده و در هیأت تحریریه نشریات علمی فعال است. آقای اسلامی در حال حاضر عضو هیأت علمی دانشگاه علامه، دبیرکل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران و عضو شورای عالی بورس است.

هادی لاری

هادی لاری مدرک کارشناسی مدیریت را از دانشگاه شهید بهشتی و مدرک کارشناسی ارشد مالی خود را از دانشگاه لوند سوئد دریافت کرده است. از سال ۱۳۹۱ به مشاوره مالی روی آورده و مدیرعامل سه شرکت مشاوره مالی بوده و در بازار سرمایه نیز فعال بوده است. آقای لاری مترجم مشترک دو کتاب ارزشیابی و زنجیره خلق ارزش است.

احمد پویان‌فر

احمد پویان‌فر مدارک کارشناسی، ارشد و دکترای خود را به ترتیب از دانشگاه‌های فردوسی، سیتی لندن و تهران در رشته مالی اخذ کرده است، و سال‌هاست که به تحقیق و تدریس در حوزه بازار سرمایه مشغول است. وی عضو هیأت علمی دانشگاه خاتم است و کتاب‌ها و مقالات بسیاری از ایشان در زمینه‌های ارزشیابی، مهندسی مالی، اقتصادسنجی مالی، و ریاضیات مالی به چاپ رسیده است، و محور پژوهش‌های وی نیز غالباً همین عناوین است. تجربه‌های اجرایی وی به مدیریت در شرکت‌های ارزش‌پرداز آریان و عضویت در هیأت‌مدیره کارگزاری پاسارگاد، توسعه بصیر، سرمایه‌گذاری آتیه‌اندیشان مس، و شرکت صحرا برمی‌گردد. آقای پویان‌فر هم‌چنین چندین سال است که عضو هیأت‌مدیره فرابورس ایران است.

مبانی ارزشیابی و ارزشیابی کالاهای هنری^۱

سعید اسلامی بیدگلی

در صحبت امروز، مفاهیم اولیه‌ای از ارزش‌گذاری^۲ ارائه می‌شود و پس از آن در مورد ارزش‌گذاری آثار هنری نکاتی را عرض خواهم کرد.

باورهای غلط

ارزش واقعی. اولین باور غلط این است که برخی مدیران فکر می‌کنند باید به دنبال «ارزش واقعی»^۳ باشند، در حالی که می‌دانیم همه ارزش‌گذاری‌ها به نوعی جانبدارانه^۴ است. باید بدانیم که هر روش ارزش‌گذاری و داده‌هایی که آن روش از آنها استفاده می‌کند، چقدر تورش یا سوگیری ایجاد می‌کند. حتی با توجه به این که برای کدام طرف معامله و با چه هدفی ارزش‌گذاری انجام می‌شود، ارزش‌گذاری می‌تواند جانبدارانه باشد. یعنی اگر خریدار دارایی، پیشنهاد ارزش‌گذاری می‌دهد، ارزشیاب ممکن است از یک روش استفاده کند، و اگر فروشنده آن را سفارش می‌دهد، ممکن است از روش دیگری استفاده کند.

در روش‌های ارزش‌گذاری، متغیرهای فردی و سبد دارایی‌های او هم تأثیرگذار است. برای ارزشیابی هر دارایی ساده‌ای هم که جریان نقدی^۵ دارد، یکی از متغیرهای بسیار کلیدی نرخ تنزیل است. «نرخ تنزیل» به چند دلیل از فرد به فرد متفاوت است. پس فقط متغیرهای کلان اقتصادی نیست که روی نرخ تنزیل تأثیر می‌گذارند، بلکه متغیرهای مربوط به دارایی و مهم‌تر متغیرهای فردی هم تأثیرگذارند. بنابراین، به همین دلیل است که ارزش یک دارایی برای من ۱۰۰۰ تومان و برای شما ۱۲۰۰ تومان است؛ پس در نرخ ۱۱۰۰ تومان می‌توانیم به راحتی معامله کنیم، چراکه من فکر می‌کنم این دارایی را با قیمت خوبی می‌فروشم و شما هم فکر می‌کنید آن دارایی را به قیمت بسیار خوبی می‌خرید.

ارزش‌گذاری دقیق وجود ندارد. باور غلط دیگر آن است که فکر می‌کنند امکان ارزش‌گذاری دقیق وجود دارد. بعضی مدیران این تصور را دارند که در ارزش‌گذاری می‌توان تخمین دقیقی از ارزش را

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوازدهم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت، علم و فناوری دانشگاه امیرکبیر در روز سه‌شنبه ۲ دی ماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن اولیه را آقای محمد رضا هجران‌فر تهیه کرده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش‌شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. valuation
3. true value
4. biased
5. cash flow

به دست آورد. ولی، چیزی به نام ارزش گذاری دقیق وجود ندارد. هدف ما از ارزش گذاری پیدا کردن عدد دقیقی نیست، بلکه بیشتر به دنبال شهودی از متغیرهایی می گردیم که روی ارزش اثر می گذارد.

مدل های پیچیده کتی دقیق تر است. به ویژه افرادی که از حوزه های ریاضی، فیزیک و مهندسی وارد رشته مالی می شوند، به دلیل توانایی های خود، این تصور را دارند که هر چه مدل ها کمی تر باشند، برای تخمین ارزش مدل های بهتری هستند. در واقعیت البته این طور نیست. یک دلیل مدل سازی اساساً این است که جهان پیرامونی خود را کمی ساده تر کنیم. اگر قرار باشد مدل های ما به همان پیچیدگی جهان پیرامونی خودمان باشد و ما درک شهودی درستی از مدل خودمان نداشته باشیم، لزوماً آن مدل دیگر مدل خوبی نیست، و کمک زیادی به ما نمی کند. بعضی وقت ها مدل های آسان تر، اطلاعات بیشتری از ارزش گذاری دارایی به ما می دهند. در مورد آثار هنری، اتفاقاً بیشتر به سراغ مدل های به لحاظ ریاضی ساده تری می رویم که عمومیت بیشتری دارند.

رویکردهای ارزش گذاری

دارایی یا شرکت

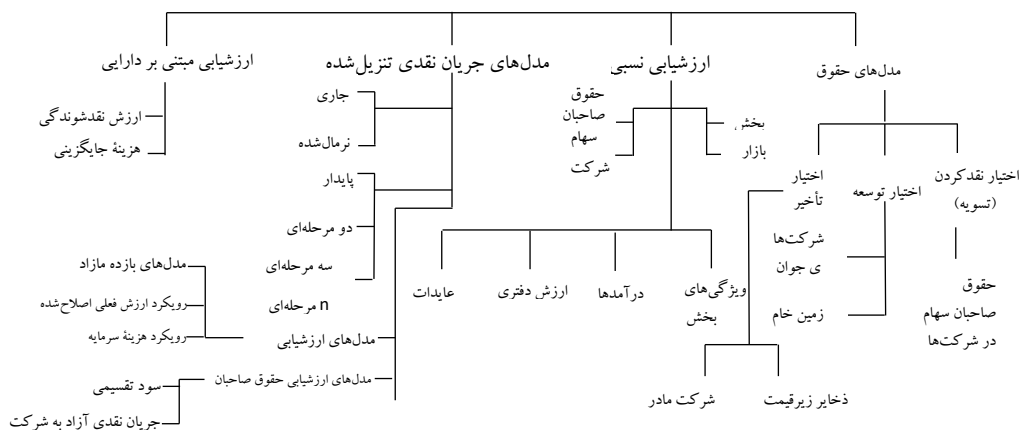
بعضی از مدل های ارزش گذاری، مبتنی بر دارایی^۱ است، یعنی ما براساس دارایی موجود در شرکت ها خود آن دارایی را ارزش گذاری می کنیم. گاهی هم وارد شرکت می شویم و بررسی می کنیم که این شرکت چقدر زمین، ماشین آلات، و موجودی انبار دارد؛ و ارزش گذاری براساس این اطلاعات انجام می شود. ارزش گذاری براساس دارایی از دو روش معروف دنبال می شود و اتفاقاً در ایران هم کارشناسان رسمی معمولاً سراغ یکی از دو روش می روند: ارزش نقدشوندگی^۲ و هزینه جایگزینی^۳. در روش اول بحث این است که اگر بخواهیم همه دارایی های شرکت را بفروشیم، چقدر پول به دست ما می رسد. در روش هزینه جایگزینی، می گوئیم اگر بخواهیم شرکتی مشابه را مجدداً تأسیس کنیم، با چقدر هزینه می توانیم این کار را انجام دهیم. این روش بسیار رایج است و معمولاً برای کسب تخمین اولیه از همین روش استفاده می شود.

ارزش حقوق صاحبان سهام یا شرکت

دسته بعدی روش های ارزش گذاری بر اساس تنزیل جریان های نقدی است که تنوع مدل بسیار دارد. شما احتمالاً خود از برخی روش ها در این حوزه استفاده می کنید. گاهی مدل برای این به کار گرفته می شود که حقوق صاحبان سهام ارزش گذاری شود؛ و گاهی برای این که ارزش کل شرکت

1. asset based valuation
2. liquidation value
3. replacement cost

نمودار ۱. رویکردهای ارزشیابی



محاسبه شود. می‌دانیم که این دو سری از مدل‌ها، اگر ارزش بازار بدهی‌ها را بدانیم، به راحتی به یکدیگر تبدیل می‌شوند.

ارزش حقوق صاحبان سهام. در سری مدل‌های محاسبه حقوق صاحبان سهام^۱ بیشتر از مدل تنزیل سود تقسیمی^۲ که در بازار سرمایه ایران هم عمدتاً از همین مدل‌ها استفاده می‌شود؛ حتی در گزارش‌های سازمان خصوصی‌سازی هم عمدتاً از همین مدل‌ها استفاده می‌شود. از جمله روش‌های دیگر ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام، ارزشیابی بر اساس جریان‌های نقدی آزاد^۳ ورودی به شرکت یا جریان نقدی آزاد متعلق به صاحبان سهام^۴ است. ممکن است پرسید چرا نوشتید جریان‌های نقدی آزاد شرکت در حالی که می‌خواهیم ارزش حقوق صاحبان سهام را اندازه‌گیری کنیم؟ برای این که در آن روش معمولاً نرخ تنزیل^۵ ما متوجه حقوق صاحبان سهام است. به همین دلیل، اگر چه جریان‌های نقدی آزاد شرکت را حساب می‌کنیم، ولی معمولاً از هزینه سرمایه در این روش بیشتر استفاده می‌شود و نهایتاً ارزش منصفانه را از داخل آن درمی‌آوریم.

ارزش کل شرکت. در بعضی از روش‌ها هم سراغ ارزش‌گذاری کل شرکت می‌روند، مثل روش هزینه سرمایه^۶، روش ارزش فعلی اصلاح شده^۷ و مدل‌های بازده مازاد^۸. این مدل آخر را اولسون^۹ و

1. equity models
2. dividend discounted model
3. free cash flow to firm
4. free cash flow to equity
5. discount rate
6. cost of capital
7. adjusted present value (APV)
8. excess return models
9. Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. (1999)

همکاران طراحی کرده‌اند؛ ایده اصلی آن است که باید تخمین بزنیم که هر شرکت چه ارزش‌هایی را می‌تواند به سودآوری خود به طور دائم اضافه کند.

مدل‌های ریاضی

مدل‌های ریاضی از مدل‌های خیلی ساده‌ای مثل مدل پایدار^۱ شروع می‌شود و تا مدل‌هایی که رندهای چندمرحله‌ای دارند، تنوع دارند. در انتخاب نرخ تنزیل، باید به مسائلی مثل رشد، تأثیر نرخ تورم بر نرخ تنزیل، یا این که ارزش‌گذاری برای عموم سرمایه‌گذاران است یا برای یک مشتری خاص، توجه کرد. بنابراین، مهم است که جریان‌های نقدی را در شکل جاری آنها استفاده کنیم یا بر اساس متغیرهایی که اشاره کردیم، آنها را نرمال‌سازی^۲ کنیم.

ارزشیابی نسبی^۳

در این رویکرد، این‌طور فرض می‌کنیم که در هر بازار دارایی‌هایی پیدا می‌شود که مشخصات مشابهی با دارایی موضوع ارزش‌یابی ما دارد. بنابراین بهتر است برای ارزشیابی، گروهی از دارایی‌ها را انتخاب کنیم که فکر می‌کنیم با دارایی ما شبیه است. بعد ارزشی را که بازار برای آن گروه دارایی تعیین کرده، پیدا می‌کنیم، و می‌یابیم آن ارزش بر اساس چه متغیرهایی از آن دارایی‌ها تعیین شده است. بعد موقعیت آن متغیرها را در دارایی خودمان پیدا می‌کنیم و یک رشته تعدیلات انجام می‌دهیم؛ با توجه به آن تعدیلات به ارزش‌گذاری دارایی مورد نظر می‌رسیم.

رایج‌ترین روش ارزش‌گذاری نسبی، روش قیمت به عایدی^۴ است. در این روش نسبت قیمت به عایدی سهام سایر شرکت‌ها در این صنعت استخراج می‌شود. چون تخمینی از سود هر سهم شرکت داریم، قیمت سهام آن با توجه به نسبت قیمت به عایدی صنعت محاسبه می‌شود.

در بازارهای سهام متغیرهایی مثل عایدی یا سود^۵ بسیار مورد استفاده قرار می‌گیرد. در بعضی از صنایع، به ویژه بازارهای خرده‌فروشی^۶، درآمد^۷ بسیار اهمیت دارد. برای مثال در صنایع خدمات دارویی ایران، اگر آگهی‌های فروش داروخانه‌ها را مطالعه کنید، درمی‌یابید که حتی اطلاعاتی راجع به متراژ داروخانه هم ارائه نمی‌شود، بلکه بیشتر از میزان فروش داروخانه صحبت می‌شود؛ چند میلیون تومان در روز فروش آزاد است؛ چند میلیون تومان فروش لوازم آرایشی دارد، چند میلیون

1. stable model
2. normalize
3. relative valuation
4. price/earnings or P/E ratio
5. profit
6. retail market
7. revenue

تومان فروش بیمه‌ای دارد، انگار که فقط درآمد، ارزش آن داروخانه را تعیین می‌کند. بسیاری از خرده‌فروشی‌ها بدین گونه با درآمد فروش ارزش‌گذاری می‌شوند.

ممکن است در ارزشیابی سراغ متغیرهای دیگر برویم؛ متغیرهایی که در آن صنعت خاص متغیر اثرگذار است. مثلاً در صنایع دارویی دنیا، بدین توجه دارند که شرکت‌ها چقدر حق امتیاز^۱ دارند. بنابراین، به‌رغم این که از روش‌های پایه‌ای متفاوت برای ارزش‌گذاری استفاده می‌شود، ولی در بعضی صنایع، بعضی از متغیرها اهمیت جدی خود را یافته‌اند. در پژوهش‌ها، متغیر ارزش دفتری^۲ نیز متغیری با اهمیت است.

مدل‌های حقوق احتمالی

معمولاً در ارزشیابی از روش‌های پیش‌گفته استفاده می‌کنیم، ولی ارزش‌های پنهان و ناگفته‌ای در شرکت‌ها وجود دارد که باید برای در نظر گرفتن آنها سراغ روش‌های دیگری برویم. ممکن است در شرکت‌ها منابعی باشند که هنوز به جریان نقدی تبدیل نشده باشند. باید آنها را در نظر بگیریم؛ باید روش‌های ارزش‌گذاری دیگری بیابیم که آن منابع بالقوه را بر ارزش شرکت اضافه کنند. این روش‌ها ارزشیابی را مدل‌های حقوق احتمالی^۳ می‌نامند. البته، معمولاً شرکت‌ها از روش حقوق احتمالی ارزش‌گذاری نمی‌شوند، و از یکی از روش‌های یادشده در بالا ارزش‌گذاری می‌شوند. اما اگر شرکت اختیاری دارد که ارزش پیدا کرده، و اضافه بر ارزشی است که از مدل‌های سنتی محاسبه شده، باید آن ارزش را محاسبه و به ارزش حاصل از مدل‌های معمول اضافه کنیم.

مثال ساده این است که دو شرکت فعال در بخش نفت داشته باشیم. فرض کنید آخرین صورت‌های مالی این دو شرکت بسیار شبیه هم است؛ دارایی‌هایشان هم بسیار شبیه است، اما از عمر یکی هشت سال و از عمر دومی سه سال گذشته باشد. دولت پروژه‌ای برای واگذاری به شرکت‌های فعال در صنعت دارد؛ در اسناد مناقصه پروژه اعلام می‌شود که شرکت‌هایی حق شرکت در مناقصه دارند که حداقل پنج سال در صنعت فعالیت داشته باشند. شرکتی که هشت سال از عمرش گذشته، معلوم نیست بخواهد در این مناقصه شرکت کند، معلوم نیست اگر شرکت کند برنده خواهد بود یا نه، و معلوم نیست اگر برنده شود، آن پروژه اصلاً سودآور خواهد بود یا نه. ولی شرکت دوم که سه سال از عمرش گذشته اصلاً نمی‌تواند در این پروژه شرکت کند. در مواردی شرکت دوم حاضر است ده میلیارد تومان بدهد، و حق شرکت در پروژه را از شرکت اول بخرد. موضوع اصلی این است که شرکت اول این گزینه را دارد که در این مناقصه^۴ شرکت کند. گزینه شرکت اول و گزینه‌های مشابه

1. patent

2. book value

3. contingent claim models

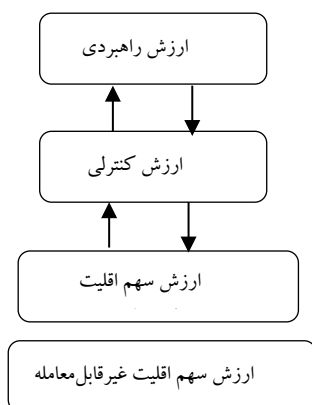
4. tender

ممکن است تبدیل به ارزش بشود یا نشود، چون اختیار است. اگر در زمان انقضا از اختیار استفاده نشود، بی‌ارزش می‌شود. گزینه‌هایی از جنس گزینه به‌تأخیرانداختن^۱، گزینه گسترش^۲، و گزینه نقدکردن^۳ گزینه‌هایی هستند که ممکن است به ارزش شرکت اضافه کنند، و باید از مدل‌های حقوق احتمالی برای محاسبه آنها استفاده شود.

سلسله مراتب ارزش^۴

در سلسله مراتب ارزش، هر قدر که در سطح بالاتری ارزش‌گذاری کنیم، ممکن است ارزش‌های پنهان دیگری وجود داشته باشد که آنها را محاسبه نکرده باشیم. این ارزش‌ها باید به ارزش دارایی موضوع ارزشیابی اضافه شود. ارزشیابی بر اساس این که چند سهم از شرکتی که در بازار نقدشوندگی زیادی ندارد یا غیرقابل فروش^۵ است موضوع ارزش‌گذاری است یا سهام قابل فروش^۶، طبعاً متفاوت است. معمولاً ارزش با قابل فروش بودن افزایش می‌یابد.

نمودار ۲. سلسله مراتب ارزش



اگرچه ما معمولاً سراغ آسان‌ترین روش‌های ارزش‌گذاری می‌رویم، ولی در برخی ارزش‌گذاری‌ها مثل ارزشیابی کارهای هنری پیچیدگی‌های خاص وجود دارد. مثلاً این که خریدار کیست، نکته قابل‌ذکری است:

- **خریدار استراتژیک^۷:** این که ما با چه نوع مشتری مواجه هستیم و خریدار چه نوع خریداری است مهم است. آیا خریدار، خریداری استراتژیک است؟ اگر خریدار

استراتژیک است، دارایی موضوع ارزشیابی ممکن است با بقیه دارایی‌های او هم‌افزایی‌هایی^۸ داشته باشد که به ارزش اضافه می‌شود. برای مثال، یک شرکت پخش و توزیع برای من ارزشی دارد، اما برای شرکت گلرنگ ارزش دیگری دارد. آن دارایی در زنجیره ارزش آن شرکت متفاوت ارزشیابی می‌شود. بنابراین، آن شرکت ممکن است برای آن قیمت بالاتری

1. option to delay
2. option to expand
3. option to liquidate
4. hierarchy of values
5. non-marketable
6. marketable
7. strategic buyer
8. synergy

بپردازد. در مثال دیگر، ممکن است شرکت بزرگی به این نتیجه برسد که اگر شرکت الف را تملک^۱ کند، می‌تواند صورت‌های مالی آن را بهبود بخشد. بنابراین، آن شرکت اطلاعاتی دارد که اگر شرکت هدف را بخرد، پیش‌بینی‌های قبلی به هم می‌خورد و جریان نقدی جدیدی شکل می‌گیرد که ارزش‌گذاری را تغییر می‌دهد.

- **خریدار مالی:** اگر خریدار مالی است، باید سراغ روش‌های دیگری برای ارزش‌گذاری رفت. این که خریدار دارایی را در بازار سهام عمومی می‌خرد، یا برای عرضه اولیه می‌خرد، یا دنبال ارزش ذاتی^۲ است، همه بر ارزشیابی او تأثیر می‌گذارد.
- **متغیرهای دیگر:** متغیرهای بسیار دیگر بر ارزش تأثیر دارند: مثلاً چه تیمی خریدار در اختیار دارد که در شرکت هدف ارزش خلق کنند، کدام فناوری ویژه‌ای را دارد که ارزش دارایی هدف را ارتقاء می‌دهد، به کدام بازار دسترسی دارد که رشد را ممکن می‌کند و غیره.

رویکرد درست ارزش‌گذاری متناسب با نوع دارایی

- **قابل عرضه‌بودن:** یعنی این که دارایی موضوع ارزش‌گذاری چقدر قابل عرضه است. اگر کسب‌وکار موضوع ارزش‌گذاری کاملاً شناخته شده است، کاملاً بالغ است، و دارایی‌های جدایی‌پذیری دارد، و پوسته خودش هم در بازار قابل معامله است، در آن صورت ممکن است سراغ روش ارزشیابی هزینه جایگزینی^۳ برویم که از رویکردهای ارزشیابی مبتنی بر دارایی است. در این رویکرد تصور آن است که بازار قیمت متصفانه روی دارایی‌های کسب‌وکار می‌گذارد. مثلاً، برای ارزشیابی کارگاه تراشکاری از همین روش استفاده می‌شود، چرا که هر دستگاه تراش قابل معامله در بازار است.
- **داشتن جریان‌های نقدی:** این که دارایی موضوع ارزشیابی جریان نقدی دارد یا نه، مهم است. در مواردی دارایی مورد نظر جریان نقدی دارد، یا در آینده نزدیکی جریان نقدی خواهد داشت، در این صورت می‌توان از روش‌های مبتنی بر تنزیل جریان نقدی استفاده کرد. اگر تعداد زیادی

1. take over

2. intrinsic value

3. replacement cost

شرکت‌های شبیه با شرکت موضوع ارزشیابی در بازار وجود داشته باشد، می‌توان از روش‌های ارزش‌گذاری نسبی استفاده کرد. ولی اگر جریان نقدی به شرایط بستگی دارد، مثلاً از شرکت پروژه‌ها و شرکت‌های پیمانکاری صحبت می‌شود، باید سراغ مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار^۱ رفت، یعنی حتماً از مدل‌های حقوق احتمالی در کنار مدل‌های دیگر استفاده کرد. شرکت‌های پروژه و پیمانکار در برخی زمان‌ها مناقصه را می‌برند و درآمد آنها زیرورو می‌شود و سودآوری دو سه سال آینده آنها تأمین می‌شود. در بقیه موارد برنده پروژه نمی‌شوند و چون معمولاً هزینه‌های بسیار سنگینی دارند و نمی‌توانند دارایی‌ها و نیروی انسانی‌شان را رها کنند، با زیان مواجه می‌شوند.

- **دارایی‌های منحصربه‌فرد:** دارایی‌هایی هستند که ممکن است در آینده جریان نقدی ایجاد نکنند و یا جریان نقدی آنها پیش‌بینی‌پذیر نباشد. آثار هنری معمولاً در این دسته‌بندی هستند. در این موارد سراغ مدل‌های ارزش‌گذاری نسبی می‌رویم تا ببینیم که بقیه چه قیمتی روی دارایی‌های خود می‌گذارند، و ما هم از همان روش استفاده کنیم. این که دارایی چقدر منحصربه‌فرد است اهمیت دارد. اگر دارایی بسیار منحصربه‌فرد باشد، یا باید سراغ جریان نقدی تنزیل‌شده رفت و یا سراغ مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار. اگر در بازار شبیه آن دارایی زیاد وجود داشته باشد، مدل‌های ارزش‌گذاری نسبی می‌توانند مناسب باشند؛ یعنی بازار می‌تواند برای آنها قیمت تعیین کند.

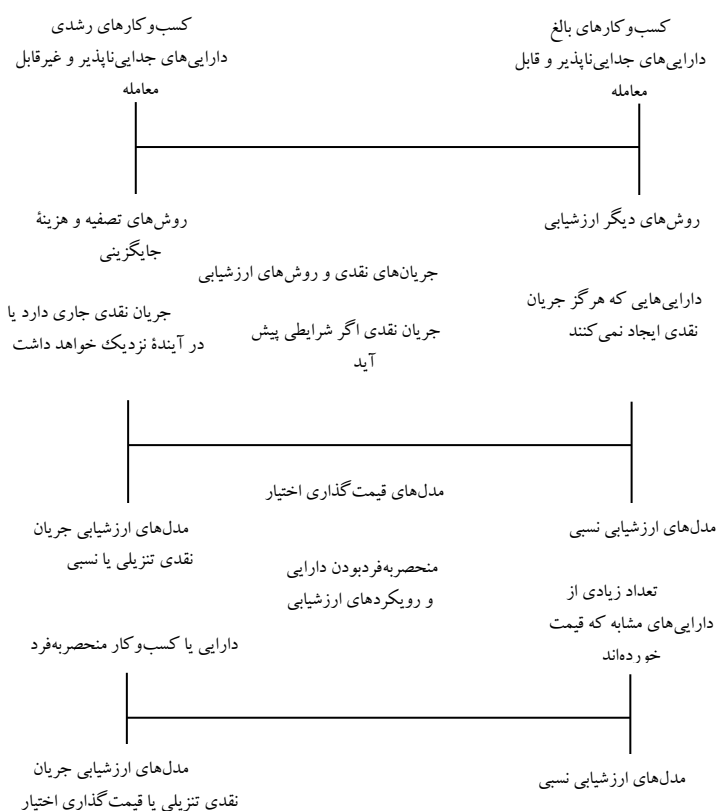
سایر متغیرهای مهم تأثیرگذار

- **افق زمانی:** هم‌چنین ارزش‌گذاری به دوره زمانی‌ای که سرمایه‌گذار به آن فکر می‌کند هم مربوط است. اگر من دارایی‌ای را می‌خرم که دو سال دیگر از آن سود تقسیمی^۲ بگیرم و از مالکیت سهام خارج شوم، می‌توان از ارزش تصفیه استفاده کرد. هر چقدر دوره سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند، بیشتر به سمت روش‌های ارزش‌گذاری نسبی، مدل‌های قیمت‌گذاری اختیار، و ارزش جریان نقدی پیش می‌رویم. نمودار ۳ تصویری خلاصه از روش‌های ارزشیابی مورد اشاره عرضه می‌کند.

1. option pricing models
2. dividend

- **دقت قیمت گذاری.** آیا بازار به درستی قیمت گذاری می کند یا نه؟ اگر بازار درست قیمت گذاری می کند، احتمالاً می توان با توجه به قیمت گذاری درست این بازار، از ارزش دارایی های مشابه استفاده کرد، یعنی سراغ ارزشیابی نسبی رفت. ولی اگر بازار به درستی قیمت گذاری نمی کند، باید دید خود دارایی چه مشخصاتی دارد و آن گاه به سراغ مدل تنزیل جریان نقدی رفت.

نمودار ۳. قابل معامله بودن دارایی ها و رویکردهای ارزشیابی



حراج تهران

بازار آثار هنری در ایران، بازار پرسابقه ای نیست. اگرچه معاملات آثار هنری سال هاست در ایران انجام می شود، اما بازار متشکل آثار هنری در ایران عمر چندان طولانی ندارد و به سال های دهه ۹۰ برمی گردد که حراج تهران شکل گرفت. حراج تهران از سال ۹۱ شروع شد و در آن حراج ۲۱ میلیارد ریال یعنی دو میلیارد

تومان فروش صورت گرفت. گران‌ترین اثر، کار سهراب سپهری بود که ۱۹۰ میلیون تومان به فروش رسید و از جمله آثار به‌نسبت کوچک سهراب است. در خرداد ۹۲، در حراج تهران ۶/۵ میلیارد تومان فروش شد. تابلوی جنگل یا پایه درختان سهراب سپهری یکی از مجموع تابلوهای معروف بود که حدود ۷۰۰ میلیون تومان به فروش رسید. برآورد قیمتی توسط تیم کارشناسی حدود ۵۰۰-۳۵۰ میلیون تومان انجام شده بود، ولی در حراج قیمت تا ۷۰۰ میلیون تومان هم افزایش پیدا کرد. در خرداد ۹۳ بار دیگر یکی از تابلوهای سهراب به عنوان گران‌ترین اثر به فروش رسید. کل فروش به ۱۳ میلیارد تومان رسید و تابلوی سهراب با این که بین ۶۰۰-۷۰۰ میلیون تومان ارزشیابی شده بود، و با قیمت پایه ۶۰۰ میلیون تومان چکش خورد، اما نهایتاً این اثر به یک میلیارد و ۸۰۰ میلیون تومان به فروش رسید. تابلویی دیگر از مجموعه معروف سهراب در حراج خرداد ۹۴، با دو میلیارد و ۸۰۰ میلیون تومان به فروش رسید. در خرداد ۹۵ تقریباً همان قدر فروش صورت گرفت و باز یکی دیگر از تابلوهای سهراب به سه میلیارد تومان به فروش رسید.

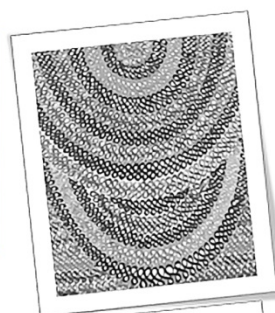
نمودار ۴. گران‌ترین آثار حراج هنر مدرن و معاصر ایران



در حراج زمستانی، کار آقای مشیری با عنوان شماره‌های سیاه روی سفید به قیمت ۸۵۰ میلیون تومان به فروش رسید. معمولاً حراج‌های تابستانی حراج‌هایی با آثار گران‌تر است و کل فروش هم ۱۲ میلیارد تومان بود. در تابستان سال ۹۶ تابلویی از سهراب که قبلاً به فروش رسیده بود، دوباره در حراج آمد و به قیمت خیلی بالاتری فروش رفت. کار منیر فرمانفرمائی‌ان به عنوان اثر پرفروش این حراج شناخته شد. در دی ۹۶ و دی ۹۷ اثر معروف ایشان به ۴ میلیارد تومان به فروش رسید. در تیر ۹۷، کار به‌نسبت بزرگی از سهراب سپهری به پنج میلیارد تومان به فروش رسید، و فروش حراج روی ۳۰-۴۰ میلیارد تومان رفت. در تیر ۹۸ کار «سرشاعر» پرویز تناولی سه میلیارد و ۲۰۰ میلیون تومان فروخته شد. در دی ۹۸ هم حسین زنده‌رودی، قوس آبی نیلگونش را سه میلیارد و ۲۰۰ میلیون تومان فروخت. متوسط فروش حراج هم به ۴۰ تا ۵۰ میلیارد تومان رسید و آثار گران بیشتر شد.

نمودار ۵. گرانترین آثار حراج‌های هنر معاصر و هنر کلاسیک و مدرن

هنر معاصر ایران - دی ۱۳۹۸ فروش کل: ۲۱۷,۱۷۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال گران‌ترین اثر* حسین زنده‌رودی قوس آبی نیلگون برآورد قیمت: ۴۰,۰۰۰ - ۲۰,۰۰۰ میلیون ریال قیمت فروش: ۳۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	



حراج هنر کلاسیک و مدرن ایران - تیر ۱۳۹۸ فروش کل: ۴۲۲,۰۴۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال گران‌ترین اثر* پرویز تناولی سر شاعر برآورد قیمت: ۴۰,۰۰۰ - ۲۰,۰۰۰ میلیون ریال قیمت فروش: ۳۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	



اهداف ارزش‌گذاری

برای این که این حراج‌ها در سراسر دنیا برگزار شود، برای این که موزه‌ها آثار بخرند، برای این که موزه‌ها آثارشان را به همدیگر قرض دهند، برای این که کسی اثری را اهدا کند^۱، برای این که آثاری بیمه شود؛ ... نیاز است تا ارزش آثار هنری را بدانیم.

1. donate

ارزش‌گذاری آثار هنری

مشخص است وقتی راجع به اثر هنری^۱ صحبت می‌کنیم، راجع به کالایی صحبت می‌کنیم که اولاً منحصر به فرد است؛ ثانیاً چندان قابل فروش نیست، بدین معنا که همیشه این آثار در حراج‌هایی مثل کریستیز^۲ یا سازوویز^۳ معامله نمی‌شوند. بعضی وقت‌ها فروش یک اثر ممکن است یک سال طول بکشد؛ بعضی وقت‌ها اثری برای مدتی طولانی تر فروش نرفته باقی می‌ماند؛ بعضی وقت‌ها اثری با قیمت پایه ۱۰۰ میلیون تومان، آخر کار ۵۰۰ میلیون تومان به فروش می‌رسد یا ۶۰ میلیون تومان هم قابل فروش نمی‌شود. یعنی جریان نقدی ندارند؛ پس مهم‌ترین مشخصات این آثار آن است که جریان نقدی دائم ندارند.

