

گل به خودی نرسیم



سیدرضا علوی
مدیرعامل کارگزاری بانک توسعه صادرات

این روزها یکی از دغدغه های فکری مردم ، سرمایه گذاری منابع خرد و کلانی است که در این سالها به دلیل حجم بالای نقدینگی در جامعه موج می زند. اگر حداقل اطلاعاتی از اقتصاد داشته باشید، مراجعان زیادی دارید از کسانی که حداقل خواسته هایشان حفظ ارزش پول در برابر تورم افسار گسیخته و در مرحله بعد کسب سود بالا با کمترین ریسک ممکن است.

از سوی دیگر ، پیشتازی بازار سرمایه در رقابت با بازارهای موازی نظیر مسکن ، طلا و ارز ، بازار پول و ... در ماههای اخیر و تبلیغات گسترده در پی افزایش شاخص ها ، سبب هجوم بخش زیادی از نقدینگی سرگردان به سوی این بازار شده است. با توجه به این شرایط ، بسیاری از کارشناسان رشد قیمت سهام را نتیجه سیل هجوم سرمایه می بینند و مرتباً هشدار بر حسابی شدن بازار و قیمت سهام می دهند که این احساس مسئولیت قابل تحسین است ، اما با توجه به اینکه مولفه های زیادی بر رفتار سهامداران اثرگذار است ، به کاربردن واژه "حباب" در این شرایط که بازار بیش از هر چیز اعتماد سرمایه گذاران را می طلبد ، نوعی گل به خودی است. بدون شک قیمت های کنونی برای بسیاری از سهام با وضعیت موجود هماهنگی ندارد ، ولی یادمان نرود که سرمایه گذاران اوراق بهادار همیشه نگاه به آینده و افق پیش رو دارند و اساساً این دید از آینده است که در بازار نسبت های پی بر ای گوناگون را می سازد؛ بنابراین با توجه به خوش بینی سهامداران از آینده وضعیت اقتصادی ، همچنین وجود طرح های توسعه در شرکت های بزرگ بورس و اقبال به تولید داخلی پس از افزایش نرخ ارز در سال های اخیر ، نمی توان قیمت های کنونی را حبابی دانست ، مگر آنکه مولفه های اساسی که بازار بر اساس آن افق آینده خود را ترسیم کرده ، موجب تغییرات اساسی شود.

نکته مهم دیگر اینکه پارامترهایی که در سالیان اخیر رشد جهشی بازار سرمایه و رکوردشکنی های پیاپی شاخص را دربرداشته مانند افزایش نرخ ارز و یا تورم کالایی و انتظاری لجام گسیخته و یا خوش بینی های مضاعف همراه با هیجانات ، در نقشه جدید ترسیم شده از آینده اقتصاد نقش کم رنگ تری خواهند داشت و در برخی موارد شاید جای خود را به رکود ناشی از انتظار کاهش قیمت ها بسپارند ، بنابراین انتخاب یک استراتژی صحیح برای سرمایه گذاری در آینده بسیار پیچیده تر از شرایط کنونی خواهد بود و کسب بازده معقول ، قطعاً نیاز به تحلیل و بررسی های دقیق تر و عملی تری خواهد داشت. در این شرایط است که سرمایه گذاران می توانند با استفاده از ابزارهای نوین مالی نظیر صندوق های سرمایه گذاری ، سبدگردانی ، اختیار معامله و معاملات آتی سهام (به زودی) و ... که خوشبختانه در سال های اخیر در بازار سرمایه کشورمان گسترش یافته از بهبود شرایط اقتصادی در جهت حفظ ارزش پول خود و کسب سود معقول همراه با کاهش ریسک سرمایه گذاری در این بازار پرخطر نهایت استفاده را ببرند. قطعاً در سایه مدیریت دولت تدبیر و امید و نگاه ویژه دولت به بورس به عنوان ابزار سرمایه گذاری واقعی در مقابل بازارهای سفته بازی ، در ماه های آینده شاهد رشد معقول و ملایم در شاخص های اقتصادی و به تبع آن شاخص های بازار سرمایه خواهیم بود.

