

حسین عبده تبریزی در چهارمین همایش «تأمین مالی از طریق بازار سرمایه» که در تاریخ ۱۷ آبان‌ماه ۱۴۰۰ در محل شرکت بورس اوراق بهادار تهران برگزار شد، ضمن جمع‌بندی صحبت دیگر سخنرانان در همایش، به بیان برخی نقطه‌نظرهای خود در مورد بازار سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی نیز پرداخت.

### چشم انداز اقتصاد ایران

وی در ابتدا سخنانش را با خلاصه‌ای تفصیلی از صحبت‌های دکتر تیمور رحمانی، استاد اقتصاد دانشگاه تهران، آغاز کرد و گفت: این اقتصاددان مسئله تورم و رشد را متأثر از چند عامل دانست و به وضعیت نرخ تورم و نرخ رشد اقتصاد جهانی در دوره کووید ۱۹ و شوک وارده به بخش واقعی اقتصادهای جهان در سال ۲۰۲۰ و کندشدن فعالیت بخش‌های اقتصاد در طول همه‌گیری کرونا پرداخت. وی توضیح داد که اقتصاد ایران، چه از منظر رشد و چه از منظر تورم، متأثر از تحولات بیرونی است. رشد ایران بدون ارتباط با دنیای خارج اصلاح‌پذیر نیست، هر چند که تورم چنین ویژگی‌ای ندارد. به هر حال، هر دو متغیر رشد و تورم جهانی، فارغ از تحریم، بر ما تأثیر می‌گذارد. در سال ۲۰۰۸، بر بخش مالی اقتصاد کشورها شوک وارد شد و در سال ۲۰۲۰، این شوک بر بخش واقعی اقتصاد تحمیل شد.

دکتر رحمانی همچنین نرخ رشد جهانی را به عوامل مختلفی چون قیمت کالاهای اساسی (commodities) مرتبط دانست و گفت، با بالا رفتن قیمت فولاد، مس، آلومینیوم، نفت، ... شاهد روند مشابه در رشد اقتصادهای جهان خواهیم بود. رشد قیمت کالاهای اساسی انعکاسی در رشد اقتصاد کشورها خواهد داشت.

دکتر عبده جمع‌بندی خود از ارائه سخنران اول را چنین ادامه داد: دکتر رحمانی هم‌چنین در این ارائه، توضیح داد: چون صادرات ایران منابع محور است، و نه بهره‌وری محور، حتی با فرض رفع نشدن تحریم‌ها، بالا رفتن قیمت کالاهای اساسی و رشد جهانی توفیق اجباری برای ایران است، چرا که ترجیح قدرت‌های جهانی بر تداوم تولید و صادرات این محصولات خواهد بود، و این فرصتی برای رشد اقتصادی ایران هم فراهم می‌کند.

آقای رحمانی تأکید کرد که هر چند نرخ تورم بالا برای ایران پیش‌بینی می‌شود، اما تورم جهانی برای ایران نگرانی مضاعفی نخواهد داشت. رئیس فدرال رزرو تورم آمریکا را ناپایدار دانسته و می‌گوید تحت کنترل در خواهد آمد. بانک‌های مرکزی نیز با نحوه کنترل تورم در دنیا آشنا هستند، و برای همین بعید است درجه تورم بالایی از این مجرا داشته باشیم. البته، اقتصادهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه ممکن است نتوانند سیاست‌های سه دهه کنترل تورم را با موفقیت ادامه دهند.

عبده تبریزی ادامه داد: دکتر رحمانی ارائه نتایج خود را با فرض رفع تحریم‌ها و ایجاد گشایش‌های تدریجی در اقتصاد کشور ارائه کرد. بر این اساس، تأکید داشت که نرخ تورم با رشد خفیفی می‌تواند نزولی شود، اما بعید می‌دانست که میانگین نرخ تورم به ۲۲ درصد متوسط چهل سال اخیر برگردد. وی تأکید داشت که حتی با فرض رفع تدریجی تحریم‌ها، بازگشت به نرخ تورم ۳۰ درصد هم نوعی موفقیت برای اقتصاد ایران است.