برای این آثار معمولاً جریان نقدی یک بار رخ می‌دهد. مثلاً من تابلویی از سهراب سپهری دارم، و فکر می‌کنم که آن تابلو ۳-۴ میلیارد تومان می‌ارزد، ولی اصلاً نمی‌دانم چه زمان می‌توانم آن را بفروشم، و وقتی که می‌فروشم، نمی‌دانم چقدر پول به من می‌رسد. نکاتی در این زمینه قابل ذکر است.

افق زمانی: اگر امروز بخواهم برای سرمایه‌گذاری تابلویی را بخرم، و فکر کنم که خریدار می‌خواهد بعد از یک یا دو سال دیگر آن تابلو را بفروشد، طبعاً نمی‌توانم روی تابلوی کسی سرمایه‌گذاری کنم که تازه وارد حراج‌ها شده است. بنابراین، باید روی کسانی سرمایه‌گذاری کنم که آثار آنها شناخته شده است و کارهای‌شان قیمت خورده است. ولی اگر سرمایه‌گذار من افق سرمایه‌گذاری ۱۰ ساله دارد، می‌توانم روی آثار هنرمندان جوان سرمایه‌گذاری کنم. وقتی افق سرمایه‌گذاری بلند باشد، می‌توانند برای مثال سراغ ۲۰ هنرمند جوان بروند و کار آنان را شناسایی کنند. شروع به خرید آثارشان کنند؛ حتی با آنان قرارداد ببندند که آثارشان را انحصاری به آنان بفروشند و به کس دیگری نفروشند. بعد آرام آرام این آثار را در بازارهای مختلف عرضه می‌کنند. ده سال که بگذرد، ممکن است آثار ۵ نفر از این هنرمندان قیمت چند ده برابر پیدا کند، و آثار بقیه ممکن است در بازار با استقبال روبرو نشود.

منحصر به فرد بودن: این آثار معمولاً منحصر به فرداند. به خصوص در مورد هنرمندان معروف، تنها آثار مشابه خود آنان، یا آثار شاگردان نزدیک و افراد هم‌سبک‌شان ملاک است. بنابراین، اگر بخواهیم سراغ ارزیابی نسبی برویم که رایج‌ترین روش ارزش‌گذاری است، پیدا کردن گروه‌های مشابه هم باید با دقت بیشتری انجام شود. باید دید کارهای دیگر هنرمندان با چه قیمتی، کجا و در چه حراج‌هایی عرضه می‌شود.

1. art work
2. Christy's
3. Sotheby's

سبک زندگی^۱: هنرمندانی داشته‌ایم که رشد قیمت دارایی‌شان زیاد بوده، و به یک‌باره رشدشان متوقف شده است. وقتی دلیل این موضوع را جستجو می‌کنیم، درمی‌یابیم که وی کلاً یک تابلوی موفق داشته، و در سال بعدی دو تابلو داده، و بعد در سال‌های بعدی ۵ تابلو تولید کرده و بدین ترتیب اثرش کم‌فروغ‌تر شده است. هنرمند ممکن است در دوره‌های زمانی معینی اثرگذار باشد. اگر هنرمندی فوت کند، ممکن است اثرش چند درصد افزایش قیمت پیدا کند، به دلیل این که دیگر آثار مشابه‌ای تولید نخواهد شد. البته دلیل دیگر افزایش قیمت بعد از فوت آن است که توجه بیشتری به آثارش می‌شود.

اندازه اثر: در بسیار موارد اندازه اثر هم مهم است. من مثالی در مورد سهراب سپهری زدم. تابلوی اولیه ایشان که فروش رفت، به نسبت کوچک بود، ولی آن تابلویی که ۵ میلیارد و ۱۰۰ میلیون تومان فروش رفت، تابلوی بسیار بزرگی بود؛ از نوع تابلوهایی که می‌توانید در سالن‌ها از آنها استفاده کنید. غیر از اندازه اثر، این که اثر چقدر بیمه می‌شود و چه گزینه‌هایی دارد و آیا گزینه دوباره عرضه در یک حراجی معروف را دارد یا نه، از اهمیت برخوردار است.

اصالت و سبک اثر: اصالت اثر را چه کسانی تأیید کرده‌اند. ژانر، سبک^۲ و روشی^۳ که روی اثر کار شده، بسیار مهم است. امروزه گران‌ترین تابلوهای رئال^۴ از ارزان‌ترین تابلوهای سبک قهوه‌خانه‌ای ما ارزان‌تر است، دلیل این است که سبک اخیر الان خواهان دارد؛ اساساً امروزه تابلوهای سبک رئال دیگر خیلی گران نیست: سبک رئال در زمان‌هایی بسیار پرارزش بود که مسئله عکس‌برداری و تصویربرداری وجود نداشت. الان سبک آثار رئال رواج ندارد. حتی در سبک‌های نوین^۵ هم همین‌طور است؛ برای دوره‌ای یک سری آثار رواج دارند، و همه می‌روند و آنها را می‌خرند؛ بعد از آن دوره آن سبک ممکن است از دور بیفتد و کاملاً از بازارها خارج شود. اصالت^۶ اثر خیلی مهم است. به همین دلیل هم بعضی از عرضه‌کننده‌ها، شرکت‌ها یا گالری‌های معروف وقتی در حراج، اثری را عرضه می‌کنند، به یک‌باره، ۲۰ یا ۵۰ درصد قیمت را بالا می‌برند، چرا که سرمایه‌گذاران می‌دانند آن شرکت و عرضه‌کننده روی اصالت حساسیت بیشتری دارد؛ به علاوه، بازار هم دست‌شان است، یعنی اگر این سبک را می‌آورند، کم‌کم می‌خواهند آن سبک را روی کار آورده و رایج کنند.

1. life style
2. style
3. method
4. real
5. modern
6. originality

نمودار ۱. گرانترین آثار حراج‌های هنر مدرن و معاصر و کلاسیک و مدرن



نوع حراج^۱ یا فروش: برای فروش آثار هنری حراج‌های معروفی وجود دارد که به اصطلاح از روش‌های چکش‌زنی استفاده می‌کنند. فروش آثار هنری ممکن است در گالری‌ها صورت بگیرد؛ در گالری‌ها ممکن است فروش آثار هنری به این شکل باشد که افراد قیمت‌ها را روی کاغذ می‌نویسند و در پایان دوره نمایش باز، اثر به گران‌ترین پیشنهاددهنده تعلق می‌گیرد. بعضی وقت‌ها اولین نفری که پیشنهاد می‌دهد برنده می‌شود. مثلاً وقتی در گالری روی اثر قیمت ۳۵ میلیون تومان خورده، و خریدار آن قیمت ۳۵ میلیون تومان را می‌پذیرد، برجسی روی اثر زده می‌شود که آن اثر فروخته شده است. اگر نفر بعدی بیايد و قیمت ۴۰ میلیون تومان هم بدهد، امکان خرید نخواهد داشت. یعنی، حراج لزوماً این گونه نیست که قیمت بالاتر برنده شود، بلکه هر شخصی زودتر قیمت تعیین شده را بپذیرد، فروش انجام می‌شود.

تعداد مشتریان بالقوه. وجود تعداد زیادی مشتری بالقوه^۲ مهم است. در بعضی زمان‌ها، وقتی از کارشناس حراج مشورت می‌خواهید، به شما می‌گویند این تابلو (اثر) را بخرید، چون چندین خریدار می‌خواهند این اثر را بخرند؛ این را ۷-۸ نفر می‌خواهند و روی آن قیمت گذاشته‌اند. حتماً در روز چکش‌زنی، قیمتش بالا می‌رود. بعد توصیه می‌کنند که بیا و این را بخر که همان سبک است، یا همان هنرمند است، و این هنوز خریداری ندارد، اما قیمت آن خیلی رشد خواهد کرد.

1. auction
2. potential customer

بازی‌ها و اتفاقات احتمالی در حراج‌ها

در مورد تابلوها، حتی اگر حراج در ایران برگزار شود، قیمت‌گذاری توسط تیمی کارشناسی صورت می‌گیرد. تیم قیمت‌گذار معمولاً ۵-۳ درصد ارزش تابلو یا اثر را دریافت می‌کند. برگزارکننده حراج گاهی تا ۱۵ درصد رقم فروش را دریافت می‌کند. در ایران تیم سه یا پنج نفره قیمت می‌گذارند؛ در بعضی از حراج‌های بزرگ دنیا، تیم‌های بزرگ بیست و چند نفره قیمت‌گذاری آثار را انجام می‌دهند. در مورد آثار هنرمندان جدید، معمولاً دامنه قیمتی داده می‌شود؛ مثلاً می‌گویند با قیمت بین ۶۰۰-۸۰۰ میلیون تومان حراج را شروع کنید. اما گاه به‌رغم این قیمت، اثر به ۴ میلیارد تومان به فروش می‌رسد. مثلاً برای اثر سهراب سپهری در خرداد ۹۴، برآورد قیمت بین یک میلیارد و ۲۰۰ میلیون تومان تا یک میلیارد و ۶۰۰ میلیون تومان بوده است. اما فروش در خرداد ۹۴ با قیمت دو میلیارد و ۸۰۰ میلیون تومان انجام شد که با قیمت ۷ کارشناس در آن زمان، یک میلیارد و ۲۰۰ میلیون تومان تفاوت داشت. یا در خرداد ۹۳ باز دوباره اثری که ۶۰۰-۸۰۰ میلیون تومان قیمت کارشناسی داشت، یک میلیارد و ۸۰۰ میلیون تومان معامله شد، یعنی قیمت فروش از مرز سه برابر قیمت پایه هم عبور کرد. بنابراین، با همه دقت‌ها، این جو روانی است که اثرگذاری بسیار زیادی دارد. به‌رغم دستمزد بالای کارشناسان، ممکن است قیمت پایه ارائه‌شده با قیمتی که نهایتاً به فروش می‌رسد، تفاوت‌های جدی داشته باشد.

بعضی وقت‌ها این آثار در حراج‌ها به فروش نمی‌رسد، و معمولاً بازی‌هایی روی قیمت اثر اتفاق می‌افتد:

- ✓ سرمایه‌گذارانی هستند که به دنبال مجموعه‌ای^۱ از آثاراند و مجموعه را می‌خرند. نحوه قیمت‌گذاری این سرمایه‌گذاران مجموعه‌دار با دیگران فرق می‌کند. در بسیاری از موارد در حراج‌ها، این سرمایه‌گذاران را می‌شناسند. خبر می‌پیچد که فلان مجموعه‌دار آمده است که گردآورنده آثار فلانی است. این خبر بر قیمت تأثیر می‌گذارد.

- ✓ برگزارکننده حراج ممکن است بازیگرانی را به حراج بفرستد. وظیفه این بازیگران معمولاً داغ کردن فضای حراج است. این بازیگران معمولاً قیمت اولیه را می‌گذارند؛ خیلی وقت‌ها اگر بینند که قیمت جا دارد، مثلاً دو خریدار بالقوه^۲ وجود دارند، ممکن است ۵۰ میلیون تومان قیمت را بالا برده و روی اثر بکشند. البته، معمولاً حراج‌های معروف این کار را نمی‌کنند، چون اگر موضوع لو برود، اعتبارشان آسیب می‌بیند. برعکس در حراج‌های کوچک‌تر، این کار بسیار اتفاق می‌افتد. این نوع دخالت باید بادقت انجام شود، چرا که در صورت بی‌دقتی، اثر ممکن است روی دست اداره‌کنندگان حراج بماند. بازیگر باید مواظب آخرین پیشنهاد^۳ باشد. مثال بزنیم: خریدار اثر را ۲۰۰ میلیون تومان طلب می‌کند؛ بازیگر

1. collection
2. potential buyer
3. bid

حراج قیمت ۲۵۰ میلیون تومان را پیشنهاد می‌دهد، و طی چند رفت و برگشت، بازیگر قیمت ۳۰۰ میلیون تومان را پیشنهاد می‌دهد. خریدار واقعی قیمت ۳۳۰ میلیون تومان را ارائه می‌کند. در این مرحله اگر بازیگر قیمت ۳۸۰ میلیون تومان را بدهد، و خریدار واقعی سر جای قبلی توقف کند، نهایتاً بازیگر حراج باید اثر را بخرد؛ کاری مغایر با هدف از حضور او در حراج. حراجی‌های خیلی معروف سعی می‌کنند این کار را نکنند.

✓ بعضی وقت‌ها بازیگر استراتژی چندنفره^۱ دارد. یعنی خریدار اصلی یک نفر است، ولی ۳-۴ بازیگر او را همراهی می‌کنند تا روی حراج کار شود، بتوانند جو را تغییر داده و کنترل کنند، و به قیمت مناسب برسند.

✓ حضور بعضی‌ها فقط برای این است که قیمتی را برای اثری تثبیت کنند. مثلاً سرمایه‌گذاری حامی فلان هنرمند است و اثر آن هنرمند را به حراج‌ها می‌رساند. هدف او از شرکت در حراجی معروف، فقط آن است که اثر آن هنرمند قیمت بگیرد. تلاش سرمایه‌گذار به نتیجه می‌رسد و اثر آن هنرمند به این حراج می‌رسد. حالا تلاش سرمایه‌گذار آن است که قیمت اثر این هنرمند در حراج بالا رود، بدون این که بخواهد آن اثر را بخرد. چرا؟ چون این سرمایه‌گذار پنج اثر از این هنرمند در مجموعه خود دارد، و در حراج شرکت می‌کند تا اثر ششم این هنرمند قیمت بالا بخورد. یا قرارداد ده‌ساله با صاحب اثر دارد، و در حراج موضعی می‌گیرد که با منافعش در این قرارداد همخوان باشد. یعنی سرمایه‌گذار خود خریدار اصلی نیست، بلکه می‌خواهد قیمت اثر بالا رود، چون از این هنرمند آثار دیگری دارد. بنابراین، اگر قیمت اثر در حراج به جای ۵۰۰ میلیون تومان، یک میلیارد تومان بشود، پنج اثر در اختیار او قیمت بالاتری خواهد داشت.

✓ بعضی اوقات خریدار فقط برای این وارد بازار می‌شود که او را بشناسند، بازیگر بازار شود و آرام‌آرام در حراج‌ها و بازار جایگاه خود را پیدا کند. مثلاً وارد بازار شده و در حراج زمستانی تهران تابلویی را به ۱۰۰ میلیون تومان می‌خرد تا ارتباطش با بازار برقرار شود. امیدوار است با این خرید کوچک، به ۱۰ گالری دیگر دعوت شود. در واقع، هدفش از خرید آن است که وارد بازار شود، و بازیگران بازار او را بشناسند. به بیان دیگر، با خرید کوچکی بازار را آزمایش می‌کند. اینها بازی‌هایی است که در بازار حراج محصولات هنری رخ می‌دهد و در ارزشیابی این محصولات باید بدانها توجه کرد.

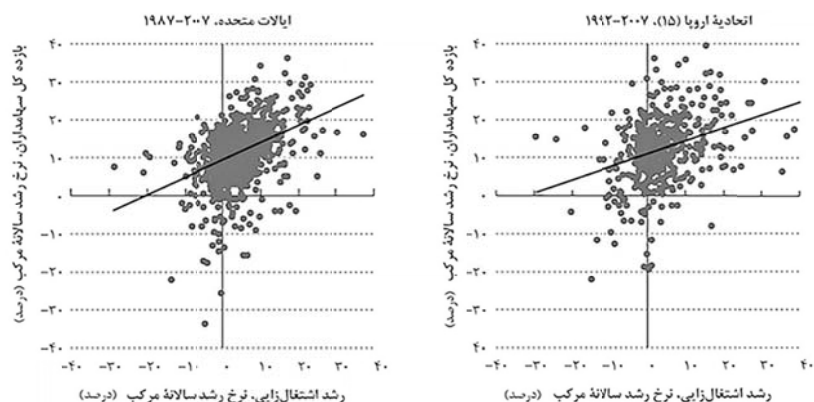
1. multi-buyer strategy

مبانی ارزشیابی سهام در بازار: تجربه‌های ایران^۱

هادی لاری

در این نشست نخست با ارائه چند اسلاید در مورد اصول ارزشیابی صحبت می‌کنم و بعد به نمونه‌هایی از ارزشیابی‌های انجام‌شده در بازار ایران اشاره می‌کنم. وقتی می‌خواهیم در مورد ارزش شرکت صحبت کنیم، این سؤال پیش می‌آید که اصلاً چه ضرورتی دارد که شرکت‌ها تمرکزشان روی ارزش باشد؟ وقتی در مورد ارزش صحبت می‌کنیم، اگر بخواهیم بدلی^۲ برای ارزش شرکت در نظر بگیریم، منظور ارزشی است که عاید سهامداران می‌شود، یعنی کل چیزی که نصیب سهامداران می‌شود. وقتی سهامداران سهام شرکتی را می‌خرند، یا با افزایش قیمت و یا با دریافت سود تقسیمی^۳ عایدی می‌گیرند. کل چیزی که طی سال سهامداران دریافت می‌کنند را بدلی برای ارزش شرکت در نظر می‌گیریم.

نمودار ۱. هم‌بستگی بین بازده کل سهامداران و رشد اشتغالزایی



در کشورهایی که مقررات درستی در آن‌جا وضع شده، تمرکز شما به عنوان مدیر باید روی ارزش شرکت باشد؛ روی حداکثر شدن قیمت سهام، و باید بیش‌ترین سود را عاید سهامداران کنید.

مطالعاتی وجود دارد که نشان می‌دهد به طور میانگین شرکت‌هایی که بیش‌ترین ارزش را تولید می‌کنند، منافع همه ذی‌نفعان را در نظر می‌گیرند. در عین حال، این شرکت‌ها منافع مدیران، کارمندان

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۸ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش‌شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. proxy
3. dividend

و حتی دولت‌ها را هم تأمین می‌کنند. مطالعه نمودار ۱ نشان می‌دهد شرکت‌هایی که بیش‌ترین ارزش را در بازه زمانی نسبتاً طولانی ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۷ خلق کرده‌اند، همان شرکت‌هایی بوده‌اند که بیش‌ترین اشتغال‌زایی را داشته‌اند.

اشتغال‌زایی ارزش به حساب می‌آید و دربرگیرنده مسئولیت اجتماعی است. بنابراین، اگر روی ارزش تمرکز کنید، مسئولیت اجتماعی‌تان را هم انجام می‌دهید: به محیط اطراف شرکت سود می‌رسانید و بیش‌ترین مالیات را به دولت می‌پردازید. تمرکز روی ارزش در ایران، چون محیط رقابتی نیست، ممکن است بعضاً رانتی باشد. بعضی شرکت‌ها فکر می‌کنند اگر سود می‌کنند، در کنارش باید کار اجتماعی هم انجام دهند؛ در حالی که اگر کارشان را درست انجام بدهند، اگر محیط رقابتی باشد و مقررات به‌درستی رعایت شود، باید تمرکزشان روی ارزش شرکت باشد، و بقیه چیزها ضرورتاً به‌درستی انجام می‌شود. بنابراین، تمرکز روی ارزش موضوعی حائز اهمیت است.

عوامل ارزش

ارزش از چه عواملی تشکیل شده؟ ارزش دو مؤلفه اصلی دارد: جریان نقدی و هزینه سرمایه. جریان نقدی آزاد شرکت چیزی فراتر از سود شرکت است. مثلاً در محاسبه سود در مفهوم حسابداری، استهلاک را از رقم درآمد کم می‌کنیم؛ شرکتی که ماشین‌آلات دارد، استهلاک آن را کم می‌کند و رقم سود را نشان می‌دهد. اما در جریان نقدی، نقد^۱ برای ما اهمیت دارد، نه این که به دنبال آن باشیم که سود حسابداری شرکت چقدر است. این جریان نقدی باید آن جریان نقدی آزاد باشد که در نهایت به سهامداران شرکت می‌رسد. هر شرکت جریان نقدی ایجاد می‌کند، اما باید با اولویت آن را به دیگران پرداخت کند. اول حقوق کارمندان خود را پرداخت کند، بدهی‌هایش را بپردازد، اگر پرونده‌های حقوقی دارد و بابت آن‌ها پولی را باید به شاکیان پرداخت کند، آن‌ها را بپردازد،... و آنچه در نهایت آزاد است و به صاحبان سهام^۲ شرکت می‌رسد، آن جریان نقدی آزاد است که پس از تنزیل تنها چیزی است که ارزش شرکت را می‌سازد.

خود این جریان نقدی دو محرک اصلی دارد که باعث کم و زیاد شدن جریان نقدی شرکت می‌شود: رشد درآمدها و بازدهی روی سرمایه‌گذاری‌ها. بنابراین، این می‌شود آنچه در صورت کسر برای محاسبه ارزش حساب می‌کنیم. در مخرج هزینه سرمایه را داریم؛ یعنی هزینه پولی که کسب می‌کنیم و به شرکت می‌آوریم. این هزینه عملاً چقدر است؟ این جریان نقدی سال‌های آینده با چه نرخ باید تنزیل شود؟ بنابراین، این دو مؤلفه تنها چیزی است که ارزش شرکت را می‌سازد.

1. cash

2. equity holder

نمودار ۲. مؤلفه‌های ارزش شرکت



اهمیت رشد درآمد

مطالعات نشان می‌دهد بین دو محرک جریان نقدی آزاد، یعنی «رشد درآمد» و «بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده»، تمرکز اول شرکت‌ها باید روی رشد درآمد باشد. یعنی، خیلی به‌ندرت پیش می‌آید که با افزایش بازدهی شرکت، ارزش بیش‌تر تحریک شود تا با افزایش رشد درآمد شرکت. معمولاً یک درصد افزایش رشد درآمد تأثیر بسیار بیشتری بر ارزش دارد تا یک درصد افزایش بازده روی سرمایه‌گذاری. رشد انواع مختلف دارد، و هر رشدی منظور ما نیست. مثلاً رشد از طریق تملک شرکتی دیگر، خیلی ارزش افزوده ایجاد نمی‌کند. وقتی رشدی می‌کنید که هزینه جدی به رقبا تحمیل می‌کند، رقبا ممکن است مقابله به مثل کنند. منظور ما از رشد، بیش‌تر رشدی است که از طریق بازارهای جدید به‌دست می‌آید؛ یعنی اگر شرکت در یک بازار فعال است و بازار جدیدی را به دست می‌آورد و یا محصول جدیدی ارائه می‌کند که بقیه رقبا از این محصول جدید استفاده می‌کنند، لزوماً دیگر رقبا با شرکت مقابله نمی‌کنند.

مفهوم تقلیل‌یافته ارزش

ارزش حاصل جریان‌های نقدی آتی آزاد شرکت است که خود ناشی از بازده است، و با توجه به زمان با هزینه سرمایه شرکت تنزیل می‌شود. چیزی که در بازار ما معمول شده و به عنوان ارزش ارائه می‌شود، مفهوم تقلیل‌یافته و ساده‌شده ارزش است.

اکثر فعالان بازار یک EPS یا «عایدی هر سهم»^۱ برای شرکت محاسبه می‌کنند، یعنی شرکت در سال چقدر سود برای هر سهم می‌سازد. بعد این درآمد هر سهم را در یک ضریب P/E ضرب می‌کنند. این که P/E از کجا می‌آید، واقعا جای سؤال دارد. گاهی از رقم میانه شرکت‌های گروه استفاده

1. earning per share

می‌شود. مثلاً، وقتی می‌خواهند شرکتی فولادی را ارزیابی کنند، ده شرکت فولادی را فهرست می‌کنند؛ آن‌گاه پنجمین شرکت را انتخاب می‌کنند که P/E آن نه خیلی بالا و نه خیلی پایین است. مثلاً وقتی P/E وسط برابر ۷ باشد، آن‌گاه EPS شرکت را حساب می‌کنند و ضرب در ۷ می‌کنند. اگر قیمت بالاتر از این رقم باشد، شرکت گران است و آن را نمی‌خرند؛ اگر قیمت پایین‌تر از این باشد، شرکت ارزان است و آن را می‌خرند.

در مواردی سود بانکی را به عنوان مبنا در نظر می‌گیرند. می‌گویند اگر یک میلیون تومان پول را در بانک بگذاریم، ۲۰۰ هزار تومان بازده دارد. این نسبتی ۵ برابر است. حال اگر در بازار سهام هم چیزی به دست آوریم که به ما نسبت P/E پنج یا همان سود بانکی را بدهد، پس خوب است. EPS را محاسبه و در عدد ۵ ضرب می‌کنند؛ یعنی شرکت باید بازده‌ای حداقل معادل سود بانکی بدهد.

بعضی میانگین EPS دو سال را حساب می‌کنند و رقمی بین دو سال را در نظر می‌گیرند. برای نشان‌دادن این که چرا EPS با آنچه جریان نقدی^۱ گفته می‌شود، فرق دارد، چند مثال می‌زنیم. باید ببینیم چرا مهم است برای هر شرکت سال به سال جریان نقدی حساب کنیم؟ و چرا تمرکز محض روی EPS می‌تواند ما را به خطای بزرگ بیندازد؟ اتفاقاً آن جاهایی که شما فرصت دستیابی به سود جدی دارید، همان جاهایی است که مفهوم EPS و P/E کار نمی‌کند؛ همان جاهایی که مغلطه‌ای پیش آمده، برای این که شما آن مغلطه را شناسایی کرده و سود عمده‌ای ببرید، باید روی مفهوم جریان نقدی تمرکز کنید. پس، استفاده از تحلیل EPS امسال یا دو سال کافی نیست. به کارگیری فرمول ساده $VALUE = EPS \times P/E$ خطای رایجی است. شاید EPS ابزار ساده و دم‌دستی برای ارتباط باشد، ولی همه چیز نیست.

فرق روش ارزشیابی جریان نقدی با EPS

مفهوم جریان نقدی چه فرقی با EPS دارد؟ یکی از فرق‌های مهم آن است که جریان نقدی مستقل از رویه‌هاست؛ یعنی این که از چه رویه‌ای و از چه استاندارد حسابداری استفاده می‌کنید، نمی‌تواند تأثیری روی جریان نقدی داشته باشد. یک مثال واقعی را ذکر می‌کنم، بدون این که اسم شرکت را ببرم. شرکت ساختمانی الف، پروژه‌ای را در شهر اندیشه می‌سازد؛ این پروژه در حال ساخت و پیشرفت است. براساس استانداردهای حسابداری، لازم نیست تا انتهای پروژه صبر شود و سود شناسایی شود. وقتی پروژه مقداری پیشرفت کرد می‌توانید در حساب پروژه سود شناسایی کنید.

مثلاً اگر به فرض، استاندارد می‌گوید با ۴۰٪ پیشرفت فیزیکی می‌توانید سود شناسایی کنید، با این درصد برای امسال سود پروژه را شناسایی می‌کنید. حال اگر استاندارد جدید تعیین شود و مقرر شود که مثلاً از استانداردهای حسابداری IFRS استفاده شود، و این استاندارد جدید به فرض با ۲۰٪

1. cash flow

پیشرفت پروژه اجازه شناسایی سود دهد، معنی این تغییر رویه در گزارش سه ماهه آتی شرکت ساختمانی الف چیست؟ اگر در حساب‌های شرکت عمیق نشوید، فکر می‌کنید شرکت برای سه ماه آینده سود خوبی پیش‌بینی کرده. بنابراین، پیش‌بینی شما از EPS شرکت عوض می‌شود: تا الان فکر می‌کردید قرار است شرکت ۱۰۰ تومان سود بسازد، اما می‌بینید در پیش‌بینی آتی این رقم ۱۲۰ تومان شده است. حالا EPS را در P/E ضرب می‌کنید. به یک‌باره تخمین ارزش شرکت ۱۰۰ تومان بالا می‌رود. اما واقعیت چیست؟

واقعیت آن است که اساساً واحدهای ساخته‌شده واحدهایی نامرغوب است و پروژه تقاضای چندانی نداشته؛ شرکت وقتی دید نمی‌تواند واحدهای پروژه را بفروشد، پروژه اندیشه را با شرایط پرداخت بسیار بلندمدت به بازار واگذار کرد. در محیط تورمی سال ۱۳۹۹ ایران، شما می‌توانستید با پیش‌پرداخت ۲۰٪، بقیه اقساط را سه‌ساله پرداخت کنید. در شرایطی که از اول سال ۹۹ قیمت مستغلات افزایش ۵۰ درصدی داشته، فروش این واحدها با ۲۰٪ پیش‌پرداخت و مابقی سه ساله طبعاً ممکن بود. با چنین شرایط پرداختی، واحدها فروش رفت و با مشتریان قرارداد منعقد شد. با استفاده از معیار EPS، شرکت سود شناسایی کرد، و EPS هم افزایش پیدا کرد. اما با معیار جریان نقدی، وقتی چک‌های دریافتی ۳۶ ماهه وصول شده، و جریان نقدی ۳۶ ماهه را روی کاغذ می‌آوردید، و ارقام را تنزیل می‌کنید، به ارزش روز، رقم محاسبه‌شده بسیار نازل می‌شود، در حالی که با معیار «عایدی هر سهم»، ارزش شرکت بسیار افزایش یافته است.

ماهیت عملیاتی جریان نقدی

چرا باید روی جریان نقدی تمرکز کنیم، زیرا جریان نقدی روی درآمدهای عملیاتی شرکت تمرکز دارد، یعنی جریان نقدی ماهیت عملیاتی^۱ دارد؛ در این نوع محاسبه باید جریان نقدی عملیاتی را از غیرعملیاتی جدا کرد. مثال واقعی دیگر به این نکته مربوط است. یکی از بانک‌ها زمین بسیار بزرگ چند هزار متری در یکی از بهترین نقاط تهران دارد. آن شرکت ساختمانی که زیرمجموعه بانک است و به بانک سود تقسیمی می‌دهد، توانسته است مجوزی برای ساخت دریافت کند. در نتیجه این مجوز، چند صد واحد مسکونی بسیار گران قیمت ساخته می‌شود.

در این مورد، مسئله فرق دارد: واحدهای مسکونی مشتری دارد و مشتریان آماده‌اند واحدها را نقداً بخرند. با فروش این واحدها در دو سه سال آینده، سالیانه ۱۰۰۰ میلیارد سود مازاد تولید می‌شود، معادل یا بیشتر از سود بانکداری. سود مازاد EPS یک‌ساله یا دوساله آینده بانک را افزایش می‌دهد. رقم EPS این دو سال در هر سال، ۱۰۰۰ میلیارد تومان درآمد مربوط به زمین شرکت زیرمجموعه را

1. operative

در خود دارد. اما وقتی EPS را در P/E ضرب می‌کنید، بدان معناست که سود غیرعملیاتی بانک را به آینده تعمیم می‌دهید. چنین محاسبه‌ای فرض می‌کند هر سال در جریان‌های نقدی بانک فرصت کسب ۱۰۰۰ میلیارد تومان سود مازاد در دسترس است. اما آن زمین دارایی غیرعملیاتی بانک است و بانک عملیات بانکداری دارد، نه عملیات ساخت‌وساز. با تمرکز بر درآمد غیرعملیاتی و تعمیم آن به آینده هر شرکت، بعضی قیمت‌های سهام از واقعیت خود منحرف می‌شوند. این به کرات در بازار سرمایه ایران اتفاق می‌افتد.

بانک ملت مثال قدیمی دیگری در این زمینه است. این بانک پرونده شکایتی از دولت انگلیس داشت و دادگاه به نفع آن بانک رأی داد و دولت انگلیس را به پرداخت حدود ۱۵۰ میلیون پوند محکوم کرد. این رقم در صورت سودوزیان بانک نشست. وقتی عددی به این بزرگی در صورت سودوزیان بانک می‌نشیند، نباید در محاسبه EPS امسال بانک آن را جذب کنید و در P/E ضرب کنید و با این کار دریافت چنین رقمی را به الی‌الابد تعمیم بدهید. اگر شما جدول جریان نقدی تهیه می‌کردید، بلافاصله متوجه می‌شدید که این درآمد یک بار و در یک سال خاص اتفاق افتاده و در سال‌های بعد وجود ندارد که رقم آن را تنزیل کنید. ولی وقتی روی EPS تمرکز می‌کنید، فرضتان آن است که هر سال یک دادگاه هست و آن دادگاه دوباره به نفع بانک ملت رأی خواهد داد، و هر سال هم این پول به حساب بانک واریز می‌شود و روی ارزش شرکت خود را منعکس می‌کند.

تقسیم سود شرکت‌ها

مثال دیگر به تقسیم سود شرکت‌ها برمی‌گردد. اگر تمرکز روی جریان نقدی باشد، میزان «سود تقسیمی» شما را از ارزش شرکت منحرف نمی‌کند؛ یعنی ارزش شرکت مستقل از نسبت تقسیم سود است. وقتی در بازار بررسی می‌کنید، گروه شرکت‌هایی که متانول تولید می‌کنند، همه «سود تقسیمی» خوبی دارند و درصد بالایی از سود خود را بین سهامداران توزیع می‌کنند. دلایل این سیاست تقسیم سود موضوع بررسی ما در این جا نیست. فرض کنیم شرکت‌های متانولی ۹۵٪ سود را توزیع می‌کنند. کسانی که EPS را تحلیل می‌کنند، EPS را ضرب در ۹۵٪ می‌کنند؛ می‌گویند «از EPS تحلیل من، سرآخر ۹۵٪ نقد به جیب من می‌رود. سهام این شرکت را چند بخرم که ۹۵٪ سود آن به جیب من برود.»