مروری بر ظرفیت بازار سرمایه برای تأمین مالی بنگاه ها از طریق انتشار صکوک



مجید پیرو
کارشناس مالی اسلامی سازمان بورس
و اوراق بهادار

نخستین اوراق اجاره در بازار سرمایه برای تأمین مالی شرکت هواپیمایی ماهان در اسفند سال ۱۳۸۹ منتشر شد. بعد از نخستین تجربه انتشار، ارکان مختلف بازار سرمایه شامل شورای عالی بورس، سازمان بورس، شرکت بورس، شرکت سپرده گذاری، شرکت های تأمین سرمایه و ... تلاش های منسجم و هماهنگی را برای افزایش نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه ها انجام دادند. این تلاش ها با یک نفع دوطرفه هم همراه بود. هم بازار سرمایه از این فرایند راضی بود و هم بنگاه های اقتصادی از داشتن نظام تأمین مالی تازه ای با شرایطی مناسب خوشحال می شدند.

در این میان باید توجه داشت نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه های اقتصادی حائز اهمیت است. نظام مالی در ایران از سه رکن بازار پول، بازار سرمایه و بیمه تشکیل شده است و این ارکان تحت نظارت وزارت اقتصاد و امور دارایی سال هاست که به ایفای نقش می پردازند. هر کدام از این نظام ها به موجب قوانین مندرج در قانون اساسی کشور ملزم هستند به اصول و خطوط قرمز فقهی و شرعی پایبند باشند و تبعیت از دیدگاه های شورای محترم نگهبان این نوید را می دهد



و تحول و ارتقا و بهبود مقاومت کمتری به خرج دهد. از این روی در این بازار با سهولت بیشتری می توان از روش های نوین تر تأمین مالی در حوزه های مثل رتبه بندی اعتباری، سنجش ریسک مشتریان، فراهم کردن سبد متنوعی از خدمات مالی و روش های تأمین مالی تخصصی بهره جست. بنابراین، هر کدام از نظام های پولی و مالی در کشور عزیزمان ایران اسلامی با مزیت ها و محدودیت هایی مواجه هستند و در نتیجه، بنگاه هایی که قصد تأمین مالی از طریق نظام پول و یا سرمایه در کشور را دارند باید شرایط مختلف را بسنجند.

علاوه بر این نکات، باید به مسئله هزینه تأمین مالی نیز توجه کرد. برای بنگاه های اقتصادی، صکوک ابزار بسیار جالبی برای تأمین مالی محسوب می شود؛ چرا که از یک طرف ریسک از دست دادن دارایی را تعدیل کرده است و از طرف دیگر سرمایه گذاران نسبت به دریافت نرخ سود معینی به اطمینان خاطر دست یافته اند. علاوه بر این ها، نظر مثبت کمیته فقهی ابعاد شرعی موضوع را تا حدود زیادی روشن کرده و تکلیف مشخص شده است. حال با این شرایط، به نظر می رسد باید سراغ مسئله نرخ و هزینه تأمین مالی برویم. آیا صکوک در مقایسه با نظام تسهیلات بانکی می تواند در بحث هزینه های تأمین مالی رقابت کند؟

در پاسخ به این پرسش باید به موفقیت های صکوک در جلب توجه سرمایه گذاران و بنگاه های اقتصادی توجه کرد. سرعت بالای رشد صکوک در ابتدای امر این نکته را روشن می کند که بنگاه ها به سمت این ابزار گرایش نشان داده اند. اما باید به موضوعات به صورت کلان تری نگریم. در کل سیستم، ارکان بازار سرمایه و بازار پول در رقابت با یکدیگر هستند و هر کدام سعی می کنند نقش خود را در تأمین مالی بهتر از دیگری ایفا کنند. حال در این میان نقش چه نهادی جلب توجه می کند؟ نهادهای بالادستی؛ مثل شورای عالی پول و اعتبار، شورای عالی بورس و از این ها بالاتر وزارت اقتصاد و امور دارایی.

به اعتقاد نگارنده برای توفیق ابزارهای مالی اسلامی در کشور باید نهادهای بالادستی استراتژی راهبردی نظام مالی را مشخص کنند و شرایطی را فراهم آورند که بنگاه های اقتصادی بتوانند در یک شرایط رقابتی، گزینه های مناسبی را برای تأمین مالی فراروی خود بیابند و مشخص است در این شرایط است که صکوک می تواند عرض اندام کند و شایستگی خود را برای تأمین مالی به عنوان یک ابزار مالی - اسلامی نشان دهد.

