



دکتر کیارش مهران

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

## راهکار های تعادل بخشی به بازار سرمایه ایران

(دیدگاههای بلندمدت)

دکتر کیارش مهران

استادیار و مدرس علوم مالی

تاریخ: ۱۵ تیر ۱۴۰۱

شاخص کل بازار سهام بعد از رسیدن به سقف تاریخی خود نزدیک به دو میلیون واحد، کاهش شدیدی را تجربه کرد که اولین تجربه آن در مرداد سال ۱۳۹۹ اتفاق افتاد و بعد از انتخابات ریاست جمهوری و تا کف نزدیک به یک میلیون و دویست هزار واحد در مرداد ۱۴۰۰ رسید و هر قدر که شرایط بازار تغییر کرده است همواره تاکنون نتوانسته است که بازده لازم را متناسب با بازارهای جایگزین داشته باشد و همانطور که می بینیم از سقف یک میلیون و ششصد و بیست هزار واحد فراتر نرفته است.

دولت با اتخاذ برخی از سیاست های جدیدی که سازمان مدیریت برنامه ریزی و بعضی از دستگاه های اجرایی پیشنهاد داده بودند و به اعتقاد من خواسته یا ناخواسته به نوعی سرکوب مالی تلقی می شد بازار سهام و سرمایه گذاران را با نگرانی های جدی نسبت به نوع نگاه خود مواجه نمودند، منتها بخش اقتصادی دولت که شامل وزیر محترم اقتصاد و ریاست محترم سازمان بورس بود چون در صف مقدم بازار سرمایه و در مقام دفاع از حقوق اقلیت سهام شرکت های صنعتی بزرگ کشور هستند این نگرانی ها را در کاهش شدید شاخص کل که تا سطح یک میلیون و ۲۰۰ هزار واحد تقلیل گردید مشاهده نمودند و تمام تلاش خود را برای جلوگیری از این نوع سیاست ها که محیط سرمایه گذاری را ناامن می کند خرج کرده و با کش و قوس های فراوان تا سطح بالا ترین مقامات کشور توانستند بودجه کشور را که مبتنی بر سیاست های سرکوبگرانه مالی از جمله افزایش شدید نرخ خوراک برای پتروشیمی



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

## سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

<http://kmehrani.ir>

ها و صنایع معدنی و از طرف دیگر افزایش نامتعارف حقوق و عوارض دولتی بود اصلاح کنند که البته فرآیند این اصلاح و راه و روش آن به شدت مورد انتقاد بازیگران نظام اقتصادی قرار گرفت و متعاقباً تردیدهایی را در عدم اصلاح این سیاستها می بینیم.



به هر ترتیب این واقعه منتج به تشکیل جلساتی در بهمن ماه ۱۴۰۰ گردید تا شرکتهای بزرگ که بر شاخص کل اثر چشمگیری دارند و از ۵ بند معروف اصلاحی بازار سرمایه معاون اول رییس جمهور محترم نیز متأثر بوده اند در قالب هم اندیشی های روزانه در ساختمان شیشه ای سعادت آباد (شرکت بورس تهران) با حضور دست اندرکاران بازار سرمایه و برخی از مدیران عامل و معاونین و تصمیم گیرندگان محیط سرمایه گذاری گردید. نکته جالب این بود که در ابتدای حضور در جلسات، فضایی از ابهام، نااطمینانی و بی ثباتی در ذهن همه دست اندرکاران متبلور بود و تقریباً جملگی گروههای حاضر در جلسه نسبت به چند مسئله از دست اندرکاران بورس ایران دیدگاههای دولت جدید را خواستار شدند.

اولین موضوعی که طرح شد رویدادهایی بود که در گذشته فضایی از بی اعتمادی و بی اعتقادی را میان سهامداران حقیقی ایجاد نموده که ضررهای سنگینی با ورود به بازار سهام و عدم خروج از بازار سرمایه داشته اند. احتمالاً این بی اعتقادی دوره طولانی مدتی را سپری خواهد کرد و باید دست اندرکاران بازار اعتماد را به بازار سرمایه به هر نحو ممکن باز گردانند. هر چند باز گرداندن اعتماد به بازار سرمایه کار سهل و آسانی نیست اما دولت می تواند با اطمینان بخشی و ایجاد ثبات در متغیرهای اقتصادی و تثبیت قوانین و آیین نامه ها و دستورالعمل ها و جلوگیری از تصمیمات بخشی قدم اول را بردارد.



