

به نام خدا

!
!
!

چشم اندازها

و

برنامه های دوساله

!
!

مسین عبده تبریزی

!
!

بورس اوراق بهادار تهران

!

!

چند نکته در پیشانی بحث

!

- ❖ کافی نیست که برنامه‌ای ارائه کنیم و حرفی بزنیم، لازم است که اجرا کنیم و توان اجرا (یا delivery) داشته باشیم. ادعا این است که این برنامه قابل پیاده‌شدن است.
- ❖ اجرا حاوی انبوهی از جزئیات است، و راه‌حل‌های میان‌بر کمتر وجود دارد. برای موفقیت، می‌باید برای جزئیات حوصله داشت.
- ❖ در این برنامه تحلیلی از شرایط عمومی سیاسی - اجتماعی کشور ارائه نشده، و پیش‌بینی‌ای از اوضاع عمومی تا پایان سال ۱۳۸۴ عرضه نشده است. تأثیر عوامل برون‌زا بر هر برنامه‌ای، به‌ویژه درباره بازار سرمایه ایران، می‌تواند ابعاد بس گسترده‌ای یابد. فرض این برنامه بر آن است که شرایط خارجی و عمومی سال‌های ۸۰ تا خرداد ۸۲، در دوره برنامه ادامه خواهد یافت.
- ❖ این برنامه بلندپروازانه نیست، چراکه فرصت‌های بسیار برای رشد در بازار سرمایه ایران وجود دارد. عیب نیست که سرعت زیاد باشد، اگر بتوانیم هنر حفظ کیفیت و اعمال کنترل و نظارت را هم داشته باشیم.
- ❖ همه ابزارها موجود است، بستر کار آماده است، و منابع فراهم است. کار ما چندان به ابتکار نیازی ندارد که به تقلید هوشمندانه نیازمند است. اگر نکنیم، بی‌شک کوتاهی کرده‌ایم. اگر به اهداف این برنامه برسیم، کار بزرگی نکرده‌ایم، کاری کرده‌ایم که اقتصاد ایران استعداد آن را داشته است.

!

محورهای برنامه راهبردی

این برنامه در راستای هدف راهبردی تخصیص بهینه سرمایه، تشکیل حداکثر سرمایه، و خلق ارزش و ایجاد اشتغال در اقتصاد ایران، محورهای زیر را دنبال می‌کند:

محور اول: توسعه بازار سرمایه ایران

اهداف کمی زیر برای توسعه بازار سرمایه کشور مدنظر است (به منظور قابل مقایسه بودن با بازارهای خارجی، ارقام به دلار آمده است، و ارقام سه بورس دیگر نیز ذکر شده است).

تاریخ	ارزش بازار	حجم متوسط معاملات روزانه	نسبت ارزش داد و ستد به ارزش سهام
اول خردادماه ۱۳۸۲	حدود ۱۷/۵ میلیارد دلار	حدود ۱۲ میلیون دلار	۲۰٪
در پایان سال ۱۳۸۴	۱۰۰ میلیارد دلار	۱۴۰ میلیون دلار	۳۵٪
بورس استانبول در پایان ماه مه ۲۰۰۳	۴۳ میلیارد دلار	۳۶۲ میلیون دلار	۱۹۰٪
بورس کوالالامپور در پایان ماه مه ۲۰۰۳	۱۳۴ میلیارد دلار	۱۳۰ میلیون دلار	۱۹٪
بورس لندن در پایان ماه مه ۲۰۰۳	۱۹۷۵ میلیارد دلار	۱۳۷۶۱ میلیون دلار	۱۰۴٪

برای تحقق ارقام هدف پایان سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۴، تلاش‌های بسیاری می‌باید صورت گیرد که در این برنامه آمده است.

برای دستیابی به چنین ارقامی، ضروری است که در ایران نیز همچون هر کشور دیگری، دارایی‌های مالی^۱ به وسیلهٔ پس‌انداز و تشکیل سرمایه بدل شود، و عامهٔ مردم از خرید دارایی‌های واقعی^۲، به مثابهٔ وسیلهٔ پس‌انداز، دست‌بردارند. دستیابی به ارقامی که ذکر شد، مستلزم آن است که بخش وسیعی از شهروندان دریابند که خرید دارایی‌های واقعی‌ای چون اتوموبیل، لوازم منزل، و موبایل، و نگاهداری آن‌ها برای فروش مجدد و کسب سود، فایدهٔ عملی دربر ندارد، و خلق ارزش جدید نمی‌کند. دریابند که خرید چهیزیه برای دختران خود به شکل دارایی‌های واقعی و نگاهداری این دارایی‌های واقعی برای مدت مثلاً ۱۰ سال، خلق ارزش نمی‌کند، و صرفاً منابعی را به هدر می‌دهد.

البته، ممکن است برای چندسالی هنوز خرید مستغلات و خالی نگاه داشتن آن، به امید فروش بالاتر در آینده، کسب سود کند. شاید این تنها حوزه‌ای از کالاهای واقعی است که پتانسیل حفظ ارزش را برای سرمایه‌گذار ایرانی چندسالی دیگر خواهد داشت، ضمن این‌که به زیان اقتصاد ملی است؛ خانهٔ خالی به امید

^۱ financil assets

^۲ real assets

فروش در قیمت بالاتر در آینده خلق ارزش نمی‌کند. با این همه، به محض این که تعداد واحد مسکونی از تعداد خانوار پیشی گیرد، این روند معکوس خواهد شد، و خریداران زیان‌های عمده تحمل خواهند کرد. چنین است که در بیشتر کشورها خرید مسکن یا واحد اداری کاری آسان است؛ هزاران هزار واحد به سرمایه‌گذار عرضه می‌شود. اما به محض اخذ تصمیم برای فروش، مصیبت بروز می‌کند. املاک و مستغلات در بسیاری از کشورها نقدینگی ندارد، فروش آن‌ها حتی به ۵۰٪ قیمت به فوریت ممکن نیست، و وسیلهٔ پس‌انداز نیست. آنچه به‌راستی خلق ارزش می‌کند، خرید دارایی‌های مالی است که تنها وسیلهٔ پس‌انداز کردن مطمئن است. شهروند ایرانی آن‌گاه که حساب بانکی باز می‌کند (دارایی مالی می‌خرد) و یا با اوراق مشارکت و سهام سرمایه‌گذاری می‌کند (دارایی مالی می‌خرد)، خلق ارزش می‌کند. فرض بر این است که منابع مالی در اختیار بانک، سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود، و ارزش خلق می‌کند؛ فرض بر این است که از محل منابع مالی اوراق مشارکتی که شرکت‌ها می‌فروشند و نیز سهامی که برای اولین بار عرضه می‌شود، تشکیل سرمایه داده می‌شود، و ارزش‌های جدیدی خلق می‌شود.

بنابراین، امید به دستیابی به ارقام ارائه شده، به تلاش جهت ایجاد فرهنگ خرید دارایی‌های مالی بستگی دارد. متأسفانه در حال حاضر، حتی شهروندان تهرانی با سطح سواد بالا؛ اقشاری چون پزشکان، مهندسان، وکلا، بازرگانان، و...، کمتر با دارایی‌های مالی آشنایی دارند؛ آنان با سازوکار بازار سرمایه بیگانه‌اند. از طریق اجرای این برنامه، تلاش خواهد شد که دارایی‌های مالی - و البته در این برنامه دارایی‌های بازار سرمایه - به عامهٔ ایرانیان معرفی شوند، و عامهٔ شهروندان در پایان سال ۱۳۸۴ در وضعیتی قرار بگیرند که نهادهای مالی لازم برای خرید دارایی‌های مالی در دسترس‌شان باشند؛ و کم‌کم پس‌اندازکنندگان ایرانی در وضعیتی قرار گیرند که بتوان محصولات پیچیده‌تر بازار سرمایه (از قبیل اوراق مشتقه) را به آنان عرضه کرد.

محور دوم: ایجاد حداکثر شفافیت در بازار سرمایه ایران

وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار، به‌معنای کارایی بازار است، و اهداف اقتصادی مورد انتظار از بازار سرمایه، عمدتاً در شرایط کارایی بازار محقق می‌شود. در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود، به‌سرعت در قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین بازاری، قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک می‌شود. به‌عبارت دیگر، ویژگی مهم بازار کارا این است که قیمت تعیین‌شده در بازار، شاخص مناسبی برای ارزش واقعی اوراق بهادار باشد. در چنین بازاری، قیمت اوراق بهادار از قبیل قیمت سهام عادی، منعکس‌کنندهٔ تمام اطلاعات موجود در بازار است.

تلاش این برنامه برای ایجاد حداکثر شفافیت، به‌انتشار حداکثر اطلاعات موجود، محدود نخواهد بود. هدف برنامه در عین حال بسترسازی و ایجاد شرایط مناسب برای رشد کسانی است که اطلاعات را تحلیل می‌کنند. می‌باید زمینه برای رشد و نهادسازی افرادی فراهم شود که پختگی لازم را دارند که تأثیر اطلاعات

را بر قیمت اوراق بهادار بسنجند، این توانایی را داشته باشند که آثار اطلاعات خاص و جهت تأثیر آن‌ها بر قیمت‌ها را درک کنند، و اثر زنجیره یا مجموعه‌ای از تغییرات و اخبار را بر قیمت اوراق بهادار حدس بزنند. برای مثال، بازار سرمایه کشور می‌باید از تحلیلگرانی برخوردار باشد که بتوانند اثر اعطای سهام جایزه را بر قیمت سهام محاسبه کنند؛ آثار تغییر مدیریت بر عملکرد و قیمت اوراق بهادار را ارزیابی کنند؛ و در تعیین قیمت‌ها دچار هیجان بازار نشوند و خود قیمت‌های سقف و کف را تعیین کرده باشند. بازاری که به سمت آن حرکت خواهیم کرد، بازاری خواهد بود که در معرض جریان دو طرفه اطلاعات خواهد بود. به عبارت دیگر، بازاری خواهد بود که در هر مقطعی از زمان، عده‌ای در آن خریدارند و عده‌ای در آن فروشنده‌اند. چنین نخواهد بود که بازار یک‌طرفه باشد؛ در مقطعی از زمان همه صف ببندند که بفروشند، و اصطلاحاً سهام روی میز بماند. در بازاری که باید امکانات شفافیت، نقدینگی و عمق قابل ملاحظه در آن را فراهم آوریم، معاملات با تقلید صورت نخواهد گرفت: این‌که فردکارشناس یا غیرکارشناسی حرکت اول را انجام دهد، و بقیه به دنبالش بروند. شرایط برای ارائه گسترده اطلاعات و رشد و نمو تحلیلگر اطلاعات به گونه‌ای می‌باید فراهم شود که استقلال رأی و ارزیابی برای کارشناسان و متخصصان بازار فراهم شود. افراد متخصصی در بازار می‌باید وجود داشته باشند که بازار را در همه ابعاد کیفی گسترش دهند، و بازار سرمایه ایران را به تحلیل مبتنی کنند.