دریافت کند. نرخ گذاری این اوراق هم در شرایطی انجام می گیرد که با ضوابط شورای عالی پول و اعتبار منافات نداشته باشد؛ بنابراین، شاید بتوان ادعا کرد که زیرساخت های لازم برای افزایش نقش بازار سرمایه در جلب توجه سرمایه گذاران برای تأمین مالی فعالیت های کسب و کار تا حدود زیادی فراهم شده است. ساختار انتشار صکوک اجاره در ایران با بسیاری از استانداردهای بین المللی در حوزه مالی اسلامی هماهنگ است و این یکسان بودن ساختارها به نوبه خود رونق این بازار را می دهد. اما از طرف دیگر، در این دو سه سال اخیر شاهد آن بودیم که نظام بانکداری در کشور ما دستخوش تغییرات مهمی شد. نرخ گذاری برای سود سپرده ها و تسهیلات یکی از مولفه های اصلی این تغییرات محسوب می شود. این حوزه نرخ گذاری، بر ابزارهای بازار سرمایه نیز تأثیر داشت و به نوعی حالت رقابتی بین این دو رکن ایجاد می کرد. در این شرایط هم بازار پول و هم بازار سرمایه مأمّن مناسبی برای رفع نیازهای تأمین مالی بنگاه های اقتصادی محسوب می شدند.

اما در این میان نکته ای که باید در محاسبات وارد کرد موقعیت توسعه و گسترش سیستم بانکی در نقاط مختلف کشور است. این نکته برای این سیستم این امکان را فراهم می آورد تا با مردم و سرمایه های خرد افراد در نقاط مختلف کشور سروکار داشته باشد و بتواند برای آن برنامه ریزی کند. نکته ای که شاید مجموعه بازار سرمایه نتواند از این راه به توفیق نسبی دست آید.

اما از طرف دیگر، بدنه بازار سرمایه بدنه جوانتری نسبت به نظام بانکداری در اختیار دارد و این بدنه کارشناسی جوان تر باعث می شود در برابر توسعه

که بتوان به این مهم نزدیک شد. قانون عملیات بانکداری بدون ربا که از نظر فقهی شورای نگهبان گذشته است و همچنین قانون بازار اوراق بهادار و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، همگی سعی کرده اند ضوابط شریعت اسلام در حوزه معاملات را مراعات کنند.

علاوه بر نقش قانونی قانون گذار در نشان دادن مسیر راه که از طریق وضع قوانین بنیادین مثل دو قانون اشاره شده صورت می گیرد، مجموعه بازار سرمایه سعی کرده است از ظرفیت های کمیته تخصصی فقهی نیز برای نیل به این مهم بهره گیرد. به موجب مصوبه شورای عالی بورس و اوراق بهادار، اجرای قوانین و پیاده سازی ابزارهای نوین در بازار سرمایه نیازمند تأیید و تصویب کمیته هستند و به همین خاطر از بدو تاسیس این کمیته در سال ۱۳۸۶ تاکنون، بدنه نظام بازار سرمایه در موضوعات مختلف نظر کمیته فقهی را جویا شده است. این کمیته نیز در مورد برخی از موضوعات نظر مثبتی داشته است و در مورد برخی نظری منفی و در مورد برخی دیدگاه اصلاحی داشته است. صکوک از جمله ابزارهایی است که توانسته است نظر مثبت این کمیته را جلب کند.

اوراق اجاره طبق الگوی طراحی شده در ایران می تواند برای یک ابزار تأمین مالی مناسب که با موازین شریعت نیز تضادی ندارد مطرح باشد. الگویی که در ایران برای انتشار اوراق اجاره مدنظر بوده است اوراق اجاره تأمین نقدینگی است که در آن یک شرکت (بانی) بعد از احراز شرایط و صلاحیت هایی، می تواند دارایی معینی را از طریق بازار سرمایه به سرمایه گذاران بفروشد و سپس همان دارایی را در قالب عقد اجاره به شرط تملیک