عبده تبریزی اضافه کرد: این اقتصاددان پیش‌بینی کرد که در صورت رفع تحریم‌ها، رشد اقتصادی در یک سال می‌تواند خیلی بالا باشد، همان‌طور که بعد از برجام و با فروش نفت، نرخ رشد بالایی ثبت شد، اما طبعاً چنین نرخ‌های ماندگار نخواهد

بود، چرا که این نرخ ناشی از برگشت از رکود قبلی است. حداکثر دستیابی به همان نرخ رشد متوسط تاریخی ۳/۲ محتمل خواهد بود. طبق نظر ایشان، نرخ رشد سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ به ترتیب ۳/۶ و ۶/۲ پیش‌بینی می‌شود. دکتر رحمانی تصریح کرد که در محاسبه این نرخ‌ها تولید نفت مبنای محاسبه است و در محاسبات تولید ناخالص ملی (GDP)، به عدم وصول پول توجه نمی‌شود.

در پایان دکتر رحمانی اشاره داشت تا زمانی که قدرت خرج کردن وجود دارد، امید کنترل نداشته باشید، و تغییر بنیادی در زمینه کنترل تورم رخ نخواهد داد. در این زمینه، نیروهایی شکل گرفته که هیچ دولت در کوتاه‌مدت نمی‌تواند کاری انجام دهد. البته، مذاکرات برجام انتظار تورمی را کنترل کرده و تورم را تخفیف می‌دهد. حدس غالب آن است که تورم کمی فروکش می‌کند، اما نرخ تورم نقطه به نقطه مثل سال ۱۳۹۸ که با سرعت نزولی شد، نزولی نخواهد شد. اقتصاد ایران امکان حرکت در مسیر نرخ‌های تورم پایین را ندارد.

در ادامه حسین عبده تبریزی از قول دکتر رحمانی نقل کرد که تداوم تورم‌های ماهانه بالای سه درصد نگران‌کننده است؛ از نرخ تورم به سرعت کاسته نمی‌شود؛ رفع تحریم‌ها کمی نرخ تورم را کاهش می‌دهد، اما افزایش قیمت کالاهای اساسی (commodities) خود مانع از کاهش قیمت‌های خرده‌فروشی است و بالاخره نرخ تورم یک سال آینده در بهترین وضعیت کمتر از ۳۰ درصد نخواهد بود. در گذشته سه سال تورم بالای ۳۰ درصد نداشته‌ایم که اخیراً داشتیم. دکتر عبده توضیح داد که تحلیل آقای رحمانی از دیدگاه کلیت‌های پولی (money aggregates) نیز نتایج مشابهی به دست می‌دهد. نرخ رشد کمیت‌های پولی (حجم پایه پولی، حجم پول و حجم نقدینگی) از متوسط تاریخی خود بالاتر ایستاده است. البته رشد حجم نقدینگی همیشه کم‌نوسان‌تر است، اما روندی صعودی دارد و در سطوح بالاتر خواهد ایستاد. حجم پول که ناشی از انتظارات است، نوسانات بیشتری دارد. وضعیت پایه پولی به مشکلات دولت و گرفتاری بانک‌ها برمی‌گردد. رشد کمیت‌های پولی می‌گوید که به شکل بنیادین به سمت نرخ‌های بالاتر تورم و بهره در حرکتیم.

## اهداف همایش

در ادامه آقای عبده تبریزی مسئله مهم تأمین مالی را محور اصلی همایش برشمرد و توضیح داد: امروز موفقیت بورس و بازار سرمایه باید بر مبنای «تأمین مالی» سنجیده شود؛ این که بازار سرمایه چقدر می‌تواند تأمین مالی کند و چگونه می‌تواند در این زمینه موفق باشد. بر آن اساس، این همایش از آغاز فقط موضوع «تأمین سرمایه» را دنبال کرده است، و به نقش‌های دیگر بازار از قبیل کشف قیمت، ظرفیت نقدشوندگی دارایی، امکانات جمع و انطباق زمانی بازار یا تخصیص بهتر منابع نپرداخته است. تمام تلاش دست‌اندرکاران این نشست‌ها معرفی ابزارها و نهادهایی بوده که به کمک آنها بازار سرمایه بتواند در خدمت تأمین سرمایه، تولید و اشتغال قرار گیرد.