به طور خلاصه، تلاش سازمان بورس اوراق بهادار تهران جهت شفاف‌سازی بازار، محدود به ارائه هرچه بیشتر اطلاعات به بازار نخواهد بود؛ این تلاش‌ها معطوف به بسترسازی و ایجاد امکانات برای رشد نسل جدیدی از تحلیلگران مالی نیز خواهد بود.

محور سوم: اعمال معاملات عادلانه از طریق برقراری نیروهای بازار رقابت

بازار سرمایه، همچون سایر بازارها، بی‌شک دچار گسست و شکست^۱ هم می‌شود. اما، به رغم شکست و گسست، بازار رقابت با همه مشکلات آن به گمان این‌جانب بازهم بهتر از هر ناظر عادلانه‌ای که بخواهد عادلانه منابع را تخصیص دهد، منابع اقتصادی را تخصیص می‌دهد. از این‌رو، لازم است مجموعه تلاش‌های بورس اوراق بهادار به سمت انجام معاملات عادلانه‌ای سوق داده شود که از طریق برقراری نیروهای بازار رقابت عمل می‌کند. بنابراین، تلاش سازمان در طی روزهای آینده معطوف به انجام معاملات شفاف و عادلانه با آزادسازی تدریجی محدودیت‌های معاملاتی است. رویه جاری آن است که قیمت‌ها در دامنه‌ای ۱۰ درصدی، ۵ درصد منفی و ۵ درصد مثبت، نوسان می‌کند. به علاوه، آن‌جاکه صف برای خرید یا فروش تشکیل شود، محدودیت‌های سقف و کف تعیین شده برداشته می‌شود.

^۱ . market failure

بدین ترتیب، رویه گذشته کنترل قیمت‌ها در دامنه بسیار محدود یک درصد و گاهاً یک‌دهم درصد، جای خود را به نظام آزادتر نوسان قیمت می‌دهد. چنین است که بخشی از رانت‌هایی که به لحاظ تشکیل صف به وجود می‌آید، و معدودی افراد این امکان را می‌یافتند که برای پاره‌ای از مشتریان خود نسبت به سایر مشتریان اولویت قائل شوند، از میان می‌رود. نظام گذشته جای خود را به یک نظام معقول‌تر نوسان قیمت داده است. آزادسازی بازار و اعمال روش‌هایی برای انجام عادلانه معاملات از طریق برقراری نیروهای بازار رقابت به معنای آن نیست که در دوره‌هایی که بازار دست‌خوش هیجان می‌شود، در بازار دخالت نشود. اما این دخالت نظام قیمت‌ها را تغییر نخواهد داد. مثلاً، ممکن است ناظر بازار در شرایطی که احساس می‌کند بازار دچار هیجانات جدی شده است، و یا با افزایش و کاهش بی‌رویه قیمت‌ها مواجه است، در جریان معاملات دخالت کند و برای مثال، معاملات را برای مدت دو ساعت متوقف کند. چنین دخالتی بر نظام قیمت‌ها تأثیر نمی‌گذارد، و فرض بر آن است که بر همه بازیگران بازار تأثیر یکسانی می‌گذارد.

نوع دیگر دخالت، البته بستن و باز کردن پاره‌ای از نمادها خواهد بود. غیر از مسئله تشکیل مجامع که باعث توقف نماد معاملاتی یک شرکت می‌شود، ممکن است به دلایل دیگری نیز نماد معاملاتی متوقف شود. برای مثال، آن‌جا که شایعه‌ای در مورد شرکتی پا می‌گیرد، و مثلاً تغییر عایدی هر سهم¹ در بازار مطرح می‌شود، ناظر بازار ممکن است تا روشن شدن شایعه و اعلام رسمی شرکت، نسبت به بستن نماد معاملاتی شرکت اقدام کند. در این مثال نیز هیچ تغییری در نظام قیمت‌ها داده نمی‌شود، و دست‌کاری در قیمت‌ها صورت نمی‌گیرد.

البته، در گذشته دیده شده است که معدودی کارگزاران برای تغییر قیمت پایانی یا آخرین قیمت بازار، معاملات دوطرفه کوچکی انجام داده‌اند. این شیوه با اصلاح نحوه محاسبه شاخص در حال حاضر در بورس اوراق بهادار تهران متوقف شده است. هیئت نظارت بورس که برای اولین بار در تاریخ فعالیت بازار سرمایه کشور فعال شده است، و گزارش اقدامات خود را مستقیماً به شورای بورس می‌دهد، با اعمال نظارت دقیق بر حسن انجام معاملات پی‌وساز بودن عملیات سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، یکی از محورهای اعمال معاملات عادلانه از طریق برقراری نیروهای بازار رقابت آن است که هر جا بازیگران بازار در بازار رقابت دست‌کاری می‌کنند، با آن دست‌کاری‌ها مقابله شود.

!

¹ . earnings per share (EPS)

اقدام‌های اجرایی برای توسعه بازار

در این بخش به اقداماتی اشاره خواهد شد که باعث می‌شود حجم بازار افزایش یابد و ارزش سهام مورد معامله، یعنی حاصل جمع تعداد سهام ضرب در قیمت سهام، افزایش یابد. اقداماتی که در این حوزه صورت خواهد گرفت به شرح زیر است.

توسعه فیزیکی بازار

هرچند که در عصر تجارت الکترونیک، ساخت و راه‌اندازی مکان‌های فیزیکی برای انجام معاملات، اندیشه‌ای کهنه و دور از زمان به نظر می‌رسد، اما در کشوری که مردم هنوز با مقدمات بازار سرمایه هم آشنایی ندارند، وجود موقعیت‌های فیزیکی در توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری نقش بارزی دارد. چنین است که اندیشه تالارهای معاملاتی منطقه‌ای (مثل آنچه در اصطلاح بورس مشهد یا تبریز نامیده می‌شود) معنا پیدا می‌کند.

تالار معاملاتی در شهرها می‌تواند محلی برای تبادل اطلاعات، مشورت، و دل‌گرمی‌دادن سرمایه‌گذاران به یکدیگر باشد. در شهری چون اصفهان یا مشهد، سرمایه‌گذاران در محلی واحد گرد می‌آیند و با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار آشنا می‌شوند؛ موضوعی که پیش از آن، با آن آشنا نبوده‌اند. چنین است که تالارهای منطقه‌ای حداقل برای چند سالی، حتی اگر به فرض محال در خانه هر خانوار ایرانی هم مانیتورهایی برای معامله کردن باشد، می‌تواند در جهت توسعه مبانی و مفاهیم بازار سرمایه ارزش فرهنگی داشته باشد.

در برنامه سوم نیز، سازمان بورس موظف شده است تا در شهرهای اصلی کشور یعنی تبریز، مشهد، اصفهان، شیراز، و اهواز تالارهای معاملاتی مناسب ایجاد کند. غیر از این ضرورت برنامه، بورس تهران تلاش خواهد کرد که در همه شهرهای اصلی کشور دسترسی حداقل مردم به بازار سرمایه را از طریق تأسیس تالارهای معاملاتی فراهم آورد.

البته، در صورتی که مؤسسات کارگزاری پا بگیرند، و شعبه‌های متعدد داشته باشند، آن سازمان‌ها خود تالارهای معاملاتی خواهند داشت، و نیازی نخواهد بود که بورس اوراق بهادار تهران خود به ایجاد تالارهای معاملاتی اقدام کند. با این‌همه، تالارهای معاملاتی در شهرهای بزرگ ایران برای تأمین امر دسترسی شهروندان ایرانی به بازار سرمایه تشکیل خواهد شد.

برنامه اجرایی توسعه فیزیکی تالارهای معاملاتی بورس به شرح زیر پیش‌بینی می‌شود:

۱. راه‌اندازی تالارهای معاملاتی منطقه‌ای در شهرهای تبریز، اصفهان، شیراز، و اهواز تا پایان سال ۱۳۸۲ و

ساماندهی تالار معاملاتی مشهد

۲. راه‌اندازی تالارهای معاملاتی منطقه‌ای در کلیه شهرهای مرکز استان‌ها تا پایان سال ۱۳۸۴

توسعه الکترونیک بازار

محور دیگر و در حقیقت بلندمدت‌تر توسعه بازار سرمایه، توسعه الکترونیک بازار است. در حقیقت شرکت‌های کارگزاری با توسعه شبکه الکترونیک معاملات می‌توانند زمینه‌ساز توسعه گسترده دامنه‌دسترس‌ی شهروندان به بازار سرمایه باشند. هم‌اکنون شبکه الکترونیک دادوستد سهام از سوی شرکت کارگزاری بانک توسعه صادرات ایران راه‌اندازی شده است. این شبکه در مدت کوتاهی که از آغاز کار آن گذشته توانسته تعداد نسبتاً زیادی مشتری جلب کند. امیدواریم شرکت‌های کارگزاری دیگر نیز با توسعه شبکه‌های مشابه در جهت توسعه بیشتر دادوستد الکترونیک در بازار گام بردارند. اما توسعه الکترونیک بازار راتنها منوط و محدود به توسعه شبکه‌های دادوستد الکترونیک از سوی شرکت‌های کارگزاری ندانسته‌ایم.

تسریع پذیرش شرکت‌ها در بورس

لااقل تا چند ماه قبل، پذیرش شرکت‌ها در بورس با تأخیر انجام می‌شد. علت آن است که پذیرش هم در سازمان بورس و هم در دبیرخانه هیئت‌پذیرش در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران انجام می‌شود. با توجه به هماهنگی‌های انجام شده، تلاش خواهد شد که دوره پذیرش به زمان ۴۵ روز محدود شود. باتوجه به این‌که درگذشته این دوره می‌توانست تا دو سال طول بکشد، پذیرش شرکت‌ها ظرف مدت ۴۵ روز کمک خواهد کرد که شرکت‌های بیشتر و متنوع‌تری در بورس اوراق بهادار تهران فهرست شود.