اما در میان شرکت‌های پتروشیمی شرکتی داریم که آن هم متانول تولید می‌کند، اما این شرکت برعکس رقبای خود ۹۵٪ سودش را تقسیم نمی‌کند، بلکه ۶۰٪ از سودش را تقسیم می‌کند. چون بسیاری از سهامداران بر EPS متمرکزاند و EPS شرکت را ضرب در ۶۰٪ می‌کنند، می‌بینند که چیز زیادی گیرشان نمی‌آید. از این رو حاضر نمی‌شوند بابت سهام این شرکت قیمت‌های بالاتری پرداخت کنند، و این شرکت مغضوب بازار است. در حالی که ۴۰ درصدی که به سهامدار پرداخت نمی‌شود،

اتفاقاً در پروژه بسیار پربازده‌ای سرمایه‌گذاری شده که در طیف عملیات اصلی^۱ شرکت است. این سرمایه‌گذاری از جنس سرمایه‌گذاری ساختمانی آن بانک در مثال بالا نیست؛ پروژه‌ای نیست که یک بار اتفاق بیفتد، بلکه جزو عملیات اصلی شرکت است. یعنی از نوع پروژه‌هایی است که جریان نقدی باید روی آن تمرکز کند و درآمد شرکت را رشد می‌دهد. این شرکت اتفاقاً رشد درآمد را دنبال می‌کند. اگر شما ارزشیابی خود از این شرکت متانول‌ساز را با مدل جریان نقدی شکل دهید، قاعدتاً باید ببینید که این ۴۰٪ سود توزیع نشده، دو سال دیگر درآمد دارد. ولی بازار این سیاست تقسیم سود را اتفاقاً تشویق نمی‌کند. برعکس، بعضاً این سهم را حتی تنبیه هم کرده و قیمت آن را ارزان‌تر تعیین می‌کند.

موارد متعددی از این دست ارزشیابی‌ها در بازار ما وجود دارد که اگر شرکت سود تقسیم نمی‌کند، سهامش زیرقیمت می‌ماند. بسیاری شرکت‌هایی که طرح توسعه اجرا می‌کنند و این طرح‌ها در ارزشیابی مبتنی بر EPS، نادیده گرفته می‌شوند. در حالی که فرض باید این باشد که اگر شرکت‌هایی طرح توسعه انجام می‌دهند، این شرکت‌ها فرصت‌های جدی سود به سهامداران خرد می‌دهند. شاهدیم که بازار طرح‌های توسعه این شرکت‌ها را تا روز آخر، یعنی تا تاریخ راه‌اندازی، نادیده می‌گیرد؛ انگار پول‌هایی که در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود، معلوم نیست چه می‌شود، و درآمدش گیر سهامدار نمی‌آید. بازار این سرمایه‌گذاری‌ها را صفر در نظر می‌گیرد، چون مدل ارزشیابی عمدتاً از جنس EPS است. نمونه‌های زیادی را می‌توانم اسم بیاورم.

شرکت سنگ آهن گهرزمین یک سال و نیم پیش وارد بازار شد، و EPS آن عدد بالایی نبود، ولی در همان زمان طرح توسعه بسیار مهمی در دست اجرا داشت. وقتی وارد بازار شد، قیمت سهم آن رقم پایینی داشت، ولی بلافاصله در بازه کمتر از یک سال، قیمتش دوبرابر شد، چرا که پروژه آن وارد مدار تولید شد. سال قبل که شرکت وارد بازار شد، طرح آن ۸۰٪ پیشرفت فیزیکی داشت، ولی بخش بزرگی از بازار این پروژه با درصد تکمیل بالا را نادیده گرفت.

دوره کوتاه‌مدت سهامداری

این نوع سرمایه‌گذاری‌ها صبر می‌خواهد، یعنی اگر سهامدار فقط به کوتاه‌مدت فکر می‌کند و در کوتاه‌مدت و با نوسان‌گیری^۲ به دنبال منافع بزرگ است، با چنین رویکردی قطعاً نمی‌شود سود بزرگ گرفت. ولی با رویکرد سهامداری بلندمدت، از این فرصت‌ها در بازار ما زیاد است. یک نمونه شرکت «فولاد کاوه جنوب» است. دو روز پیش، فاز جدید تولید آن به بهره‌برداری رسید. این فاز جدید شش ماه قبل ۷۰٪ یا ۸۰٪ پیشرفت فیزیکی داشت، ولی بازار این طرح توسعه را نادیده گرفت، چرا که از

1. core operation

2. day trading

آن پیشرفت فیزیکی فعالاً سود EPS حاصل نمی‌شد. پیشنهاد می‌کنم کسانی که به دنبال فرصت‌های خاص می‌گردند و رویکرد بلندمدت دارند، روی این گونه پروژه‌ها تمرکز کنند؛ و حتماً با این کار خواهند توانست فرصت‌های خوبی را شناسایی کنند.

افزایش سرمایه

موضوع دیگری که اهمیت تحلیل جریان نقدی را نشان می‌دهد، موضوع افزایش سرمایه است. اصولاً شرکت‌ها زمانی افزایش سرمایه می‌دهند که به شکلی ارزش آفرینی می‌کنند، مثلاً طرح جدیدی را به مرحله بهره‌برداری می‌رسانند. بنابراین، معمولاً فرایند افزایش سرمایه با ارزش آفرینی همراه می‌شود. در نتیجه در ذهن بسیاری از سهامداران این فکر شکل گرفته که هرگاه شرکتی افزایش سرمایه می‌دهد، منفعت مازادی گیرشان می‌آید. اما آن منفعت مازاد ناشی از افزایش تعداد سهام نیست، بلکه ناشی از پروژه‌ای است که شرکت در دست انجام دارد. اگر شرکت X امروز در بازار ۱۰۰ میلیارد تومان می‌ارزد و یک میلیارد سهم دارد، پس ارزش هر سهم آن ۱۰۰ تومان است. اگر فردا افزایش سرمایه داد، و به جای یک میلیارد، دو میلیارد سهم داشت، چیز جدیدی گیر سهامدار نمی‌آید. قاعدتاً باید شرکتی که قیمت هر سهم آن ۱۰۰ تومان بوده، به ۵۰ تومان تقلیل یابد. در بسیاری اوقات، این رقم ۵۰ تومان نمی‌شود، چون شرکت در حال انجام اقدام مفیدی است، و پروژه‌ای را در دست انجام دارد. بنابراین، ۵۰ تومان هر سهم به ۶۰ یا ۷۰ تومان تبدیل می‌شود که بخشی در اثر آورده نقدی افزایش سرمایه است و بخشی در اثر چشم‌انداز ارزش آفرینی آتی شرکت.

اما گاهی اتفاقاتی می‌افتد و قیمت‌هایی بالا می‌رود که توجیه آنها دشوار است. مثلاً در بازار می‌گویند اگر امروز ارزش زمین‌های فلان شرکت خودرو را جمع کنید، رقم آنها از ارزش بازار^۱ شرکت بیشتر می‌شود. از این رو، شرکت می‌خواهد از طریق تجدید ارزشیابی دارایی‌ها افزایش سرمایه بدهد. یعنی، ارزش زمین‌هایی که در سال‌های ۱۳۵۰ و ۱۳۶۰ خریده و در دفاتر خود به قیمت ناچیز ثبت کرده، تا قیمت واقعی امروز بالا ببرد. بدین ترتیب، سمت راست ترازنامه شرکت بزرگ می‌شود، و برای تعادل سمت چپ آن، باید سهام جدید منتشر کرد، و این سهام اضافی به سهامداران فعلی می‌رسد.

اما واقعیت آن است که این شرکت این دارایی‌ها را داشته، این زمین‌ها را تا قبل از افزایش سرمایه داشته، اما چون نتوانسته از آن زمین جریان نقدی ایجاد کند، به دنبال افزایش سرمایه از محل تجدید ارزشیابی رفته است. «افزایش سرمایه» پدیده‌ای نیست که باعث افزایش ارزش شرکت شود. آیا کسب‌وکار ساخت خودرو به این قدر زمین نیاز دارد؟ چرا از این همه زمین سود در نمی‌آورد؟ چرا

1. market cap

آن قدر زیان ده است؟ اصلاً خودروساز چرا به این همه زمین نیاز دارد؟ چرا شرکت تویوتا این قدر زمین ندارد؟ این که در تحلیل خود روی دارایی های شرکت تمرکز کنیم، با مفهوم جریان نقدی هماهنگی ندارد. در همین دوره رشد اخیر شاخص، دائماً این استدلال را می شنیدیم که اگر در گروه شرکت های فلان، یا در گروه شرکت های خودرویی، ارزش ماشین آلات را حساب کنیم، فلان قدر می شود؛ در حالی که سهام شرکت در بازار کمتر از این رقم معامله می شود. سؤال این است که مگر قرار است ماشین آلات آن شرکت را بفروشیم و پولش را بین سهامداران تقسیم کنیم.

شما به عنوان سهامدار خرد شرکتی که فلان قدر زمین دارد، فقط جریان نقدی نصیب تان می شود. اگر زمانی شرکت مشتری داشته باشد، و واقعا بتواند زمین را بفروشد و به نقد تبدیل کند، آن وقت برای سهامدار خرد این ارزش واقعیت یافته، و گرنه سهامدار خرد تنها می تواند روی جریان نقدی حساب کند. وقتی او به جریان نقدی نمی رسد، چه اهمیتی دارد که شرکت چقدر دارایی دارد؟ مفهوم ارزش جایگزینی برای سهامدار خرد اساساً موضوعیت ندارد. او می تواند فقط روی جریان نقدی حساب کند. ارزش جایگزینی هیچ وقت گیر سهامدار نمی آید. موقعی می آید که شرکت را منحل کنند و ماشین آلات را بفروشند؛ آن موقع است که چیزی گیر سهامدار خرد می آید.

ارزش از دیدگاه چه کسی؟

ممکن است به عنوان مدیر صندوق بلوک بزرگی از سهام یک شرکت خودرویی را بخرید، و بتوانید در هیأت مدیره یک کرسی^۱ مدیریتی بگیرید، و احتمالاً بخشی از این دارایی های غیرمولد را به مولد تبدیل کنید یا بفروشید. با فروش این دارایی چیزی عاید شما^۱ سهامدار عمده خواهد شد. در این شرایط، با استفاده از مفهوم جریان نقدی، در مدلی که برای خود می سازید، روی زمین و ماشین آلات غیرمولد می شود حسابی باز کرد. ولی سهامدار خرد چرا باید این کار را بکند؟ می بینید که تحلیل جریان نقدی از نگاه ذی نفعان مختلف، متفاوت است. فردی که مدیر عامل شرکت است، به گونه ای جریان نقدی را تحلیل می کند؛ کسی که مدیر صندوق است و می تواند بلوک سهام شرکت را بخرد و در شرکت تأثیرگذار باشد، باید جریان نقدی را یک جور تحلیل کند، و سهامدار خرد که دستش به جایی نمی رسد، باید به نحو دیگری تحلیل کند. همه نباید یک جور فکر کنند. نکته مهم این است که فریب بازی های حسابداری را نباید خورد، چه اسمش EPS باشد و چه افزایش سرمایه؟ باید دید چه ارزشی خلق می شود؟ البته شاید در کوتاه مدت بازار هم فریب بخورد، منحرف شود و بشود از این انحراف سود گرفت، اما در بلندمدت این امکان وجود ندارد.

ولی به عنوان سرمایه گذار یا پژوهشگر می توانید بررسی کنید شرکت هایی که از محل تجدید ارزشیابی

1. seat

افزایش سرمایه داده‌اند، جریان نقدی داشته‌اند یا نه؟ بعد از یک دوره یک‌ساله، این افزایش سرمایه بر ارزش بازار شرکت چه تأثیری داشته است؟ شرکتی که در دفاترش جریان نقدی تولید نمی‌کند، چه تفاوتی می‌کند دارایی‌هایش را ۱۰، ۱۰۰ یا ۱۰۰۰ میلیارد تومان ثبت کرده باشد؟ عده‌ای هم به شکل دیگری افزایش سرمایه ناشی از تجدید ارزیابی را تفسیر می‌کنند و می‌گویند با افزایش سرمایه از این محل، طرف راست ترازنامه یعنی دارایی‌ها بزرگ می‌شود، و شرکت می‌تواند آن دارایی‌های متورم‌شده را نزد بانک‌ها ترهین کند، و از بانک‌ها وام بیشتری بگیرد، و از این طریق یا با کارهایی مشابه از تجدید ارزشیابی بهره‌مند شود. اما آیا آن بانکی که روی زمین وام می‌دهد، ارزش زمین را نمی‌داند؟ برای بانک چه ارزشی دارد که آن دارایی در دفاتر شما چه رقمی ثبت شده؟ یک میلیارد ثبت شده یا ۱۰۰۰ میلیارد تومان؟ مگر نه این است که بانک خود کارشناس رسمی دارد و می‌تواند ارزش‌گذاری مستقل خود را بکند؟ آیا بانک برای اعطای وام، به ارزش زمین و ارزش‌گذاری آن برای اعطای وام توجه دارد یا از وام‌گیرنده خواهد پرسید، «شرکتی که سال‌هاست زیان می‌دهد، وام گرفتنش دیگر چیست؟»

هزینه سرمایه

گفتیم که دو مفهوم عمده در ارزش‌گذاری مهم است: اول مفهوم جریان نقدی (که در مورد آن صحبت کردیم) و دوم هزینه سرمایه. هزینه سرمایه قیمت ریسک جریان‌های نقدی آتی است. این ریسک باید قیمت‌گذاری شود. مثلاً وقتی محصول پتروشیمی از امریکا می‌خرید، آن محصول یک قیمت دارد، و وقتی همان جنس را از ایران می‌خرید، قیمت دیگری دارد، چرا که در ایران تحریم‌ها را داریم و ریسک تحریم‌ها باید قیمت‌گذاری شود. شرکت پتروشیمی تولیدکننده اوره‌ای را در نظر بگیرید. این شرکت در ماه جاری ۱۰۰ میلیارد تومان اوره فروخته و پول نقد به حسابش آمده است، و تحلیلگری که جریان نقدی را حساب می‌کند، با این ۱۰۰ میلیارد تومانی که واقعا در حساب بانک نشسته، یک نوع رفتار می‌کند، و با ۱۰۰ میلیارد تومان اوره‌ای که شرکت ماه دیگر احتمالاً خواهد فروخت، نوع دیگری رفتار می‌کند؛ شاید شرکت نتواند اوره را بفروشد.

پس، تحلیلگر ریسک فروش ماه آینده را در محاسبات خود می‌آورد. این تحلیلگر وقتی می‌خواهد فروش سال آینده را وارد محاسبه کند که آیا در یک سال آینده شرکت ۱۰۰۰ میلیارد تومان اوره خواهد فروخت یا نه، قابل فهم است که کلی نگرانی داشته باشد. آیا شرکت در یک سال آینده درگیر تحریم می‌شود و یا نمی‌شود؟ این پول به شرکت می‌رسد یا نمی‌رسد؟ چون این ابهام وجود دارد، تحلیلگر جریان نقدی یک سال آینده را با نرخ بالاتری تنزیل می‌کند. وقتی این تحلیلگر بازه ۵ سال آینده را در نظر می‌گیرد، بلافاصله به یاد می‌آورد که رقیبی در عربستان سعودی با حجم تولید بسیار بالا ظرف این مدت وارد بازار خواهد شد، و آن‌گاه این ورود احتمالاً روی قیمت اوره و قیمت سهم در بازار تأثیر جدی خواهد داشت. بنابراین، وقتی جریان نقدی سه سال آینده را مدل می‌کنیم؛ و

شرایط بازار، رقبا و همه این موارد را در نظر می‌گیریم؛ بعد با لحاظ همه این ریسک‌ها، قیمت این ریسک‌ها را از طریق هزینه سرمایه روی ارزش اعمال می‌کنیم.

ضرورت تفکیک عملکرد عملیات شرکت از عملکرد مربوط به اهرم

بیشتر شما سابقه مطالعات مالی دارید و می‌دانید هزینه سرمایه را چطور محاسبه کنید. معمولاً میانگین موزون هزینه سرمایه محاسبه می‌شود. یعنی، نسبت بدهی شرکت به مجموع بدهی و حقوق صاحبان سهام^۱ در هزینه بدهی ضرب می‌شود و سپر مالیاتی از آن کم می‌شود. به اضافه این که نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع بدهی و حقوق صاحبان سهام، ضرب در بازده مورد انتظار صاحبان سرمایه می‌شود:

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e$$

راجع به نحوه دقیق این محاسبه به نکاتی اشاره می‌کنم که معمولاً جزو اشتباهات رایج است. ارزیابی دقیق از نسبت $\frac{D}{D+E}$ برای ارزشیابی درست هر شرکت بسیار مهم است. در تحلیل هر کسب‌وکار، باید قادر باشیم ارزیابی درستی از عملیات^۲ شرکت داشته باشیم، و بفهمیم این شرکت واقعاً در عملیات چقدر موفق است؟ بعد در گام بعدی تحلیل، اثر اهرم^۳ یعنی $\frac{D}{D+E}$ را در نظر بگیریم. مثلاً شرکتی ساختمانی که اسم آن را شرکت «م» می‌گذاریم، بین سال‌های ۹۰-۹۲ وام بانکی بزرگی در اختیارش قرار می‌گیرد. با این تسهیلات، شرکت در شمال تهران پاساژی بسیار لوکس می‌سازد. هزینه ساخت پاساژ نزدیک به ۲۰۰ میلیارد تومان می‌شود. برای ساخت این پاساژ، ۴۰ میلیارد از ۲۰۰ میلیارد تومان آورده خود شرکت و ۱۶۰ میلیارد تومان بقیه وام است. بین سال‌های ۹۰ تا ۹۲، قیمت واحدهای تجاری به شدت رشد می‌کند، چرا که این سال‌ها مصادف با یک دوره تورمی است که طی آن دلار از ۱۰۰۰ به ۳۷۰۰ تومان افزایش می‌یابد. واحدهای پاساژی که شرکت با ۲۰۰ میلیارد تومان ساخته بود، به حدود ۴۰۰ میلیارد تومان می‌فروشد. از رقم ۴۰۰ میلیارد تومان، ۱۶۰ میلیارد تومان اصل وام بوده که به بانک می‌پردازد، ۴۰ میلیارد تومان آورده خود شرکت که به شرکت برمی‌گردد. از ۲۰۰ میلیارد مازاد، ۱۰۰ میلیارد بهره بانک است، چرا که اجرای پروژه سه سال طول می‌کشد، و بعد از کسر هزینه مالی، ۱۰۰ میلیارد تومان هم سود شرکت تلقی می‌شود.

در آن روزها، شرکت تحسین می‌شد و شرکت موفق به حساب می‌آمد که کارش را بلد است، چرا که شرکت از جیب خود فقط ۴۰ میلیارد تومان آورده بود؛ بنابراین، این شرکت ۲/۵ برابر پولی

1. equity
2. operation
3. leverage

که آورده بود سود کرده بود. اما تحلیلگر بلافاصله باید به این نکته توجه کند که سود شرکت حاصل ۱۶۰ میلیارد تومان وام بوده، و آورده شرکت به ۴۰ میلیارد محدود بوده است؛ یعنی شرکت از اهرم ۵ برابر استفاده کرده. با پول ارزان پاساژ ساخته، با گران شدن قیمت واحدهای تجاری، به یک‌باره سودی ۲/۵ برابر برده است. تحلیلگر اگر عملیات این شرکت را از اهرم جدا نکند، نمی‌تواند درجه موفقیت این شرکت را ارزیابی کند. درنخواهد یافت که بخش بزرگی از این ۱۰۰ میلیارد تومان، سود حاصل از اهرم مالی است؛ بازده حاصل پذیرش ریسک مالی شرکت است و نه حاصل موفقیت عملیاتی شرکت. این کاری نیست که هر روز تکرار شود، و با اهرم مالی بتوان چنین سودی کسب کرد.

نتیجه عدم توجه به تفکیک سود حاصل از عملیات از سود اهرم مالی چه شد؟ شرکت خرسند از آنچه رخ داده بود، همین کار را در سال ۹۳ تکرار کرد. پروژه ساخت پاساژ تجاری دیگری را شروع کرد. از سال ۹۳ تا امروز قیمت واحدهای تجاری یا رشدی نداشته یا ۲۰ و ۳۰ درصد رشد کرده است. در نتیجه، شرکت که دوباره با اهرم ۴ و ۵ برابری به اجرای پروژه تجاری اقدام کرده بود، این بار به دلیل عدم رشد قیمت واحدهای تجاری، متحمل زیان سنگینی شده و ورشکست شد.

اگر مدیران شرکت در تحلیل اولین سرمایه‌گذاری خود «عملکرد عملیاتی» را از «عملکرد مالی» تمیز داده بودند، و توجه داشتند که عملکرد عملیاتی یا همان عملکرد ساخت‌وساز با عملکرد مالی یا اهرم فرق دارد، و جمع‌بندی نمی‌کردند که شرکت تا ابد با فرایند قبلی رشد می‌کند، احتمالاً ورشکست نمی‌شدند. بنابراین، باید در محاسبات خود همیشه اثر اهرم را از اثر عملیات جدا کنیم.

مشکل محاسبه بدهی در هزینه سرمایه

نکته دوم که اشتباه رایج دیگری در محاسبه هزینه سرمایه است، و اگر نگوئیم اشتباه، قطعاً مشکل جدی است، به نحوه محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه^۱ یا WACC برمی‌گردد. در محاسبه WACC، نحوه تخمین بدهی خود گاهی دشواری‌های عمده دارد، چرا که باید کل بدهی بهره‌پذیر را محاسبه کنید. در کشورهای زیادی خارج از ایران، معمولاً امکان دسترسی نامحدود به نظام بانکی وجود دارد، و شرکت‌ها برای هر نوع فعالیت اقتصادی سودآور می‌توانند از بانک‌شان وام بگیرند، و بهره پرداختی به بانک حساب و کتاب روشنی دارد. در ایران، نظام بانکی به راحتی و به قدر کافی اعتبار نمی‌دهد، و از این رو شرکت‌ها به اشکال مختلف اعتبار دریافت می‌کنند. در مواردی شرکت‌ها بدهی‌های بهره‌پذیری دارند که لابه‌لای صورت‌های مالی پنهان مانده است. یعنی شرکت واقعاً پولی گرفته، نوعی از قرارداد را بسته، و روی آن باید بهره بدهد و هزینه بهره به شرکت تحمیل می‌شود. مثلاً قرارداد BOT دارد که باید در ازای آن خدماتی بدهد که مثل پرداخت بهره است، ولی این بهره در صورت‌های مالی پنهان مانده و شما در

1. weighted average cost of capital

صورت‌ها، بدهی‌های بهره‌دار را به‌راحتی نمی‌یابید. بنابراین، تعیین عدد بدهی در محاسبه WACC کار دشواری است. محاسبه هزینه بدهی^۱ و لحاظ سپر مالیاتی برای دستیابی به WACC تقریباً روشن است و در این جا از آن بحث نمی‌کنیم.

مشکل محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام در هزینه سرمایه

محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام^۲ یکی از پیچیده‌ترین مسائل در مدل ارزشیابی مبتنی بر جریان نقدی است. یکی از رایج‌ترین اشتباهات در ارزشیابی مبتنی بر جریان نقدی، همین محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام است. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۳ یا CAPM از رایج‌ترین و معتبرترین مدل‌ها برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام است. CAPM چه می‌گوید؟ می‌گوید که سهامدار وقتی سهام شرکت را می‌خرد، چه توقعی دارد. یعنی همان‌طور که وقتی بانک به شما وام می‌دهد، بهره پول خود را می‌گیرد، و این هزینه پول بانک است، سهامدار هم وقتی سرمایه‌گذاری می‌کند، از شرکت انتظاراتی دارد و این هزینه پول سهامدار یا هزینه حقوق صاحبان سهام است.

اگر شرکت هزینه بهره را پرداخت نکند، بانک وثایق شرکت و آنچه در تهرین دارد را ضبط می‌کند، و پول خود را وصول می‌کند. اما سهامدار وثیقه‌ای از شرکت ندارد تا مبلغی را وصول کند. اگر آن بازدهی را که انتظار دارد از شرکت نگیرد، و هزینه حقوق صاحبان سهام به تحقق نپیوندد، و انتظارات وی برآورده نشود، سهام شرکت را می‌فروشد و از سهامداری شرکت خارج می‌شود. پس تفاوتی در نحوه اعمال این دو گروه سرمایه‌گذار وجود دارد: صاحب بدهی یا بانک، یعنی دریافت‌کننده هزینه بدهی، با قدرت حق خود را وصول می‌کند، و سهامدار یا دریافت‌کننده «هزینه حقوق صاحبان سهام» با فروش سهام اعمال حق می‌کند.

سهامداری که سهام شرکت را می‌خرد، چه انتظاری از شرکت دارد؟ انتظار اول آن است که نرخ بازده بدون‌ریسک^۴ را دریافت کند، چرا که او به جای خرید سهام می‌توانست پول خود را در بانک سپرده کند و یا اوراق خزانه بخرد و ۲۰ درصد سود قطعی بگیرد. سهامدار نه تنها انتظار دارد که این حداقل معادل سود بانکی را دریافت کند، بلکه انتظار دارد مازاد یا «صرف بازاری»^۵ هم دریافت کند که تفاوت بازده بازار و نرخ بازده بدون‌ریسک است. یعنی، توقع دارد در ازای ریسک اضافی خرید سهام، بازده بیشتری گیرش بیاید. اگر قرار بود بازده بیشتر گیر سهامدار نیاید، پول خود را در بانک می‌گذاشت یا اوراق بی‌ریسک دولتی می‌خرید. مدل CAPM بازده مورد انتظار سهامدار را این‌گونه تعریف می‌کند: نرخ بازده بدون ریسک به‌علاوه صرف ریسک سهام.

1. cost of debt
2. cost of equity
3. Capital Asset Pricing Model
4. risk free rate
5. market premium

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

متوسط تاریخی بلندمدت این صرف ریسک در بازار امریکا، معادل ۵ درصد است. یعنی اگر سرمایه‌گذار پولش را روی اوراق قرضه دولت امریکا می‌گذاشت، ۱ تا ۱/۵ درصد می‌گرفت، و اگر در بورس سهام می‌خرید، به طور متوسط ۶ تا ۶/۵ درصد می‌گرفت. البته در بازار ایران و با توجه به تورم، این نرخ بالاتر است. بنابراین، سرمایه‌گذاری که سهام خریده، انتظار دارد آن سود بانکی بدون ریسک را دریافت کند و به علاوه ضریبی از صرف ریسک بازار (بتا) را هم دریافت کند. این ضریب چیست؟ این ضریب برای هر سهمی فرق می‌کند. وقتی سرمایه‌گذار سهم پرریسک‌تری می‌خرد، انتظار بازده او بالاتر است. وقتی سهم کم‌ریسک‌تر می‌خرد، انتظار بازده هم پایین‌تر است. شرکت‌های پرریسک ضریب بتای بالاتری دارند. سهامداری که سهم پرریسک‌تر می‌خرد، اگر سود خوبی از سهم نگیرد، با سرعت آن را می‌فروشد. سهم‌های پرریسک‌تر یا با سرعت بالا می‌روند یا با سرعت پایین می‌آیند، چون سهامدار از بازده راضی نیست.

مشکل نرخ بازده بدون ریسک

در محاسبه نرخ بدون ریسک مشکل وجود دارد. وقتی از نرخ بدون ریسک صحبت می‌کنیم، باید روشن شود آیا بدل دقیقی برای آن نرخ داریم؟ در ایران، از کدام نرخ بدون ریسک صحبت می‌کنیم؟ تعریف دقیق این نرخ در مدل ارزشیابی جریان نقدی بسیار مهم است. در مدل جریان نقدی متغیرهای مختلف نقش دارند. مثلاً، وقتی نرخ رشد کم یا زیاد می‌شود، ارزشیابی طبعاً تغییر می‌کند. اما حساس‌ترین متغیر روی ارزش کل شرکت پرریسک، متغیر «نرخ بدون ریسک» است. اندکی بالا و پایین شدن این نرخ، ارزش سهام شرکت را به شدت جابه‌جا می‌کند. بنابراین، خیلی مهم است که در فرمول بالا چه عددی می‌گذاریم؟ ۲۰ درصد یا ۲۵٪ یا ۱۸٪ تفاوت‌های فاحش در ارزش به همراه دارد. بنابراین، مهم است بدانیم وقتی از نرخ بدون ریسک صحبت می‌کنیم، منظورمان چیست؟ نرخ بدون ریسک از سه جزء ریسک نکول، انتظارات تورمی و دیرش^۱ تشکیل شده است. جزء ریسک نکول بدین معناست که در دارایی بدون ریسک، امکان نکول وجود ندارد. اگر پول خود را در نیمه اول دهه ۹۰ در فلان بانک یا مؤسسه مالی با نرخ ۳۳ درصد سپرده می‌کنیم، آیا این به معنای سود بدون ریسک است؟ خیر. صرف سپرده در مؤسسه‌ای که نام «بانک» دارد، به معنای خرید دارایی بدون ریسک نیست. اگر امکان دارد این مؤسسه روزی تعطیل شود، بدان معناست که ریسک نکول دارد. اوراق اخزای دولتی شاید نزدیک‌ترین نمونه برای دارایی بدون ریسک باشد، ولی در فقدان رتبه‌بندی قابل اتکا، بدون ریسک خواندن اخزا چندان ساده نیست.

مشکل دوم در تعریف این نرخ، انتظارات تورمی است. وقتی می‌گوییم با پولمان دارایی

1 duration

بدون ریسک خریده‌ایم، توقع داریم که بازده این دارایی، نرخ تورم جاری را پوشش دهد، وگرنه اگر فکر کنیم تورم بالاتر از این نرخ است، چرا باید پول خود را روی آن دارایی بگذاریم. بنابراین، در دل دارایی بدون ریسک، باید انتظارات تورمی دیده شود.

مسئله سوم دارایی بدون ریسک، طول مدت یا سررسید آن است. آیا پول در اوراق یک‌ساله، سه‌ساله، پنج‌ساله و یا ده‌ساله سرمایه‌گذاری می‌شود؟ این‌ها تفاوت بسیار زیاد با یکدیگر دارند. تحلیلگر در ارزشیابی سهام، باید به عنوان دارایی بدون ریسک، اوراقی را انتخاب کند که از نظر دوره زمانی با جریان نقدی پروژه مورد ارزشیابی همسان باشد. اگر جریان نقدی با دوره ۱۰ ساله را مدل می‌کنید، باید از نرخ دارایی بدون ریسک ۱۰ ساله استفاده کنید. در دنیا، معمولاً برای مدل‌سازی جریان نقدی شرکت‌ها، از نرخ «اوراق خزانه مصون از تورم»^۱ استفاده می‌کنند که به اختصار به tips معروف‌اند. وقتی سرمایه‌گذار این اوراق را می‌خرد، به او تضمین می‌دهند که تورم هر نرخ باشد، خریدار اوراق بازدهی معادل تورم خواهد گرفت. اوراق خزانه مصون از تورم در مقابل تورم پوشش دارند.

بنابراین، سه ویژگی اوراق بدون ریسک که در ارزشیابی مبتنی بر جریان نقدی به کار می‌رود، عبارت است از: (۱) ریسک نکول ندارند چون دولت مقتدری پشت آن است، (۲) مصون از تورم است و انتظارات تورمی را پوشش می‌دهد، و (۳) دوره زمانی آن با دوره زمانی جریان نقدی مورد بررسی باید همخوان باشد. در ایران، متأسفانه دارایی با سه ویژگی بالا نداریم؛ یعنی اوراقی نداریم که ریسک نکول را کاملاً پوشش دهد. نزدیک‌ترین اوراقی که در ایران داریم و ریسک نکول ندارد، اسناد خزانه است که دولت پشت آن است، اما این اوراق انتظارات تورمی را پوشش نمی‌دهد. در مورد سوم، اوراقی که خیلی بلندمدت باشند، در ایران نداریم. ملاحظه می‌کنید این‌که از چه نرخ بدون ریسکی در مدل ارزشیابی خود در ایران استفاده کنیم، موضوع بسیار مهمی است که بیش‌ترین تأثیر را بر ارزشیابی ما دارد، و جواب ساده‌ای هم ندارد.

۱. اگر دارایی‌های شرکتی با ارزش اسمی سهامش همخوان نباشد و بیشتر باشد، آیا می‌توان نتیجه گرفت که سهام آن شرکت تا رسیدن به ارزش دارایی‌های آن جای رشد دارد؟ نه. مشخصاً نمی‌شود این نتیجه را گرفت. فارغ از دارایی‌های شرکت، باید ببینید شرکت چه می‌کند. ممکن است شرکتی هیچ دارایی غیر از چهار عدد میز و صندلی نداشته باشد، ولی با فکر و خلاقیت خود جریان نقدی بسیار بزرگی بسازد. برعکس، ممکن است شرکتی هزاران میلیارد تومان دارایی داشته باشد، ولی عرضه، توان یا امکان خلق جریان نقدی نداشته باشد. در جایگاه سهامدار خرد جواب منفی است و باید ببینید چه جریان نقدی در این شرکت ساخته می‌شود.