دکتر عبده توضیح داد که در این نشست تأمین مالی از مجرای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی یا صندوق‌های سهامی خاص (private equity funds or PE) دنبال می‌شود. با توجه به اهمیت صندوق‌های املاک و مستغلات (Reits) و نقش آنها در تقویت تقاضا برای مسکن، امید می‌رود در همایش بعدی به این صندوق‌ها پردازیم. در تمام دنیا ارتباط

بازار سرمایه با بخش مسکن از طریق صندوق‌های مستغلات برقرار است. این صندوق‌ها درصد بالایی از بازار سرمایه کشورهای غربی را تشکیل می‌دهند. این صندوق‌ها در آمریکا ۶۱ سال سابقه دارد و ارزش بازار برخی صندوق‌ها به دو نیم میلیارد دلار رسیده است. ارزش بازار ۱۷۹ صندوق Reits در بورس نیویورک برابر ۱۴۰۰ میلیارد دلار است. خوشحالیم که فرابورس در ایران این صندوق‌ها را به شکل ETF طراحی کرده و طبقاً مقررات آن در طول زمان اصلاح خواهد شد. در دنیا از نظر حجم معاملات به ترتیب اوراق قرضه بالاترین حجم، سهام در رده دوم و صندوق‌های املاک و مستغلات در جایگاه سوم قرار دارند. در ایران به دلیل وجود تورم، قراردادهای بلندمدت شکل نمی‌گیرد و از این رو بازار اوراق با درآمد ثابت نسبت به دنیا بسیار کوچکتر است. تا زمانی هم که تورم کنترل نشود، بازار بدهی بزرگی در ایران نخواهیم داشت. از این رو، بازار ابزارهایی که از جنس سهام باشند، و از جمله واحدهای صندوق‌های املاک مستغلات، ظرفیت بزرگی در بازار سرمایه ما دارند.

### **پای صندوق‌های بازنشستگی به بورس باز شود**

عبده تبریزی با بیان این که صندوق‌های بازنشستگی در کشور ما جوابگوی نیازهای بازنشستگان نیستند، تاکید کرد با توجه به امکان چندلایه شدن نظام تأمین آتیه در ایران، می‌توان پای صندوق‌های بازنشستگی مکمل را به بورس باز کرد. صندوقی مثل صندوق ذخیره فرهنگیان که صندوق بازنشستگی مکمل است اگر وارد بورس شده بود، حتماً عملکرد شفاف‌تر و بهتری می‌داشت. بنابراین، می‌توان طراحی کرد که بازنشستگان در نظام چندلایه حداقلی از صندوق دولتی (یا شبه‌دولتی تأمین اجتماعی) دریافت کنند و باقیمانده مستمری خود را از «صندوق بازنشستگی خصوصی» یا «صندوق بازنشستگی شرکتی» که در بورس پذیرفته شده طلب کنند.

### **فواید صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE)**

دکتر عبده اطلاع داد که گزارش دیلویت (Deloitte) برای سال ۲۰۲۵، ارزش صندوق‌های سهامی خاص را حدود ۵/۸ تریلیون دلار برآورد می‌کند. او در ادامه درباره صندوق‌های PE که چندین سخنران جلسه بدان پرداختند نیز گفت: این صندوق‌ها اجازه می‌دهند بنگاه‌های کوچک رشد کنند و بازده برای سرمایه‌گذاران آنها ایجاد شود؛ این صندوق‌ها امکان ارزشیابی فراهم می‌کنند و به تبع آن مشارکت در سرمایه‌گذاری آسان می‌شود. در زمان‌هایی مثل بحران و تحریم، اهمیت این صندوق‌ها افزایش می‌یابد، چرا که بحران را تحمل‌پذیرتر می‌کنند. هم‌چنین، فعالان بازارهای سرمایه ایرانی که با قبول ریسک‌های بالاتر در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ از بازار منتفع شده‌اند، به دلیل نرخ بالاتر بازده PE ها، در سال‌های پیش رو به سمت این صندوق‌ها جذب خواهند شد.