تسریع پذیرش شرکت‌ها به‌هیچ عنوان به‌معنی کاهش کیفیت پذیرش نخواهد بود. تلاش خواهد شد شرکت‌هایی در بورس تهران پذیرفته شوند که دارای ساختار مالی مناسب و سودآوری مداوم می‌باشند. تلاش برای پذیرش شرکت‌های بزرگ‌تر با ساختار مالی قدرتمند در این راستاست. بورس اوراق بهادار تهران تلاش خواهد کرد که از پذیرش شرکت‌هایی اجتناب کند که احتمالاً مالکان آن‌ها باهدف انتقال سهام خود به عامه مردم و ترک شرکت به بورس می‌آیند.

درحال حاضر، عمده تلاش‌هایی که برای پذیرش صورت می‌گیرد، معطوف به بررسی صورت‌های مالی است. ضمن این‌که این نوع بررسی‌ها گسترش خواهد یافت، تلاش خواهد شد که بررسی بازار دقیقی روی شرکت صورت بگیرد. درعین‌حال، آنچه می‌توانیم فرصت‌های کسب‌وکار شرکت بنامیم، یعنی این‌که شرکت چه مقدار توان ادامه حیات سالم خواهد داشت، موردتوجه قرار خواهد گرفت. برای انجام چنین کاری، بورس ایران نیازمند کارشناسانی است که درک بازار داشته باشند، و به‌اصطلاح بازار را بشناسند و بتوانند کسب‌وکار را درک کنند و برای آن‌ها ”کاسبی“ ملموس باشد. اگر چنین توان تشخیصی در واحد پذیرش بورس تهران گرد آید، بی‌شک این امکان وجود نخواهد داشت که شرکت‌هایی را به بورس به‌اصطلاح ”بیندازند“، و مردم زیان ببینند.

تجربه تلخ شرکت گیلان پکت که در آن با تقلب و سوءاستفاده از امکانات بازار سرمایه، سهامی به عامه مردم فروخته شد که واقعیت اقتصادی نداشت، و پس از آن شرکت را از دارایی‌های آن تخلیه کردند، و پوسته‌ای برای سرمایه‌گذاران کوچک باقی گذاشتند، خود بیانگر این واقعیت است که می‌باید تلاش شود تا این تجربه تکرار نشود. مردم ایران به تنها بورس کشور اعتماد دارند و توقع دارند که منافع آن‌ها با حفظ کیفیت پذیرش شرکت‌ها حفظ شود.

اقدام‌های اجرایی

- الف) با استخدام نیروهایی که بازار و کسب‌وکار را در ایران می‌شناسند، و با جذب آن‌ها به‌واحد پذیرش، تلاش خواهد شد که مفهوم ”تشخیص کاسبی“ در پذیرش جنبه محوری بیابد.
- ب) با تهیه پایگاه اطلاعاتی از صنایع و شرکت‌های مختلف، کارشناسان پذیرش از امکان مقایسه سریع و توان تحلیل بازار برخوردار خواهند شد.
- پ) با استاندارد کردن شیوه‌های اجرایی پذیرش و تهیه دستورالعمل دقیقی برای پذیرش، تلاش خواهد شد که معیارهای پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران از کارآمدی لازم برخوردار شود.
- ت) با ایجاد هماهنگی با واحد پذیرش هیئت پذیرش، مستقر در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، تلاش خواهد شد که پذیرش با سرعت بیشتری صورت گیرد. در نهایت لازم است که دو واحد پذیرش جداگانه سازمان بورس و هیئت‌پذیرش در یکدیگر ادغام شود.
- ث) با ایجاد هماهنگی در شیوه‌های اجرایی بین اداره پذیرش سازمان بورس و واحد پذیرش هیئت‌پذیرش بورس اوراق بهادار تهران، تلاش خواهد شد که با سرعت بیشتری شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شوند.
- ج) با الکترونیک کردن ارتباط بین شرکت‌ها و واحد پذیرش، تلاش خواهد شد که اطلاعات با سرعت بسیار بیشتری در اختیار واحد پذیرش قرار گیرد و بدین ترتیب در پذیرش تسریع شود.

افزایش سرمایه‌ها

درمورد افزایش سرمایه، بسیار گله شده است که بورس اوراق بهادار تهران افزایش سرمایه‌ها را با تأخیر انجام می‌دهد. درعین حال، بعضی از مدیران اعتقاد دارند که افزایش سرمایه از جمله اختیارات مجمع شرکت‌هاست و ربطی به بورس اوراق بهادار تهران ندارد، و بورس نباید در این موارد دخالت کند. در پاسخ گفته می‌شود که نمی‌توان بورس را کلاً از مسئله افزایش سرمایه شرکت‌ها جدا کرد. مثلاً، اگر شرکتی با سرمایه ۵۰۰ میلیون تومان به بورس پذیرفته شود، و چندروز بعد، از طریق مجمع فوق‌العاده، سرمایه خود را از ۵۰۰ میلیون تومان به ۳۰ میلیارد تومان افزایش دهد، آیا مسئله به بورس مربوط می‌شود یا نه؟ البته، روشن است که بورس اوراق

بهادار تهران شرکتی ۵۰۰ میلیون تومانی را پذیرفته بود. بنابراین، نمی‌توان گفت که هر افزایش سرمایه‌ای به بورس اوراق بهادار تهران مربوط نیست. بی‌شک افزایش سرمایه از اختیارات مجمع شرکت‌هاست. اما شرکت‌ها، در مقطع پذیرش می‌پذیرند که بورس اوراق بهادار تهران در مورد افزایش سرمایه‌ها نیز اعلام رأی کند. بنابراین، به نظر می‌رسد که اصل دخالت بورس در افزایش سرمایه شرکت‌ها امری پذیرفتنی است.

بورس اوراق بهادار تهران و هر بورس دیگری بازار دست دوم‌اند. این که در این بازار آقای الف به آقای ب سهمی را می‌فروشد و پول آن را می‌گیرد، و پولی نصیب شرکت نمی‌شود، در نگاه اول فایده‌ای اقتصادی ندارد. اما در نگاه عمیق‌تر، فایده بازار ثانویه همانا آن است که در بازار اولیه منابع به درستی تخصیص یابد. یعنی شرکت‌هایی که در بازار ثانویه با استقبال روبه‌رو می‌شوند، در بازار اولیه بتوانند بهتر منابع لازم را گردآوری کنند و بابت این منابع هزینه‌های کمتری را پرداخت کنند. بنابراین، علاقه بورس به افزایش سرمایه بسیار زیاد است. افزایش سرمایه باعث سرمایه‌گذاری جدید در شرکت‌ها، تشکیل سرمایه، و ایجاد اشتغال می‌شود. بنابراین، افزایش سرمایه یکی از مهم‌ترین هدف‌های تشکیل هر بورس و فعالیت کارآمد آن است. از این‌رو، بورس اوراق بهادار تهران به‌طور جدی نسبت به تسریع فرایند افزایش سرمایه‌ها تلاش خواهد کرد.

افزایش سرمایه یکی از محورهای توسعه کمی بازار است و ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران را افزایش خواهد داد. به‌رغم علاقه بورس تهران به افزایش سرمایه شرکت‌ها، تلاش خواهد شد که شرکت‌ها افزایش سرمایه خود را منطقی انجام دهند، و نوع مشکلاتی که در سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ بورس با آن‌ها روبه‌رو بوده، دیگر تکرار نشود.

بورس تهران در سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ با افزایش بی‌رویه سرمایه‌ها مواجه شد. این افزایش سرمایه‌ها از منطلق اقتصاد و نیاز شرکت‌ها به سرمایه بیشتر ناشی نبود. بیشتر افزایش‌ها از روی چشم‌وهم‌چشمی و تعقیب‌کردن مثلاً این هدف ساده بود که شرکت سرمایه‌گذاری بزرگ‌تری داشته باشند. شرکت سرمایه‌گذاری الف شروع به افزایش سرمایه کرد، و شرکت سرمایه‌گذاری ب برای این که از این روند ظاهری عقب نماند، افزایش سرمایه داد. این چنین بود که ناگهان مدیر بورس با این شرایط مواجه شد که افزایش سرمایه‌های هنگفتی در بورس اتفاق می‌افتاد که ریشه اقتصادی نداشت. از آن تاریخ بود که نوعی کنترل بر افزایش سرمایه‌ها اعمال شد. بنابراین، سیاست کنترل افزایش سرمایه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران سیاستی تدافعی بود و در آغاز وجود نداشت.

اگر به روند رشد بی‌رویه شهرها مراجعه کنیم، با وضعیتی مشابه روبه‌رو می‌شویم. یعنی، در آغاز سال‌های انقلاب، شهرها برای چشم‌وهم‌چشمی با یکدیگر بزرگ می‌شدند. مثلاً، شهر کرمان و رفسنجان برای بزرگ شدن با یکدیگر رقابت می‌کردند. این رقابت بر ضرورت‌های اقتصادی مبتنی نبود، و صرفاً از بودجه نفت برای بزرگ‌شدن استفاده می‌شد. چنین است که در حال حاضر شهرهایی داریم که تراکم جمعیت در هکتار آن از ۳۰ نفر نیز کمتر است. یعنی، علی‌الاصول ۳۰ نفر باید هزینه یک هکتار خدمات شهری را بدهند؛ و چون

نمی‌دهند، این هزینه‌ها را از بودجه عمومی طلب می‌کنند. یعنی از محل مالیات و حقوق مردم بر نفت، باید هزینه‌های تحمل چشم‌وهم‌چشمی شهرها را پرداخت کرد. همین رویه در مورد فرودگاه‌ها قابل طرح است. چه بسیار فرودگاه‌ها که هیچ‌دلیل اقتصادی برای ایجاد آن‌ها در ایران وجود نداشته است و شکل‌گیری آن‌ها صرفاً بر پایه این استدلال ساده بنا بوده است که از یک شهر رقیب یا استان رقیب عقب نیفتند.

بنابراین، باید اطمینان حاصل کرد که افزایش سرمایه‌ها معقول و مبتنی بر نیازهای اقتصادی شرکت‌هاست و شرکت‌ها می‌توانند در قبال افزایش سرمایه پاسخگو باشند، و ارزش‌های لازم را خلق کنند. البته، با انتشار اوراق مشارکت شرکت‌ها، ضرورت افزایش سرمایه در حد جاری وجود نخواهد داشت.

یکی از مهم‌ترین مشکلات شرکت‌های ایرانی برای افزایش سرمایه آن است که در حال حاضر افزایش سرمایه بر اساس قیمت اسمی صورت می‌گیرد. در تجربه بورس اوراق بهادار تهران، تنها استثناء به شرکت سدید برمی‌گردد که با صرف سهام^۱، سهام جدید را منتشر کرد. انتشار سهام با صرف از سیاست‌های مورد تأیید سازمان بورس اوراق بهادار تهران است، و در آینده تلاش خواهد شد که عمده انتشارها مبتنی بر صرف باشد.