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

موضوع بعدی به شیوه مدیریت بازار و جلوگیری از اقدامات تصنعی و قیمت گذاری دستوری بر میگردد. یکی از آفت های اقتصاد کشور که بازار سرمایه را به التهاب بالایی کشانده است قیمت های دستوری با هدف جلوگیری از تورم بود که نه تنها این سیاست منتج به فروکش کردن التهاب تورم و ثبات اقتصادی نگردید از طرفی قشر آسیب پذیر را با کاهش قدرت خرید و خسران مواجه نمود و از سوی دیگر شرکت هایی که تحت فشار قیمت گذاری دستوری رفته اند نیز آسیب دیدند. نه تنها این روش قیمت گذاری سودی برای اقتصاد و دولت فراهم نکرد بلکه باعث سردرگمی سرمایه گذاران و تردید در سرمایه گذاری برای خلق یک محیط پویا و شکوفایی اقتصادی بلندمدت شد.

بازار سهام علیرغم اینکه یک بازار بلندمدت است و نگاه سرمایه گذار باید به افق دورتر باشد لکن بازیگران آن که اشخاص حقیقی و حقوقی هستند کمتر با این دیدگاه به پدیده های سرمایه گذاری توجه میکنند. نمونه ای از این نزدیک بینی را میتوان در نگرش سهامداران به تقسیم سود دید. در شرایط فعلی به شرکتهایی که سود نقدی بالاتری توزیع میکنند ارزش بیشتری داده میشود. البته در یک اقتصاد تورمی که شرکتها تحت تحریم هستند سفسطه پرنده در دست (یا همان نظریه سیلی نقد به از حلوی نسیه) شاید حاکم باشد ولی چون بازدهی سهام در ادوار گذشته همواره از سایر دارایی ها بیشتر بوده است جای آن دارد تا نسبت به مقوله سرمایه گذاری دقت نظر بیشتری شود. اگر بخواهیم که بازار سرمایه در خلا سرمایه گذاران و منابع مالی بین المللی رشد قابل توجهی داشته باشد چاره ای بجز انباشت سود در قالب افزایش سرمایه شرکتها نخواهد ماند. البته بسیاری از تحلیل گران به درست به این سیاست نقد جدی دارند و صد البته در ظاهر امر این تحلیل ها صحت نیز دارد اما باید یادآور شویم که محیط سرمایه گذاری در نبود یک نظام باز تامین مالی بین الملل و مشکلات جیره بندی مالی چاره ای جز این سیاست تقسیم سود و انباشت سرمایه ندارد.

از منظر دیگر میتوان به مقوله اقتصادسیاسی بازار سرمایه نگریم. در اقتصاد کلان، مدل اسلحه در مقابل کره (یا همان روغن خوراکی)<sup>۱</sup> نمونه ای از یک مرز احتمال- تولید ساده است. این مدل رابطه بین سرمایه گذاری یک کشور در صنایع دفاعی و کالاهای غیرنظامی را نشان می دهد. مدل "اسلحه یا کره" به طور کلی یک موضوع

- ' the guns versus butter model



دکتر کیارش مهران

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

ساده سازی شده از هزینه های ملی به عنوان بخشی از تولید ناخالص داخلی است. این مدل مقایسه ای برای انتخاب بین هزینه های دفاعی و غیر نظامی در اقتصادهای پیچیده تر بطوری که ملتها باید تصمیم بگیرند که کدام سطح تعادل بین اسلحه در مقابل کره را به بهترین وجه نیازهای آن برآورده کنند و انتخاب آنها تا حدی تحت تأثیر هزینه های نظامی و موضع نظامی مخالفان بالقوه قرار خواهد گرفت. پر واضح است که سیاستمداران امروزی این سیاست را در مذاکرات هسته ای پیش گرفته اند که تا کنون نتایج آن نیز به بازار سرمایه منعکس شده است. طبیعتاً سیاستگذاران باید دامنه بهینه ای از اقتصادی بودن مدل اسلحه در برابر کره را انتخاب کنند که پیش بینی میشود تیم مذاکره با ملاحظات محیطی در حال دستیابی به یک توافق نسبی اما غیر پایدار است. مصادف شدن مذاکرات هسته ای با افزایش قیمت جهانی نفت به دلیل تنش و جنگ بین روسیه و اوکراین، حصول نتایج بهتری را برای دستگاه دیپلماسی به ارمغان آورده که امیدواریم این فرصت را بهترین چانه زنی تبدیل به توافقی مناسب و بلندمدت نمایند.