### **طراحی ابزارها و نهادها برای شرایط جاری ایران**

عبده تبریزی معتقد است که صندوق‌های پروژه و از جمله صندوق‌های زمین و ساختمان برای کشورهای چون ایران که با تنگنای اعتباری روبرو هستند، معنا دارد و برای کشورهای دیگر که چنین مشکلی ندارند، کارآیی ندارد. وی اضافه کرد

ابزارهای مالی در هر کشور شکل متفاوت خود را دارد. حتی ابزار پایه‌ای سهام در کشور ما با سهام در سایر کشورها تفاوت‌هایی دارد. بنابراین، وقتی گفته می‌شود صندوق‌های پروژه یا زمین و ساختمان در شرایط فعلی برای کشور ما ضرورت دارد، این تشخیص درستی است، هرچند که در سایر کشورهای با بازار مالی عمیق از آنها استفاده نشود. زمانی باید از این صندوق‌ها که در حال حاضر برای ما ضرورت است دور شد که وضعیت اعتباری به وضعیت عادی برگردد، اعتبارات گسترش یابد و تورم آرام گیرد.

در زمینه‌ای مشابه، دکتر عبده گفت که فرابورس ایده PE و صندوق املاک و مستغلات را از دنیا گرفته، اما خود هوشمندانه این ایده‌ها را ایرانی کرده است. مثلاً واحدهای صندوق PE معمولاً به عامه مردم فروخته نمی‌شود، اما فرابورس با طراحی سهم مالکیت بالا در سهامی‌های خاص سرمایه‌پذیر، بازار PE را عمومی تعریف کرده و اجازه داده است عامه مردم در آنها سرمایه‌گذاری کنند. یا در طراحی صندوق‌های املاک و مستغلات که در جهان عمدتاً اجاره محور است، در ایران این صندوق‌ها را عایدات محور (capital gain) تعریف کرده‌اند. این نوآوری‌ها عیبی ندارد و در بسیاری موارد مفید است یا طراح چاره دیگری نداشته است.

عبده تاکید کرد که عنصر «کاسبی» در این صندوق‌ها بسیار مهم است و مقام تنظیم‌گر نباید باعث تنگی فضای کاسبی شود. در ایران همه ذاتاً (by default) خود را کاسب می‌دانند، و این طبعاً فرض درستی نیست. همه کس نمی‌تواند شریک ضامن (شریک مسئول و فعال در مدیریت) در این صندوق‌ها باشد.

### تأمین مالی پتروشیمی‌ها

در مورد ارائه آقای احسان مرادی، مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه کاردان، عبده چنین جمع‌بندی کرد: ارائه آقای احسان مرادی در این سخنرانی فراتر از صندوق‌های PE به صندوق پروژه هم اشاره داشته است. صحبت‌های این سخنران بیشتر در مورد تأمین مالی در صنعت پتروشیمی بود و وی پنج حوزه تأمین مالی را برشمرد. با این همه، به دلیل محدودیت‌های ارزی، آقای مرادی معتقد بود که مسیر تأمین مالی این صنعت در شرایط فعلی از طریق صندوق‌های PE و صندوق‌های پروژه شانس موفقیت بیشتری دارد.

آقای مرادی در این ارائه ضمن اشاره به ظرفیت ۲ تا ۴ میلیارد دلاری این صنعت معتقد بود که حداقل ۵۰۰ میلیون دلار می‌توان از طریق صندوق پروژه وجوه گردآوری کرد. سخنران با مقایسه «صندوق پروژه» با «شرکت پروژه» به مسائل هزینه‌های مالیاتی و بازارگردانی نیز اشاره کرد. آقای مرادی در بخش دوم سخنان خود در میزگرد، به مشکلات ارزشیابی، تأسیس، انتقال دارایی‌ها به صندوق، انتقال بنگاه‌های تملک‌شده توسط بانک‌ها به صندوق، و ... اشاره کردند.

عبده تبریزی در ادامه سخنرانی خلاصه نقطه‌نظرهای کارشناسان را که در پانل شرکت کرده بودند، شرح داد. وی خود اضافه کرد: به نظر می‌رسد اگر در آینده صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمومی (مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) اجازه یابند ۵ تا ۱۰ درصد منابع خود را وارد PE‌ها کنند، دامنه فعالیت این صندوق‌ها گسترش می‌یابد. عبده همچنین تاکید

کرد که با شکل گیری PE ها موضوع زنجیره‌های تدارکاتی، قابلیت‌های دیجیتالی، توان تأمین مالی، موجودی نقد، شرایط بهتر خرید، استفاده از رویه‌های کاری بهتر، و انطباق با اندازه‌های مناسب‌تر در سهامی‌های خاص بهتر مدیریت خواهد شد.