در رویه جاری که در آن شرکت‌ها با انتشار حق تقدم و به قیمت اسمی افزایش سرمایه می‌دهند، مشکل آن است که حجم بسیار عمده‌ای از سرمایه به‌ناچار باید انتشار یابد تا شرکت منابع محدود موردنظر خود را دریافت کند. مثلاً، شرکتی که سهام آن در بازار ۴۰۰۰ تومان به فروش می‌رسد، در زمانی که سهم را به قیمت اسمی منتشر می‌کند، از هر انتشار فقط ۱۰۰ تومان گیر شرکت می‌آید، و ۳۹۰۰ تومان تفاوت به شکل حق تقدم به سهام‌دار تعلق می‌گیرد. بنابراین، اگر این شرکت به ۱۰ میلیارد تومان سرمایه جدید نیازمند باشد، ناچار است که ۴۰ برابر این رقم، یعنی ۴۰۰ میلیارد تومان، سرمایه جدید انتشار دهد تا به ۱۰ میلیارد تومان خود برسد. به این ترتیب، حجم بزرگی از افزایش سرمایه‌ها بی‌معنا می‌شود، و مشکل آن است که سهام رقیق می‌شود. برای جلوگیری از این موضوع، باید سهام را با صرف انتشار داد. انتشار سهام با صرف در حال حاضر فاقد مشکلات مالیاتی است و در اصلاح قانون مالیات‌ها، به این مسئله توجه شده است. انتشار سهام با صرف به دو شکل ممکن است: (۱) انتشار سهام با صرف بدون حق سلب تقدم، و (۲) انتشار سهام با صرف با اعمال حق تقدم.

بورس اوراق بهادار، انتشار سهام با صرف را تشویق خواهد کرد، و احتمالاً عمده انتشارهای با حق تقدم را بدون بررسی‌های طولانی ظرف مدت کوتاه مثلاً ۴۸ ساعت یا ۷۲ ساعت تصویب خواهد کرد.

اقدام‌های اجرایی

الف) تسریع فرایند تصویب افزایش سرمایه‌ها، بدون صدمه زدن به کیفیت بررسی.

^۱ . premium

ب) تهیه پایگاه اطلاعاتی لازم که در آن افزایش سرمایه‌های گذشته شرکت‌ها به‌دقت ثبت شده و در دسترس باشد، و بتوان این افزایش سرمایه‌ها را با گذشته و نیز با سایر شرکت‌ها مقایسه کرد.

پ) تشویق شرکت‌ها به افزایش سرمایه با حق تقدم از طریق انتشار جزوات توضیحی لازم و نیز از طریق تسریع تأیید افزایش سرمایه در موارد انتشار سهام جدید با صرف.

متنوع کردن محصولات

یکی از راه‌های بزرگ کردن بازار و افزایش ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران، و درعین حال کارآمد کردن بورس، دادن حق انتخاب به مردم برای خرید کالاهای مالی‌ای است که به آن‌ها علاقه‌مندند. باید تلاش کرد که کالاهای متنوع‌تر را در این بازار دست‌دوم در معرض عرضه عمومی قرار داد.

بورس تهران در حال حاضر بورسی تک‌کالایی است که در آن فقط سهام شرکت‌ها مورد معامله قرار می‌گیرد. هرچند که حق تقدم نیز در این بورس مورد معامله قرار می‌گیرد، اما در واقع حق تقدم نیز چیزی غیر از سهام نیست، و درست است که گفته شود در بورس تهران، تنها در حال حاضر یک محصول در معرض فروش قرار دارد. برای متنوع کردن محصولات بورس تهران، لازم است که محصولاتی متناسب با نیازهای بازار طراحی و به‌عامه مردم عرضه شود.

اوراق مشارکت

اولین محصول رقیب برای سهام، اوراق مشارکت است. مقرر بوده است که اوراق مشارکت دولت و شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران معامله شود و بورس برای معاملات دست‌دوم این اوراق آماده شود. هرچند که مقدار محدودی اوراق قرضه در بازار سرمایه مورد معامله قرار گرفت، اما به‌دلایل اجرایی، اوراق مشارکت در بازار بورس کمتر مورد معامله قرار می‌گیرد. غیر از این، بورس تهران اوراق مشارکت شهرداری‌ها و از آن مهم‌تر شرکت‌ها را نیز می‌تواند به‌فروش رساند. بنابراین، یکی از اولین تلاش‌های سازمان برای متنوع‌سازی بازار سرمایه کشور فروش طیف گسترده‌ای از اوراق مشارکت دولت، مؤسسات دولتی، شهرداری‌ها، و شرکت‌ها خواهد بود.

فروش اوراق مشارکت شرکت‌ها به اوراق مشارکت شرکت‌های تابلوی اصلی بورس محدود خواهد بود. از این‌رو، غیر از معافیت مالیاتی، انگیزه جدیدی برای حضور شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران فراهم خواهد آمد. با انتشار اوراق مشارکت توسط شرکت‌ها که می‌تواند با ضمانت بانکی و یا بدون ضمانت بانکی انجام شود، تنوع محصولات با درآمد نسبتاً ثابت در بورس تهران گسترده می‌شود. با این طراحی، شرکت‌ها از امکان دستیابی به منابع ارزان‌قیمت برخوردار خواهند شد. در بازاری که قیمت سهام به‌سرعت افزایش می‌یابد، هزینه سرمایه انتشار سهام برای شرکت‌ها بسیار زیاد است. مثلاً، در روزهای اخیر، سهام بانک

کارآفرین در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شد. قیمت این سهم حدود ۶۰۰۰ ریال تثبیت شد. هرچند که بانک فقط ۱۰۰۰ ریال بابت این اوراق دریافت کرده است، و با انتشار اوراق جدید، بانک فقط ۱۰۰۰ ریال دریافت می‌کند، اما مدیر بانک در قبال ۶۰۰۰ ریال پاسخگوست. اگر مدیر بانک فقط بخواهد ۲۰ درصد هم سود دهد، برای هر سهم باید ۱۲۰۰ ریال در سال پرداخت کند. در چنین شرایطی، هزینه سهم برای شرکت از ۱۰۰ درصد نیز بیشتر می‌شود. چنین است که معقول‌تر است شرکت سراغ انتشار اوراق مشارکت برود. بنابراین، انتشار اوراق مشارکت، رقابت بین نظام بانکی و بازار سرمایه را تشدید می‌کند، و به کارایی نظام مالی کشور می‌افزاید.

گواهی‌های سپرده

گواهی سپرده توسط بانک‌ها صادر می‌شود، و بازار ثانویه آن بورس اوراق بهادار تهران است. در حال حاضر تنها دو بانک کشاورزی و بانک سامان به انتشار محدود گواهی‌های سپرده دست زده‌اند. بازار ثانویه این گواهی‌های سپرده باید بورس اوراق بهادار تهران باشد. پیش‌بینی می‌شود که این برگه‌ها نرخ بازدهی بالاتر از اوراق مشارکت دولتی داشته باشد، اما نرخ بازده آن‌ها از اوراق مشارکت شرکت‌ها کمتر باشد. بنابراین، این ابزار برای جمع‌آوری منابع ارزان قیمت مناسب به نظر می‌رسد. به علاوه، برای مدیریت سبد سهام، ابزار مناسبی است. مثلاً شرکتی که دستور فروش سهام الف را داده است، در حال حاضر به دلیل آن که ابزار مناسبی برای پارک پول خود ندارد، بلافاصله به خرید سهم ب دست می‌زند. به دلیل سرعت کار، ممکن است اشتباه رخ دهد. اگر گواهی سپرده یا اوراق مشارکت در بازار موجود باشد، شرکت‌ها با فروش سهام الف، می‌توانند موقتاً پول خود را در این ابزار پارک کنند و تا پیدا شدن سهام مناسب‌تر، از خرید سهام جدید خودداری کنند.

گواهی سپرده‌های بانکی البته باید با نام باشد. انتشار اوراق مشارکت بی‌نام نیز به زودی متوقف خواهد شد. در شرایطی که دولت ملزم به تصویب قانون پول شویی است و در بسیاری از معاهده‌های بین‌المللی پذیرفته است که پول شویی را جرم بدانند، انتشار اوراق قرضه بی‌نام و یا گواهی سپرده بی‌نام بی‌شک به توسعه بازار سیاه دامن خواهد زد. از این رو، تنها گواهی‌های سپرده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته خواهد شد که بانام باشد.

انتشار گواهی سپرده سبد سهام

یکی از مشکلات اساسی بورس اوراق بهادار تهران عدم وجود سبد سهام کافی است. در ماه‌های اخیر، مردم بسیاری به خرید سهام روی آورده‌اند. طبقات مختلف اجتماعی فراگرفته‌اند که خلق ارزش جدید و کسب سود تنها از طریق خرید محصولات مالی و از جمله محصولات بازار سرمایه ممکن است. اما مشکل اساسی آن است که در این بازار محصولات متنوع وجود ندارد. برای کسی که برای اولین بار وارد بازار می‌شود، خرید تک

سهام بسیار خطرناک است. سرمایه‌گذار اطلاعی از وضع صنعت خودرو ندارد که تک سهم صنعت خودرو را بخرد. او چیزی در مورد صنعت سیمان نمی‌داند، که تک سهم سیمانی خریداری کند. او اطلاعی از بازار محصولات غذایی ندارد که تک سهم شرکت قند را خریداری کند ... بنابراین، خرید تک‌سهم توسط سهام‌دارانی که دانش حرفه‌ای ندارند، امری خطیر و بسیار خطرناک است.

در همه بازارهای سرمایه، برای سهام‌داران غیرحرفه‌ای، این امکان وجود دارد که سبد سهام خریداری کنند. در بسیاری از کشورها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک این امکان را به سرمایه‌گذاران و پس‌اندازکنندگان می‌دهد که سبد متنوعی از سهام را خریداری کنند، و بدین ترتیب ریسک خود را کاهش دهند. در ایران، در شرایط امروز کشور، ساده‌ترین شکل تشکیل سبد، انتشار گواهی سپرده سبد سهام است. در این روش، بانک به‌عنوان امین می‌تواند عمل کند. تشکیل‌دهنده حساب نزد بانک می‌تواند هر نهاد مالی قدرتمندی باشد که طرف وثوق مردم است. مثلاً، بانک ملی ایران می‌تواند حساب سپرده سرمایه‌گذاری ویژه‌ای ایجاد کند، و از مردم بخواهد که برای ۳ تا ۵ سال در این حساب سرمایه‌گذاری کنند. هدف این حساب سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بورس اوراق بهادار تهران اعلام می‌شود. بنابراین، همه سپرده‌گذاران نزد بانک ملی در این حساب ویژه می‌دانند که منابع آن‌ها منحصراً صرف خرید و فروش سهام داخل بورس خواهد شد. بانک ملی در مثال ما می‌تواند تیم مدیریتی برای اداره فعال و کارآمد سبد سهام تعیین کند. بدین ترتیب، منابع مالی در داخل این حساب ظرف مدت کوتاهی گردآوری می‌شود، این منابع در اختیار مدیران صندوق قرار می‌گیرد، و سود این منابع در پایان سال بین سپرده‌گذاران دقیقاً تقسیم می‌شود.