۲. آیا برای محاسبه نرخ بازده بازار می‌توان از شاخص کل هموزن استفاده کرد که سوگیری نداشته باشد؟

کلاً این دغدغه شما نگرانی درستی است. شاخص بورس در ایران به شدت سوگیری دارد، یعنی اگر شاخص کل را تحلیل کنید، سهم بسیار بزرگی از آن به صنایع مخابرات، معدن، پتروشیمی، فلزی، و صنعت پالایش مربوط می‌شود. بنابراین، وقتی شما شاخص کل را بدل از نرخ بازده بازار می‌گیرید، در واقع ریسک خود را نسبت به این چند صنعت می‌سنجید، در حالی که باید ریسک خود را با کل بازار بسنجید. بله شاخص هم‌وزن نسبت به شاخص کل متکی بر چند صنعت سوگیری کمتری دارد، و شما به نکته بسیار خوبی اشاره کردید.

عرضه‌های اولیه و شیوه‌های قیمت‌گذاری؛ تجربه‌های ایران^۱

احمد پویان‌فر

در این جلسه موضوع چالش‌های عرضه اولیه از منظر ارزش‌گذاری را مطرح می‌کنم. ابتدا به طور خلاصه بگوییم عرضه اولیه چیست؟ نخست خلاصه‌ای از عرضه اولیه‌ها در دو سال گذشته را ارائه می‌کنم که از آنجا به عارضه برسیم. چون بعداً می‌خواهیم در مورد ارزش‌گذاری آن عرضه اولیه‌ها صحبت کنیم، طبعاً باید اول گذری بر مدل‌های ارزش‌گذاری داشته باشیم. سه نمونه گزارشی که در بازار توسط تأمین سرمایه یا کارگزاری‌ها تهیه شده را با جزئیات بررسی می‌کنیم. در آخر کلاس، بحث چالش‌هایی را خواهیم کرد که فرآیند عرضه اولیه از منظر ارزش‌گذاری با آنها مواجه است.

عرضه اولیه

وقتی سهام شرکت برای اولین بار در بورس عرضه شود، به آن عرضه اولیه گویند. در بازارهای بورس عرضه اولیه را به شیوه‌های مختلف انجام می‌دهند؛ چهار روشی که معمولاً بسیار رایج است عبارت‌اند از: ثبت سفارش^۲ (که رویکرد قالب اکثر بورس‌هاست)، حراج، قیمت ثابت و روش ترکیبی.

تا چند سال پیش در ایران روش حراج رایج بود و این فرآیند یکی دو روز طول می‌کشید؛ یعنی وقتی سهم مشخص می‌شد، خریداران مظنه‌ها را وارد می‌کردند، قیمت رقابتی ثبت می‌شد و در صورتی که ناشر راضی بود، سهام را عرضه می‌کرد و کشف قیمت اتفاق می‌افتاد. این حراج انواع مختلفی دارند که موضوع بحث ما نیست. ولی امروزه در ایران روش ثبت سفارش اجرایی می‌شود. در روش ثبت سفارش محدودیت روش حراج برطرف می‌شود.

این محدودیت آن بود که در عرضه اولیه رقابت قیمت اتفاق می‌افتد و قیمت خیلی بالا و پایین می‌شد؛ در نتیجه عرضه به همه افرادی که می‌خواستند در عرضه اولیه مشارکت کنند، تخصیص نمی‌یافت. به همین خاطر، روش ثبت سفارش پیاده‌سازی شد. در این روش زمانی برای ثبت سفارش تعیین می‌شود و یک بازه قیمتی مشخص می‌شود؛ برای هر کد معاملاتی هم سقف خریدی از نظر تعداد مشخص می‌شود. به این شکل، تخصیص تا حد زیادی منصفانه‌تر در مورد عرضه‌های اولیه شکل می‌گیرد.

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه سوم درس مباحث منتخب مالی دانشگاه مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف در روز سه‌شنبه ۱۵ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن اولیه را آقای محمد رضا هجران‌فر تهیه کرده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. book building

از دیدگاه ارزش‌گذاری عرضه اولیه، اتفاق مهم آن است که همیشه چند روز بعد از عرضه اولیه صف خرید برای سهم تشکیل می‌شود و این روال قابل‌پیش‌بینی در بورس ما است. صورت مسئله این است که چرا این صف شکل می‌گیرد؟ آیا خوب یا بد است؟ می‌خواهم صف را به این موضوع مرتبط کنم که مشکل بیشتر به شیوه ارزش‌گذاری برمی‌گردد.

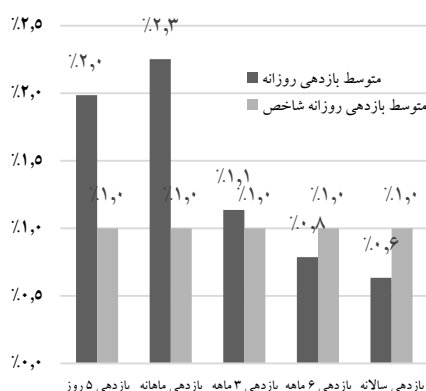
در نمودار ۱ نتایج یک بررسی را آورده‌ام که به عرضه‌های اولیه ۴۴ شرکت در بورس در سال‌های ۹۸ و ۹۹ مربوط است. بازده پنج‌روزه، ماهانه، سه‌ماهه، شش‌ماهه، و یک‌ساله عرضه‌های اولیه را استخراج کرده‌ام. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد مثلاً در بارچارت سمت چپ بازدهی ۵ روز اول عرضه‌های اولیه با میانگین‌گیری ساده حساب شده است. ملاحظه می‌کنید که در پنج روز اول، فارغ از مثبت یا منفی بودن شاخص، عرضه‌های اولیه ۱۰ درصد بازده داشته‌اند. این بازده ماهانه ۵۰ درصد و الی آخر بوده است. اگر مطالعه به سال‌های دورتری که بازار مثل دو سال گذشته رونق نداشته، گسترش می‌یافت، شاید تحلیل بهتری می‌شد، اما نتیجه خیلی فرقی نمی‌کرد. روندی که در این نمودار می‌بینید، اگر به سال‌های گذشته هم می‌رفتیم، باز هم تفاوت چندانی نمی‌کرد.

برای افزایش قابلیت مقایسه اعداد و ارقام، نمودار سمت چپ را تولید کرده‌ام. در نمودار سمت چپ، این بازده پنج‌روزه را که ۱۰ درصد بوده، بر ۵ تقسیم کردم تا بازده روزانه محاسبه شود؛ بازده ۵۰ درصد ماهانه را بر ۲۲ روز تقسیم کردم تا بازده روزانه در ماه معامله محاسبه شود، الی آخر. یعنی همه بازده‌ها را به بازده روزانه تبدیل کردم؛ مثلاً می‌بینیم که در ۵ روز اول روزانه حدود دو درصد بازده گرفته‌ایم، و اگر بازه ماهانه را معیار بگیریم، بازده بیشتر از دو درصد شده است.

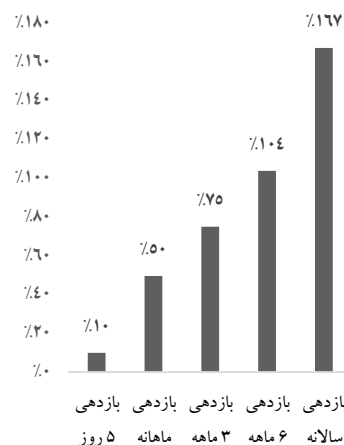
در نمودار ۲ ملاحظه می‌کنید که این متوسط بازدهی روزانه از پنج روز تا یک ماه افزایشی است، بعد از یک ماه تا سه ماه با شیب خیلی تندی افت می‌کند، و بعد از سه ماه حتی از شاخص هم کمتر می‌شود. بخش کم‌رنگ‌تر نمودار هم متوسط بازده روزانه شاخص برای همین دو سال را نشان می‌دهد. شاخص در یک سال و شش ماه به طور متوسط هر روز یک درصد بازدهی داشته است. در واقع، قابلیت مقایسه عرضه‌های اولیه با کل بازار به طور متوسط نشان می‌دهد که استثنایی در بازار داریم. این استثنایی است که در ادبیات موضوع به آنها اشاره می‌شود: مثلاً اثر اندازه، تقویم روز، ... در ایران اثر عرضه اولیه را به وضوح داریم. در یک ماه اول عرضه‌های اولیه، بی‌هیچ استثنایی، بازده عرضه‌های اولیه از شاخص بازدهی خیلی بیشتری بوده است. بعد از آن، بازده به روال عادی برمی‌گردد. تا این‌جا، صرفاً می‌خواستم نشان دهم که این عرضه‌های اولیه در ماه اول بعد از عرضه، بازده زیادی داشته‌اند. بنابراین، این یک استراتژی معاملاتی است که هر عرضه اولیه را بخريد و تا یک

ماه نگاه دارید؛ شما همیشه می‌توانید بازده غیرعادی^۱ داشته باشید. این صورت مسئله ما است. چرا عرضه اولیه این‌طور است؟

نمودار ۲. بازدهی عرضه‌های اولیه (۴۴ شرکت) در سال های ۹۷ و ۹۸



نمودار ۱. بازدهی عرضه‌های اولیه (۴۴ شرکت) در سال های ۹۷ و ۹۸



ارکان پذیرش

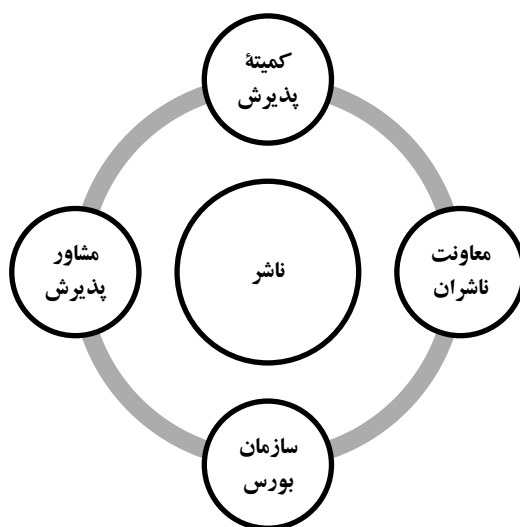
قبل از این که سهام شرکتی عرضه اولیه شود، آن سهام باید در بورس پذیرفته شود. برای پذیرش در بورس، هر یک از چهار رکنی که در نمودار ۳ آورده‌ام، باید وظیفه‌ای را برای پذیرش شرکت‌ها یا اوراق در بازار برعهده گیرند: مشاور پذیرش به نمایندگی از ناشر طرف حساب می‌شود. سازمان بورس معمولاً با حق وتو وارد این پروسه می‌شود. معاونت ناشران بورس‌ها وظیفه مستندسازی و آماده کردن شرکت برای طرح در کمیته پذیرش را برعهده دارند. عالی‌ترین جایگاه را کمیته پذیرش دارد که تصمیم می‌گیرد شرکتی پذیرش بشود یا نه.

کمیته پذیرش قبلاً ساختار متفاوتی داشت؛ جدیداً از اواخر سال ۹۸ و باز اخیرتر در یکی دو ماه اخیر، تغییرات کوچکی در این ساختار به وجود آمده است؛ قبلاً، سازمان بورس عملاً نقش اصلی بر تمامی وظایف مربوط به پذیرش داشت، یعنی همه چیز به طور کامل، از نظر اشخاصی که در کمیته

1. abnormal return

می‌چید و پروسه‌هایی که تعیین می‌کرد، در اختیار سازمان بورس بود. در انتهای سال ۹۸ تصمیم گرفته شد که این کارها به بورس‌ها واگذار شود. البته اشخاصی که در کمیته پذیرش چیده می‌شوند، نقش کلیدی برای پذیرش دارند.

نمودار ۳. ارکان در پذیرش



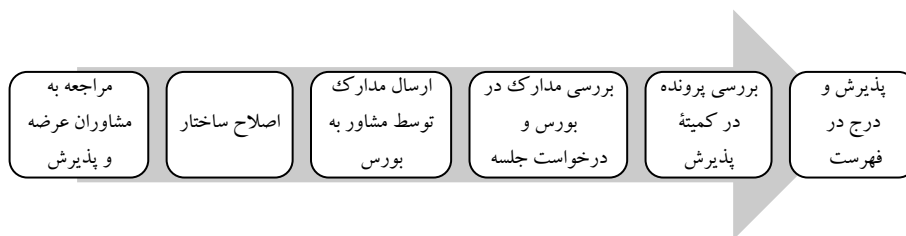
ترکیب جدید هیأت پذیرش بدین شکل است: مدیر عامل بورس، یک نفر متخصص مالی (یا از رشته حسابداری و حسابرسی) که کانون نهادهای مالی یا کانون کارگزاران معرفی می‌کنند. این احتمالاً حالت مشارکتی دارد: یک سال این کانون و سال بعد هم کانون دیگر این نماینده را معرفی می‌کند. سه نفر دیگر شخص حقیقی با تخصص مالی، حقوق و شخص حقیقی با تجربه در صنعت مربوطه است. این ۵ نفر اشخاص اصلی هستند که تصمیم می‌گیرند کدام شرکت پذیرش می‌شود یا نمی‌شود. بحث پذیرش محدود به این نیست که کمیته فقط بگوید رأی بر پذیرش می‌دهد یا نه. بحث این است که این کمیته انتظارات پذیرش را شکل می‌دهد، و در مواردی مثل جزییات صورت‌های مالی، کسب‌وکار، آینده شرکت، شیوه تأمین مالی، نحوه انعقاد قرارداد، ارتباط با مشتریان و حاکمیت شرکتی وارد بحث و بررسی می‌شود.

قبلاً نماینده‌ای از سازمان بورس در کمیته بود که حق وتو داشت، و این نماینده بقیه اعضا را تحت تأثیر قرار می‌داد. تقریباً همه اعضا متأثر از تصمیمات نماینده سازمان بورس بودند. در ساختار جدید مدیرعامل بورس به نوعی همین جایگاه را پیدا می‌کند. چون بیشتر اشخاص حقیقی را مدیرعامل

بورس معرفی می‌کند و هیأت‌مدیره بورس یا فرا بورس ایشان را منصوب می‌کنند، قابل فهم است که مدیرعامل بورس اکثریت آرا را همیشه خواهد داشت.

فرآیند پذیرش به این شکل است که شرکت متقاضی به شرکت‌هایی که مجوز مشاوره عرضه و پذیرش دارند مراجعه می‌کند. مشاور ممکن است کارگزاری‌ها، تأمین سرمایه‌ها، و شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری باشند. مشاور پذیرش بررسی اولیه‌ای از وضعیت مالی و حقوقی شرکت انجام می‌دهد، و اگر لازم باشد اصلاح ساختاری را پیشنهاد می‌دهد. مدارک شرکت توسط مشاور به بورس ارائه می‌شود و در بورس مشاور از پرونده پذیرش دفاع می‌کند. پرونده شامل امیدنامه و گزارش ارزش‌گذاری هم هست. این پرونده در کمیته پذیرش طرح می‌شود، و اگر شرکت پذیرفته شد، نامش در فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده جا می‌گیرد.

نمودار ۴. ارزش‌گذاری چگونه انجام می‌شود؟

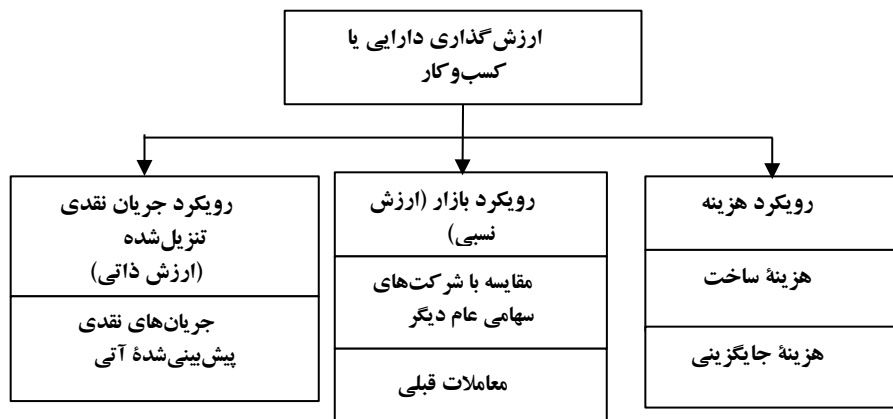


رویکردهای مختلفی برای ارزش‌گذاری کسب‌وکارها وجود دارد. سه رویکرد اصلی به شرح زیر است:

۱. **رویکرد هزینه^۱**: معمولاً بر مبنای ارزش دفتری یا جایگزینی شرکت را ارزش‌گذاری می‌کند.
۲. **رویکرد بازار^۲**: یا نسبت به شرکت‌های مشابه یا نسبت به معاملاتی که انجام شده ارزش‌گذاری صورت می‌گیرد. مثلاً اگر شرکتی با ظرفیت یک میلیون تن سیمان، ۷۰۰ میلیارد تومان ارزش‌گذاری می‌شود، کارخانه سیمان دیگری هم که یک میلیون تن سیمان تولید می‌کند، باید حدود ۷۰۰ میلیارد تومان ارزش‌گذاری شود.
۳. **رویکرد تنزیل جریان‌های نقدی^۳**: اساس این است که باید جریان‌های نقدی آنی را تنزیل کنیم و بر مبنای آن ارزش را مشخص کنیم.

1 cost approach
2 market approach
3 discounted cash flows

نمودار ۵. رویکردهای ارزش‌گذاری



پس انتظار داریم که شرکت‌ها با استفاده از این سه روش ارزش‌گذاری بشوند. در این رویکردها، مثلاً در روش‌های نسبی از یک سری نسبت‌ها مثل نسبت P/E یا نسبت قیمت به ارزش دفتری^۱ استفاده می‌شود. یا مثلاً در روش تنزیل جریان‌های نقدی می‌توانیم از روش تنزیل سود نقدی^۲، ارزش فعلی تعدیل شده^۳، یا سود باقی‌مانده^۴ استفاده کنیم. روش‌های مختلفی وجود دارند، مهم این است که آیا ما مجاز هستیم هر وقت دلمان خواست از هر کدام از این روش‌ها استفاده کنیم یا نه؟ اینها هر کدام محدودیت‌های خاص خود را دارند که در تخصص ارزش‌گذاری به آنها توجه می‌شود. فرض کنید از رویکرد تنزیل جریان نقدی استفاده می‌کنید؛ اگر جریان نقدی شرکت منفی باشد، منتهی به ارزش منفی برای شرکت می‌شود، پس نمی‌توانید به این راحتی از این روش استفاده کنید.

از رویکرد تنزیل جریان نقدی زمانی معمولاً استفاده می‌شود که امکان پیش‌بینی جریان‌های نقدی^۵ وجود داشته باشد. اگر امکان این پیش‌بینی در دسترس نباشد، طبعاً نباید از آن استفاده کرد. مثلاً از روش نسبی زمانی که شرکت زیان‌ده است و جریان‌های نقدی منفی دارد، استفاده می‌کنیم. از روش دفتری هم معمولاً وقتی استفاده می‌کنیم که شرکت تازه تأسیس یا زیان‌ده است، و پیش‌بینی عملکرد امکان‌پذیر نیست.

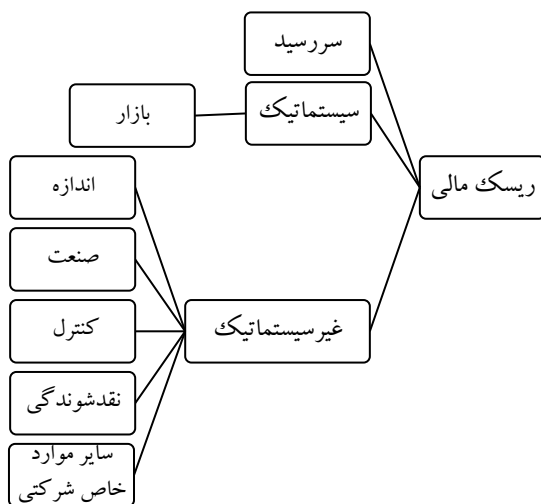
1 price-to-book ratio
2 dividend discount model (DDM)
3 adjusted present value (APV)
4 residual income
5 cash flows

هر روش ارزش‌گذاری مزایا و معایب خود را دارد؛ مثلاً روش درآمدی درست‌ترین است، ولی ارزش‌گذاری با این روش زمان زیادی می‌برد. روش نسبی قابل دفاع‌تر به نظر می‌رسد، چون به قدری مشابه در بازار دارد که وارد این استدلال نمی‌شویم که چرا این ارزش باید درست باشد. با این همه، پیدا کردن شرکت مشابه خود مشکلی جدی دارد که وقت می‌برد. روش دفتری هم می‌دانیم که در محیط‌های تورمی خیلی قابل اتکا نیست.

ارزش‌دارایی‌های نامشهود

به این راحتی قابل اعمال در ارزش‌گذاری نیست. وقتی می‌گوییم رویکرد درآمدی درست‌ترین است، بدین معنی است که روش‌های تنزیل جریان‌های نقدی پایه تخمین ارزش است؛ روش‌های نسبی و دفتری معمولاً مکمل روش‌های درآمدی هستند. در روش‌های تنزیل جریان‌های نقدی، عنصر بسیار مهم هزینه سرمایه است. چطور هزینه سرمایه را تخمین

نمودار ۶. انواع ریسک از دیدگاه ارزش‌گذاری



بزنیم؟ بحث هزینه سرمایه از سه جزء تشکیل می‌شود: نرخ بازده واقعی، تورم انتظاری و ریسک که این سه جزء باید خود را در هزینه سرمایه نشان دهند. معمولاً در ارزش‌گذاری، هزینه سرمایه را بر مبنای سه ریسک تخمین می‌زنند: سررسید که همان نرخ بدون ریسک و تورم را شامل می‌شود؛ ریسک سیستماتیک^۱ که معمولاً ریسک بازار است و ریسک‌های غیرسیستماتیک^۲ که اندازه، صنعت، کنترل نقدشوندگی و سایر موارد شرکت را شامل می‌شود. مدل‌های مختلفی هزینه‌های سرمایه را تخمین می‌زنند. یک سری مدل‌های تعادلی هستند، مثل مدل قیمت‌گذاری دارایی^۳، و ای‌پی‌تی^۴. سری دوم مدل‌های غیرتعادلی هستند مثل تنزیل جریان نقدی، مدل تک‌مرحله‌ای و چندمرحله‌ای.

1. systematic risks
2. unsystematic risks
3. CAPM
4. APT (arbitrage pricing theory)

نمودار ۷. مقایسه روش‌های ارزشگذاری

روش	کاربردها	ارزیابی
درآمدی	شرکت‌های دارای سود امکان پیش‌بینی عملکرد بلوغ در کسب‌وکار	زمان‌بر درست‌ترین
نسبی	عدم امکان پیش‌بینی عملکرد شرکت‌های زیان‌ده	قابل دفاع‌ترین مشکل در یافتن شرکت مشابه
دفتری	عدم امکان پیش‌بینی عملکرد شرکت‌های تازه‌تأسیس شرکت‌های زیان‌ده	عدم لحاظ دارایی‌های نامشهود اثر مخرب تورم

ویژگی‌های گزارش ارزش‌گذاری خوب

برای تهیه گزارش ارزش‌گذاری خوب مواردی را از استانداردهای مؤسساتی که انجمن حرفه‌ای ارزش‌گذاران هستند نقل می‌کنم. ابتدا ببینیم ارزش‌گذاری خوب چیست؟ بعد نقدهایی را ارائه دهیم که از گزارشات ارزش‌گذاری شده است.

۱. باید از مدل و رویکرد مناسب استفاده بشود: این‌طور نیست که هر کس از دانشگاه لیسانس یا فوق‌لیسانس گرفت و توانست چند عدد را در هم ضرب کند، ادعا کند ارزش‌گذاری بلد است و این هم مدل آن؛ این‌جا رقم سود را بگذار، این‌جا هم نرخ تنزیل را، ضرب و تقسیم کن و به ارزش برس. متأسفانه، با اطمینان بسیار می‌گویم، بالای ۹۰ درصد گزارش‌هایی که تهیه می‌شود، کیفیت ندارند. گزارش‌های ارزش‌گذاری که امروزه تهیه می‌شوند، اصولاً کیفیتی ندارند که بشود در باره آنها صحبت کرد.
۲. ساختار گزارش باید نظام‌مند باشد.
۳. اطلاعات آن باید به‌روز باشد.
۴. گزارش باید بدون تبعیض باشد.
۵. اطلاعات باید سازگار و مرتبط به هم باشند.
۶. اطلاعات کافی به تصمیم‌گیرنده بدهد و به زبان قابل فهم برای تصمیم‌گیرنده باشد.
۷. ریسک‌ها و محدودیت‌های اصلی شرکت را نشان بدهد.

۸. تضاد منافع را افشا کند.
 ۹. محاسبات توسط شخص ثالث قابل تکرار باشد.
 ۱۰. مفروضات به صورت سریع و مشخص بیان شود.
 ۱۱. به منابع مورد استفاده ارجاع داده شود.
 ۱۲. هرگونه محدودیت در دریافت و دسترسی به اطلاعات بیان شود.
 ۱۳. به موضوعات و محاسبات پارامترهای مهم پرداخت شود.
- همین فهرست را به عنوان چک‌لیست جلوی چشم بگذارید. هر گزارش ارزش‌گذاری را که بیاورید، به‌جرات عرض می‌کنم که از این ۱۳ مورد شاید دو مورد هم در آن گزارش‌ها نمی‌یابید.

نمونه‌های اشکال در گزارش‌های ارزش‌گذاری

۱. **پتروشیمی نوری**
 - ۱-۱. **عدم بیان نحوه محاسبه بتا**^۱. من گزارش پتروشیمی نوری را بررسی کرده‌ام. مثلاً در گزارش ارزش‌گذاری آمده که بتا را برابر ۱/۲۵ گذاشته‌اند. گزارش اصلاً نمی‌گوید بتا چطور محاسبه شده است. اگر می‌گفت، رقم را کنترل می‌کردم تا مطمئن شوم به همان عدد می‌رسم. اگر می‌شود احساسی رقم تعیین کرد، چرا بتا را ۱/۵ یا ۰/۵ نگذاریم.
 - ۱-۲. **عدم ارائه روند تولید**. در این گزارش فقط عنوان شده که از این به بعد، تولید را این‌طور پیش‌بینی می‌کنند، بدون این که اصلاً اطلاعات تاریخی شرکت داده شود. گویی شرکت یک‌باره از آسمان به زمین افتاده و هیچ سابقه‌ای از تولید آن ندارد تا تأیید کنیم آیا آن تولید قابل تحقق است یا نه.
 - ۱-۳. **عدم تعیین سال‌های پیش‌بینی**. سال‌های پیش‌بینی یا دوره عملکردی که پیش‌بینی می‌شود دل‌خواهی نیست. مثلاً، اگر بگوییم همیشه ارقام سه سال را پیش‌بینی می‌کنیم، منطقی ندارد. شاید برای شرکتی پیش‌بینی سه‌سال کافی باشد، و برای شرکتی مجبور باشیم تا ده سال را پیش‌بینی کنیم.
 - ۱-۴. **عدم توضیح دقیق پیش‌بینی مواد مصرفی**.
 - ۱-۵. **عدم بیان مفروضات پیش‌بینی سایر اقلام صورت سود و زیان و ترازنامه**. از اقلام صورت سود و زیان فقط فروش و بهای تمام‌شده پیش‌بینی شده است. برای سایر اقلام، یک سری اعداد چیده شده که نمی‌دانیم از کجا آمده است. مثلاً برای هزینه مالی رقمی ذکر شده؛ برای سایر

1. beta

درآمدها و هزینه‌های غیرعملیاتی، مالیات... ارقامی گذاشته شده است. اصلاً نمی‌دانیم این ارقام از کجا آمده‌اند. همین‌طور در مورد ترازنامه، مهم‌ترین اقلام در ترازنامه ساختار بدهی یا ساختار سرمایه شرکت است. باید بررسی شود آیا دارایی‌های پیش‌بینی شده شرکت، فروش پیش‌بینی شده را پشتیبانی می‌کنند؟ تقریباً گزارشی در ایران ندیده‌ام که به‌روشنی بگوید پیش‌بینی ترازنامه را چطور انجام داده است.

۱-۶. عدم رعایت ترتیب و یا اولویت اقلام پیش‌بینی شده در ترازنامه و صورت سودوزیان.

۱-۷. عدم بیان مفروضات پیش‌بینی سرمایه در گردش^۱ و مخارج سرمایه‌ای^۲: جالب است بدانید که اکثر گزارش‌هایی که از روش تنزیل جریان‌های نقدی برای ارزش‌گذاری استفاده می‌کنند، عنوان نمی‌کنند که مخارج سرمایه‌ای چطور پیش‌بینی شده‌اند. محدودی فقط عدد سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای را ذکر می‌کنند، ولی نمی‌گویند چطور به این اعداد رسیده‌اند. سؤال اصلی این است که چرا جریان نقدی آزاد با سود تقسیمی یا سود خالص متفاوت است؛ اصلی‌ترین عامل همین مخارج سرمایه‌ای است، ولی در گزارش‌ها اصلاً نحوه محاسبه مخارج سرمایه‌ای را نمی‌یابیم.

۱-۸. عدم تحلیل نسبت‌های مالی تاریخی. نسبت‌های مالی تاریخی هم اصلاً تحلیل نمی‌شود. این همه لیسانس یا فوق‌لیسانس برای چه صورت‌های مالی را تحلیل می‌کنند؟ به خاطر این که بتوانند آینده را درست پیش‌بینی کنند، یعنی باید بتوانیم آینده شرکت را درست پیش‌بینی کنیم. ولی تحلیلی از نسبت‌های مالی تاریخی در این گزارش‌ها نمی‌یابیم.

۱-۹. عدم بیان نحوه محاسبه نرخ رشد بلندمدت و هزینه سرمایه. دو جزء بسیار مهم در ارزش‌گذاری نرخ رشد و هزینه سرمایه است. به‌جرات می‌گویم که با این دو عدد می‌توانید شرکتی را ده برابر ارزش واقعی ارزش‌گذاری کنید یا ارزش آن را به یک دهم کاهش دهید. این اتفاق در بازار سرمایه ایران می‌افتد. به‌رغم اهمیت نرخ رشد و هزینه سرمایه، متأسفانه در گزارش‌های ارزش‌گذاری فقط می‌گویند که مثلاً نرخ رشد را ۹ درصد و هزینه سرمایه را ۲۵ درصد در نظر گرفته‌اند. در ادامه خواهیم دید چیزی حدود ۸۰ درصد ارزش شرکت با توجه به نرخ رشد و هزینه سرمایه تعیین می‌شود، در حالی که همکاران بازار سرمایه ایران کل وقت‌شان را روی پیش‌بینی سود هر سهم^۳

1. working capital
2. capital expenditures
3. EPS (earning per share)

می‌گذارند. در خوش‌بینانه‌ترین حالت، پیش‌بینی سود هر سهم ۲۰ درصد ارزش را تعیین می‌کند.

۱-۱. عدم استفاده از رویکرد تکراری در تخمین هزینه سرمایه: این رویکرد تکراری را خیلی‌ها برای اولین بار به چشم‌شان می‌خورد. در ارزش‌گذاری این بحث مفصلی است که در کتاب‌های مالی آمده است. وقتی شما هزینه سرمایه را تخمین می‌زنید، در گام اول ارزش شرکت را که ندارید؛ از ترازنامه وزن ارقام را درمی‌آورید. این وزن ارقام را بر مبنای آن هزینه سرمایه تخمین می‌زنید و بعد به ارزش شرکت می‌رسید. آن‌گاه با این ارزشی که تخمین زدید، باید وزن ارقام را به روز کنید تا این ارزش درست باشد. متأسفانه این کار را انجام نمی‌دهند.

۲. کلرپارس

۲-۱. اطلاعات و تحلیل اضافی اقتصاد جهانی. ۵۰ درصد گزارش کلرپارس توضیح اقتصاد جهانی در حوزه محصولات شرکت بود، در حالی که شرکت خیلی با اقتصاد جهانی ارتباطی ندارد.

۲-۲. ارائه نسبت‌های مالی بدون تحلیل. نسبت‌های مالی را در یک صفحه گزارش می‌کنند، بدون این که در چند سطر توضیح دهند که این نسبت‌های مالی را برای چه گزارش می‌دهند.

۲-۳. بیان ادبیات ارزش‌گذاری. برخی گزارش‌ها مثل کتاب ارزش‌گذاری عمل کرده و مثلاً ۱۰ صفحه در مورد ادبیات ارزش‌گذاری می‌نویسند.

۲-۴. پیش‌بینی ارقام ترازنامه. این پیش‌بینی به ترتیب صورت نگرفته؛ صحت ارقام آن بررسی نشده و تحلیل حساسیت صورت نگرفته است.

۲-۵. عدم بیان نحوه محاسبه سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای. سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای بیان نشده است.

۲-۶. عدم بیان روش محاسبه بتای اهرمی. جالب است که چون یک شرکت مشابه در بازار وجود داشته، گزارش بیان کرده که فقط بتای آن شرکت را اهرمی و غیراهرمی کرده است. گزارش نحوه اهرمی و غیراهرمی کردن را توضیح نمی‌دهد. هم‌چنین این که بتای اهرمی چگونه محاسبه شده، بیان نشده است.

۲-۷. عدم بیان روش محاسبه و فروض مربوط به ساختار سرمایه. مفروضات ساختار سرمایه‌ای بیان نشده است.