### نکات مورد اشاره در پانل PE در همایش

عبده تبریزی بحث‌های مطروحه در پانل PE همایش را به شکل زیر خلاصه کرد: آقای علیقلی‌پور از شرکت فرابورس در ارائه نسبتاً مفصل خود تفاوت انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله صندوق‌های جسورانه را تشریح کرد؛ تاکید کرد جدایی صندوق‌های جسورانه از صندوق‌های PE در ایران بدان معنا نیست که صندوق‌های جسورانه زیرمجموعه صندوق‌های PE نیستند. وی فرق شرکت و صندوق را بیشتر به طول عمر محدودتر صندوق نسبت داد. سخنران آمار ۱۶ صندوق PE با حدود ۲۲۰۰ میلیارد تومان سرمایه (اکثر ۳۵ درصد تأدیه‌شده) را ارائه و خاطر نشان کرد که چهار صندوق از آن میان خصوصی است. آقای علیقلی‌پور پیش‌بینی کرد که تا پایان سال تعداد صندوق‌ها به ۲۰ صندوق برسد. وی توضیح داد که دبیرخانه خاصی در فرابورس این مسئله را دنبال می‌کند. وی زمان صدور مجوز تأسیس این صندوق‌ها را ۸۰ تا ۹۰ روز پیش‌بینی می‌کند که بسیار سریع‌تر از انتشار اوراق بدهی است. آقای علیقلی‌پور گفت در بازار سرمایه تا چندی قبل فقط به مرحله نهایی شکل‌گیری شرکت‌ها یعنی عرضه‌های اولیه سهام (IPO) وارد می‌شدیم، اما امروز به جای خوبی رسیده‌ایم که بازار سرمایه از تأمین ایده کسب‌وکار وارد تأمین مالی می‌شود.

عبده تبریزی در مورد صحبت‌های آقای رضا علوی، رئیس هیئت مدیره سیدگردان داریک پارس که اداره جلسه پانل را عهده‌دار بود، چنین توضیح داد: او در مقدمه به شرایط تورمی کشور و نیاز به تأمین مالی بیشتر پرداخت و توضیح داد که شاهدیم یک طرح سرمایه‌گذاری با حدود ۹۰ درصد پیشرفت کار، به دلیل افزایش شدید قیمت‌ها، حتی برای تأمین مالی ۱۰ درصد آخر، مشکل پیدا می‌کند. بانک‌ها به دلیل داشتن دارایی‌های منجمد، نمی‌توانند تأمین مالی قابل توجهی داشته باشند. بنابراین، در این شرایط می‌توان از PE ها بهره جست. البته، PE ها نهادهای جدید هستند و از سال ۱۹۸۰ رشد کرده‌اند. این صندوق‌ها دوره‌های عمر ۵ تا ۱۰ ساله دارند. سخنران تصریح کرد که تفاوت PE ها با سرمایه‌گذاری وجوه عمومی آن است که سرمایه‌گذار ضامن (general partner or GP) می‌تواند با رقم کم شرکت‌ها را اداره کند. آقای علوی خواستار تسریع افزایش سرمایه صندوق‌ها شد. وی معتقد بود که بخشی از دلیل بالا بودن نرخ رشد در کشورهای چون هند، برزیل و ترکیه شکل‌گیری PE ها است و در ایران نیز این PE ها کمک بزرگی خواهند بود.

آن طور که عبده تبریزی خلاصه می‌کند، محمد هاشمی‌نژاد، نایب رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل گروه مالی ساتا و دیگر پنلیست این جلسه، نیز در این همایش آمار و ارقام صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی جهان در دوره بعد از کرونا را به طور مفصل ارائه کرد. وی درباره تأمین مالی PE ها در کشورهای مختلف به آمار کشور چین اشاره کرد، و گفت تأمین مالی صندوق‌های PE در چین برابر ۲۲ میلیارد دلار در نیمه دوم سال ۲۰۲۰ و در کل سال ۲۰۲۰ برابر ۷۵ میلیون دلار برآورد شده است. در نیمه اول ۲۰۲۱ کشور به شرایط قبل از کرونا برگشته و از محل صندوق‌های PE ۵۰ میلیارد دلار تأمین مالی کرده است. وی تصریح کرد که فعالیت کشورهای خاورمیانه در این زمینه محدودتر است. او همچنین تاکید

کرد که بخش‌های فین تک، سلامت، و خدمات مالی به ترتیب بیشترین سرمایه‌گذاری خصوصی را در سال ۲۰۲۰ جذب کرده‌اند.