در همه طول مدت این سرمایه‌گذاری، بانک ملی در نقش امین صندوق^۱ عمل می‌کند. منظور آن است که مدیران صندوق دارایی‌ها را هرگز در اختیار نمی‌گیرند، و کلیه خرید و فروش‌های خود را به نام بانک ملی در این حساب ویژه انجام می‌دهند. بدین ترتیب، خطری در مورد کل دارایی‌ها سرمایه‌گذاران را تهدید نمی‌کند. این حساب دارای حسابرس ویژه‌ای خواهد بود که بر صحت انجام معاملات نظارت می‌کند. حسابرس حساب سپرده سبد سهام، در پایان هر دوره سه‌ماهه، گزارشی از ارزش روز این حساب به پس‌اندازکنندگان ارائه می‌دهد. گواهی سپرده سبد سهام در هر دو مقطع شروع فعالیت صندوق (بازار اولیه) و نیز معاملات دست‌دوم این گواهی‌های سپرده در بورس اوراق بهادار تهران در تابلوی خاصی انجام خواهد شد. سود و زیان این حساب در پایان هر سال پس از کسر حق‌الزحمه مدیریت و اداره حساب سپرده سبد سهام بانک ملی، که می‌تواند مثلاً ۱۰ درصد باشد، عیناً به سپرده‌گذاران پرداخت خواهد شد. بنابراین، همه پس‌اندازکنندگان در این حساب سپرده سرمایه‌گذاری ویژه، ریسک مربوط به سود و زیان سرمایه‌گذاری‌های در سبد سهام را خواهند پذیرفت. یعنی، آن‌چه که به شکل سود سهام یا عایدات سرمایه‌ای توسط این حساب سبد سهام دریافت شود، عیناً در پایان سال بین سپرده‌گذاران در این حساب ویژه توزیع خواهد شد.

^۱ . trustee

بدین ترتیب نهادهای متعدد، از قبیل شرکتهای سرمایه‌گذاری معتبر، صندوقهای تأمین اجتماعی و بازنشستگی بزرگ، شرکتهای بیمه، و مؤسسات مالی معتبر مشابه می‌توانند با افتتاح حساب سپرده سبد سهام نزد بانکها، نسبت به تأسیس و اداره سبدهای سهام متنوع اقدام نمایند. در هر مورد، تشکیل این حسابها، با معرفی تیم مدیریتی آن همراه خواهد بود. هیئت‌پذیرش شورای بورس در هر مورد به پذیرش سبد سهام یاد شده خواهد پرداخت. بدین ترتیب، حسابهای سپرده سبد سهام متنوع با یکدیگر رقابت خواهند کرد، و این سبدهای سهام مختلف در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار خواهند گرفت. چنین است که مثلاً در ظرف یک سال آینده این امکان پدید خواهد آمد که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای در بازار سرمایه، به جای خرید تک‌سهام که بسیار خطرناک است، به خرید سبد سهام متنوع اقدام نمایند. در سازمان بورس نیز تابلوی خاصی به عرضه این نوع سپرده‌های سبد سهام اختصاص خواهد یافت.

مقاله "سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس" و پیش‌نویس آیین‌نامه سبد سهام در پیوست‌های و آمده است.

گواهی فروش متری مسکن

شاید بیش از ۷۰ درصد ارزش دارایی‌ها در پهنه سرزمین ایران به بخش ساختمان مربوط باشد. ثروت عمده بسیاری از مردم به مستغلات آنها مربوط است. زمین و ساختمان ستون فقرات ثروت ملی است. از این رو، حضور بخش ساختمان در بازار سرمایه کشور از ضروریات عمده است.

از طرف دیگر، بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها در بخش مستغلات از طرف انبوه‌سازان انفرادی انجام می‌شود که برای ساخت واحدها، عمدتاً به منابع پیش‌فروش تکیه می‌کنند، و برای خرید نیز طبعاً تسهیلاتی نمی‌دهند. بنابراین، بازار رهن کشور^۱ کوچک باقی مانده است، و از این رو منابع کافی برای تسهیل خرید زوج‌های جوان، وجود ندارد.

طرح فروش متری زمین دو هدف عمده را دنبال می‌کند که در بالا به آنها اشاره شد. اولاً، امکان سرمایه‌گذاری در مسکن را برای سرمایه‌گذاران و پس‌اندازکنندگان کوچک فراهم می‌آورد؛ این امکان برای اولین بار در کشور فراهم می‌شود که پس‌اندازکننده‌ای با مثلاً ۳۰ میلیون ریال پس‌انداز، بتواند با خرید چندمتر، از سود ساخت‌وساز در شمال شهر تهران برخوردار شود. ثانیاً، این امکان فراهم خواهد شد که پس‌انداز برای خرید مسکن از این طریق تسهیل شود، و با اعطای تسهیلات بلندمدت روی برگه‌های فروش متری زمین، بازار رهن کشور توسعه یابد، و اقشار مختلف مردم بتوانند به اقساط طولی‌المدت مسکن خریداری کنند.

در این جا، جزییات اجرایی طرح فروش متری مسکن شرح داده نمی‌شود. همین قدر گفته می‌شود که انتشار این برگه‌ها متضمن طراحی مراحل مختلف کار، قراردادهای لازم برای انجام طرح، تعیین

^۱ . mortgage market

دست‌اندرکاران تولید و فروش این ابزار مالی، نهادهای درگیر، طراحی بازار اولیه و ثانویه این محصول مالی، و تعیین طیف گسترده این محصولات است.

محصولات "فروش متری مسکن" می‌تواند انواع مختلفی داشته باشد که هر نوع از محصول هدف خاصی را دنبال می‌کند. البته، برای راه‌اندازی بازار ثانویه آن، مهم است که محصولات پایه و ساده طراحی و ارائه شود.

البته، رابطه این محصول مالی با نوع محصولاتی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات ارائه می‌کنند^۱ اهمیت دارد. بی‌شک می‌توان پس از طراحی و بازاریابی موفقیت‌آمیز محصولات فروش متری، به سمت ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات روی آورد.

آنچه در اجرای موفقیت‌آمیز برگه‌های فروش متری زمین نقش تعیین‌کننده‌ای دارد، ایجاد بازار ثانویه برای این اوراق است. این مهم را بورس اوراق بهادار تهران برعهده خواهد گرفت. کارآمدی این بازار دست‌دوم، بر تخصیص منابع در بازار سرمایه مسکن و ساختمان تأثیر شگرفی خواهد داشت.

دیگر محصولات پیچیده‌تر

غیر از آن که در بالا بدان اشاره شد، محصولات پیچیده‌تری را می‌توان در بازار سرمایه کشور به فروش رساند. با الگوبرداری از محصولاتی که در دنیا به فروش می‌رسد، به نظر می‌رسد که فروش قراردادهای آتی^۲ و ابزار اختیار معامله^۳ می‌تواند در طیف محصولات ارائه شده از طریق بازار سرمایه قرار گیرد. این محصولات متنوع‌اند و پیچیدگی‌های بسیاری دارند.

بورس اوراق بهادار تهران با محصولات ساده‌تر فعالیت خود را آغاز خواهد کرد و پیش‌بینی می‌شود که تا پایان سال ۸۴ حداقل یک نوع محصول قرارداد آتی و یک نوع ابزار اختیار خرید و فروش در بازار عرضه شود. در مراحل بعدی، البته می‌توان امیدوار بود که محصولات پیچیده‌تری نیز تولید و عرضه شود.

اوراق مشتقه مربوط به بخش مسکن نیز می‌تواند موضوع طراحی و ارائه در بازار سرمایه قرار گیرد. به‌عنوان مثال، می‌توان از تبدیل به اوراق بهادار کردن تسهیلات رهنی صحبت کرد، و نسبت به طراحی و عرضه اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های وقفی اقدام نمود.^۴

اقدامات اجرایی در زمینه‌های یادشده

الف) تا پایان سال ۸۲ نسبت به طراحی و فروش اوراق مشارکت (دولت، شهرداری‌ها، و شرکت‌ها)، گواهی‌های سپرده سرمایه‌گذاری در سبد سهام، و گواهی فروش متری مسکن اقدام خواهد شد.

^۱ . real estate investment trusts (REITs)

^۲ . futures

^۳ . options

^۴ . mortgage backed securities (MBS)

مطالعات اولیه برای عرضه گواهی‌های سپرده و اوراق بهادار به پشتوانه L/C های داخلی در همین دوره انجام می‌شود.

ب) تا پایان سال ۸۴ نسبت به طراحی انواع محصولات اولیه بازارهای سرمایه و نیز انواع اوراق مشتقه و فروش آنها در بورس اوراق بهادار تهران اقدام خواهد شد.

نظام کارگزاری

در راستای تأمین هدف توسعه بازار، جستجوی راه‌های عملی برای تحقق شعار دستیابی مردم ایران به بازار سرمایه کشور ضرورت دارد. چه‌گونه مردم ایران به بازار سرمایه کشور دسترسی پیدا کنند؟ آیا با صدور مجوز بیشتر برای مغازه‌های کوچک کارگزاری، مردم زاهدان، رودسر، اسکو، لار، کرمانشاه، و . . . به بازار سرمایه دسترسی پیدا می‌کنند؟ بدیهی است که با تداوم نظام کارگزاری موجود که در آن تنها یک دفتر کارگزاری توسط هر شرکت تأسیس می‌شود، امکان دسترسی مردم ایران به بازار سرمایه فراهم نخواهد شد، به‌ویژه این که تمام این شرکت‌های کارگزاری در تهران مستقرند، و عملاً شهروندان سایر شهرها از خدمات شرکت‌های کارگزاری برخوردار نیستند.