۲-۸. عدم بیان نحوه محاسبه ارزش حقوق صاحبان سهام تعدیل شده.

۲-۹. محاسبه نرخ رشد به روش فرمولی. برای محاسبه نرخ رشد، صرفاً فرمولی از کتابی را برداشته‌اند و بر مبنای این نرخ رشد را محاسبه کرده‌اند. این روش کار عبثی است که از یک فرمول برای نرخ رشد شرکتی استفاده کنیم که نرخ رشد حدود ۴۰-۵۰ درصد ارزش شرکت را تعیین می‌کند.

۲-۱۰. عدم استفاده از روش تکراری در محاسبه هزینه سرمایه. این عدم استفاده از روش تکراری، در این گزارش هم تکرار شده و ثبات رویه از بین رفته است.

۳. صنعتی زر ماکارون (غزر)

۳-۱. استفاده از نرخ تنزیل ۲۵ درصد و عدم بیان نحوه محاسبه. در گزارش غزر فقط عنوان شده که نرخ تنزیل ۲۵ درصد به عنوان نرخ مورد انتظار سهامداران در نظر گرفته شده است. بعد دقیقاً و در همان صفحه توضیح داده که نرخ بدون ریسک بازار در بلندمدت ۱۵ درصد بوده و نرخ بازده مورد انتظار ۳۵ درصد است. همین دو عدد را در نظر بگیریم، و بتای سهم را یک در نظر بگیریم، نرخ بازده مورد انتظار را باید ۳۵ درصد در ارزش گذاری لحاظ کنیم. یعنی در یک صفحه تناقض وجود دارد. اگر به این اعتقاد دارید، چطور از نرخ ۲۵ درصد استفاده می‌کنید؟ چون می‌خواستید به ارزشی برسید که شرکت ناشر را خوشحال می‌کند.

۳-۲. نرخ رشد ۹ درصد و عدم بیان نحوه تخمین و استفاده از نرخ رشد یکسان برای هر دو روش تنزیل سود نقدی و جریان نقد آزاد. مثلاً نرخ رشد را ۹ درصد فرض کرده که معلوم نیست از کجا آمده.

۳-۳. دامنه نامناسب برای تحلیل حساسیت. در مدل ارزشیابی، نرخ تنزیل را ۲۵ درصد در نظر گرفته است. اما تحلیل حساسیت را با نرخ تنزیل ۲۶، ۲۷، ۲۸ و ۲۹ درصد انجام داده، در صورتی که این کار معنی دار نیست. وقتی نرخ تنزیل ۲۵ درصد دارید، باید از یک طرف با نرخ ۲۰ درصد و از طرف دیگر ۳۰ درصد، و حتی ۴۰ درصد تغییرات را ببینید.

۳-۴. P/E برابر ۳۵ برای تخمین ارزش. دقیقاً زمانی که بازار در اوج بوده، عدد پی به ای ۳۵ بوده و گزارش از همین رقم استفاده کرده که نسبت بالایی بوده است. می‌گویند که چون متوسط صنعت ۷۰ بوده، گزارش ۳۵ را در نظر گرفته است. گزارش صحبتی از این نمی‌کند چطور به عدد ۳۵ رسیده است. بر مبنای این ارزش، شرکت دو برابر بیشتر از ارزش واقعی آن تخمین زده می‌شود.

۳-۵. عدم بیان نحوه محاسبه سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای. همین طور مخارج سرمایه‌ای توضیح داده نشده است.

اهمیت نرخ رشد و نرخ تنزیل

گفته شد که نرخ رشد و نرخ تنزیل روی ارزش تأثیر بسیار دارد. برای مثال، فرض کنید نرخ رشد ۳ درصد برای شرکتی درست بوده و با آن نرخ ارزش شرکت را برابر ۱۰۰ واحد ارزش گذاری کرده ایم. حال اگر نرخ رشد را ۵ درصد در محاسبه بیاوریم، ارزش شرکت ۳۵ درصد افزایش می یابد.

نمودار ۸. تأثیر نرخ رشد و ارزش پایانی بر ارزش برآوردی

نرخ رشد	ارزش پایانی	ارزش دوره پیش بینی	ارزش شرکت	سهم از ارزش	افزایش در ارزش شرکت
۱٪	۲۳۲	۶۵	۲۹۸	۷۸٪	-۲۰٪
۳٪	۳۰۵	۶۵	۳۷۰	۸۲٪	۰٪
۵٪	۴۳۵	۶۵	۵۰۰	۸۷٪	۳۵٪
۷٪	۷۳۹	۶۵	۸۰۴	۹۲٪	۱۱۷٪
۸٪	۱۱۱۹	۶۵	۱۱۸۴	۹۴٪	۲۲۰٪
۹٪	۲۲۵۸	۶۵	۲۳۲۳	۹۷٪	۵۲۷٪

در بازار سرمایه ایران خیلی راحت ارقام رشد را ۵ درصد، ۸ و ۹ درصد در نظر می گیرند. توجه ندارد که اگر نرخ رشد را مثلاً ۸ درصد در نظر بگیرند، ارزش شرکت بالای ۲۲۰ درصد افزایش می یابد. یعنی شرکتی را که برای مثال شما با نرخ رشد ۳ درصد هزار میلیارد تومان ارزش گذاری کرده اید، وقتی نرخ رشد را بالا برده و به ۸ درصد می رسانید، ارزش شرکت را به ۳٫۶۰۰ میلیارد تومان می رسانید. در واقع، ارزش شرکت را آنقدر بیشتر تخمین می زنید که شرکت برای فروش ناممکن می شود. همین طور اگر نرخ رشد را پایین بیاورید، مثلاً نرخ درست ۳ درصد را ۱ درصد فرض کنید، ارزش شرکت را ۲۰ درصد پایین می آورید. این مثال ها نشان می دهد که ارزش گذاری چقدر به نرخ رشد حساس است. نمودار ۸ مثالی است که رابطه نرخ رشد ارزش پایانی بر ارزش برآوردی را نشان می دهد.

نمودار ۹. اثر تغییر در نرخ تنزیل بر ارزش حقوق صاحبان سهام

نرخ تنزیل	ارزش حقوق صاحبان سهام	انحراف از ارزش پایه
۷٪	۶۳۵	۱۰۰٪
۹٪	۳۹۰	۲۲٪
۱۰٪	۳۲۰	۰٪
۱۱٪	۲۶۸	-۱۶٪
۱۲٪	۲۲۸	-۲۹٪
۱۳٪	۱۹۶	-۳۹٪

در نمودار ۹ اثر نرخ تنزیل را ببینید. فرض کنید اگر نرخ بازده مورد انتظار را ۱۰ درصد بگیریم، ارزش درست شرکت ۳۲۰ محاسبه شده است. حالا اگر نرخ تنزیل را ۷ درصد بگیریم، ارزش شرکت را ۱۰۰ درصد بالا آورده‌ایم، یعنی ۳۲۰ به ۶۳۰ می‌رسد. حال نرخ تنزیل ۱۰ درصد را به ۱۳ درصد برسانید، ارزش شرکت حدود ۴۰ درصد افت می‌کند. متأسفانه در گزارش‌های ارزش‌گذاری که در ایران در اختیار داریم، به این دو جزء نمی‌پردازند؛ گویی چیزی در ذهن نویسنده گزارش یا کسی در شرکت است، عدد را می‌گذارند و کسی هم آن عدد را به چالش نمی‌کشد.

اشتباهات رایج در ارزش‌گذاری

۱. از چالش‌ها و اشتباهات گزارش‌هایی که بررسی کردم، جمع بندی کلی داشته باشیم.
استفاده از نرخ بدون ریسک برای تنزیل جریان‌های نقد. بسیاری نرخ بدون ریسک یا نزدیک به آن را برای تنزیل جریان‌های نقدی استفاده می‌کنند که اشتباه است.
۲. **عدم بررسی معنی دار بتا و استفاده از بتای با ضریب تعیین پایین.** بتا این‌طور محاسبه نمی‌شود که ۱۰ عدد با هم بگذاریم و رگرسیون بزنیم و بگوییم این عدد بتا است. یعنی برای بتا باید ضریب تأیید معنی دار از نظر اقتصادی و آماری داشته باشیم. اگر شما بتا را ۱/۵ تخمین می‌زنید، ولی ضریب تعیین آن را مثلاً ۱۰ درصد به دست می‌آورید، این یعنی بتای تخمینی شما حداکثر ۱۰ درصد بازدهی نشان می‌دهد، و ۹۰ درصد بقیه را سایر عوامل مشخص می‌کنند. شما طبعاً با چنین تخمینی نمی‌توانید جریان‌های نقدی را تنزیل کنید.
۳. **عدم استفاده از رویکرد تکراری.**
۴. **تخمین ارزش با جمع دو رویکرد ارزش‌گذاری.** در بعضی از گزارش‌ها – جالب است کارشناس رسمی دادگستری این کار را انجام داده – در مواقعی با روش ارزش دفتری، ارزش شرکت را تخمین زده‌اند؛ بعد جریان‌های نقدی را تنزیل کرده و به این قیمت پایه اضافه کرده‌اند تا ارزش کل شرکت به دست آید. این درست نیست؛ نمی‌توان ارزش را با دو رویکرد محاسبه و با هم جمع کرد.
۵. **عدم کسر بدهی‌ها از ارزش تخمینی.** در بعضی از گزارش‌های تأمین سرمایه‌ها هم دیده‌ام که با روش تنزیل جریان‌های نقدی ارزش‌گذاری کرده‌اند، ولی متأسفانه بدهی‌ها را از آن رقم کسر نکرده‌اند.

۶. **عدم تنزیل ارزش به تاریخ تصمیم‌گیری.** در دو یا سه موردی که بررسی کردم، تاریخ ارزش‌گذاری برج چهارم سال است، ولی ارزش را در فروردین تخمین زده‌اند. ارزش تخمینی باید چهار ماه جلو بیاید، ولی متأسفانه این کار انجام نشده است.
۷. **افزودن ارزش واهی (برند، نیروی انسانی، مجوز).** برخی در ارزش‌گذاری برای برند شرکت، نیروی انسانی آن، یا مجوز رقمی اضافه می‌کنند. این کار به این راحتی نیست و نباید به هر کسب و کاری برند بدهید و بگویید این برند قابل ارزش است.
۸. **عدم لحاظ مخارج سرمایه‌ای به ازای افزایش تولید.** خیلی از مواقع، تولید را افزایش می‌دهند، ولی مخارج سرمایه‌ای را متناسب با تولید افزایش نمی‌دهند.
۹. **عدم تعریف درست محرک‌ها.** تعریف درست محرک‌های رشد انجام نمی‌شود. در نتیجه نرخ رشد و نرخ تنزیل واقعاً درست تخمین زده نمی‌شود.
۱۰. **عدم ورود به ریسک‌های خاص شرکتی.** ریسک‌های خاص شرکت چندان موضوع ادبیات مالی نیست، و در کتاب‌ها یافت نمی‌شود، اما در بازار سرمایه این ریسک‌ها وجود دارد. در ارزش‌گذاری‌ها ریسک خاص شرکتی مثل کنترل، نقدشوندگی، ریسک صنعت و افراد کلیدی کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد، در حالی که این ریسک‌ها پدیده‌هایی هستند که در ارزشیابی باید به‌دقت مورد توجه قرار گیرند. مثلاً رفتار بازدهی شرکت‌های کوچک با شرکت‌های بزرگ متفاوت است، و این باید در مدل ارزش‌گذاری وارد بشود، و متأسفانه نمی‌شود.
۱۱. **عدم تعدیل نسبت‌های مورد استفاده در ارزش‌گذاری.** حتی اگر شرکتی ظرفیت، محل، تولید، فروش، واردات و صادرات یکسان با شرکت دوم داشته باشد، نمی‌توان از نسبت‌های شرکت دوم برای ارزشیابی شرکت اول استفاده کرد. نمی‌توان آن نسبت‌ها را ضرب کرد و به ارزشی برای شرکت اول رسید. من در مرجعی خواندم که حداقل دو سه تعدیل باید روی نسبت‌ها انجام داد تا بتوان از آنها برای شرکتی دیگر استفاده کرد.

مشکلات در فرآیند ارزش‌گذاری عرضه اولیه

مطالب پیش‌گفته را جمع‌بندی کنیم. صورت مسئله این است که عرضه اولیه در بازار سرمایه داریم که تا یک ماه بازده غیرنرمال به بسیاری از افراد در بازار می‌دهد. البته متأسفانه این طور نیست که این بازده مازار به صورت برابر بین همه توزیع شود. آنهایی که پشت دستگاه نشسته و

دسترسی بهتری به سیستم و سامانه بورس دارند، سریع‌تر می‌توانند از این عرضه‌های اولیه بهره‌مند شوند. ناشر سهم را به قیمت ارزانی ارائه کرده است. اما عده‌ای با سفته‌بازی و رانت اطلاعاتی، از این بازده منتفع می‌شوند. حتی اگر در حالت خوشبینانه فرض کنیم همه سرمایه‌گذاران منتفع شوند، سؤال من این است کسی که خاک کسب‌وکار را خورده و زحمت کشیده، چرا باید سهم خود را مثلاً ۳۰-۴۰ درصد زیر قیمت تعادلی بازار عرضه کند؟ منشاء این خطا کجاست؟ منشاء کمیته پذیرش و فرآیند پذیرش شرکت‌هاست. چهار محور زیر نشان می‌دهد که مشکلات کجاست.

۱. **عدم تدوین استانداردهای گزارشگری ارزش‌گذاری:** استانداردهای گزارشگری برای ارزش‌گذاری در بازار سرمایه نداریم، و به همین خاطر هر کسی جرأت می‌کند گزارش ارزش‌گذاری بنویسد، و هر کسی فکر می‌کند ارزش‌گذاری بلد است. در همه جای دنیا معمولاً استانداردهای گزارشگری ارزش‌گذاری وجود دارد. افرادی که ارزش‌گذاری می‌کنند باید صلاحیت حرفه‌ای داشته باشند، و بدانند سلب مسئولیت و تضاد منافع چگونه اتفاق می‌افتد، و شکل و شمایل گزارش ارزش‌گذاری چگونه است. یعنی با گزارش ارزش‌گذاری و ویژگی‌های آن به شرحی که گفتیم، آشنا باشند.
۲. **انتخاب مشاور توسط ناشر.** نکته دوم انتخاب مشاور توسط ناشر است؛ این آن شرکتی است که معمولاً می‌خواهد عرضه اولیه را انجام دهد؛ و خود گزارش می‌نویسد، سهم را ارزش‌گذاری می‌کند و به کمیته پذیرش معرفی می‌کند. معلوم است که اینجا تضاد منافع وجود دارد. وقتی ناشر خود مشاور را انتخاب می‌کند، طبعاً دنبال مشاوره‌ای است که حرفش را گوش کند. آنهایی که مشاور پذیرش شرکت‌ها می‌شوند، کارمزد می‌گیرند.
 - شرکت به فرض پیش من می‌آید که پذیرش شود. می‌گویم باشد، اما فرآیند پذیرش شما برای من یک سال کار دارد و ۲۰۰ میلیون تومان هزینه می‌برد. شرکت می‌گوید من به فلان کارگزاری مراجعه کردم و گفت با صفر ریال این کار را برای من انجام می‌دهد. فکر می‌کنید برای چه کارگزاری با صفر ریال این کار را انجام می‌دهد، چون کارگزاری می‌گوید که از عرضه اولیه سهم ۴۰۰ میلیون تومان به دست می‌آورم، و از آنجا منافع من تأمین می‌شود، و به همین خاطر برای مشاوره عرضه هر چقدر بدهند خوب است و من این گزارش را می‌نویسم. چه کسی باید جلوی این کار را بگیرد؟

• همین هیأت پذیرش و کمیته پذیرش باید جلوی این وضع را بگیرند. سازمان بورس که برای اعطای مجوز به ما حتی اندازه اتاقها را هم مترآژ می‌کند، به ناشر نباید اجازه دهد خود مشاوره انتخاب کند، اما به این موضوع اهمیت نمی‌دهد. جالب‌تر این‌که در بسیاری موارد مشاور ذی‌نفع است، یعنی ناشر خود سهامدار شرکت مشاور است. این اشتباهات در حالی رخ می‌دهد که در مورد موضوع، ادبیات مشخصی وجود دارد.

۳. پدیده عرضه اولیه شیرین. یا پدیده عرضه اولیه در ایران، فرهنگ بسیار اشتباهی جاافتاده است. متأسفانه خود بورس‌ها هم به این امر دامن می‌زنند. وقتی گزارش ارزش‌گذاری را به بورس می‌بریم و می‌گوییم ارزش مثلاً ۱۰۰ تومان است، در جواب می‌گویند که ۱۰۰ تومان را قبول داریم، ولی این عرضه اولیه است و باید شیرین باشد؛ باید ۷۰ یا ۸۰ تومان قیمت بزنید. معلوم نیست قیمت برای چه باید شیرین باشد؟ چه شخصی گفته باید شیرین باشد؟ شیرین برای ناشر باشد یا برای سرمایه‌گذار؟ آیا هدف ناشر است که از بازار تأمین مالی می‌کند یا هدف سرمایه‌گذاری است که به خاطر کسب بازدهی آنی آمده است؟

۴. اعطای مجوز به نهاد و نه اشخاص. همین که شرکتی تأمین سرمایه شود، می‌تواند ارزش‌گذاری انجام دهد. در قانون هم این آمده است. اصلاً کاری به این ندارد که یک نفر فارغ‌التحصیل بی‌سواد با مدرک لیسانس نامرتب ارزش‌گذاری می‌کند یا آقای داموداران^۱. این مقررات ایراد دارد. در واقع، اشخاص هستند که ارزش‌گذاری می‌کنند، نهاد که ارزش‌گذاری نمی‌کند. متأسفانه این مشکل سال‌های سال است که هم‌چنان هم ادامه یافته و کیفیت گزارش‌های ارزش‌گذاری هم به شیوه‌ای است که ملاحظه کردید. طبعاً سازمان بورس باید به این مطالب بیشتر دقت کند.

پرسش‌ها و پاسخ‌ها

۱. آیا آنچه گفتید تبدیل به یک تعادل بد نمی‌شود، بدین معنی که از یک طرف درخواست آن است که عرضه‌های اولیه ۳۰-۴۰ درصد زیر ارزش واقعی وارد بورس شوند و از طرف دیگر هم شرکت در ارزش‌گذاری می‌کوشد با بالا بردن ارزش، این فروش زیرقیمت را جبران کند. این در ارزش‌گذاری اتفاق نمی‌افتد. ارزش‌گذاری‌هایی که انجام می‌شود، لزوماً به این معنی نیست که ارزش تعیین‌شده از ارزش ذاتی بالاتر یا پایین‌تر ارزش‌گذاری شده است. معمولاً یک قاعده نانوشته آن است که ما روش‌های نسبی را به عنوان قابل‌دفاع‌ترین رویکرد ارزش‌گذاری معرفی کنیم. منطق ذهنی حاکم

۱. Aswath Damodaran مؤلف معروف کتاب‌های ارزشیابی

بر بورس‌ها هم همین است. یک شرکت شاخص در بازار دارند که در ارزشیابی شرکت‌های دیگر، آن را شاخص قرار می‌دهند، و ارزش را در بازه‌ای از ارزش آن شاخص معامله می‌کنند. فارغ از این که شما از چه رویکردی برای ارزش‌گذاری استفاده کرده‌اید، می‌گویند شما باید در طی این دو سه ماه ۶۰-۵۰ درصد بازده بدهید، یا حداقل ۳۰-۴۰ درصد باید بازده بدهید. پس هر قیمتی که از این شرکت شاخص ۳۰-۴۰ درصد پایین‌تر نباشد را نمی‌پذیرند. این منطق تصمیم‌گیری آنان است که در عمل اتفاق می‌افتد. به همین خاطر، معمولاً عرضه‌های اولیه، عرضه‌های ارزانی است، هر چند که عرضه‌های گرانی هم داشته‌ایم. درخصوص عرضه اولیه و سپهر صحبت کرده‌ام. هر چند که سهم الان شاید ۱۵ یا ۲۰ درصد رشد کرده باشد، اما هم‌چنان اعتقاد دارم که جزو گران‌ترین سهم‌هایی بود که در بازار عرضه شد.

۲. از آنجا که بازار کارآمد نیست و همه فرض می‌کنند که قیمت رشد می‌کند، آیا می‌شود باز هم از این سودهای زیاد کسب کرد؟
اگر منظورتان بازار کارا است، از منظر دیگری به موضوع نگاه می‌کنید. کارایی که این‌جا از آن صحبت می‌شود، یعنی موضوعی که من در مورد آن صحبت کردم، بیشتر کارایی عملیاتی است و نه کارایی اطلاعاتی. سازوکاری که برای پذیرش در حال حاضر طراحی شده و ایراد دارد، به بحث حوزه عملیاتی بازارها برمی‌گردد.

۳. برای پیش‌بینی خالص جریان نقدی، چند رویکرد دیده‌ام: یک‌جا از درصد از فروش سال‌های قبل استفاده شده بود، و جای دیگر از درون‌یابی در ترازنامه. به نظر شما کدام روش برای پیش‌بینی خالص جریان نقدی معتبرتر است؟
درست‌ترین روش‌های پیش‌بینی آنهایی است که روی همه اجزای صورت سود و زیان، مخصوصاً روی فروش و بهای تمام‌شده، تمرکز دارند و بر مبنای توانمندی شرکت تخمین زده شده‌اند. یعنی اگر شما فقط روند میانگین فروش تاریخی را در نظر بگیرید، تقریباً اشتباه‌ترین روشی است که می‌توانید برای ارزش‌گذاری از آن استفاده کنید. اگر در مورد شرکت‌هایی مثل جنرال موتورز و زیمنس صحبت می‌کنید، یعنی در مورد شرکت‌هایی که بسیار بالغ هستند، تعمیم‌دادن روند تاریخی به آینده در این شرکت‌ها تا حدودی مجاز است؛ زیرا اگر نرخ رشد اقتصادی دنیا ۵ درصد هم بالا و پایین شود، رشد فروش این شرکت‌ها فقط ۳-۲ درصد جابه‌جا می‌شود. ولی در مورد شرکت‌هایی که بالغ نیستند، و در محیط اقتصادی ناپایدار زندگی می‌کنند، نمی‌توانید از روند تاریخی استفاده کنید، یا این که صرفاً برحسب درصدی از اقلام ترازنامه، فروش را پیش‌بینی کنید. معمولاً در این موارد روش درصد از دارایی‌ها خیلی به اشتباه می‌انجامد. درست‌ترین روش برای پیش‌بینی فروش آن است که ببینیم ظرفیت تولیدی شرکت چیست، برنامه‌ریزی شرکت برای آینده کدام است، نظرات کارشناسی در مورد آینده صنعت چیست، مهندسان شرکت در این زمینه‌ها چه می‌گویند، ...

فصل پنجم. اعتبارسنجی ناشران

صنعت اعتبارسنجی در ایران در مراحل اولیه است. تجربه انتشار اولین اوراق متکی به اعتبارسنجی (به جای اتکا به وثیقه و ضمانت) با روزهای انتشار این کتاب همزمان شده است. آقای قاسم محسنی دمنه که خود مدیرعامل اولین شرکت اعتبارسنجی کشور است، نخست اصطلاحات این صنعت را تعریف می‌کند، و مزایای رتبه‌بندی اعتباری را توضیح می‌دهد. روشن است که بدون توسعه صنعت اعتبارسنجی، نمی‌توان به‌ویژه از گسترش بازار بدهی‌ها در کشور اطمینان حاصل کرد. وی این موضوع را با عبارت «بلوغ صنعت رتبه‌بندی برای بلوغ بازار بدهی» توضیح می‌دهد. آقای محسنی تأکید عمده‌ای بر اصول مورد رعایت در مؤسسات رتبه‌بندی دارد و چالش‌های پیاده‌سازی نظام رتبه‌بندی در ایران را برمی‌شمرد. در بخش پایانی، سخنران به طور خلاصه در مورد سه شرکت دارای مجوز اعتبارسنجی در ایران صحبت می‌کند.

قاسم محسنی دمنه

قاسم محسنی دمنه از دانشگاه امام صادق (ع) مدرک کارشناسی ارشد و از دانشگاه آزاد دکترای مالی دریافت کرده است. از سال ۱۳۸۳ در نهاد نظارت بازار سرمایه خدمت کرده و از سال ۱۳۸۵ به مدت ۱۰ سال عضو هیأت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و سه سال عضو شورای عالی بورس بوده است. وی عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد کرج است و کتاب‌ها و مقالات متعددی در مورد نهادهای مالی منتشر کرده است. در حال حاضر، آقای محسنی مدیرعامل شرکت رتبه‌بندی اعتباری برهان است.

اعتبارسنجی ناشران اوراق بهادار در ایران^۱

قاسم محسنی دمنه

شرکت‌های رتبه‌بندی ایران

سه مؤسسه رتبه‌بندی در ایران داریم که از سال ۱۳۹۶ تأسیس شده‌اند. اولین مؤسسه از نظر تأسیس و دریافت مجوز فعالیت، مؤسسه رتبه‌بندی برهان بوده است. برهان سرمایه‌گذاری خارجی دارد که شرکت وی‌آی‌اس^۲ پاکستان است. سابقه این شرکت در زمینه رتبه‌بندی ۳۵ سال است و در بحرین، بنگلادش و ترکیه فعالیت دارد. این شرکت در گذشته با شرکت رتبه‌بندی دی‌سی‌آر^۳ آمریکا سرمایه‌گذاری مشترک داشته است. بعد از آن با شرکت‌های فینچ^۴ و جی‌سی‌آرای^۵ ژاپن وارد همکاری می‌شود. هر سه این شرکت‌ها امروز از وی‌آی‌اس خارج شده‌اند؛ و شرکت پاکستانی قرار است با شنزن^۶ چین به تفاهم برسد.

شرکت مشاور رتبه‌بندی ایران که در نظام بانکی رتبه‌بندی انجام می‌دهد، ۱۳ سال پیش تأسیس شده و جزو سهامداران برهان است؛ بقیه سهام برای اطمینان از کنترل تضاد منافع بین ۸ شخص حقیقی توزیع شده است. علاوه بر شرکت برهان، شرکت‌های پارس کیان با مدیریت آقای دکتر عربی و شرکت پایا دو شرکت رتبه‌بندی دارای مجوز دیگر هستند.

تعریف رتبه‌بندی اعتباری^۷

طبق تعریف، رتبه‌بندی اعتباری اظهارنظر مؤسسه رتبه‌بندی راجع به احتمال ایفای به موقع تعهدات مالی شخص حقوقی است؛ پس راجع به احتمال ایفای به موقع تعهدات مالی صحبت می‌کنیم. وقتی رتبه اعتباری را تعیین می‌کنیم، می‌خواهیم دریابیم که شخص حقوقی تا چه حد احتمال دارد بتواند تعهدات مالی خود را ایفا کند. اگر در مورد اوراق بهادار خاص یا تعهد مالی خاصی رتبه‌بندی می‌کنیم، منظورمان این است که تا چه حد شخصی که در قبال اوراق بهادار تعهد دارد، می‌تواند به تعهداتش به موقع عمل کند. مثلاً در مورد صکوک، معمولاً بانی‌ها تعهد دارند و باید سود یا اصل این اوراق را

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه سوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف در روز سه‌شنبه ۱۵ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است

2. VIS Credit Rating Company
3. Duff & Phelps Credit Rating Co., USA (DCR)
4. Fitch Ratings Inc.
5. Japan Credit Rating Agency, Japan (JCRA)
6. Shenzhen Investment Holdings Co.
7. credit rating

در زمان‌بندی مشخص پرداخت کنند. اصل مطلب در رتبه‌بندی این است که می‌خواهیم ببینیم احتمال ایفای به موقع تعهدات مالی چقدر است.

در رتبه‌بندی اعتباری چه چیزی را بررسی می‌کنیم؟ توانایی و تمایل ایفای تعهدات مالی را بررسی می‌کنیم. گاهی شرکتی توانایی ایفای تعهداتش را دارد، اما تمایلش را ندارد؛ مثلاً موقعی که نرخ‌های بهره کاهش پیدا می‌کند، شاید ناشر اوراق ترجیح دهد اوراق را زودتر بازپرداخت کند، و برعکس وقتی نرخ بالا می‌رود، ترجیح دهد در سررسید بدهی خود را تسویه نکند. شرط رتبه‌بندی صحیح آن است که از طریق بررسی نظام‌مند صورت گیرد؛ یعنی، بدون شیوه‌نامه یا بدون وجود نظام منسجم رتبه‌بندی، اجازه رتبه‌بندی در بازارهای مالی متشکل داده نمی‌شود.

ارتباط مؤسسات رتبه‌بندی با اجزای بازار مالی

در نمودار ۱ رابطه مؤسسات رتبه‌بندی را با اجزای بازار می‌بینید. این مؤسسات اطلاعات را دریافت می‌کنند و نهایتاً رتبه را اعلام می‌کنند. در سمت چپ نمودار سرمایه‌پذیرها^۱ هستند. اطلاعاتی که مؤسسات رتبه‌بندی دریافت می‌کنند، می‌تواند راجع به صکوک یا اوراق بهاداری باشد که می‌خواهند رتبه‌بندی کنند. به علاوه، این سرمایه‌پذیرها شامل صندوق پروژه‌ها^۲، شرکت‌هایی که می‌خواهند از بانک‌ها قرض بگیرند، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۳، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه می‌شوند که از نظر اعتباری باید رتبه‌بندی شوند. همه اینها به منابع مالی نیاز دارند: بانک‌ها می‌خواهند سپرده بپذیرند، شرکت‌های بیمه می‌خواهند بیمه‌نامه صادر کنند و تعهدات مالی بپذیرند، صندوق‌های پروژه می‌خواهند وجوه جمع‌آوری کنند و ناشران اوراق بهادار می‌خواهند منابع مالی گردآورند.

در سمت راست نمودار سرمایه‌گذاران قرار دارند که اطلاعات کافی راجع به سرمایه‌پذیرها ندارند. اصطلاحاً می‌گوییم عدم‌تقارن اطلاعاتی^۴ وجود دارد. مؤسسات رتبه‌بندی می‌خواهند مشکل عدم‌تقارن اطلاعاتی را تا حد ممکن حل کنند. بنابراین، مؤسسات رتبه‌بندی باید مستقل از اجزای سمت چپ نمودار باشند تا اجزای سمت راست و دیگر سرمایه‌گذاران به رتبه‌های اعلام‌شده اطمینان کنند. سرمایه‌گذاران نیاز دارند که گزارش رتبه‌های اعلامی قابل‌اتکا باشد، از این رو رتبه‌بندی توسط خود اجزای سمت چپ یا وابستگان آنها قابل‌ارائه نیست. حتماً شخص ثالث مستقلی باید وضعیت شرکت‌ها را ارزیابی و رتبه را اعلام کند تا اجزای طرف راست نمودار مایل به استفاده از آنها باشند. طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران اعم از بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری)، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی^۵، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و هم‌چنین سرمایه‌گذاران خرد از این رتبه‌بندی استفاده می‌کنند.

1. investees

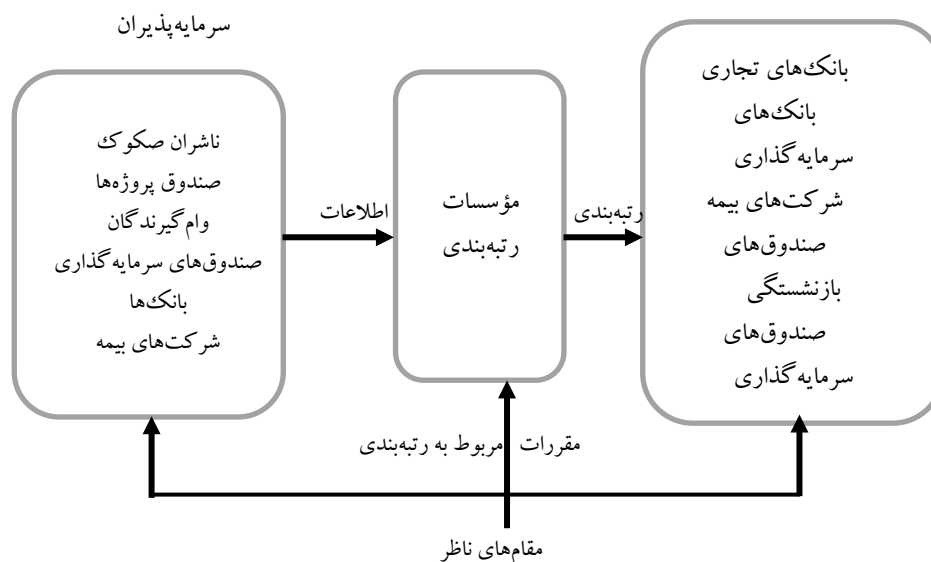
2. project funds

3. mutual investment funds

4. information asymmetry

5. pension fund

نمودار ۱. ارتباط مؤسسات رتبه‌بندی با اجزای بازار مالی



در پایین این نمودار مقامات ناظر^۱ یا نظام‌دهندگان بازار مثل سازمان بورس، بیمه مرکزی یا بانک مرکزی آورده شده است که مقرراتی را برای تنظیم بازار بر اساس رتبه‌بندی‌ها وضع و از این رتبه‌بندی‌ها در مقررات نویسی استفاده می‌کنند. مثلاً می‌گویند صندوق‌های بازنشستگی نباید در اوراقی سرمایه‌گذاری کنند که زیر رتبه سرمایه‌گذاری^۲ هستند؛ مثلاً بانک مرکزی برای محاسبه کفایت سرمایه بانک‌ها از رتبه‌بندی‌ها استفاده می‌کند؛ بیمه مرکزی ممکن است شرکت‌های بیمه را از اختصاص سرمایه به اوراق پرریسک که رتبه پایینی دارند بر حذر دارد، تا توانگری مالی آنها به خطر نیفتد.