عبده تبریزی دربارهٔ سخنرانی آقای مهران فتحی، مدیرعامل هلدینگ صبا میهن، گفت: ایشان معتقدند ویژگی‌های ارزش-آفرینی صندوق‌ها باید با ساختار خودمان در این کشور همخوان باشد. مالکان بنگاه‌ها در شهرهای صنعتی هیچ‌گاه هدایت مالی کارشناسان بازار سرمایه را قبول نمی‌کردند، اما در چارچوب صندوق‌ها، این کار راحت‌تر انجام می‌شود، چراکه سیستم‌ها حاکم می‌شوند و نه فرد. وی از تجربهٔ صندوق PE هلدینگ صبا میهن گفت که ۱۷ شرکت را شامل می‌شود. آقای فتحی اشاره کرد که صندوق‌های PE کمک می‌کنند تا زنجیرهٔ ارزش کامل شود. به نظر ایشان صندوق‌های بازنشستگی ایران برندهای زیادی را نابود کرده‌اند، و صندوق‌های PE می‌توانند آنها را احیا کنند.

فتحی می‌گوید توسعهٔ ساختار مالی، بازاری‌ها و حجره‌دارها را به قالب شرکتی درمی‌آورد. معتقد است گوشت خصوصی سازی‌های اصل ۴۴ رفته، و استخوان‌هایش مانده، و این استخوان‌ها را در ساختار صندوق‌های PE باید شکل داد. وی نرخ بازده PE ها در تجربهٔ دنیا را بهتر از بازده شاخص بورس‌ها دانست و توضیح داد که عملکرد صندوق‌های PE با بازار همبستگی بالایی ندارد. از نظر آقای فتحی آیندهٔ ایران پتروشیمی نیست، بلکه کالاهای اساسی (commodities) است. بنابراین، او پیشنهاد می‌کند صندوق‌هایی روی معادن و کالاهای اساسی شکل بگیرد، و باید سرمایهٔ مردم را به این سمت بیاوریم. وی گفت که به دنبال صندوق ۷۰۰ میلیارد تومانی برای بخش معدن است و به کمک سازمان زمین‌شناسی باید پهنه‌های معدنی ایران را برای سرمایه‌گذاری شناسایی کرد. او نیز معتقد است که بانک‌ها در شرایط فعلی نمی‌توانند به توسعهٔ سرمایه‌گذاری در ایران کمک کنند.

### عرضهٔ سهام به قیمت روز

حسین عبده تبریزی ارائهٔ دکتر محمد مهدی مؤمن‌زاده، مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری سامان‌مجد، را به شرح زیر خلاصه کرد: دکتر مؤمن‌زاده بر ضرورت عرضهٔ سهام سرمایه و از جمله عرضهٔ واحدهای صندوق‌ها به قیمت روز تاکید کرد و مزیت‌های این کار را برشمرد. وی در مورد کلیات تأمین مالی شرکت‌ها، آسیب‌شناسی روش‌های تأمین مالی جدید و روش‌های مبتنی بر بدهی صحبت کرد و بحث دقیقی در این باره ارائه کرد. سخنران عدم انتشار سهام به قیمت روز در ایران را روش مغفول‌مانده دانست.

مؤمن‌زاده گفت در ایران دو گانهٔ تنگنای مالی و رشد بالای نقدینگی هر دو را داریم. جریان منابع در بنگاه‌های بورس نشان می‌دهد که جهت جریان نقدی از بنگاه‌های بورسی به سمت دولت و شرکت‌های غیربورسی است (اسناد و حساب-های پرداختی > از اسناد و حساب‌های دریافتی). این به‌علاوهٔ سطح بالای موجودی شرکت‌ها در ایران بدان معناست که عمدهٔ سرمایهٔ جذب‌شده در شرکت‌ها صرف تأمین مالی پروژه‌ها نمی‌شود. افزایش سرمایه‌ها صرف تأمین مالی «سرمایه در گردش می‌شود» و روی دارایی‌های سرمایه‌ای نمی‌نشیند.