برای تحقق هدف دستیابی مردم ایران به بازار سرمایه، ضروری است که شبکه کارگزاری اصلاح شود، و روشن باشد که هر کارگزار چه مخاطبینی دارد، و به چه اقشاری از جامعه می‌تواند خدمات ارائه کند. ضرورتی ندارد که همه کارگزاران به اصطلاح "کارگزاران خرده‌فروش" باشند. هیچ اشکالی ندارد که بعضی از کارگزاران فقط مشتریان نهادی^۱ را پاسخگو باشند. در حال حاضر، بعضی از شرکت‌های کارگزاری به‌طور دائمی با ۲۰ یا ۳۰ مشتری بزرگ کار می‌کنند، و به آنها سرویس می‌دهند، و علاقه‌ای برای انجام کارگزاری خرده‌فروشی ندارند. این مسئله نیز در ذات خود ایجاد مشکل نمی‌کند و قابل درک و فهم است.

به‌علاوه، می‌توانیم کارگزاران بازارگردان^۲ داشته باشیم که با تخصص روی سهم خاص، و عمده‌فروشی آن سهام، دامنه نوسان قیمت هر سهم را کم کنند. البته، کارگزاران بزرگ می‌توانند همه این وظایف را برعهده گیرند. این کارگزاران با ایجاد شعب در کشور می‌توانند کار خرده‌فروشی را سامان دهند، و با تشکیل و اداره واحدهای تخصصی امر بازارگردانی و عمده‌فروشی را سامان دهند. در زیر، ضرورت اصلاح نظام کارگزاری، انواع کارگزاران، و فعالیت‌های جدید نظام کارگزاری شرح داده می‌شود.

ضرورت اصلاح نظام کارگزاری

در حال حاضر تعداد ۵۴ کارگزار در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت می‌کنند. اکثریت این کارگزاران دارای یک دفتر کارند و تعداد کمی از آنها دفتری نیز در مشهد دارند. این ترکیب کارگزاری پاسخگوی نیاز کشور نیست.

^۱ . institutional investors

^۲ . market maker

بسیار گفته می‌شود که نظام کارگزاری بازار سرمایه، موقعیت انحصاری دارد و باید مجوزهای جدید کارگزاری داده شود. آیا صدور ۲۰۰ مجوز دیگر، به شکلی که تاکنون انجام می‌شده است، می‌تواند شعار "دسترسی مردم ایران به بازار سرمایه" را تحقق بخشد؟ البته، نمی‌تواند. آن چه لازم است گستردگی شبکه کارگزاری متناسب با وضعیتی است که خدمات‌رسانی به عامه شهروندان کشور ممکن شود. بنابراین، به جای صدور مجوزهای جدید کارگزاران تک‌واحدی، می‌باید به دنبال گسترده کردن شبکه کارگزاری موجود بود. یعنی، باید شبکه کارگزاری کشور ساماندهی مجدد شود به گونه‌ای که هر شرکت کارگزاری دارای چندین شعبه باشد، و بتواند به طیف گسترده‌تری از سرمایه‌گذاران ارائه خدمت کند.

اگر در گذشته‌ها، توسعه شرکت‌های کارگزاری فاقد توجه اقتصادی بوده، امروز، با وسعت گرفتن بازار سرمایه کشور، توسعه کارگزاری‌ها معنای اقتصادی هم دارد؛ یعنی، از نظر اقتصادی داشتن شرکت‌های کارگزاری بزرگ می‌تواند توجه‌پذیر باشد. تلاش سازمان بورس اوراق بهادار طی ماه‌های آینده آن خواهد بود که کارگزاری به امری سودآور بدل شود، و کارگزاران بتوانند با ارائه خدمات جدید، درآمدهای تازه‌ای کسب کنند، به گونه‌ای که انجام معاملات نظام‌مند و قانون‌مند کارگزاری، همراه با متنوع‌شدن خدمات شرکت‌های کارگزاری، و گسترش شبکه شرکت‌های کارگزاری، بتواند سود قابل ملاحظه‌ای عاید کارگزاران نماید. بنابراین، سمت‌وسوی کلی حرکت شرکت‌های کارگزاری به سمت شرکت‌های کارگزاری بزرگ‌تری خواهد بود که خدمات متنوع‌تری ارائه می‌دهند.

حتی در حال حاضر، طبق اساسنامه شرکت‌های کارگزاری، آن‌ها می‌باید بتوانند طیف وسیع‌تری از خدمات را عهده‌دار شوند. تلاش خواهد شد که حداقل آن چه در اساسنامه شرکت‌های کارگزاری به تصویب رسیده است، در اسرع وقت، به مرحله اجرا درآید. بنابراین، ضرورت اصلاح نظام کارگزاری به معنای صدور مجوزهای بیشتر با مرکزیت شهر تهران نخواهد بود. در واقع، وجود ۵۴ کارگزار که عمدتاً و به طور انحصاری در تهران کار می‌کنند، بدان معناست که شهرهای دیگر کشور از امکانات بازار سرمایه محروم‌اند. بنابراین، مجوزهای جدید کارگزاری صرفاً محدود به سایر استان‌ها خواهد بود، و این گونه نخواهد بود که شرکت‌های جدید کارگزاری، قبل از این که به قدر کفایت در استان‌های کشور شعبه بزنند، مجوز آن را داشته باشند که در تهران دفتر کار ایجاد کنند. هم‌زمان، باید تلاش کرد که کارگزاران موجود، فعالیت خود را در سطح گسترده‌تری در کل کشور توسعه دهند، و خدمات وسیع‌تری را به عامه شهروندان ایرانی ارائه دهند.

طبقه‌بندی کارگزاران

ضرورتی ندارد که همه کارگزاران را مجبور کنیم که به همه شهروندان ایرانی خدمات بدهند. کارگزاری که علاقه‌مند است با ۲۰ مشتری بزرگ کار کند، طبعاً در موقعیتی نیست که به مشتریان و سرمایه‌گذاران کوچک ارائه خدمات کند. بنابراین، به جای این که همه نظام کارگزاری را به ارائه خدمات به همه مردم مجبور کنیم،

می‌توانیم با طبقه‌بندی صحیح شرکت‌های کارگزاری، روشن کنیم که هر شرکت چه مخاطبینی دارد. طبقه‌بندی‌ای که در زیر ارائه می‌کنیم، بدین معنا نیست که یک شرکت کارگزاری نمی‌تواند همه فعالیت‌هایی را که ذیلاً به آن‌ها اشاره می‌کنیم، عهده‌دار شود. این طبقه‌بندی صرفاً از آن نظر انجام می‌شود که نشان دهیم مخاطبان شرکت‌های کارگزاری می‌توانند متفاوت باشند، و یک شرکت کارگزاری بزرگ با ایجاد واحدهای تخصصی، می‌تواند فعالیت‌های مختلف کارگزاری را انجام دهد.

کارگزار عمده‌فروش

کارگزار عمده‌فروش، کارگزاری است که مشتریان و پس‌اندازکنندگان کوچک را پاسخگو نیست. این کارگزار صرفاً چند مشتری بزرگ نهادی را پاسخ می‌دهد، و علاقه‌مند نیست که با سرمایه‌گذاران کوچک درگیر شود و به آنان خدمت بدهد؛ یا به عبارتی این امکان و شبکه را ندارد که مخاطبان خود را در سطح جغرافیایی گسترده‌ای دنبال کند. در حال حاضر، بعضی از کارگزاری‌های عمده بورس اوراق بهادار تهران، عملاً این نوع کارگزاری می‌باشند، و خدمات آن‌ها کمتر شامل سرمایه‌گذاران کوچک می‌شود. این طبقه‌بندی شرکت‌های کارگزاری خود منافع بسیاری را برای بورس تهران دربر دارد، و این‌گونه نیست که چون این کارگزاری‌ها عمده مردم را مخاطب قرار نمی‌دهند، به بازار سرمایه کشور کمک نکنند. تخصص این نوع کارگزاری‌ها شناخت نیازهای سرمایه‌گذاران نهادی است که از نظر افق سرمایه‌گذاری و ترکیب سبد سهام، کار آن‌ها با کار عمده مردم متفاوت است. این نوع سرمایه‌گذاران نهادی تک‌سهام خریداری می‌کنند، در حالی که سرمایه‌گذاران عادی عمدتاً سبد سهام خریداری می‌کنند و یا سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کنند که دارای ریسک کمتری است.

کارگزاران خرده‌فروش

در پاسخ به این سؤال که چه کسی عمده شهروندان ایرانی را در بازار سرمایه باید مخاطب قرار دهد و چه کسی مردم شهرهای مختلف کشور را باید در بازار سرمایه نمایندگی کند، پاسخی نداریم، مگر این که مشخصاً شبکه‌ای را تعریف کنیم که در حال حاضر وجود ندارد و آن شبکه می‌تواند عمده سرمایه‌گذاران ایرانی را مخاطب قرار دهد. دو الگو در دنیا قابل مشاهده است: الگویی هم‌چون کشور امریکا که در آن یک شرکت بزرگ کارگزاری و یا یک بانک سرمایه‌گذاری که شرکت کارگزاری دارد، هزاران شعبه در سراسر کشور افتتاح می‌کند و این شعبه‌ها هم‌چون شعبه بانک‌ها، به مردم محصولات مالی می‌فروشند. طراحی چنین نظام کارگزاری‌ای در ایران بسیار دشوار است، و بعید است که کارگزاران موجود بتوانند شبکه‌ای درحد چندهزار شعبه طراحی و تأسیس کنند.