روندها و ساختار بازار اطلاعات اعتباری

تفاوت رتبه‌بندی اعتباری و امتیازدهی اعتباری

غیر از مفهوم رتبه‌بندی اعتباری^۳، مفهوم امتیازدهی اعتباری^۴ را هم داریم که این دو را باید از هم تفکیک کرد. در سمت راست نمودار ۲ اشخاص حقیقی را می‌یابید. در سمت چپ در ابتدا بنگاه‌های کوچک، سپس بنگاه‌های متوسط و بعد از آن شرکت‌های بزرگ خصوصی و شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی را می‌بینیم. این‌ها همه به ارزیابی اعتباری نیاز دارند، چرا که همه به وجوه نیاز دارند و باید اعتبار بگیرند.

1. regulators
2. investment grade
3. credit rating
4. credit scoring

مثلاً اشخاص حقیقی برای نیازهای مصرفی به وام از بانک‌ها نیاز دارند یا ممکن است بخواهند خرید نسبه انجام دهند. هم‌چنین بنگاه‌های کوچک به تسهیلات نیاز دارند، همان‌طور که بقیه بنگاه‌های نمودار به منابع مالی نیاز دارند. بنابراین هم اعتبار اشخاص حقیقی این نمودار و هم اعتبار اشخاص حقوقی باید توسط همان اشخاص ثالثی تعیین شود که به آن‌ها اشاره شد.

برای اشخاص حقیقی سمت راست نمودار معمولاً از اصطلاح «امتیازدهی اعتباری» و برای حقوقی‌های سمت چپ نمودار از اصطلاح «رتبه‌بندی اعتباری» استفاده می‌شود. یعنی شرکت‌های خصوصی و دولتی معمولاً رتبه‌بندی اعتباری می‌شوند و اشخاص حقیقی امتیاز اعتباری می‌گیرند. در این نمودار به این فرایند عنوان گزارشگری اعتباری داده شده است.

نمودار ۲. رتبه‌بندی اعتباری و امتیازدهی اعتباری



فرق این دو اصطلاح در این است که «امتیازدهی اعتباری» بر رفتار اعتباری گذشته مبتنی است؛ نگاه می‌کند به این که فرد چه خصوصیتی دارد و در گذشته چه رفتار اعتباری داشته است. برای مثال، اگر در گذشته وام گرفته، آیا به‌موقع آن وام‌ها بازپرداخت شده است؟ اگر چک کشیده، آیا به‌موقع چک‌هایش را پرداخته است؟ آیا قبوض آب، برق و تلفن خود را به‌موقع پرداخت کرده یا جریمه شده است؟ آیا معمولاً پریسک رانندگی می‌کند یا محتاط است. در این فرایند به اطلاعات دیگری مثل وضعیت تأهل، شغل و سن فرد رجوع می‌شود و با قراردادن همه این اطلاعات در مدل‌های کمی، گزارش یا امتیاز اعتباری شخص را به‌دست می‌آورند.

در سمت چپ یعنی در رتبه‌بندی اعتباری کمتر به رفتار اعتباری گذشته وزن می‌دهند؛ بلکه بیشتر به توانایی مالی اهمیت داده می‌شود. در امتیازدهی سطح درآمد، سواد، اعتبار شخصی و ثبات شغلی

بالا در امتیاز فرد تأثیر زیادی ندارد، اما به محض این که یک قسط وام پرداخت نشود، فوراً امتیاز اعتباری فرد کاهش می‌یابد. در مقابل، در رتبه‌بندی به توانایی مالی توجه می‌شود؛ ترازنامه، جریان نقدی و سودآوری شرکت‌ها را بررسی می‌کنند و به پیش‌بینی آینده می‌پردازند که نیاز به قضاوت حرفه‌ای دارد.

اهداف رتبه‌بندی اعتباری

هدف رتبه‌بندی اعتباری حمایت از سرمایه‌گذاران از طریق ایجاد شفافیت بیشتر و حل مشکل عدم تقارن اطلاعات است. همین نکات در مورد امتیازدهی اعتباری نیز کم‌وبیش صادق است.

مزایای رتبه‌بندی اعتباری

- کمک به تصمیم‌گیری و تصمیم‌سازی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود شفافیت در بازارهای مالی: طبیعتاً وقتی ابهام پایین بیاید، تصمیم‌گیری آسان‌تر خواهد بود.
- کمک به توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید: ریسک این ابزارها باید مشخص شود تا سرمایه‌گذاران بتوانند در این ابزارها سرمایه‌گذاری کنند.
- کاهش هزینه‌های تأمین مالی.
- کاهش اتکا به تضامین و وثایق برای تأمین مالی: در کشورهای پیشرفته با گسترش رتبه‌بندی‌ها، استفاده از تضامین و وثایق که امروزه در بانک‌های ایران مرسوم است، کمتر شده است. بر اساس توانایی و اعتبار بنگاه و فرد نیز وام پرداخت می‌شود.
- کمک به سلامت مالی و اعتباری: بنگاه‌ها و افراد رتبه اعتباری یا امتیاز اعتباری را به تدریج کسب می‌کنند؛ به قول معروف، اعتبار قطره قطره جمع می‌شود و هر فرد باید باحوصله و حساب‌شده عمل کند. بنابراین، پس از کسب این امتیازات، مدیران و مالکان دیگر خطر نمی‌کنند که اعتبار خود را از دست بدهند؛ سعی می‌کنند رفتار اعتباری درستی داشته باشند و به موقع تعهداتشان را پرداخت کنند تا به اعتبارشان خدشه وارد نشود. این موضوع به بهبود سلامت مالی و اعتباری در جامعه کمک می‌کند. این که می‌بینید در کشورهای پیشرفته افراد به موقع قبوض آب، برق، تلفن و اقساط وام را پرداخت می‌کنند، دلیلش این است که همه این‌ها بر رتبه اعتباریشان تأثیر می‌گذارد. اگر این کار را نکنند بعداً دیگر نمی‌توانند اعتبار بگیرند.

- کمک به کاهش فساد مالی: در کشور ما بانک‌ها به افراد خاص و با روابط خاص وام‌هایی پرداخت می‌کنند. اینجا مقام ناظر می‌تواند الزام کند که بانک‌ها بر اساس رتبه اعتباری، سقف اعتباری افراد و سود وام‌ها را تعیین کنند تا فساد مالی کاهش پیدا کند؛ یعنی، ضوابط جایگزین روابط شود.
- کمک به تنظیم مقررات و نظارت بر بازارها و نهادهای مالی: مقام‌های ناظر سعی می‌کنند تا شرکت‌ها و نهادهای مالی که وجوه عمومی را در اختیار دارند، سبد سرمایه‌گذاری بسیار پرریسکی نداشته باشند؛ مثلاً ترکیب دارایی‌های صندوق بازنشستگی نباید پرریسک باشد، چراکه اگر سرمایه‌گذاری‌های این صندوق با شکست همراه شود، قشر بزرگی از مردم درگیر مشکل پیدا کرده و سلامت مالی تعداد زیادی به خطر می‌افتد. بنابراین، اگر مقام ناظر علاقه داشته باشد سبد سرمایه‌گذاری‌های این بنگاه‌ها کم‌ریسک باشد، می‌تواند از ابزار رتبه اعتباری استفاده کند. همان‌طور که گفتیم، در وضع مقررات کفایت سرمایه برای بانک‌ها، کفایت سرمایه بیمه‌ها، و نهادهای مالی دیگری مثل شرکت‌های تأمین سرمایه^۱، شرکت‌های کارگزاری، و نیز برای مقایسه ریسک آنها از ابزار رتبه اعتباری استفاده می‌شود.

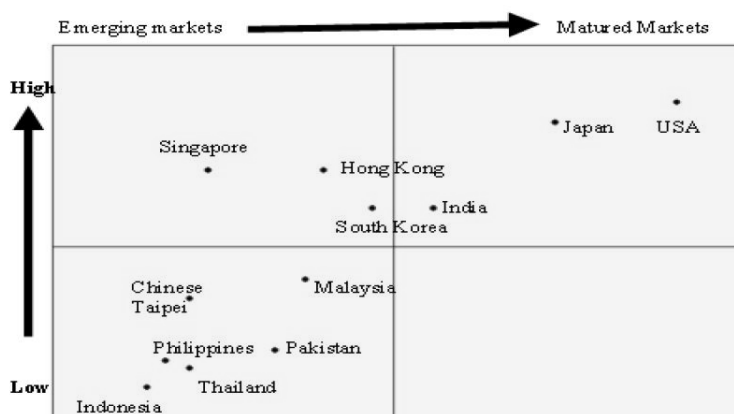
رابطه بلوغ صنعت رتبه‌بندی با بلوغ بازار بدهی

در نمودار ۳، رابطه میان رتبه‌بندی اعتباری و بلوغ بازارهای مالی آورده شده است. محور عمودی رتبه‌بندی اعتباری و محور افقی بلوغ بازار مالی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌کنید، این دو باهم ارتباط دارند. این که بلوغ بازار مالی است که روی گسترش و بلوغ رتبه‌بندی تأثیر می‌گذارد و یا برعکس، چندان روشن نیست. احتمالاً گسترش رتبه‌بندی است که روی بلوغ بازارهای مالی اثرگذار است. در این نمودار، امریکا بالغ‌ترین بازار مالی دنیا را دارد و از نظر رتبه‌بندی هم پربالغ‌ترین بازار مالی است؛ کشور بعدی ژاپن است. در این نمودار سنگاپور حالت استثنایی پیدا کرده است؛ یعنی رتبه‌بندی در آن بالغ شده، ولی نتوانسته زیاد روی بلوغ بازار تأثیر بگذارد و احتمالاً مشکلات دیگری داشته است. در مورد بقیه کشورها نیز می‌بینیم که با افزایش بلوغ مؤسسات رتبه‌بندی، بازارشان هم بالغ‌تر شده است.

مالزی، کره و هند که قابل مقایسه با کشور ما هستند، در میانه این نمودار قرار دارند. اگر بخواهیم موقعیت ایران را در این نمودار مشخص کنیم، محلی نزدیک اندونزی درمی‌آید، چون که مؤسسات رتبه‌بندی و بازارهای مالی در ایران به بلوغ کافی نرسیده‌اند.

1. investment bank

نمودار ۳. رابطه میان رتبه‌بندی اعتباری و بلوغ بازارهای مالی



موارد مورد بررسی در رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها

در بررسی موقعیت رتبه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه معیارهای کیفی و کمی می‌رسیم؛ در ادامه به تشریح جزییات امر می‌پردازیم.

بررسی‌های کیفی

در بررسی کیفی، قضاوت افراد بسیار مؤثر است. برخی معیارهای مهم در این زمینه به شرح زیر است:

- ✓ بررسی صنعت.
- ✓ ساختار و مدیریت: از مجاری مختلفی می‌توان ساختار و مدیریت شرکت را بررسی کرد: مثلاً باید دریافت که چگونه ساختار شرکت می‌تواند به تحقق اهداف شرکت کمک کند. یا باید قضاوت کرد که آیا مدیریت شرکت صلاحیت لازم و تجربه کافی برای هدایت شرکت به سمت اهدافش را دارد یا خیر.
- ✓ بازار و جایگاه رقابتی: جایگاه رقابتی هر شرکت در بازار و در میان رقبای آن باید مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ قوانین و مقررات حاکم: بررسی این که آیا قوانین و مقررات حاکم بر صنعت شرکت موضوع رتبه‌بندی، حامی آن صنعت است یا آن را تضعیف می‌کند؛ مثلاً در صنعت آلوده‌کننده محیط‌زیست، معمولاً قوانین و مقررات محیط‌زیست محدودیت ایجاد می‌کنند.
- ✓ تکنولوژی و چشم‌انداز آتی: بررسی تکنولوژی و چشم‌انداز آتی آن صنعت.

✓ سیستم‌ها و روش‌ها: بررسی این که سیستم‌ها یا روش‌های مورد استفاده هر شرکت تا چه حد بالغ شده و از اقدامات مدیریت حمایت می‌کند. در اینجا، ممکن است صنعت نیز مورد بررسی قرار بگیرد و از این رو سیستم‌های اطلاعاتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. تمام این موارد به قضاوت نیاز دارد و ممکن است تحلیل و قضاوت هر کارشناس با کارشناس دیگر متفاوت باشد. بررسی کیفی به معنای آن نیست که در فرایند قضاوت از عدد و رقم اصلاً استفاده نمی‌شود. قطعاً آمار، اعداد و اطلاعات مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما وجه غالب در شکل‌دهی به تصمیم، قضاوت است.

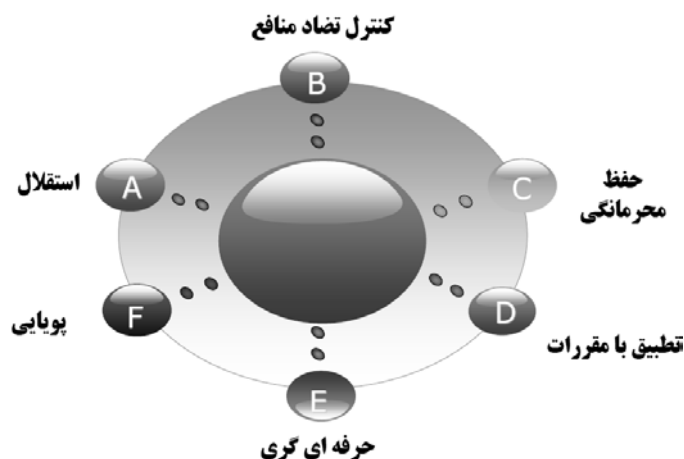
بررسی‌های کمی

در این نوع بررسی بیشتر از مدل استفاده می‌شود؛ مدل‌هایی که با استفاده از داده‌های گذشته شکل گرفته‌اند. برخی از متغیرها در بررسی کمی به شرح زیر است:

- ✓ توانایی سودآوری
- ✓ توانایی خلق جریان نقدی
- ✓ کیفیت و نقدشوندگی دارایی‌ها
- ✓ ترکیب بدهی‌ها و ساختار سرمایه
- ✓ حمایت‌های عوامل بیرونی

از مدل‌هایی که طراحی می‌شود، برای پیش‌بینی‌های آتی استفاده می‌شود. یعنی مدل‌هایی برای

نمودار ۴. اصولی که مؤسسات رتبه‌بندی باید رعایت کنند



پیش‌بینی جریان نقدی و سودآوری آینده شرکت طراحی می‌شود. با وارد کردن اعداد و ارقام به این مدل‌ها نهایتاً امتیاز اعتباری محاسبه می‌شود. در اینجا دیگر قضاوت در نتیجه کمتر تأثیر دارد. بعداً از دل این دو بررسی و ترکیب نتایج، رتبه اعتباری تعیین می‌شود.

اصولی که مؤسسات رتبه‌بندی باید رعایت کنند

مؤسسات رتبه‌بندی باید مجموعه‌ای از اصول را رعایت کنند تا کارکرد مؤثری داشته باشند. نمودار ۴ رئوس این اصول را نشان می‌دهد.

- استقلال: مهم‌ترین اصل استقلال است. نتیجه کار این مؤسسات زمانی قابل اطمینان است که آنها از شرکتی که قصد رتبه‌بندی آن را دارند مستقل باشند، درست مثل حسابرس که باید مستقل باشد.
- کنترل تضاد منافع: باید نظاماتی برای کنترل تضاد منافع وجود داشته باشد؛ برای مثال اگر مدیران یا کارکنان مؤسسه رتبه‌بندی در اوراق موضوع رتبه‌بندی سرمایه‌گذاری کرده باشند، یا خود مؤسسه در آن اوراق سرمایه‌گذاری کرده باشد، تضاد منافع به وجود می‌آید. ممکن است افرادی که رتبه‌بندی می‌کنند در شرکت‌های موضوع رتبه‌بندی دارای سمت باشند یا با یکدیگر منافع تجاری مشترک داشته باشند، این‌ها همه به معنای وجود تضاد منافع است؛ این افراد نباید اجازه رتبه‌بندی داشته باشند.
- حفظ محرمانگی: باید اطلاعات شرکت موضوع رتبه‌بندی محرمانه نگاه داشته شود. به مثابه اصلی دیگر، اطلاعات نزد مؤسسات رتبه‌بندی محرمانه است و قابل انتشار نیست؛ اینها اسرار تجاری بنگاه‌هاست، و از این رو انتشار آنها عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می‌آورد. مؤسسات رتبه‌بندی به این اطلاعات محرمانه دسترسی دارند، ولی آنها را منتشر نمی‌کنند. اطلاعات را تحلیل می‌کنند، و تأثیر آنها را روی رتبه‌ها انعکاس می‌دهند. بنابراین، در عین این‌که اطلاعات را شخص مستقلاً تحلیل کرده، و نتیجه تحلیل خود را به اطلاع عموم هم رسانده، اما اطلاعات خام شرکت نزد خود مؤسسه رتبه‌بندی کننده محرمانه می‌ماند.
- تطبیق با مقررات: حتماً باید نظاماتی وجود داشته باشد تا مؤسسات رتبه‌بندی مقررات را رعایت کنند.
- حرفه‌ای‌گری: حتماً باید اشخاص حرفه‌ای، صاحب صلاحیت و آموزش‌دیده در این زمینه کار کنند و خود را با دانش روز تطبیق دهند.

اهم چالش‌های پیاده‌سازی نظام رتبه‌بندی در ایران

فقدان قوانین و مقررات اختصاصی در زمینه رتبه‌بندی اعتباری

گسترش رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای مالی دنیا دو حالت دارد: در حالت اول می‌گویند توسعه رتبه‌بندی مثل کشور آمریکا در فرایندی اصطلاحاً بازار-محور^۱ شکل گرفته است؛ یعنی تقاضا از سمت بازار بوده که باعث شکل‌گیری مؤسسات رتبه‌بندی شده است. شرکت مودیز^۲ آمریکا در اوایل قرن بیستم کتابچه‌ای تهیه کرد که در آن اطلاعات مفصلی راجع به اوراق بهادار منتشره، به‌خصوص اوراق قرضه شرکت‌های راه‌آهن که جزو شرکت‌های بزرگ آمریکا بود، منتشر کرد. شرکت مودیز علامت‌هایی را که در گزارش‌های رتبه‌بندی می‌بینیم، در همان زمان برای نمایش ریسک رتبه‌بندی اوراق برگزید. مودیز این کتابچه‌ها را می‌فروخت و در فواصل زمانی معین آنها را به‌روز می‌کرد. در این مورد تقاضا از جانب بازار بوده؛ یعنی اگر این اوراق رتبه‌بندی نمی‌شد، سرمایه‌گذاران ممکن بود به‌تدریج به این نتیجه می‌رسیدند که نباید در این اوراق سرمایه‌گذاری کنند. درواقع، در آن صورت اوراق بدهی به هندوانه درسته‌ای می‌ماند که نمی‌توانستند راجع به آن تصمیم بگیرند.

تا سال ۱۹۳۰ طول کشید تا استفاده از رتبه‌بندی اعتباری در مقررات هم نمود پیدا کرد. بانک مرکزی آمریکا شروع‌کننده این مسیر بود و بعد هم صندوق‌های بازنشستگی از رتبه‌بندی‌های اعتباری استفاده کردند. پس از آن کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۳ آمریکا و مقام ناظر صنعت بیمه هم از این رتبه‌بندی‌ها استفاده کردند. از سال ۱۹۳۰ که از این مقررات استفاده شد، به‌تدریج به شتاب رشد صنعت رتبه‌بندی افزوده شد.

در ایران برای گسترش صنعت رتبه‌بندی لازم است همانند بسیاری از کشورها از مقررات الزام‌آور استفاده شود. ما در ابتدای رشد این صنعت هستیم و لازم است که مقررات الزامی داشته باشیم. در غیر این صورت، حرکات ما لاک‌پشتی خواهد بود. در تحقیقی روی شرکت‌ها در بازارهای در حال توسعه و توسعه‌یافته، روشن شد که در مقررات نیمی از این کشورها، داشتن رتبه اعتباری برای عرضه اوراق بهادار به عموم الزامی بود. البته بعد از بروز بحران مالی سال ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ و انتقاد گسترده از صنعت رتبه‌بندی آمریکا، تغییراتی در این زمینه به‌وقوع پیوست. مثلاً در مالزی که داشتن رتبه اعتباری از موسسه رتبه‌بندی برای انتشار عمومی اوراق بهادار الزامی بود، این الزام برداشته شد.

در مقررات بین‌المللی بانکداری (طبق مقررات بازل دو)^۴ اگر بانک در اوراق رتبه‌بندی‌نشده سرمایه‌گذاری کند، ضریب ریسک آن صددرصد خواهد بود، و به رقم کفایت سرمایه بالاتری نیاز دارد.

1. market driven

2. Moodys.com

3. Securities and Exchange Commission (SEC)

4. Basel II regulation

بنابراین، بانک‌ها ترجیح می‌دهند در اوراقی سرمایه‌گذاری کنند یا به شرکت‌هایی وام دهند که رتبه‌بندی شده باشند. این الزامات قانونی باعث شده تا رتبه‌بندی اعتباری گسترش پیدا کند.

فقدان افشای کامل اطلاعات و دسترسی به داده

چالش بعدی صنعت در ایران که مشکلی حادث‌تر هم هست، به عدم دسترسی به اطلاعات و داده‌ها برمی‌گردد؛ کیفیت داده‌ها بسیار پایین است؛ اشتباه در داده‌ها در بانک‌های اطلاعاتی زیاد است. برای پالایش داده‌ها باید کار زیادی کرد؛ دسترسی به داده‌ها همواره امکان‌پذیر نیست و مانع بسیار ایجاد می‌کنند.

معمولاً نهادهایی که داده‌ها را دارند دولتی هستند؛ عموماً سازمان بورس، بانک مرکزی، سازمان مالیاتی، گمرک و دیگر نهادها و سازمان‌ها حاضر نیستند اطلاعات را به سهولت در اختیار مؤسسات رتبه‌بندی قرار دهند. باید مقررات الزام‌آوری باشد تا این نهادها داده‌ها را در اختیار مؤسسات رتبه‌بندی قرار دهند. مثلاً، مؤسسه رتبه‌بندی نیاز دارد دریابد که در محاکم چه ادعاهایی علیه افراد یا بنگاه‌ها مطرح شده، چه احکامی علیه‌شان صادر شده، چه احکامی به نفعشان صادر شده و یا کدام دارایی‌هایشان در رهن است. خود افراد یا بنگاه‌ها ممکن است این اطلاعات را به صورت درست در اختیار مؤسسات رتبه‌بندی قرار ندهند و کتمان اطلاعات کنند. مؤسسات رتبه‌بندی باید بتوانند اطلاعات گردآوری‌شده را با اطلاعات منابع دولتی، بانک‌ها و سایر نهادهای عمومی مقابله داده و کنترل مجدد کنند. با این مقابله مجدد روشن می‌شود که آیا مشتری رشته اطلاعاتی را پنهان کرده یا نه و هر نوع پنهان‌کاری طبعاً روی رتبه‌بندی اعتباری‌شان تأثیر می‌گذارد.

فقدان دانش فنی و سرمایه انسانی مرتبط

از زمانی که رتبه‌بندی اعتباری به وجود آمده بیش از صد سال می‌گذرد. کشورهایی چون کره، مالزی، پاکستان، هند و کشورهای دیگر قابل مقایسه با ما در این زمینه بیش از ۲۵ سال تجربه دارند. در ایران، عمر مؤسسات رتبه‌بندی به بیش از سه سال نمی‌رسد؛ از این رو در این زمینه، ایران فاقد سرمایه انسانی کافی است و به آموزش گسترده نیاز دارد.

فقدان فرهنگ رتبه‌بندی و مقاومت در برابر انضباط مالی

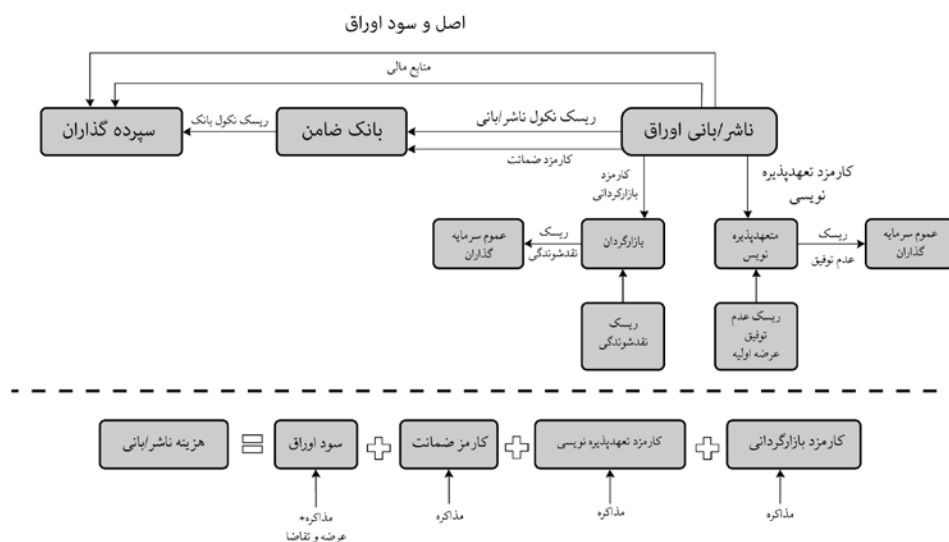
در فرهنگ امروز ایران، افراد و بنگاه‌ها در برابر انضباط مالی و شفافیت مقاومت دارند. هر کدام از ما مدیران، دیکتاتورهای کوچکی هستیم که نمی‌خواهیم کسی وارد حیاط خلوت مان شود؛ احساس می‌کنیم شرکت‌های تحت مدیریت ما حیاط خلوت ماست و اجازه نمی‌دهیم کس دیگری وارد آنها شود و در این زمینه مقاومت می‌کنیم.

مدل جاری انتشار اوراق بهادار در ایران

در مدل جاری انتشار اوراق بهادار در ایران که در نمودار ۵ ارکان آن را ملاحظه می‌کنید، هر ورقه بهادار جدید ناشر و بانی دارد. ناشر جدا از بانی است و این دو رکن دو شخصیت حقوقی مجزا هستند. در اوراق مشارکت بانی نداریم و فقط ناشر داریم. این همان شرکتی است که می‌خواهد تأمین مالی کند، ولی در بقیه اوراق ما ناشر مستقل داریم. ناشر همان نهاد مالی واسطه است که در انتشار اوراق فقط نقش واسطه را ایفا می‌کند. در کنار ناشر، رکن بانی را هم داریم که اوراق برای تأمین مالی آن بنگاه منتشر می‌شود.

در این نمودار بانکی ضامن است. تمام اوراقی که در ایران منتشر می‌شود، ضامن دارد و معمولاً بانک‌ها ضمانت اوراق را می‌پذیرند. ریسک نکول ناشران یا بانی (در اوراق مشارکت فقط ناشر است) به ضامن منتقل می‌شود؛ یعنی اگر ناشر یا بانی به موقع به تعهدات خود عمل نکنند، ضامن باید جبران کند و به تعهدات خود در قبال سرمایه‌گذاران عمل کند. ناشر یا بانی برای ضمانت، به بانک کارمزد پرداخت می‌کند. به علاوه، بانک وثیقه هم دریافت می‌کند و در مواردی مبلغی از وجوه حاصل از انتشار اوراق را نزد خود نگاه می‌دارد. پس، بانک ضامن در این فرایند واسطه‌ای است که ریسک نکول را به سپرده‌گذاران خود منتقل می‌کند.

نمودار ۵. مدل موجود انتشار اوراق بهادار در ایران



همان‌طور که ما در فیزیک اصل بقای انرژی داریم، در مالی هم ریسک از بین نمی‌رود و بقا دارد؛ با ضمانت، ریسک نکول ناشر یا بانی از بین نمی‌رود، بلکه با واسطه‌ای آن ریسک به سپرده‌گذاران بانک منتقل می‌شود. طبعاً در بانک هم عموم مردم سپرده‌گذار زیان را احساس نمی‌کنند، چون هر کدام جزئی از آن ریسک را متقبل می‌شوند. این بسیار شبیه شرکت بیمه است که برای پوشش ریسک نکول با دیگر بیمه‌گران مشارکت می‌کند. البته لازم نیست که ضامن همیشه بانک باشد، و در این زمینه تغییراتی در دست تکوین است.

در طرف دیگر، متعهد پذیرهنویس است که تعهد می‌دهد در صورت به فروش نرسیدن اوراق در بازار اولیه، آنها را بخرد و از بازار جمع کند. متعهد پذیرهنویس معمولاً بانک سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه) است که ریسک عدم‌توفیق عرضه اولیه را می‌پذیرد و در مقابل کارمزد تعهد پذیرهنویسی می‌گیرد. این متعهد پذیرهنویس یا همان بانک سرمایه‌گذاری، یا سهامی عام است و در بورس پذیرفته شده، یا وابسته به نهادهای مالی مثل بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس است. نهایتاً این واسطه‌ها ریسک عدم‌توفیق را به عموم مردم منتقل می‌کنند. در اینجا دوباره عموم مردم که سرمایه‌گذاران بانک‌های سرمایه‌گذاری هستند، زیان را احساس نمی‌کنند، هرچند ریسک نکول را تحمل می‌کنند.

رکن بازارگردان را نیز در نمودار ۵ داریم؛ معمولاً بازارگردان و متعهد پذیرهنویس یک شخص است. بازارگردان ریسک نقدشوندگی اوراق را می‌پذیرد و کارمزد بازارگردانی دریافت می‌کند. مشابه توضیح قبلی، این جا هم دوباره برای انتقال ریسک به عموم مردم، از واسطه استفاده شده است. در پایین خط‌چین، هزینه‌های ناشر یا بانی آورده شده است. یکی از هزینه‌های ناشر، سودی است که باید به دارندگان اوراق بدهد. هر چند این سود عمدتاً با مذاکره تعیین می‌شود، اما در روش ثبت سفارش، عرضه و تقاضا هم بر آن تأثیر دارد. ولی در ایران تا این تاریخ هنوز عرضه به روش ثبت سفارش نبوده است.

شکل تعیین نرخ در ایران مستقیم و شفاف نیست. متعهد پذیرهنویس تقاضای مثلاً ۶ درصد کارمزد تعهد پذیرهنویس و بازارگردانی می‌کند، کارمزدی که در هیچ جای دنیا سابقه ندارد. چرا؟ به دلیل این که سازمان بورس (یا بانک مرکزی) گفته که سود اوراق نمی‌تواند از ۱۸ درصد بیشتر باشد. مردم هم با نرخ ۱۸ درصد اوراق نمی‌خرند. از این رو، شرکت تأمین سرمایه می‌گوید حاضر نیست اوراقی را به نرخ ۱۸ درصد به ارزش اسمی آن بخرد. بنابراین، ۶ درصد کارمزد تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی می‌گیرد تا بتواند در مورد نرخ انعطاف داشته باشد. به علاوه، متعهد پذیرهنویس و بازارگردان بخشی از پول را نزد خود نگاه می‌دارند. نهایتاً نرخ واقعی با مذاکره تعیین می‌شود: نرخ ۱۸ درصد سقف مقررات است و ۶-۷ درصد هم که با مذاکره کارمزد به آن عدد اضافه می‌شود؛ طبعاً اگر متعهد پذیرهنویس

بخشی از پول را هم نزد خود نگاه دارند، نرخ مؤثر بازهم بالاتر می‌رود. کارمزد ضمانت، کارمزد تعهد پذیره‌نویسی و کارمزد بازارگردانی با مذاکره تعیین می‌شود؛ هیچ کدام از اینها در بازار تعیین نمی‌شود. در عمل، این اوراق ۱۸ درصدی در بازار نقدشونده نیست و کسی در بازار آنها را نمی‌خرد. متعهد پذیره‌نویس بخشی از اوراق را خود می‌خرد و بخشی را به صندوق سرمایه‌گذاری تحت مدیریت خود می‌دهد. اگر زمانی به منابع نقدی نیاز پیدا کند، با یکی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا با تأمین سرمایه‌ای دیگر مذاکره می‌کند و درصد مهمی از ۶ درصد کارمزد پذیره‌نویسی و بازارگردانی خود را همراه با اوراق به قیمت اسمی به آن نهاد مالی واگذار می‌کند. این نرخ نیز با مذاکره تعیین می‌شود. پس خرید و فروش در بازار ثانویه مذاکره‌ای انجام می‌شود؛ یعنی درست است که معاملات در فرابورس و روی تابلو انجام می‌شود، اما همه این کارها خارج از بازار و پشت پرده انجام شده است؛ نقدشوندگی معاملات اوراق نیز به شدت پایین است. این مدل موجود انتشار اوراق بهادار در ایران است. ارکان انجام کار متعدد است و هزینه تأمین مالی بالاست. همه چیز هم با مذاکره تعیین می‌شود که اشکالات خود را دارد و نقدشوندگی بازار ثانویه بسیار پایین است.