تحلیل آسیب‌شناسانه مؤمن‌زاده می‌گوید قوانین افزایش سرمایه ایران قدیمی است. در سال‌های اخیر بخش عمده افزایش سرمایه یا به شکل تجدید ارزشیابی دارایی‌ها و یا افزایش سرمایه از محل سود انباشته و مطالبات بوده است؛ این نوع افزایش سرمایه حداکثر اصلاح ساختار مالی است و نه ورود وجوه جدید (fresh money). سودهای بی‌کیفیت به سرمایه بی‌کیفیت تبدیل می‌شود؛ این سودها سطح فعالیت بنگاه را تغییر نمی‌دهد. روش مغفول عرضه سهام به قیمت بازار است (سه روش افزایش سرمایه: انتشار سهام به قیمت اسمی با حق تقدم، انتشار سهام به قیمتی بین قیمت اسمی و قیمت بازار با حق تقدم، و انتشار سهام به قیمت بازار با سلب حق تقدم). در پایان ارائه خود، وی به روش ثبت تمهیدی انتشار سهام به قیمت روز (shelf registration) نیز اشاره کرد.

### شرکت‌های سهامی عام پروژه

عبده تبریزی صحبت‌های آقای روح‌الله حسینی مقدم، مدیر عامل تأمین سرمایه ملت، را چنین خلاصه کرد. نه تنها سرمایه موجود در بورس بلکه سرمایه دولت نیز به سمت «سرمایه در گردش» رفته است و سرمایه‌گذاری ثابت شکل نگرفته است. آنچه جمع شده صرف سرمایه در گردش شده است؛ سهم نازل تشکیل سرمایه در کشور به اندازه استهلاک هم نیست. سهم سرمایه ثابت بسیار پایین است. در حالی که در دنیا تا ۹۷ درصد سرمایه‌گذاری‌ها معطوف به تشکیل سرمایه ثابت است، در ایران این رقم بسیار پایین و در برخی سال‌ها منفی است. انتشار اوراق بدهی خصوصی هم بسیار کم است. انتشارهای دولتی هم ۹۰ درصد صرف هزینه‌های جاری می‌شود. تسهیلات بانک‌ها هم عمدتاً به بخش‌های خدمات و بازرگانی می‌رود. از تسهیلات پرداختی ۶۱ درصد صرف «سرمایه در گردش»، ۱۲ درصد با هدف ایجاد امکانات تولیدی جدید و ۱۱ درصد برای طرح‌های توسعه، ... مصرف می‌شود. دکتر حسینی مقدم معتقد است کانال مناسب برای رفتن به سمت سرمایه ثابت در ایران بسیار ضعیف است، و هزینه‌های تأمین مالی از محل صرف سهام گران است و باید کاهش یابد.

آنگاه آقای حسینی مقدم دستورالعمل «شرکت‌های سهامی عام پروژه» را توضیح داد. حداکثر عمر این شرکت ده سال است و بخش عمومی هم می‌تواند آن را تشکیل دهد. حداقل سرمایه ۵۰۰ میلیارد تومان است و مؤسسان باید ۵۰ درصد آن را بپردازند. البته مشکلات آورده غیر نقدی وجود دارد؛ دارایی‌های قابل انتقال به عنوان آورده غیر نقدی پذیرفته می‌شود. برندها قابل انتقال نیست، مگر پروانه بهره‌برداری پروژه باشد. پروژه نباید مشمول قیمت‌گذاری دولتی باشد. انتقال سهام بدون مانع است، و امکان تعریف سهام ممتاز نیز وجود دارد. حداکثر تا سقف ۵۰ درصد از وجوه ممکن است در اوراق با درآمد ثابت پارک شود.