روش دوم شایع در دنیا که در کشورهای اروپایی رایج‌تر است، استفاده از امکانات بانک‌های تجاری است. بانک‌های تجاری در اروپا غیر از محصولات بازار پول، محصولات بازار سرمایه نیز می‌فروشند. در ایران نیز می‌توانیم از همین الگو تبعیت کنیم. بانک‌ها و بیمه‌های کشور نزدیک به ۲۰ هزار شعبه دارند؛ برای هر شعبه مبالغ بسیار گزافی سرمایه‌گذاری شده است. مثلاً یک بانک تجاری ایرانی، حتی شعبه‌هایی در حد ۲۰ میلیارد تومان در شمال شهر تهران دارد. شبکه بانکی و بیمه کشور اگر فقط ۱۰ درصد از امکانات خود را در اختیار بازار سرمایه بگذارد، و مثلاً بتواند در ۲۰۰۰ شعبه در کنار محصولات بانکی، محصولات بازار سرمایه نیز به مردم بفروشد، مشکل عامه شهروندان از نظر دسترسی به بازار سرمایه حل می‌شود. بدین ترتیب، بانک‌های ایرانی نیز به مفهوم بانکداری همه‌جانبه^۱ نزدیک می‌شود. در این نوع بانکداری، واحد بانکی غیر از محصولات بانکی، محصولات بازار سرمایه نیز می‌فروشد؛ به علاوه، می‌تواند بیمه‌نامه‌های پایه نیز صادر کرده و به فروش رساند. بنابراین، شرکت‌های کارگزاری وابسته به بانک‌ها می‌توانند با افزایش سرمایه و استخدام کارشناسان لازم، محل استقرار آن‌ها را همان شعب بانک‌ها قرار دهند. بدین ترتیب، در هر شعبه بزرگ بانکی در هر کجای کشور، حداقل یک نفر مأمور خواهد شد که محصولات بازار سرمایه و بیمه‌نامه‌های پایه را به فروش رساند. این اقدام برای هر شعبه در عین حال با رسوب پول نیز همراه خواهد بود و به تعداد مشتریان شعبه می‌افزاید. این روش ارزان‌ترین شیوه توسعه شبکه خرده‌فروشی در بانک‌های کشور است. در صورتی که بانک‌های کشور مایل به ایجاد این امکانات نباشند، طبعاً می‌توان به سراغ مؤسساتی از قبیل پست‌بانک رفت. اما، امکان عرضه محصولات بازار در سطح پایین‌تر، مثلاً استفاده از شبکه‌های پخش مطبوعاتی یا گل‌فروشی‌ها بدین منظور وجود ندارد. بهترین انتخاب همانا آماده کردن شرکت‌های کارگزاری وابسته به بانک‌ها و بیمه‌ها برای عرضه محصولات بازار سرمایه است.

کارگزاران بازارگردان

بازارگردانی عبارت است از اقدامی که طی آن قیمت سهم به ارزش ذاتی نزدیک می‌شود و دامنه نوسان قیمت سهم محدود می‌شود. بنابراین، کارگزار متخصص یا کارگزار بازارگردان تلاش می‌کند که با در اختیار داشتن مقداری از سهم، نقش عمده‌فروش را برعهده گیرد، و با عرضه مناسب سهام و یا ارائه تقاضای مناسب برای سهم، ارزش سهم را به ارزش ذاتی نزدیک کند. بدین ترتیب، اصطلاحاً سهم دارای پدر و مادر می‌شود، و آن‌گونه نیست که قیمت با هر هیجانی در بازار متحول شود. صاحب یا پدر و مادر سهم تلاش خواهند کرد که نوسان در بازار متناسب با ارزش ذاتی سهم باشد؛ و قیمت سهم از نرخ بازده، فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، و توان بازدهی آن جدا نماند.

^۱ . universal banking

بنابراین، هر کارگزاری برای این که بازارگردان سهمی شود، نیازمند سرمایه است. مثلاً، در صورتی که شرکت کارگزاری بخواهد بازارگردان سهم سیمان فارس و خوزستان و یا یکی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری شود، نیازمند آن است که حداقل سرمایه‌ای معادل ۵ درصد ارزش سهام، یعنی مثلاً ۲۰۰ میلیارد تومان، داشته باشد. کارگزاری که بخواهند روی سهام کوچک‌تر بازارگردانی کنند، طبعاً نیاز به سرمایه آن‌چنان بزرگی ندارند. بدین ترتیب، می‌توان شرایطی را فرض کرد که در آن هر شرکت کارگزاری حداقل یک یا دو سهم را به‌طور دائمی حمایت کند، و بازارگردانی آن را برعهده گیرد. بازارگردانی سهام خود امری سودآور است، منوط بر آن که بازارگردان قواعد بازی را رعایت کند. یعنی، بازارگردان به‌طور دائمی می‌باید قیمت سهم را به سمت قیمت ذاتی هدایت کند؛ بازارگردان نمی‌تواند حتی برای یک لحظه از این واقعیت غفلت کند که بازار در مورد این سهم چه فکر می‌کند و گرایش کلی بازار به چه سمتی است. اگر این واقعیات را در نظر نگیرد، و خود بازارگردان بخواهد از این بازار کسب سود کند، گرفتاری‌های بسیاری پیش خواهد آمد. شکل‌گیری کارگزاران بازارگردان البته خود تحولی تازه در بازار سرمایه ایران خواهد بود. کارگزاران بازارگردان در عین حال می‌توانند کارگزاران عمده‌فروش باشند و در عین بازارگردانی روی یک یا دو سهم، چند مشتری عمده داشته باشند. این نقش تازه‌ای است که کارگزاران در بازار سرمایه برعهده می‌گیرند.

کارگزاران محلی

کارگزاران محلی گروه‌بندی خاصی نیستند، بلکه کارگزاران کوچکی مشابه با کارگزاری‌های هستند که در تهران ایجاد شده‌اند. این کارگزاران در کوتاه‌مدت فعالیت خود را در حوزه استانی مشخصی دنبال خواهند کرد، و به تدریج به یکی از سه کارگزار یاد شده در بالا بدل خواهند شد. پس، کارگزار محلی نمی‌تواند در تهران شعبه باز کند، مگر این که آن قدر بزرگ شود و به تعداد لازم شعبه بزند که در آن صورت افتتاح دفتر در تهران به یک ضرورت بدل شود.

کارگزاران محلی می‌توانند در استان‌های هم‌جوار خود نیز به افتتاح شعبه اقدام کنند، اما این به معنای آن نیست که اگر کارگزاری در استان قزوین یا مثلاً استان قم افتتاح شود، بتواند بلافاصله در تهران نیز شعبه بزند. هدف آن است که این کارگزاران بتوانند در کنار کارگزاران بزرگی که در استان‌ها شعبه می‌زنند، بخشی از نیازهای شهروندان ایرانی را در مورد بازار سرمایه تأمین کنند. این کارگزاران محلی باید بتوانند با آوردن مشتریانی جدید به بازار سرمایه، عمق لازم را به این بازار ببخشند، و شهروندان عادی دارای پس‌انداز را با این بازار آشنا کنند. امید است که در بلندمدت این کارگزاران خود به یکی از سه کارگزار یاد شده در بالا و یا به کارگزاران بزرگی که مجموعه این اقدامات را انجام می‌دهند، بدل شوند.

آنچه مهم است این است که نهاد کارگزاری از مدیرعامل یا نماینده یک و دو جدا می‌شود. معنای این امر آن است که مجوز به شرکت کارگزاری داده می‌شود، و اعطای مجوز به معنای آن است که شرکت می‌تواند

برای وصل شدن به کامپیوتر بورس از خدمات مدیران عامل و یا نمایندگان برخوردار شوند که امتحانات مربوطه را با موفقیت گذرانده‌اند. امتحانات نمایندگی یک و دو و یا مدیریت عامل در هر سال در چندین نوبت برگزار می‌شود، و کسانی که در این امتحانات موفق شوند در فهرست ذخیره‌ای قرار می‌گیرند که می‌توانند به تدریج و متناسب با نیاز در شرکت‌های کارگزاری قدیمی و یا شرکت‌های کارگزاری جدیدی که تأسیس می‌شوند به فعالیت ادامه دهند. مشاهده می‌شود که صرف پذیرش در امتحانات به هیچ‌وجه به معنای اعطای مجوز کارگزاری نیست. بلکه، هر شرکت قدیم یا جدید کارگزاری که مجوز کارگزاری دریافت می‌کند، ناچار است برای هریک از افرادی که به کامپیوتر بورس وصل می‌شوند، و یا معاملات بورس را انجام می‌دهند، از خدمات افراد پذیرفته شده در امتحانات برخوردار شود. این تحول جدید در بورس اوراق بهادار تهران است که مجوز به شرکت کارگزاری داده می‌شود و این شرکت‌های کارگزاری باید از خدمات کسانی برخوردار شوند که تخصص‌های لازم در حوزه انجام معاملات و بازار سرمایه را دارا می‌باشند.

مجوز کارگزاری براساس معیارهای زیر اعطا می‌شود: حجم سرمایه، سابقه مدیریت اعضای هیئت‌مدیره، و حسن شهرت و اخلاق اعضای هیئت‌مدیره. بنابراین، شرکت‌های کارگزاری تخصص‌های مشخصاً مالی را می‌توانند به خدمت بگیرند، و لزوماً نیازی به آن نیست که اعضای هیئت‌مدیره در امتحانات مربوطه شرکت کنند. هدف از این جدایی، اولاً آن است که شرکت‌های کارگزاری بزرگ‌تر با پشتوانه سرمایه قوی‌تر در بورس اوراق بهادار تهران فعال شوند، و ثانیاً آن که جوانانی که مشخصاً تحصیلات مالی دارند، در بورس اوراق بهادار تهران مشغول به کار شوند. آن چه اهمیت بسیار دارد حضور دانش‌پژوهان مالی است که بتوانند در بازار سرمایه کشور به تحلیل مالی بپردازند، سطح تحلیل این بازار را ارتقاء دهند، و امکان آن را فراهم کنند که قیمت‌ها به‌طور دائمی به ارزش ذاتی نزدیک باشند.

خدمات جدید شبکه کارگزاری

در اساسنامه موجود شرکت‌های کارگزاری خدماتی تعریف شده است که در حال حاضر مسکوت مانده‌اند، و به‌اجرا در نمی‌آیند. مثلاً، طبق اساسنامه جاری شرکت‌های کارگزاری می‌توانند مدیریت سبد سهام انجام دهند، و یا به تعهد پذیره‌نویسی سهام اقدام کنند. این‌ها از جمله خدمات تازه‌ای است که کارگزاری‌های بزرگ می‌توانند انجام دهند؛ کارگزاری‌هایی که از نظر مالکیت حتی می‌توانند به شکل سهامی عام فعالیت کنند، و در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شوند. نکته مهم آن است که اقدامات و فعالیت‌های این کارگزاران با تضاد منافع همراه نباشد و در هر مورد که فعالیتی صورت می‌گیرد، نوع فعالیت در بطن خود فاقد تضاد منافع باشد. بدین ترتیب، این امید می‌رود که شرکت‌های کارگزاری بزرگ با ارائه طیف وسیعی از خدمات بتوانند در بازار سرمایه به رقابت بپردازند و با ارائه خدمات جدید، درعین رفع نیازهای بازار، به درآمد کارگزاری خود نیز

بیفزایند. در آیین‌نامه جدید کارگزاری که در دست تدوین است، طیف گسترده وظایف و خدمات جدید شرکت‌های کارگزاری تعریف شده است.