مقایسه تأمین مالی با انتشار اوراق بهادار یا از طریق رجوع به نظام بانکی

نقطه قوت انتشار اوراق در مقایسه با نظام بانکی در ایران این است که می‌توانیم مبالغ بیشتری را تأمین کنیم؛ یعنی بنگاه می‌تواند مثلاً اوراق هزار میلیارد تومانی منتشر کند، ولی اخذ تسهیلات از سیستم بانکی با همان مبلغ مشکل و امکان‌ناپذیر است. بنگاه برای این کار باید به سندیکایی از چند بانک مراجعه کند. به علاوه، اوراق سررسید طولانی مدت‌تری دارد. سررسید تأمین مالی از بانک معمولاً کوتاه‌مدت‌تر از انتشار اوراق است. یکی از اشکالات بازار ما این است که سررسید طولانی‌مدت نداریم. در بازارهای دیگر انتشار اوراق تا ۳۰ سال هم معمول است؛ در ایران در بهترین حالت سررسید طولانی‌تر از ۵ سال نیست.

می‌بینیم که نقاط قوت اوراق در مقایسه با نظام بانکی کم است، ولی نقاط ضعف آن که همانا نقاط قوت نظام بانکی تلقی می‌شود، بسیار است. هزینه تأمین مالی در نظام بانکی کمتر است، و همان‌طور که در بخش قبل توضیح دادیم، در تأمین مالی با اوراق، ارکان و کارمزدهای متعدد مطرح است. نظام بانکی انعطاف‌پذیری بیشتری دارد؛ هر بانک می‌نشاند و مذاکره می‌کند و شرکت و بانک متناسب با نیاز شرکت وام را تنظیم می‌کنند. بازپرداخت‌ها هم متناسب با جریان نقدی بنگاه تنظیم می‌شود، در حالی که در انتشار اوراق، سررسیدها استاندارد و کم‌انعطاف‌تر است. شرکت باید از سررسید اوراق و ساختاری که طراحی شده تبعیت کند؛ لزوماً شرکت نمی‌تواند شرایط اوراق را با نیازهای خود تطبیق دهد.

پاسخگویی به نظام بانکی و مسئولیت در قبال آن کمتر است. شرکت با یک بانک طرف حساب است؛ اگر هم در پرداخت نکول کرد، با بوق و کرنا همه جا مطلع نمی شوند، همه معترض آن نمی شوند و همه از بنگاه پاسخگویی نمی خواهند. ولی وقتی شرکت اوراق منتشر می کند، به همه بازار پاسخگو است و باید افشای اطلاعات کند. یکی از اشکالاتی که ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار دارد این است که بین سطح افشای اطلاعات شرکت های سهامی و شرکت هایی که عرضه عمومی اوراق می کنند، تفاوت نمی گذارد. مثلاً، اگر شرکت اوراق ۴ ساله منتشر کرده، حتی اگر ده درصد وجوه را از طریق انتشار عمومی تأمین کرده باشد، باید صورت های مالی سه ماهه و شش ماهه حسابرسی شده منتشر کند. حال آن که برای بعضی اوراق مثل اوراق مشارکت، انتشار صورت مالی شرکت بانی یا ناشر چندان مرتبط نیست، بلکه بهتر است گزارش پیشرفت پروژه و صورت های مالی آن پروژه انتشار یابد که حاوی اطلاعات بیشتری است. در این مورد، مثلاً گزارش پیشرفت فیزیکی و مالی ماهانه پروژه بسیار معنادارتر است. اینها به اشکالات قانون ما برمی گردد. در نظام بانکی امکان تجدید ساختار (تمدید و تغییر اقساط) وجود دارد. شرکت در هر مرحله می تواند با بانک مذاکره کند و مجدداً ساختار وام دریافتی را تغییر دهد.

تأمین مالی در نظام بانکی سرعت بیشتری دارد. بانک مشتریان را می شناسد و با آنها رابطه دارد. یک بار بررسی مشتری کافی است و نیاز به بررسی های مکرر نیست. مشتریان خوب را می شناسند و به سرعت به آنها وام می دهند. درحالی که برای انتشار اوراق کار بسیار طولانی است، و شش ماه یا نه ماه طول می کشد که اوراق منتشر شود. به همین خاطر، به سازمان بورس پیشنهادی داده ایم که در ادامه آن را ارائه می کنم.

مقایسه ویژگی های اوراق غیردولتی برای سرمایه گذاران خرد و نهادی

بانک جهانی و هم چنین سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار (ایسکو) مطالعاتی روی بازارهایی تحت عنوان بازارهای دورگه داشته اند که من به لحاظ رعایت قانون نام آنها را «رژیم عرضه عمومی خاص» گذاشته ام. این بررسی ها نشان می دهد که اوراق غیردولتی در مقایسه با اوراق دولتی ویژگی هایی دارد که اوراق غیردولتی را ناپایدار کرده و نقد شوندگی آنها را پایین آورده است. در این بررسی ها، مشابه نتایجی که سختران قبلی آقای زمانی گرفتند (در این کتاب فصل اول، مقاله سوم)، با بررسی بیشتر بازارهای در حال توسعه مثل ایران این نتیجه حاصل شد که در این کشورها اوراق دولتی حجم عمده ارزش بازار اوراق بهادار را به خود اختصاص می دهد. در ایران بیش از ۹۰ درصد از اوراق را اوراق دولتی تشکیل داده است. در نمودار ۶ ویژگی های اوراق

غیردولتی برای سرمایه‌گذاران خرد و نهادی فشرده بیان شده است. در ادامه در مورد این ویژگی‌ها توضیح می‌دهیم.

نمودار ۶. مقایسه ویژگی‌های اوراق غیردولتی برای سرمایه‌گذاران خرد و نهادی

ردیف	ویژگی اوراق غیردولتی	سرمایه‌گذار خرد	سرمایه‌گذار نهادی
۱	نقدشوندگی پایین	ویژگی منفی	لزوماً منفی نیست
۲	سررسید بلندمدت	ویژگی منفی	ویژگی مثبت
۳	پیچیدگی بالا	مشکل عدم امکان تحلیل	دارای توان تحلیل
۴	ریسک بالا	عدم آمادگی برای پذیرش	آماده برای پذیرش به امید بازده بالاتر و کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی

نقدشوندگی پایین

ویژگی اوراق غیردولتی نقدشوندگی پایین آنهاست. چون اوراق غیردولتی خرد است، و هر شرکتی که اوراق منتشر می‌کند خصوصیت ویژه خود را به آن منتقل می‌کند، این نوع اوراق با هم همگن نیستند. حتی اوراقی که شرکت‌ها در سری‌های مختلف منتشر می‌کنند، با یکدیگر متفاوت است؛ ممکن است امسال نوعی اوراق قرضه منتشر کنند و سال دیگر نوع دیگری از اوراق قرضه را منتشر کنند، و خصوصیات این دو اوراق قرضه می‌تواند متفاوت باشد. در ایران، انواع صکوک همچون استصناع، اجاره و حدود ۱۰ نوع دیگر را داریم و این تنوع صکوک، وضعیت را بدتر می‌کند. هر شرکت ممکن است چندین نوع اوراق منتشر کند که ریسک‌ها و خصوصیات متفاوتی داشته باشند. شرکتی ممکن است صکوک اجاره منتشر کند، شرکت دیگر ممکن است صکوک استصناع منتشر کند، و شرکت دیگری ممکن است صکوک مرابحه منتشر کند؛ این اوراق از منظر خود شرکت بانی با هم متفاوت است. تنوع اوراق روی ریسک آنها تأثیر می‌گذارد و اوراق با ریسک‌های متفاوت در بازار خواهد بود. این موضوع از منظر سرمایه‌گذار خرد ویژگی منفی است، ولی از منظر سرمایه‌گذار نهادی لزوماً منفی نیست. فرض آن است که سرمایه‌گذار نهادی توان تحلیل دارد و این تفاوت در ریسک را می‌تواند تحلیل کند و با آن مشکلی ندارد.

سررسید بلندمدت

سرمایه‌گذار خرد از سررسید بلندمدت اوراق معمولاً استقبال نمی‌کند و تقاضای او کاهش می‌یابد و این ویژگی منفی است. در مورد سرمایه‌گذار نهادی، این ویژگی می‌تواند مثبت باشد. هر صندوق بازنشستگی یا بیمه زندگی که تعهدات بلندمدت دارد، دنبال اوراق بلندمدت می‌گردد. بنابراین، سررسید بلندمدت برای سرمایه‌گذار نهادی لزوماً ویژگی منفی نیست.

پیچیدگی زیاد

پیچیدگی زیاد برای سرمایه‌گذار خُرد قابل هضم نیست، ولی برای سرمایه‌گذار نهادی قابل قبول است و با آن مشکلی ندارد.

ریسک بالا

اگر اوراق ریسک بالا داشته باشند، سرمایه‌گذار خُرد نمی‌تواند آن را بپذیرد، ولی سرمایه‌گذار نهادی می‌تواند آن ریسک را مدیریت کند. از طریق متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار نهادی به امید کسب بازده بالاتر، ریسک بالاتر را هم می‌پذیرد.

مقایسه انواع رژیم‌های عرضه اوراق بهادار (مطالعه بانک جهانی)

در کشورهای مختلف، رژیم‌های عرضه اوراق بهادار متنوع وجود دارد. در گروه‌بندی کلی، رژیم عرضه عمومی، عرضه خصوصی، و عرضه عمومی خاص یا همان عرضه دورگه قابل ذکر است. در مطالعه بانک جهانی، این رژیم‌های عرضه با یکدیگر مقایسه شده است. نمودار ۷ ویژگی‌های هر سه نوع عرضه را با یکدیگر مقایسه کرده است که در ادامه به شرح آن می‌پردازیم.

نمودار ۷. مقایسه انواع رژیم‌های عرضه اوراق بهادار (بانک جهانی)

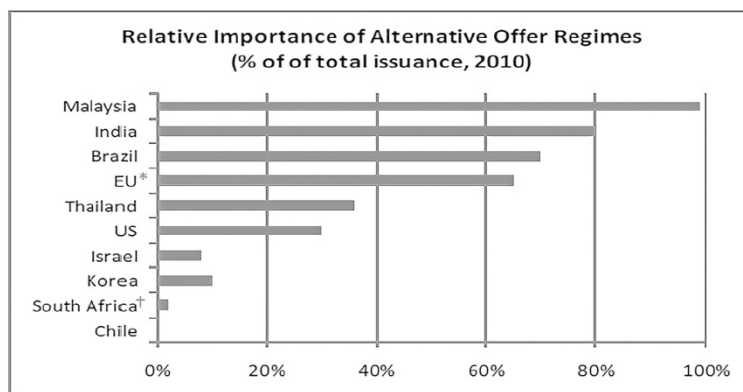
ویژگی‌ها	عرضه عمومی	عرضه خصوصی	عرضه عمومی خاص
سرمایه‌گذار	بدون محدودیت - ورود برای همه آزاد است	نوعاً محدود به تعداد خاصی است	نوعاً با توجه به سطح حرفه‌ای بودن سرمایه‌گذاران محدود می‌شود. اغلب سرمایه‌گذاران واجد شرایط یا سرمایه‌گذاران نهادی مجاز به ورود هستند
مستندات عرضه	امیدنامه کامل	نوعاً بدون نیاز به ارائه مستندات	معاف از ارائه امیدنامه کامل؛ برخی اوقات فرم کوتاه امیدنامه یا برخی اطلاعات پایه
تأییدیه مقام ناظر	الزامی	نیازی نیست	نوعاً نیازی نیست. در صورت نیاز، به صورت بررسی چندروزه
معاملات بازار ثانویه	بازار محدود نشده؛ بورس و خارج از بورس	به صورت کاملاً محدود شده یا فقط در خارج از بورس	نوعاً به سرمایه‌گذاران واجد شرایط محدود شده، اما بین این گروه آزادانه قابل خریدوفروش است، و معمولاً در بازار خارج از بورس
رویه‌های مستمر افشا	الزام کامل	وجود ندارد	نوعاً الزامات ساده‌شده‌ای دارند

- **سرمایه‌گذار:** در رژیم عرضه عمومی خاص، مشارکت سرمایه‌گذاران آگاه یا نهادی امکان‌پذیر است، اما سرمایه‌گذاری عموم مردم امکان‌پذیر نیست. این ویژگی رژیم عرضه عمومی خاص شبیه عرضه خصوصی است و فقط سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند وارد شوند و مردم عادی در عرضه خصوصی نمی‌توانند وارد شوند.
- **مستندات عرضه:** سطح مستندات رژیم عرضه عمومی خاص بین عرضه خصوصی و عرضه عمومی است. در عرضه عمومی امیدنامه باید کامل باشد، و مستندات زیادی را برای عموم باید تهیه و منتشر کرد. در عرضه خصوصی اصلاً نیاز به ارائه مستندات نیست؛ بین دو نفر یا بین نهادهای مالی و ناشر مذاکره صورت می‌گیرد. در عرضه عمومی خاص، ارائه مستندات جایی بین این دو قرار می‌گیرد.
- **تأییدیه مقام ناظر:** در عرضه عمومی، مستندات و امیدنامه باید به تأیید و ثبت نهاد ناظر برسد، ولی در عرضه خصوصی به این مستندات و تأیید نیازی نیست. در عرضه عمومی خاص هم نوعاً نیازی به تأیید نیست؛ اگر هم تأیید مقام ناظر لازم باشد، این تأیید به بررسی در ظرف چند روز و به نوعی بررسی اجمالی متکی است. بنابراین، تشریفات در عرضه عمومی خاص بسیار کمتر است.
- **معاملات بازار ثانویه:** در عرضه خصوصی اجازه ورود به بازارهای متشکل داده نمی‌شود، ولی در عرضه عمومی خاص این اجازه داده می‌شود که از سامانه‌های بازار متشکل مثل عرضه عمومی استفاده شود. البته، در این مورد امکانات بورس فقط در اختیار معامله‌گران آگاه یا سرمایه‌گذاران نهادی قرار می‌گیرد. بنابراین، نقدشوندگی اوراق بالا می‌رود.
- **رویه‌های مستمر افشاء:** برای عرضه عمومی الزامات کامل افشاء وجود دارد، ولی در عرضه خصوصی اصلاً الزامی برای افشاء وجود ندارد. سطح افشاء در عرضه عمومی خاص بین این دو است؛ یعنی مقررات ساده شده است.

اهمیت نسبی رژیم‌های جایگزین عرضه اوراق بهادار در کشورهای مختلف (۲۰۱۰)

همان‌طور که در نمودار ۸ ملاحظه می‌کنید، کشورهای امریکا، شیلی، اسرائیل، کره، افریقای جنوبی، تایلند، برزیل، هند و مالزی ترتیباتی برای اوراق دورگه دارند. در کشور مالزی، ۹۲ درصد کل اوراق منتشره به صورت رژیم عرضه عمومی خاص است. می‌دانیم که مالزی بین کشورهای مسلمان بیشترین موفقیت را در انتشار اوراق اسلامی یا تأمین مالی از طریق انتشار اوراق به دست آورده است. هند، برزیل و تایلند هم به ترتیب ۸۰، ۷۰ و ۳۶ درصد سهم بازارشان به رژیم عرضه عمومی خاص تعلق دارد.

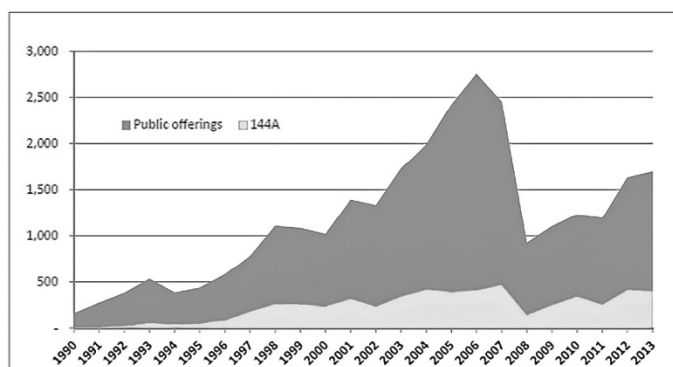
نمودار ۸. اهمیت نسبی رژیم‌های جایگزین عرضه اوراق بهادار در کشورهای مختلف (۲۰۱۰)



* Estimate based on a proxy of offers with a minimum unit denomination of €50,000.

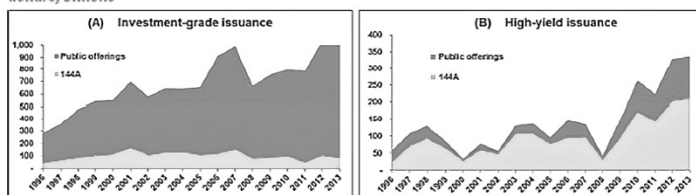
† Estimate based on anecdotal evidence.

وضعیت رژیم‌های عرضه اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا



Sources: Thomson Financial (Thomson One Banker-Deals Module), SIFMA, and World Bank calculations.

Figure 3. Investment-Grade and High-Yield Issuance in the United States
dollars, billions



Sources: Thomson Financial (Thomson One Banker-Deals Module), SIFMA, and World Bank calculations.

نمودار ۹. وضعیت رژیم‌های عرضه اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا

نمودار ۹ وضعیت انتشار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا را نشان می‌دهد. در بخش بالایی این نمودار میزان اوراق عرضه شده بر اساس رژیم عرضه عمومی^۱ و در بخش پایانی بر اساس رژیم عرضه عمومی خاص^۲ آورده شده است. همان‌طور که مشخص است، در آمریکا بخش عمومی بر بخش عرضه خاص غلبه دارد.

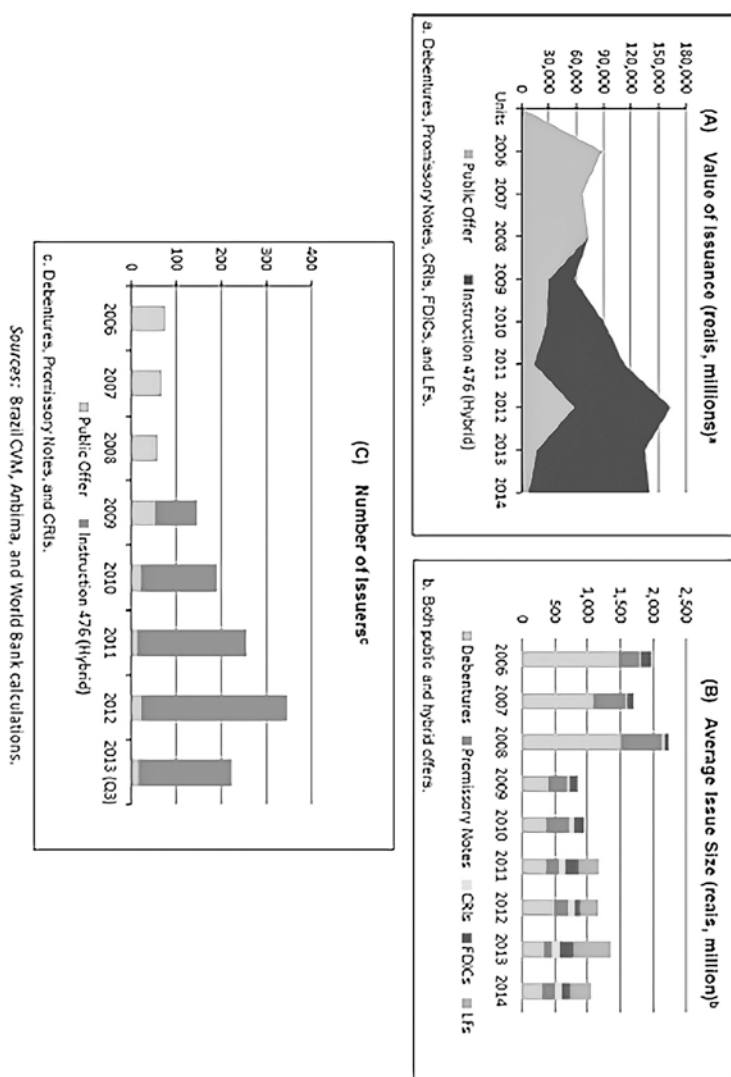
1. public offering

2. 144A

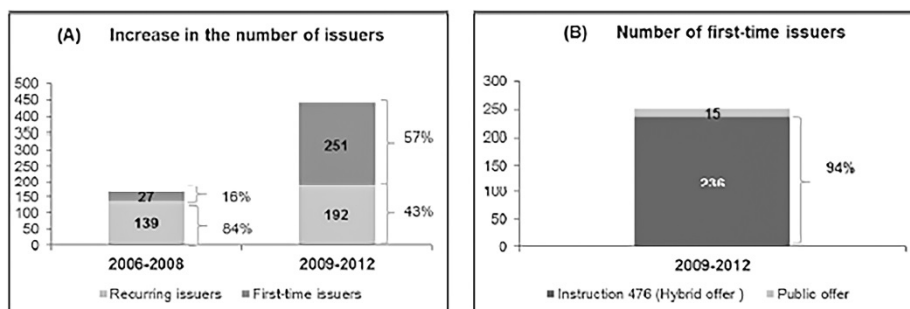
وضعیت رژیم‌های عرضه اوراق بهادار در برزیل

سه شکل نمودار ۱۰ وضعیت برزیل را نشان می‌دهد. در شکل a نشان داده شده که از سال ۲۰۰۸ که رژیم عرضه عمومی خاص معرفی شده، بیش از ۹۰ درصد اوراق در برزیل به صورت عرضه عمومی خاص انتشار یافته است. در شکل c اوراق را از نظر تعداد با هم مقایسه شده است؛ شکل بیانگر آن است که رژیم عرضه عمومی خاص بر این بازار غالب است.

نمودار ۱۰. وضعیت رژیم‌های عرضه اوراق بهادار در برزیل



نمودار ۱۱. افزایش در تعداد ناشران و ناشران با اولین تجربه در برزیل



Sources: Brazil CVM, Boletim Anbima January 2012, and World Bank calculations.

نمودار ۱۱ نشان می‌دهد که سهم انتشار اوراق توسط شرکت‌هایی که «عرضه‌اولی» هستند، قبل از سال ۲۰۰۸، ۱۶ درصد و انتشار اوراق توسط شرکت‌هایی که قبلاً اوراق منتشر کرده بودند ۸۴ درصد است. پس از معرفی بازار دورگه در آن کشور، سهم بازار «ناشر اولی‌ها» به ۵۷ درصد رسید.

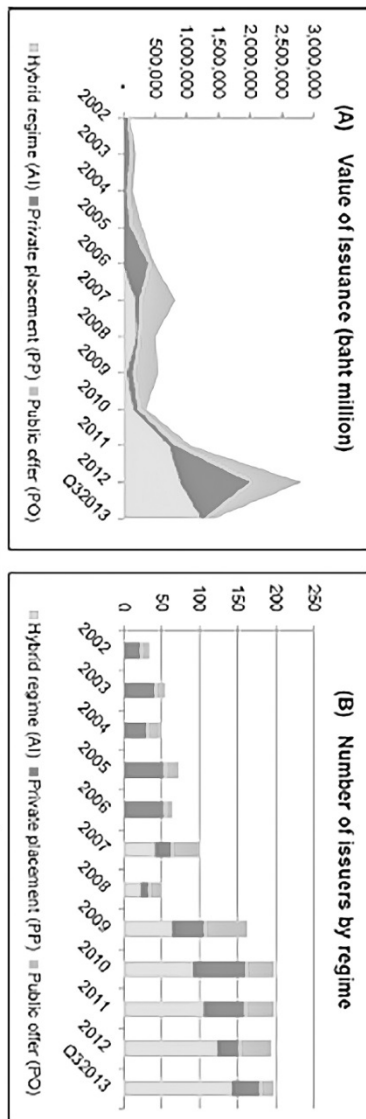
وضعیت رژیم‌های عرضه اوراق بهادار در تایلند

در نمودار ۱۲ تأثیر بازار اوراق دورگه روی توسعه بازارهای مالی از نظر ارزش، تعداد و هم از نظر جذب شرکت‌هایی که برای اولین بار اوراق بهادار عرضه کرده‌اند، آورده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، این تأثیر به شکل گسترش قابل‌ملاحظه انتشار اوراق توسط شرکت‌های غیردولتی خود را نشان می‌دهد.

مدل پیشنهادی عرضه اوراق بهادار

در مدل پیشنهادی ما به سازمان بورس، تعهد پذیرهنویسی، بازارگردانی و ضامن اختیاری است؛ هر ناشری می‌تواند آنها را داشته باشد یا نداشته باشد. سازمان بورس روی مستندات بیانیه بسیار حساس است؛ می‌گوید بیانیه ثبت حتماً باید مفصل باشد تا اجازه انتشار بیابد. در مدل ما فقط سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند برای خرید اوراق دورگه اقدام کنند. در ایران سرمایه‌گذاران نهادی مانند بانک‌ها و صندوق‌ها آماده معامله این اوراق هستند.

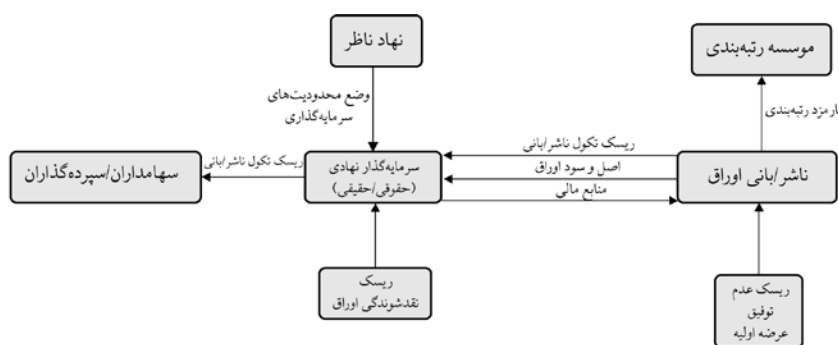
نمودار ۱۲. تأثیر بازار اوراق دورگه روی توسعه بازارهای مالی



Sources: SEC Thailand and World Bank calculations.

هم‌چنین اگر شخص حقیقی بخواهد اوراق را خریداری کند، رقم درخواستی وی باید بیش از مقدار مشخصی باشد؛ طبق مقررات سازمان بورس، این رقم بالای ۵ میلیارد تومان مشخص شده است. فرض است که چنین افرادی قدرت تحلیل و توانایی پذیرش ریسک دارند، و به ضامن نیاز ندارند. نمودار ۱۳ نشان می‌دهد که در مدل پیشنهادی ما، ریسک نکول مستقیماً به سرمایه‌گذاران نهادی منتقل می‌شود. در نتیجه کارمزد ضمانت، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی حذف می‌شود. همه این کارمزدهای حذف‌شده را روی سود اوراق می‌گذاریم و به سرمایه‌گذار نهادی می‌دهیم؛ یعنی اگر سود اوراق یک‌ساله ۱۸ درصد باشد، با ۶ درصد کارمزدها این نرخ به ۲۴ درصد می‌رسد و چنین سودی نصیب سرمایه‌گذار نهادی می‌شود. در مدل ما از ثبت سفارش استفاده می‌شود تا عرضه و تقاضا نرخ اوراق را تعیین کند. بنابراین، اوراقی که مثلاً سود ۲۲ درصد دارد، ممکن است به کسر فروخته شود و در نتیجه نرخ مؤثر سود اوراق در بازار به ۲۴ درصد برسد.

نمودار ۱۳. نمودار شماتیک مدل پیشنهادی عرضه اوراق بهادار



$$\text{هزینه ناشر اوراق} = \text{سود اوراق} + \text{کارمزد رتبه‌بندی}$$

عرضه و تقاضا مذاکره

برعکس ممکن است به دلیل ریسک کم، اوراق به صرف فروخته شود و نرخ مؤثر سود در بازار کمتر از ۲۲ درصد و مثلاً ۲۱ درصد شود. با این کار نقدشوندگی اوراق نیز افزایش پیدا می‌کند.

فصل ششم. ادغام و تملک

آقای امیر تقی خان تجریشی به اتکای تجارب خود از چند ادغام و تملک در بازار سرمایه ایران صحبت می کند و اهداف و انگیزه های ادغام و تملک در جهان را با ایران مقایسه می کند. مثال های آقای تجریشی از ادغام و تملک در ایران حاکی از فرصت های بزرگی است که در این عرصه برای سرمایه گذاران وجود دارد.

وی نشان می دهد که سود اصلی معاملات به خرید اعتباری خریداران برمی گردد؛ در شرایط تورمی ایران، خریداران شرکت ها سود اصلی را از نسبه خریدن شرکت ها کسب کرده اند.

در دفتر دوم این کتاب که در مورد صندوق های سرمایه گذاری است، یکی از سخنرانان (علی فیاض بخش) در مورد تجربه ادغام و تملک در شرکت های دانش بنیان صحبت کرده اند. توجه خوانندگان علاقه مند به موضوع را به محتوای آن مقاله نیز جلب می کنم.

امیر تقی‌خان تجریشی

امیر تقی‌خان تجریشی دانش‌آموخته دانشگاه صنعتی شریف و علامه طباطبایی است. به‌رغم جوانی، وی سابقه طولانی مدیریتی در بازار سرمایه ایران دارد. مدیرعامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری صنعت و معدن، شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعت و تجارت و شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آرمان آتی بوده، و در حال حاضر مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی (وبانک) است؛ آقای تجریشی هم‌چنین به عنوان عضو هیأت مدیره در شرکت بورس تهران، کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، شرکت ملی انفورماتیک و نیروکلر حضور داشته است.

تجربه‌هایی از ادغام و تملک در بازار سرمایه ایران^۱

امیرتقی خان تجربی

در بحث امروز، مرور کوتاهی بر بحث‌های کلاسیک ادغام و تملک^۲ خواهم داشت، اما بیشتر به تجربه‌هایی در بازار سرمایه برمی‌گردم. اگر بخواهم از بحث کلاسیک اقتصادی ادغام و تملک شروع کنم، بحث خلق ارزش محور اصلی است. هم‌افزایی^۳ موضوع محوری خلق ارزش در اقتصاد کلاسیک است که بنگاه‌ها و شرکت‌ها را به ادغام و تملک علاقه‌مند می‌کند.

معمولاً نقطه شروع در مورد ادغام و تملک در ایران و بازارهای بین‌المللی بحث اهداف و انگیزه^۴ است؛ بحث این که چرا شرکت‌ها به ادغام و تملک متمایل می‌شوند؟ بخش عمده گفتگوی امروز بحث انگیزه‌ها و اهداف ادغام و تملک است. در بخش دیگر سعی می‌کنم در مورد فرایند ادغام و تملک صحبت کنم. در بخش اول، مرور بسیار کوتاهی بر ادبیات موضوع خواهم داشت؛ در بخش دوم به اتفاق‌هایی می‌پردازم که در داخل ایران درگیرش بوده‌ام؛^۵ آفته‌ها یا مواردی^۶ را توضیح خواهم داد که اتفاق افتاده است، و در قسمت سوم هم به بررسی موفقیت این معاملات^۷ می‌پردازم. درواقع به سؤالات زیر پاسخ می‌دهم:

- ✓ آیا این معاملات به نتیجه می‌رسند و بسته می‌شوند یا خیر؟
- ✓ در چه مواردی معاملات بسته نشدند؟
- ✓ در مواردی که معاملات نهایی شدند، آیا ادغام و تملک موفق بود یا خیر؟

اهداف و انگیزه‌های ادغام و تملک در جهان

یکی از مهم‌ترین موضوعاتی که در ادبیات ادغام و تملک از آن صحبت شده، بحث قدرت بازار^۸ است؛ این که با ادغام و تملک به نوعی انحصار برسیم. هدف دیگر به بحث صرفه‌جویی در مقیاس^۹ برمی‌گردد؛ این که کارایی را بالا ببریم. افزایش کارایی به حوزه‌های درآمدی، هزینه، و مالی بازمی‌گردد. در ایران هم موارد متعددی از ادغام و تملک وجود داشته که با همین هدف انجام شده است.

۱. این متن از نوار صوتی سخنران در جلسه دوم درس «مباحث منتخب مالی» دانشکده مدیریت، علم و فناوری دانشگاه امیرکبیر در روز سه‌شنبه ۱۵ مهرماه ۱۳۹۹ استخراج شده است. متن نوشتاری از نظر محتوایی هیچ تفاوتی با ارائه سخنران ندارد، و اندک جمله‌های ویرایش شده به تأیید ایشان رسیده است.

2. merger and acquisition (M&A)

3. synergy

4. incentives

5. cases

6. deals

7. market power

8. economies of scale

یکی از موارد در بازار سرمایه که هدف «قدرت بازار» را دنبال می‌کرد، به گروه صنعتی زر مربوط است. دو سال پیش، این شرکت که اخیراً خود در بورس پذیرفته شده، بحث خرید شرکت بورسی گلوکوزان با نماد غگل را دنبال می‌کرد؛ گروه زر در آن زمان خود شرکت غیربورسی بود. انگیزه‌ای که برای هر دو شرکت وجود داشت که وارد بحث ادغام و تملک بشوند این بود که هر دو شرکت در کسب و کار فروکتوز^۱ بودند و مشتریان یکسانی داشتند. گلوکزان شرکتی قدیمی و پیشگام بود، و اولین شرکتی بود که در این حوزه کار می‌کرد. چون محصول هر دو شرکت کالای اساسی^۲ بود، گروه صنعتی زر می‌توانست مبلغ صرفی^۳ نیز دریافت کند. تولید گروه صنعتی زر چند برابر گلوکوزان بود، ولی هنوز در بازار حضور نداشت و گلوکوزان با سابقه‌ای که داشت، با بازی با قیمت سهام خود می‌توانست گروه زر را اذیت کند. در انتهای این داستان، بحث ادغام و تملک مطرح می‌شود.