### اوراق منفعت سپهر

سخنرانان بعدی آقایان محمد و وطن‌پور و معتمدی بودند که تجربه خود از انتشار اوراق منفعت در تأمین سرمایه سپهر را بازگو می‌کردند. این نوع تأمین مالی از نوع سهام سرمایه (equity) نیست و شبیه اوراق بدهی است. شرایط منفعت مبنای انتشار اوراق باید جریان نقدی داشته باشد. دکتر عبده این ارائه را به شرح زیر خلاصه می‌کند: اوراق منفعت ۵ هزار میلیارد

تومانی در سپهر برای توسعه میدان گازی پارس جنوبی، فاز ۱۲ (و ۱۱)، در خط مرزی مشترک ایران و قطر منتشر شد. بازپرداخت آن از محل خود طرح تعریف شد و شرکت پتروپارس توسعه‌دهنده آن بود. این تأمین مالی برای بزرگترین پروژه صنعتی کشور به ارزش ۱۲ میلیارد دلار و با ۵۶۰ پیمانکار انجام می‌شد.

سخنرانان محصولات پروژه را توضیح دادند؛ درآمد ارزی هر بخش از پروژه یک درصد به تولید ناخالص داخلی (GDP) کشور اضافه می‌کند. دکتر محمد وطن‌پور فرایند انتشار را توضیح داد و اظهار داشت که ملاحظات رکن امین در طراحی فقهی چالشی است.

در ایران اوراق منفعت را بیشتر دولت انتشار داده است؛ انتشار اوراق بدهی در سال ۹۸ با رقم ۳۰ هزار میلیارد تومان به اوج رسید.

### ضرورت رتبه‌بندی

حسین عبده تبریزی ارائه سخنان پایانی همایش آقای دکتر عیوضلو، مدیرعامل شرکت رتبه‌بندی اعتباری پایا، را به شرح زیر خلاصه می‌کند: سخنران به ضرورت رتبه‌بندی اوراق بهادار و به‌ویژه اوراق بدهی اشاره می‌کند. رتبه‌بندی در تأمین مالی جایگزین ضامن و وثیقه است. وی آمار ۳ سال فعالیت مؤسسه رتبه‌بندی پایارا بدین شرح ارائه می‌دهد:

۲۸ رتبه اعتباری منتشر شده (۲۰ رتبه شرکتی و ۸ رتبه اوراق)؛ تعریف ۲۲ طبقه رتبه؛ هم رتبه‌بندی اعتباری ناشر و هم رتبه‌بندی اعتباری اوراق (هم ناشر و هم ویژگی‌های اوراق)؛ تعریف رتبه‌های مختلف (مثل درجه سرمایه‌گذاری، درجه غیرسرمایه‌گذاری یا سفته‌بازانه، درجه نکول...؛ تعریف این که آیا رتبه‌بندی به اطلاع عموم برسد یا نه (اگر به عموم اطلاع داده شود، شرکت پایا باید تا زمان اعتبار رتبه‌بندی وضعیت را پایش کند)؛ تعریف رتبه‌بندی اعتباری بلندمدت و کوتاه مدت (یک ساله)؛ تعریف روش‌های ارزیابی کمی (بر اساس اطلاعات صورت‌های مالی، کیفیت دارایی‌ها، وضعیت بدهی‌ها و حاکمیت شرکتی) و کیفی (از قبیل مصاحبه‌ها).

دکتر عیوضلو توضیح داد که شرکت او چگونه از پایایی رتبه‌اعلامی مطمئن می‌شود و فرایند را پایش می‌کند. وی هم‌چنین مزایای دریافت رتبه را توضیح داد. وی حاضران را توجه داد که اعطای رتبه اعتباری مبتنی بر اظهارنظر آینده‌نگر است و از این رو احتمالی است و در همه مراحل مورد نیاز است. اعطای اعتبار توسط نهادهای بازار سرمایه به معنای آن است که بازار سرمایه بیشتر روی توان خودش تکیه می‌کند. نکته پایانی ارائه آقای عیوضلو آن بود که شرایط نکول در صورتی که ناشر ۱۰ روز بعد از سررسید به پرداخت اقدام نکند، حادث شده، و ضروری است که نکول به کمیته نکول سازمان بورس اطلاع داده شود.

در پایان این همایش، عبده تبریزی بار دیگر بر ضرورت برگزاری همایش‌های «تأمین مالی» تأکید کرد و آن را نیاز اصلی کشور برشمرد. وی از تلاش‌های امیر آشتیانی عراقی، مدیرعامل شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه، و همکارانش برای سازماندهی این نشست‌ها تشکر کرد.