شرکت‌های کارگزاری در حال حاضر عمدتاً کارگزار سهام‌اند و واسطه‌ای بین خریدار و فروشنده می‌باشند. با تنوع محصولات بورس اوراق بهادار تهران، این کارگزاران خواهند توانست طیف وسیع‌تری از محصولات بازار سرمایه را به مشتریان خود ارائه کنند. به علاوه، در حال حاضر کارگزاران بورس گاه‌به‌گاه به عنوان معرف سهام معرفی می‌شوند. در این موارد، این کارگزاران کمتر به کار کارشناسی می‌پردازند و صرفاً سهام جدید را معرفی می‌کنند. به بیان دیگر، در حال حاضر، کارگزار معرف معنای مشخص و تعریف‌شده‌ای ندارد، و به معنای پذیرش مسؤولیتی هم نیست. صرفاً کارگزار مشتری جدیدی را که درخواست پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران دارد، به سازمان بورس معرفی می‌کند. در حالی که می‌توان همین کارگزار را مسئول کرد تا در صورت معرفی مشتری جدید به بورس، تحلیل‌های لازم روی ساختار مالی و قدرت سوددهی شرکت را انجام دهد، و بابت خدماتی که ارائه می‌دهد، درآمدهایی نیز دریافت کند. به علاوه، این کارگزار می‌تواند تعهد پذیره‌نویسی نیز بنماید. معنای تعهد پذیره‌نویسی آن است که آن‌چه را که در شرایط پذیرش نوشته شده است، یعنی مثلاً این که سهامداران اصلی شرکت باید ۲۰ درصد سهام را واگذار نمایند، کارگزار معرف به اجرا درآورد. یعنی اگر بازار این آمادگی را پیدا نکرد که ۲۰ درصد سهام شرکت را خریداری کند، کارگزار تعهدکننده پذیره‌نویسی و یا کارگزار معرف این تعهد را انجام دهد و ۲۰ درصد سهام باقی‌مانده را خریداری نماید. البته، این خدمات نیز برای شرکت‌های کارگزاری متضمن سود خواهد بود.

وظیفه دیگری که شرکت‌های کارگزاری هم‌اکنون انجام نمی‌دهند، اما در اساسنامه‌های خود دارند، ارائه سبد سهام به مشتریان خود است. همان‌طور که گفته شد، یکی از مشکلات امروز بازار سرمایه کشور، آن است که شهروندان سرمایه‌گذار عادی با سبدهای سرمایه‌گذاری مناسب مواجه نمی‌باشند. شرکت‌های کارگزاری می‌توانند با رعایت موارد کارشناسی، اخذ مجوزهای لازم، و پرهیز از تضاد منافع، به ارائه این نوع محصولات اقدام کنند، و سبدهای سهام مناسب را طراحی و در اختیار سرمایه‌گذاران خرد و متوسط قرار دهند. البته، این اقدامی است که در حال حاضر نیز به‌طور غیررسمی توسط معدودی از کارگزاران صورت می‌گیرد، و باید به این فعالیت‌ها جنبه رسمی داد. به‌طور مشخص، این مسئله که سهام به نام چه کسی باشد و امین سهام چه‌گونه باید تعیین شود، در این نوع فعالیت باید به درستی تعریف شود. بدیهی است که مدیریت سبد سهام نیز برای شرکت کارگزاری متضمن کسب سود است، و فعالیتی است که می‌تواند در کنار سایر فعالیت‌ها، به تبدیل فعالیت کارگزاری به امری سودآور کمک کند.

اصلاح نظام نرخ‌ها نیز یکی از تلاش‌ها برای اصلاح ساختار شرکت‌های کارگزاری است. به نظر می‌رسد که طی سال‌های اخیر، به‌رغم افزایش حجم معاملات و بالا رفتن ارزش معاملاتی، سقف‌های تعیین‌شده برای

درآمد کارگزاران تا حد زیادی محدود باقی مانده است. این وضعیت، می‌باید به‌ناچار تغییر کند و ارقام درآمدی کارگزار با واقعیت معاملات منطبق شود.

اقدامات اجرایی برای افزایش شفافیت و نقدینگی در بازار سرمایه ایران (محور دوم)

سلامت بازار سرمایه در بلندمدت به‌نفع همه‌ی بازیگران آن و از جمله کارگزاران بورس است. در صورتی که نتوان بر شفافیت بازار افزود، توسعه‌ی بازار سرمایه امری ناممکن است. مردم باید به بازار سرمایه اطمینان داشته باشند تا پس‌اندازهای خود را به‌سمت این بازار سوق دهند. برای افزایش شفافیت بازار، هم قواعد بازار سرمایه باید روشن شود، هم گزارشگری شرکت‌ها باید با دقت بیشتری انجام شود، و هم ناظران بازار باید با تداوم و تمرکز بیشتری بازار را زیرنظر داشته باشند.

نمونه‌هایی از عدم شفافیت را در این‌جا می‌توان ذکر کرد: متأسفانه، بسیاری از شرکت‌هایی که تمام اطلاعات خود را آن‌گونه که در شرایط پذیرش پذیرفته‌اند، شفاف نمی‌کنند. کم نیستند شرکت‌هایی که در طول یک‌سال بیش از ۱۰ بار عایدی هر سهم (EPS) اعلام شده‌ی آن‌ها دست‌خوش تغییر می‌شود. دیده شده‌اند شرکت‌هایی که در روز مجمع EPS جدید اعلام می‌کنند. دیده شده‌اند مواردی که درآمدهایی با شفافیت اعلام نمی‌شود، و یا ارزش روز دارایی‌ها تا حد زیادی در صورت‌های مالی افشاء نشده باقی می‌ماند. برای دستیابی به بازاری کارآمد که در آن قیمت‌ها انعکاسی از ارزش ذاتی دارایی‌ها باشند، ضروری است که بازار به‌نحو روشن شفاف شود، اطلاعات بازار در اختیار همه‌ی بازیگران بازار سرمایه قرار گیرد، و مهم‌تر از همه، تحلیل‌گران کافی برای تحلیل اطلاعاتی که افشاء شده است در بازار موجود باشد.

اقدامات اجرایی

- اقدامات زیر تا پایان سال ۱۳۸۴ در راستای افزایش شفافیت بازار قابل پیش‌بینی است.
۱. تا پایان سال ۱۳۸۲، حجم بسیار زیادی از اطلاعات در سایت‌های چهارگانه‌ی بورس اوراق بهادار افشاء خواهد شد. به‌علاوه، غیر از اطلاعات خام، اطلاعات پردازش‌شده‌ای در مورد نرخ‌های بازار، ریسک، و موقعیت اقتصادی شرکت‌ها افشاء خواهد شد.
 ۲. تا پایان سال ۱۳۸۴، کلیه‌ی آمارهایی که در بورس‌های بزرگ دنیا به‌طور مرتب انتشار می‌یابد، در فرمت قابل قبول برای همه‌ی تحلیل‌گران، توسط بورس اوراق بهادار تهران منتشر خواهد شد.
 ۳. در جهت استاندارد کردن گزارش‌های دریافتی از شرکت‌ها، و محاسبه و انتشار نسبت‌های مالی مقایسه‌ای، با هماهنگی سازمان حسابرسی و حسابرسان معتمد بورس، اقدام لازم انجام خواهد شد.

۴. رابطه تنگاتنگی برای شفاف‌سازی با حساب‌برسان معتمد بورس برقرار خواهد شد، و تلاش خواهد شد که این حساب‌برسان به‌نوبه خود در قبال حساب‌ها مسئولیت بیشتری را پذیرا باشند، و هماهنگی‌های لازم برای هرچه بیشتر یک‌دست‌شدن حساب‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عمل آید.

۵. گزارش‌های تحلیلی بیشتری در مورد وضعیت بازار، وضعیت شرکت‌ها، نحوه گزارش‌دهی شرکت‌ها، و روشن‌شدن پاره‌ای از سیاست‌های آن‌ها از جمله سیاست تقسیم سود در بورس منتشر خواهد شد.

۶. رابطه تنگاتنگی با هیئت‌نظارت ایجاد خواهد شد که طی آن برای انجام اقدامات مشترک جهت افزایش شفافیت بازار، تلاش خواهد شد.

کلام آخر: تعیین قیمت‌های عادلانه بر مبنای نیروهای بازار (محور سوم)

یکی از مشکلات سال‌های گذشته کشور، تصمیم‌گیری در مورد قیمت‌ها در بازار پول براساس نیروهای غیر بازار بوده است. در این حوزه، تصمیمات بروکراتیک تعیین‌کننده قیمت بوده است: تخصیص منابع بانک‌ها و تعیین قیمت این منابع از طریق تصمیمات مجلس شورای اسلامی، دولت، و یا سایر مراجع اتخاذ شده است. بدین‌وسیله، نظام بانکی را از یکی از وظایف اصلی آن محروم کرده‌ایم: بانکداری جدید عملاً چیزی نیست مگر تخصیص بهینه منابع براساس نیاز بنگاه‌های اقتصادی. وقتی این تخصیص از طریق نیروهای بازار صورت نمی‌گیرد، افراد و مدیران ارشد دولتی و سیاست‌مداران به تعیین نرخ‌ها و تخصیص منابع می‌پردازند. نظریه و تجربه هر دو بیانگر آن است که این نوع تخصیص لزوماً بهینه نیست، و در بسیاری از موارد حتی بخشاً هم بهینه نیست.

چرا مثلاً بخش صنعت باید ۳۰ درصد منابع را بگیرد، و مثلاً بخش کشاورزی ۱۴ درصد؟ این نوع تصمیمات لزوماً منابع اعتباری را براساس نیازهای بازار تخصیص نداده است. چنین است که در همه زمینه‌ها، امکان رانت و رانت‌جویی پیدا می‌شود، و هم سوء تخصیص در اقتصاد شکل می‌گیرد. یعنی، افراد به‌جای نیروهای بازار تصمیم می‌گیرند که چه‌گونه منابع را تخصیص دهند؛ این تخصیص را در چه حوزه‌هایی اعمال کنند؛ و بنابراین، نرخ بازده شرکت‌ها را در تخصیص منابع در نظر نگیرند. این‌گونه است که تخصیص منابع به ابزار سیاسی بدل می‌شود، و مقامات محلی و مدیران ارشد کشور احتمالاً می‌کوشند که از این تخصیص به‌نفع اهدافی بهره‌گیرند که لزوماً اقتصادی نیست. برای مقابله با این وضعیت، ناچاریم که به‌طور دائمی قیمت‌گذاری را به نیروهای بازار واگذار کنیم. هرچند که نیروهای بازار با گسست‌وشکست نیز همراه است، اما بازار به‌رغم همه عیب‌هایی که دارد، از هر ناظر عادلانه منابع را بهتر توزیع می‌کند. این‌گونه است که در تعیین قیمت‌های بازار می‌باید به سمت آزادسازی و اعمال نیروهای بازار حرکت کرد.

!

!
!
!
!
!
!