بحث شفافیت

در ادغام و تملک‌های بین‌المللی، رایج است که شرکت‌ها مباحث مربوط به درآمدها و هزینه‌ها را افشا می‌کنند. برای مثال، در مورد زر در هیچ کجا این موارد ذکر نشد؛ این‌ها همه مواردی بود که کارشناسان در اتاق‌های در بسته بررسی می‌کردند. در مقابل، در ادغام و تملک‌های بین‌المللی، برای مثال زمانی که بانک نیویورک^۴ و گروه مالی ملون^۵ تصمیم گرفتند ادغام شوند، بیانه‌ای داده می‌شود که انگیزه از ادغام چیست. آنها گفتند که هدف از این ادغام آن است که هزینه‌ها را کاهش دهند؛ بسیار مشخص گفتند که احتمالاً درآمد آنها خیلی تغییر نخواهد کرد و هزینه‌هایشان کم می‌شود. البته در ادغام و تملک‌های بین‌المللی، ضمن این که آدابی رعایت می‌شود، ولی قطعاً پشت درهای بسته و اتاق‌های کارشناسی بحث‌هایی انجام می‌شود که جزئیات آن خیلی منتشر نمی‌شود. اگر به رسانه‌های بین‌المللی مثل CNBC، بلومبرگ و فایننشال تایمز نگاه کنیم، درمی‌یابیم که از این جنس انگیزه‌ها برای شرکت‌هایی چون مایکروسافت، گوگل، و برخی از شرکت‌های تولیدکننده کالاهایی در صنعت شکلات‌سازی و الماس زیاد است.

1. fructose

2. commodity

3. premium

4. Bank of New York

5. MellonFinancial

حرکت در مسیر زنجیره ارزش

انگیزه دیگری که در ادغام و تملک وجود دارد این است که خرید شرکت رقیب، قابلیت‌های مکمل به شما می‌دهد؛ برای مثال در صنعت خودروسازی، اتحادیهایی در قالب اتحادهای استراتژیک^۱ شکل می‌گیرد که بتوانند از قابلیت‌های مکمل یکدیگر استفاده کنند. خودروسازان کشور ژاپن با ایجاد اتحادهای استراتژیک جهت استفاده از یک سری قابلیت‌های شرکت‌های دیگر با خودروسازان کشورهای امریکا و فرانسه از ادغام و تملک استفاده کرده‌اند.

در برخی از موارد، استفاده از ادغام و تملک جهت حرکت در مسیر زنجیره ارزش^۲ است. به نظرم به‌زودی (تا پایان سال ۱۴۰۰) خواهیم دید که در ایران بسیاری از استارت‌آپ‌های موفق و ناموفق با هدف حرکت در مسیر زنجیره ارزش به سمت ادغام و تملک خواهند رفت. استارت‌آپ‌های ایرانی در بسیار موارد توانسته‌اند مشتریان زیادی داشته باشند؛ کسب‌وکارهایی مانند تپسی، اسنپ، آپ و ... ذخیره‌ای از کاربر و مشتری دارند. این ذخیره می‌تواند برای بخشی از کسب‌وکاری سنتی مثل کسب‌وکارهای خدمات مالی که نیاز به انبوهی از مشتریان دارند، جذاب باشد، و این نیاز در نهایت به ادغام دو شرکت منجر شود. برای مثال، تعداد مخاطبان فیلمو با توجه به کرونا افزایش یافته است. اخیراً در بیلوردهای اتوبان همت می‌بینیم که این شرکت با اپلیکیشن دیگری ادغام شده است. دو شرکت این ادغام را به صورت «مشارکت عملی»^۳ پیش خواهند برد.

موضوع دیگری که عامل انگیزشی ادغام و تملک در ایران است، کارایی متفاوت مدیران فعلی مجموعه‌هاست. این خود از موضوعات جذابی است که معمولاً به هیچ‌وجه و در هیچ زمان افشا نمی‌شود. مدیران در اتاق‌های در بسته به این نتیجه می‌رسند که عملکرد بهتری نسبت به مدیر مجموعه هدف خواهند داشت، و بنابراین می‌توانند در شرکت هدف ادغام، ارزش جدی خلق کنند. در مواقع دیگر، بحث واکنش استراتژیک^۴ مطرح است: می‌بینند که رقیب آنان شرکت‌هایی را می‌خرند و از آن طریق بازارهایی را قبضه می‌کنند. از این‌رو، برای این که بتوانند سهم بازار خود را حفظ کنند، حرکتی مشابه و در همان سمت آغاز می‌کنند.

تفاوت انگیزه‌های ادغام و تملک در ایران

تحقیقاتی پراکنده در این مورد شده که اهداف و انگیزه‌های ادغام و تملک در ایران کدام است، و چقدر این انگیزه‌ها در ایران متفاوت با خارج است. اهداف و انگیزه‌هایی مانند متنوع سازی^۵ سب

1. strategic alliance
2. value chain
3. joint venture
4. strategic response
5. diversification

سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک^۱ و تأمین مالی^۲ برای ادغام و تملک در ایران وجود دارد که شاید در کشوری مثل آمریکا این موارد برای کسی چندان انگیزه نباشد. برای مثال، اگر شرکت بوئینگ در کشور آمریکا بخواهد ریسک خود را پوشش دهد، می‌تواند سراغ بازار سرمایه برود. مثلاً اگر بخواهد ورودی به صنعت فناوری اطلاعات (IT)، نفت و ... داشته باشد، به سادگی می‌تواند این هدف را در بازار سرمایه تحقق بخشد. اما اگر در ایران بخواهید وارد صنایع مختلف شوید، در بسیاری موارد، به دلیل بلوغ ناکافی بازار سرمایه، شاید به این نتیجه برسید که خود آن کسب‌وکار را از صفر راه‌اندازی کنید. البته، راه‌اندازی کسب‌وکار امری سخت و زمان‌بر است، از این‌رو در نهایت ممکن است به این نتیجه برسید که کسب‌وکار مورد نظر را تملک کرده و متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری را از آن طریق انجام دهید.

تفاوت اساسی دیگر ایران با سایر کشورها، نرخ بسیار بالای تورم در ایران است. در این شرایط، اگر بنگاه بدهکار باشد، در بلندمدت از اهرم مالی بالا نفع می‌برد. از این رو، بسیاری از تملک‌ها با هر هدفی که انجام شده باشد، به علت تورم بالا، در انتها به دلیل افزایش قیمت دارایی‌ها، به نفع بنگاه تملک‌کننده خواهد بود.

تفاوت دیگر به دشواری تأمین مالی در ایران برمی‌گردد. تأمین مالی از طریق بازار سرمایه آسان نیست، و نظام بانکی هم مشکلات خاص خود را دارد. از این رو، بسیار اتفاق می‌افتد که با هدف تأمین مالی و پیشبرد پروژه‌ها، بنگاه برخی از شرکت‌های زیرمجموعه را می‌فروشد. این موضوع که در شرکت‌های سنتی رایج بود، اخیراً در اکوسیستم استارت‌آپی هم پررنگ شده است. در کشورهای دیگر، تعدد شرکت‌های سرمایه‌ریسک‌پذیر^۳ امکان تأمین مالی استارت‌آپ‌ها را فراهم آورده است، و تأمین مالی این طرح‌ها از طریق بازار سرمایه و فروش بخشی از شرکت در اولویت‌های بعدی است. این تفاوت‌ها همان طور که گفتیم باعث شده تا مواردی همچون تأمین مالی، پوشش ریسک و متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری از انگیزه‌های ادغام و تملک در ایران باشد.

مثال‌هایی از ادغام و تملک در ایران

گلوکوزان و گروه صنعتی زر

گلوکوزان شرکتی بورسی بود که ۵۰ درصد از سهام آن در اختیار بنیاد مستضعفان، ۳۵ درصد تحت مالکیت شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن و مابقی سهام شناور آزاد بود. پنج عضو هیأت‌مدیره عملاً از دو گروه سهامدار عمده بودند.

1. risk hedging
2. financing
3. venture capital

بخشی از ادغام و تملک‌ها به نظام بانکی ایران مرتبط می‌شود. این موضوع به اصل ۴۴ قانون اساسی و ذیل آن به قانون رفع موانع تولید و به‌طور خاص به ماده ۱۶ آن قانون مربوط می‌شود. این ماده می‌گوید که بانک‌ها باید از بنگاهداری خارج شوند. در تفسیر این قانون آمده است که اگر بانک‌ها نمی‌توانند شرکت‌های زیرمجموعه را بفروشند، شرکت‌های رده دوم (زیرمجموعه آنها) را بفروشند و سود آنها را تقسیم کنند. به بیان دیگر، اگر نمی‌توانند شرکتی را به فروش برسانند، با فروش زیرمجموعه‌هایش آن شرکت را کوچک‌تر کنند. به همین دلیل، می‌بینیم که با هدف خصوصی‌سازی در سیستم بانکی، بخش قابل‌ملاحظه‌ای از ادغام و تملک‌ها انجام شده است. ادغام و تملک گلوکوزان و گروه صنعتی زر نیز در همین چارچوب انجام شد. من مخصوصاً به قوانین بالادستی اشاره کردم تا اگر دوستان به موارد حقوقی علاقه‌مند باشند، بدانند که کجا باید به دنبال موضوع بگردید.

بحث این ادغام را ابتدا شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن شروع کرد؛ یعنی به‌جای این که دیگران به سراغ شرکت هدف بیایند، ما در شرکت سرمایه‌گذاری به سراغ مشتری رفتیم. ما به عنوان مالک ۳۵ درصدی گلوکوزان گروه زر را بررسی کردیم و دریافتیم که استراتژی مالکان آن در این صنعت، بر اساس تجربه‌های کسب‌وکار قبلی، صرفه‌جویی به مقیاس بوده است. با صرفه‌جویی به مقیاس قیمت تمام‌شده کاهش می‌یابد، و از این ابزار برای حذف رقا استفاده می‌کنند. وقتی که رقا را حذف کرده و بازار را گرفتند، امکان قیمت‌گذاری در بازار پیدا می‌کنند.

با همین راهبرد نیز شرکت زر در حال راه‌اندازی کارخانه فروکتوز بود؛ شیوه کار نیز به همان روال سابق بود. ظرفیت کارخانه‌ای که در دست ساخت داشتند، در نهایت پنج الی شش برابر گلوکوزان می‌شد. به احتمال زیاد با تکمیل آن کارخانه، تغییرات اساسی در قیمت به‌وجود می‌آید، مخصوصاً این که سهامداران اصلی شرکت زر جزو واردکنندگان کلیدی ذرت بودند.

شروع ماجرا. به طور خلاصه، ما بحث تملک را شروع کردیم و مذاکرات تا حدی پیش رفت. طبیعتاً کارشناسان هر دو طرف بررسی‌های خود را انجام می‌دادند و با ارزیابی‌های انجام‌شده، حدودی از قیمت در اختیار دو طرف قرار گرفت. ما مذاکرات دیگری را با بنیاد شروع کردیم، چراکه عموماً خریداران علاقه‌مند هستند کنترل شرکت را در اختیار بگیرند و در نهایت کل شرکت را اداره کنند.

در آن برهه زمانی بنیاد فروشنده سهام نبود. به هر حال، برای گروه زر این مسیر هم به قدر کفایت خوب بود که دو کرسی مدیریتی داشته باشد، و کنترل بخشی از شرکت را در دست بگیرد. بنابراین، در ابتدا بحث ادغام و تملک مطرح نبود، بلکه بیشتر این بحث مطرح بود که شرکت زر در سیاست‌گذاری‌های گلوکوزان دخالت کند. اما بعداً بر اساس دستورالعمل‌های جدید بنیاد مستضعفان، مقرر شد گلوکوزان را برای فروش گذارد. پس ما در شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن و بنیاد مشترکاً تصمیم گرفتیم با یکدیگر ۸۵ درصد سهام خود را برای فروش عرضه کنیم.

در ایران وقتی نهادهای عمومی می‌خواهند شرکتی را بفروشند، ارزش‌گذاری روالی مشخص دارد. تا ۷-۸ ماه پیش، تنها راه پیش رو این بود که مستقیم یا غیرمستقیم (توسط یک شرکت تأمین سرمایه) این کار را کارشناس رسمی دادگستری انجام دهد. این فرایند برای تعیین ارزش گلوکوزان انجام شد و بالاخره ارزش شرکت توسط کارشناسان نهایی شد.

مدیریت شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن به این نتیجه رسید که اگر گروه زر وارد مزایده شود، می‌توان شرکت گلوکوزان را گران‌تر فروخت. به‌علاوه، شرکت سرمایه‌گذاری خود را از کنسرسیوم فروش بیرون کشید تا مذاکره صرفاً توسط بنیاد و گلوکوزان پیش رود.

معامله از دیدگاه گروه زر. گروه صنعتی زر دریافت که اگر گلوکوزان را بخرد، عملاً می‌تواند بیش از دوسوم بازار را از آن خود کند. می‌دانید که در ایران هم قوانین ضدانحصار^۱ داریم؛ شورای رقابت چندین بار تشکیل جلسه داد تا بررسی کند آیا اصلاً اجازه بدهد معامله صورت گیرد یا نه. پرونده شورای رقابت را رقابیی دنبال می‌کردند که اقلیت بازار را تشکیل می‌دادند. برای آن شرکت‌ها نگران‌کننده شده بود که گروه صنعتی زر عمده بازار گلوکوزان را بگیرد، و دیگر کل بازار از دست آنان خارج شود. این همان اتفاقی بود که در صنعت ماکارونی رخ داده بود؛ پیش‌بینی آن بود که همان اتفاقات برای فروکتوز هم بیفتد. درنهایت، آن شرکت‌های اقلیت به نتیجه نرسیدند، و پرونده از شورای رقابت خارج شد. به دلیل همین پیچیدگی‌ها، سه‌الی چهار بار مزایده اعلام و لغو شد. درنهایت، در مزایده چهارم یا پنجم این معامله انجام شد.

انجام معاملات سهام شرکت‌های بورسی فقط در بازار سهام ممکن است. شرکت‌هایی که در بازار سرمایه ایران فعال هستند، باید از طریق همین بازار عمل کنند. روال آن است که شرکت خریدار باید پرسشنامه خاصی را از بورس مربوطه (فرا بورس یا بورس تهران) دریافت و خود را معرفی کند. درنهایت هر خریداری که بخواهد در مزایده و معامله مورد نظر در بورس شرکت کند، باید تأیید صلاحیت و احراز اهلیت شود. بحث ادغام و تملک گروه زر و گلوکوزان از طریق همان فرایند اداری در بازار سرمایه جلو رفت و نهایتاً گروه زر، سهام شرکت گلوکوزان را خرید.

به نظر می‌رسد که این معامله جزو معاملات بسیار موفق گروه زر بود، چراکه سهام را چندساله قسطی و با بهره ۱۵ درصد خریداری کرد، و میلیاردها تومان در این معامله نقدی به‌دست آورد. گروه زر در اوایل کار شاید با هدف بازسازی، درصد بالایی از سهام شناور آزاد سهام گلوکوزان را از بازار خرید، و وقتی پس از نهایی شدن معامله، رشد قیمت سهام در بازار سرمایه شروع شد، با فروش نصف سهام خود در بازار، چند برابر پولی را درآورد که سرمایه‌گذاری کرده بود.

1. antitrust

نگاهی از زوایای مختلف به دست‌آوردهای این معامله. موردی که گزارش کردم بسیار جذاب است و در عین حال اطلاعاتی که ارائه شد، اطلاعات عمومی است که در سایت کدال وجود دارد: چه اتفاقاتی برای گلوکوزان افتاد؟ به چه قیمتی سهام فروخته شده؟ شرایط فروش به چه شکلی بوده؟ سهام تا چه قیمتی بالا آمد؟ در چه زمان‌هایی گروه زر، سهام گلوکوزان را عرضه کرد؟ ... همه این اطلاعات را در کدال می‌یابید. مستقل از سود این معامله برای دو شرکت و درآمد بسیار بالای معامله برای گروه زر، باید به علاوه به موضوع صرفه‌جویی به مقیاس نیز توجه کرد که موجب هم‌افزایی در بخش‌های دیگر مانند خرید مواد اولیه، قیمت‌گذاری محصولات نهایی و جابه‌جایی محصولات میانی نیز شده است.

همان‌طور که در مورد انگیزه‌های خودمان صحبت کردم، اقدام بنیاد مستضعفان نیز براساس استراتژی‌های بالادستی آن بنیاد صورت گرفت. از لحاظ مالی، طبعاً همه فروشندگانی که دارایی خود را در سه سال اخیر به صورت اقساطی فروخته بودند، ضرر کرده‌اند. با توجه به تورم شدید، هر شرکتی که دارایی‌هایش را با دلار ۳۰۰۰ تومان به صورت اقساطی فروخته باشد، از لحاظ مالی قطعاً ضرر کرده است، خصوصاً که نرخ بهره اقساط هم ۱۵ درصد لحاظ می‌شد. به هر حال، مجموعه بنیاد مستضعفان براساس استراتژی‌های بالادستی تصمیم‌گیری کرده که در چه صنایعی می‌ماند و در چه صنایعی نمی‌ماند. این موضوع مستقل از آثار مالی و اقتصادی واگذاری‌هاست. بنیاد مستضعفان بعضی از حوزه‌ها را برای کشور استراتژیک نمی‌دانست و از آنها خارج شده است، حتی اگر آن خروج از لحاظ اقتصادی توجیه‌پذیر نباشد. بنابراین، صرفاً نباید واگذاری بنیاد را از منظر مالی نگاه کرد، زیرا هدفی خاص برای آن نگاه تعریف شده است. بنیاد اعلام کرده که اگر صنعتی استراتژیک، اقتصادی نباشد، بنیاد کماکان در آن خواهد ماند؛ حال اگر اقتصادی باشد، چه بهتر.

البته همیشه می‌توان بعد از این که پرده افتاد، بی‌محبا و راحت نقد کرد. الان خیلی راحت می‌توان گفت اگر قرار بود گلوکوزان را بفروشید، ۶ ماه تا یک سال صبر می‌کردید، قیمتش چند برابر می‌شد و بعد می‌فروختید. ولی طبعاً و انصافاً کسی نمی‌توانست این میزان رشد بازار سرمایه را پیش‌بینی کند. به هر حال، می‌دانیم کشور ما تورمی است و قسطی نباید چیزی را بفروشیم، و فروشندگانی قسطی معمولاً ضرر و خریداران قسطی هم سود می‌کنند.

مورد ادغام و تملک گلوکوزان را از زوایای دیگری هم می‌توان بررسی کرد؛ یعنی فقط نباید از زاویه سود یا ضرر به این معامله نگاه کرد. به خاطر دارم که در اوایل امر که با خریداران صحبت می‌کردیم، نسبت به بازار سرمایه گارد داشتند؛ می‌گفتند ای کاش می‌توانستیم گلوکوزان را بخریم و آن را سهامی خاص کنیم. اما تجربه موفق گلوکوزان آن قدر آنان را به بازار سرمایه علاقه‌مند کرد که به سرعت پروژه عرضه اولیه جدیدی را شروع کردند. خود هلدینگ زر نهایتاً با قیمت بسیار مناسبی

پذیرش شد؛ پس از آن برای برخورداری از امکانات بازار سرمایه، یک شرکت خدمات مالی زیرمجموعه گروه زر تأسیس شد. شرکت هدف گروه صنعتی زر (گلوکوزان) شرکتی بورسی بود، و معامله در زمان خوبی انجام شد. این تجربه باعث شد که گروه، افق‌های جدیدی را پیش روی ببیند، و تغییر استراتژی دهد؛ اتفاقی که برای صنعت و کشور مبارک بود.

در حوزه منابع انسانی هم اتفاقات جالبی افتاد. خیلی از مهندسان قدیمی و با تجربه گلوکوزان توانستند دانش و تجربه را به باقی گروه و به کارخانه جدید منتقل کنند. بدین ترتیب، کارخانه جدید به دانش و تجربه بسیار بیشتری تجهیز می‌شود و این دانش و تجربه در کل گروه جذب می‌شود. این تحول باید به افزایش بهره‌وری بخش خصوصی بینجامد که اتفاق مبارکی برای گروه و صنعت خواهد بود. افزایش بهره‌وری ناشی از کاهش نیروی کار نبود، و پس از انجام این معامله، هیچ کارگری اخراج نشد و همه آنان در یکی از دو کارخانه مشغول ماندند.

با توجه به تأمین مالی در بازار سرمایه، گروه بخشی از بدهی‌های خود را که ارزی بود تسویه می‌کند، و این منفعت دیگری برای آن شرکت به همراه می‌آورد. هم‌چنین، از منابع مالی به‌دست‌آمده، غیر از تأسیس شرکت خدمات مالی، گروه زر طرح‌های توسعه دیگری هم راه‌اندازی کرد. یک ماه پس از این تملک و واگذاری گلوکوزان به بخش خصوصی، گروه زمین‌های کنار کارخانه را خرید که چندین سال برای خرید آنها تردید می‌شد. با خرید این زمین‌ها، طرح‌های توسعه‌ای شرکت راه می‌افتاد.

اگر بخواهیم دقیق بررسی کنیم، این معامله از جوانب مختلف برای ذی‌نفعان مختلف منافع داشت. برای شرکت خریدار، این معامله تجربه بسیار موفقی بود. تنها طرفی که در این معامله ضرر کرد، بنیاد مستضعفان بود که ظاهراً شرکت را ارزان فروخته بود. البته مدیران بنیاد هم از زاویه دیگر این توجیه را داشتند که به قیمت روز معامله کرده‌اند، و جایی که بخش خصوصی موفق است، بنیاد اصلاً حضور نخواهد داشت و بنیاد طبق راهبردهای خود از این که بخش خصوصی و کسب‌وکارها رشد کنند، و خود را توسعه دهند، استقبال می‌کند.

سرمایه‌گذاری گروه توسعه صنعتی ایران با نماد وتوسا

موارد دیگری از ادغام و تملک در ایران وجود دارد. من مخصوصاً شرکت‌های بورسی را مثال می‌زنم که اطلاعات آنها کم‌وبیش عمومی و در دسترس است، و برای هر معامله می‌توان مطالعه موردی جالبی انجام داد.

وتوسا یک شرکت سرمایه‌گذاری قدیمی و جزو اولین شرکت‌های سهامی عام بوده که قبل از عرضه‌های اولیه میلیونی اخیر، از لحاظ تعداد سهامدار، جزو پرجمعیت‌ترین شرکت‌های بورسی بوده است. اگر اشتباه نکنم، این شرکت به دلیل انبوه سهامدار، اولین مجمع خود را در استادیوم شیروزی

برگزار کرد. در آن زمان، شرکت با جذب تعداد زیادی سهامدار به دنبال آن بود که پروژه‌هایی با هدف توسعه ملی را اجرا کند. شرکت در زمان وزارت آقای مهندس نعمت‌زاده بر وزارت صنایع و با حمایت آن وزارت شروع به کار کرد و پروژه‌های مختلف را شروع کرد. این شرکت فراز و نشیب‌های زیادی را تجربه کرد، و در زمان واگذاری ۳۰ الی ۴۰ درصد مالکیت سهام و کنترل آن در اختیار شرکت مهر اقتصاد بود.

مدل کسب‌وکار موفق. گروه دیگری به نام فیروزه با هدف خرید سهام شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی از مؤسسه مهر اقتصاد، با جذب تعدادی سرمایه‌گذار به‌عنوان شریک با مسئولیت محدود^۱ تجهیز منابع کرد و آنها را وارد مشارکت کرد تا نهایتاً این معامله را انجام دهد. شرکت فیروزه از این ادغام و تملک دو انگیزه اصلی را دنبال می‌کرد. اول خلق ارزش بیشتر توسط شرکت فیروزه خصوصی که تصور می‌کرد بتواند بهتر از بخش شبه‌دولتی مدیریت کرده؛ مشکل حل کند، و ارزش بیشتر خلق کند. دوم این که فیروزه در کشوری تورمی، سهمی را قسطی می‌خرد؛ تجربه ثابت کرده که در چنین کشوری هر چیزی را که قسطی بخرید، سود می‌کنید. مهم آن است که بتوانید آن قدر دوام بیاورید تا قسط‌ها را به‌موقع پرداخت کرده و بدهی را تسویه کنید. این اتفاق می‌افتد و گروه فیروزه شرکت توسعه صنعتی ایران را می‌خرد. بعد از این اتفاق، گروه فیروزه رشد کرده و به گروه مهمی تبدیل می‌شود. گروه فیروزه از تجربه این معامله که در آن توانست دارایی‌هایی را با اهرم^۲ یا خرید قسطی به‌دست آورد و این مدل کسب‌وکار^۳ را بسیار شیرین یافت، شروع به خرید سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری به همین روش کرد.

ماجرای خرید شرکت‌هایی بزرگ‌تر از خود. اگر شما سبد سهام گروه سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران را نگاه کنید، می‌بینید که سهامدار عمده شرکت‌های سرمایه‌گذاری جامی، اعتبار، سبحان و ایران فرانسه است. بزرگ‌ترین شرکتی که در آن زمان توانست بخرد، شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن بود که از خود شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی بزرگ‌تر بود. سؤالی که پیش می‌آید این است که یک شرکت چطور می‌تواند شرکتی بزرگ‌تر از خود را خریداری کند؟ پاسخ این سؤال همان داستان اهرم است؛ برای مثال شما ۵۰ درصد شرکتی را می‌خرید، ۳۰ درصد را همان ابتدا به صورت نقد می‌فروشید، بنابراین با پرداخت ۱۵ درصد از کل ارزش شرکت، کنترل کل شرکت را به‌دست می‌آورید. اینجا هم کم‌ویش از همان روش قدیمی استفاده شد که آن را شرح دادم.

شرکتی که قصد خرید شرکت دیگری را دارد، ابتدا به ظرفیت‌های چنین اقدامی توجه می‌کند. کل پتانسیل‌های چنین خریدی کدام است؟ اول فهرست کوتاهی از شرکت‌هایی تهیه می‌کند که

1. limited partner
2. leverage
3. business model

می‌تواند سهام آنها را بخرد. فرض کنید شرکت پول نقد دارد و می‌خواهد یک شرکت سرمایه‌گذاری را قسطی بخرد. به شرکت‌های بازار نگاه می‌کند، و درمی‌یابد که شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی با نماد وتوسن در دسترس است و مورد بسیار خوبی است: سبد سهام کاملاً بورسی دارد، هیچ دارایی فیزیکی خاص و شرکت کنترلی ندارد. خریدار می‌فهمد که خرید سهام توسعه صنعتی با اهداف توسعه‌ایش کاملاً هم‌خوانی دارد. با این همه به موازات تعقیب سهام آن شرکت، مذاکراتی را با مالکان شرکت صنعت و معدن هم شروع می‌کند.

مالکان شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن خود، طبق ماده ۱۶ قانون رفع موانع تولید، علاقه‌مند بودند سهام شرکت را واگذار کنند. به عبارتی دیگر، در اینجا هم اقدام به معامله از سمت فروشنده شروع می‌شود. خریدار فکر می‌کند اگر می‌خواهد شرکت سرمایه‌گذاری بخرد، بهتر است به جای «و صنعت»، سهام توسعه ملی یا «وتوسن» را بخرد؛ این شرکت بزرگ‌تری است. اما گروه توسعه صنعتی به پیشنهاد عرضه «و صنعت» جواب رد نمی‌دهد و می‌گوید موضوع را بررسی خواهد کرد. اما روشن است که علاقه اصلی خریدار خرید سهام «وتوسن» است. وقتی که فرایند خرید «وتوسن» در شرایط تورمی آن روزها طولانی و کش‌دار می‌شود، خریدار به رغم علاقه به «وتوسن»، در مذاکرات چرخش می‌کند و «و صنعت» را می‌خرد.

فرایند خرید این شرکت به شرح زیر است:

- ✓ تهیه فهرستی از شرکت‌های مورد نظر
- ✓ بررسی صورت‌های مالی و ارزش‌گذاری شرکت مورد نظر
- ✓ صحبت با مشاوران مختلف و درگیر کردن آنان در فرایند خرید
- ✓ رسیدن به قرارداد نهایی

اتفاقات نادر

در موارد نادری ممکن است شرکتی تملک شرکت دیگر را ناخواسته انجام دهد. یعنی فردی یا شرکتی کاری می‌کند که دیگری مالک عمده شرکتی می‌شود. در زیرمجموعه شرکت سرمایه‌گذاری صنعت و معدن، چند شرکت تولیدی هم وجود داشت. شرکت توسعه صنعتی ایران علاقه‌مند به شرکت‌داری نبود؛ به همین دلیل، سه کرسی مدیریتی برابر ۵۰ درصد سهام شرکت نیرو کلر را به صورت خُرد در بازار فروخت. شرکت تاپیکو که از قبل ۳۰ درصد سهام نیرو کلر را داشت، ناگهان دید که صاحب و کنترل‌کننده شرکت نیرو کلر شده است. مدیر عامل تاپیکو باور نمی‌کرد که کنترل نیرو کلر را گرفته است. می‌پرسید، مگر می‌شود سهام کنترلی شرکتی را به صورت خُرد بفروشند و سهامدار رده دوم کنترل را بگیرد؟ تا روزی که مجمع برگزار نشده بود، کنترل نیرو کلر انتقال نیافت، باور نمی‌کرد که مالک نیرو کلر شده است؛ بدون هیچ اقدامی، نیرو کلر به تاپیکو رسیده بود.

مدیریت گرایبی

در بحث‌های ادغام و تملک بروز بحث مدیریت گرایبی^۱ هم ممکن است. این موضوع جالبی به‌ویژه در تملک‌های جهان‌سومی است. در بسیاری وقت‌ها، انگیزه تملک بزرگ‌ترکردن امپراتوری آدم‌ها و مدیرانی است که می‌خواهند جای دیگری را هم در دست بگیرند. در اکثر ادغام و تملک‌های این‌گونه، شخصیت و «ضمیر خود» افراد تصمیم‌گیرنده بسیار مهم است. تحقیق در بازارهای بین‌المللی در مورد این‌گونه ادغام و تملک‌ها بیشتر به نتایج منفی انجامیده است، در حالی که قبل از انجام این ادغام و تملک‌ها، گزارش‌های مثبتی تهیه شده است. این‌جا بحث مدیریت گرایبی مطرح می‌شود؛ افراد می‌خواهند قدرتشان زیاد بشود و تعداد بیشتری شرکت تحت مدیریت داشته باشند. برای افراد تصمیم‌گیرنده این تملک‌ها، انواع فواید قابل‌ذکر است، اما این اتفاق‌ها لزوماً به نفع سهام‌داران نیست. بحث و مشکل نمایندگی^۲ در این موارد بیشتر پیش می‌آید. در ایران این مشکل به شکل عمیق‌تری وجود دارد. به دلیل تورم و قسطی‌خریدن، ظاهراً همه مشکلات حل می‌شود. اگر سود خرید قسطی را از دل این معاملات بیرون بیاوریم، در بیشتر موارد ممکن است سودآوری در کار نباشد. سود، حاصل نسیه‌خریدن و معامله قسطی بوده است. این تورم است و نه هم‌افزایی که سود اسمی ایجاد می‌کند.

داستان چکاپا

«چکاپا» زیرمجموعه شرکت سرمایه‌گذاری آتیۀ دماوند بود که از شرکت‌های زیرمجموعه سرمایه‌گذاری صنعت و معدن تلقی می‌شد. سهام شرکت چکاپا هم طبق همان مقررات واگذاری و خروج بانک‌ها از بنگاه‌داری عرضه شد. «چکاپا» جزو شرکت‌های بسیار مسئله‌دار بود، ولی تیمی که سهام آن را خرید، نفوذ سیاسی بسیار بالایی داشت و مشکلات حقوقی «چکاپا» را حل کرد. مورد این شرکت هم مورد جالبی برای بررسی است، و از جمله مواردی است که بیشتر در کشورهایی مثل ایران مطرح می‌شود. این شرکتی بود که در دل آن انبوهی از مسائل لاینحل حقوقی مطرح بود. به همین دلیل، این شرکت به کار شرکت سرمایه‌گذاری نمی‌آمد و به فروش سهام آن شرکت اقدام شد. قیمت سهام شرکت به‌نسبت پایین بود؛ این موضوع قابل‌فهم بود، چراکه شرکت مشکل‌دار بود. خریدار به هر دلیل توانایی حل آن مشکلات را داشت؛ مشکلاتی که به دست مدیر دولتی و حکومتی قابل‌حل نبود؛ مشکلاتی که اگر حل‌وفصل می‌شد، شرکت را متحول می‌کرد. مدیر نهاد شبه دولتی نمی‌تواند با استفاده از آن روش‌ها، مشکلات را حل کند. از مواردی از ادغام و تملک در ایران که خدمت شما ارائه کردم، معاملات شرکت‌های عمومی جذاب‌تر بود. معامله گلوکوزان با توجه به تغییرات قیمت سهام ویژه بود. تنوع انگیزه‌ها و اهداف در این معامله وجود داشته است. اگر در گوگل «گروه زر» یا «گلوکوزان» را جستجو کنید، اخبار سال‌های ۹۷، ۹۸ و ۹۹ آن را خواهید یافت.

1. managerialism

2. agency problem