اگر بازار سهام را شبیه به یک موجود زنده ای در نظر بگیریم، این موجود زنده برای رشد خود نیاز به تغذیه مناسب دارد بنابراین فاکتورهایی که باعث می شود این تغذیه بهتر شکل بگیرد و این موجود زنده به رشد ارگانیک خود ادامه دهد را می توان با استفاده از برخی آزمون های رایج بازار سرمایه مانند استفاده از نسبت های مقایسه ای تجزیه و تحلیل کرد. در واقع می توان با برخی از برآوردهای بسیار ساده و در شرایط کاملاً استاتیک و صرف نظر از لحاظ بسیاری از متغیرهای پیچیده ای که می تواند به ازدحام ارزش یابی بیانجامد کار را با یک مدل بسیار ساده و منطقی انجام داد. معمولاً فاکتورهای تغذیه بازار سرمایه شامل عواملی مانند رشد درآمد، رشد سودآوری، بهبود حاشیه سود و میزان دستیابی به بازده مورد انتظار سهام و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، تقسیم سود می باشد که با استفاده از این فاکتورها می توان روند رشد بازار را برآورد نمود. اگر بخواهیم تحلیل واقع بینانه ای از شرایط بازار داشته باشیم بنابراین نسبت پی به ای بازار باید در دامنه ای بین ۶ تا ۸ واحد قرار داشته باشد. محاسبات من نشان می دهد که pe انتظاری حدوداً در حول و حوش رقم هفت باید باشد و امروز نیز pe بازار در دامنه برآوردی است. با توجه به تجارب گذشته انتظار می رود شرکت هایی که پی به ای مناسبی ندارند جای خود را به شرکت هایی که پی به ای واقعاً مناسبی دارند بدهند اما در تعادل بازار تأثیری نخواهد داشت و صرفاً جابجایی ارزش در بازار سرمایه اتفاق خواهد افتاد. از طرف دیگر معتقدم که اگر دولت انگیزه لازم برای توسعه بازار سرمایه را داشته باشد باید امکانات و ابزارهای مدیریت توسعه بازار سرمایه را فراهم کند. هر چند این ابزارها دور



دکتر کیارش مهران

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

از دسترس ایشان نیست اما به توجه به محیط حکمرانی بازار سرمایه، امکان حرکت به سمت بازاری با کارایی متوسط با چالشهای جدی برای سیاستگذار همراه است.

محققان عوامل متعددی را در توسعه بازار سرمایه شناسایی کرده اند که باعث تنوع در اندازه و عملکرد بازار سرمایه در کشورهای توسعه یافته و در حال گذار شده است. این محرکها را می توان به طور کلی به دو گروه دسته بندی کرد: آنهایی که بخشی از یک محیط کلان و بعنوان توانمند سازها هستند. گروه دوم، آنهایی که مستقیماً با عملکردهای خاص بازار سرمایه مرتبط هستند. ثبات اقتصاد کلان، احترام گسترده به استقلال بازار، سیستم های حقوقی و قضایی منصفانه و کارآمد، و یک سیستم نظارتی مؤثر و کارآمد عواملی هستند که شرایط مساعد برای ابزارهای مالی را ایجاد می کنند و توسعه بازار مالی را ممکن می سازند. سایر محرکها بیشتر بر تسهیل روابط بازار سرمایه و عملکرد مناسب معاملات اوراق بهادار متمرکز هستند. این عوامل شامل دسترسی آسان به اطلاعات با کیفیت بالا، تنوع در پایگاه سرمایه گذاران، باز بودن ورود و خروج سرمایه گذاران بین المللی، اکوسیستم بازار کارآمد برای معاملات، پوشش ریسک و تامین مالی اوراق بهادار، و زیرساخت های قوی بازار می باشد.

۱. **عملکرد بازار سرمایه** جنبه های بسیاری دارد و نمی توان آن را در یک آمار ساده صرف خلاصه کرد. برای توسعه بازار حداقل چهار فاکتور مشخص وجود دارد. **فاکتور اول** اندازه بازار نسبت به تولید ناخالص داخلی است که ظرفیت حمایت از نیازهای سرمایه گذاری بخش واقعی را اندازه گیری می کند. **فاکتور دوم**، دسترسی به بازار و گستره ناشرانی است که نیازهای مالی خود را در بازار سرمایه برآورده می کنند. این فاکتور، ابزارهای متنوعی که ریسکها را در میان فعالان بازار منتقل می کند هدف قرار میدهد. **فاکتور سوم نقدشوندگی** یا سهولتی را که ارزش های تعیین شده برای اوراق بهادار می تواند توسط سرمایه گذاران با لحاظ برخی از هزینه های معاملات محقق شود، اندازه گیری می کند. در نهایت، **فاکتور آخر تاب آوری** یا همان انعطاف پذیری و توانایی بازار سرمایه برای انجام وظایف در دوره های استرس است. یعنی توانایی بازار سرمایه را برای واکنش به بحرانهای بخصوص در مواقع فشار بازار سرمایه نشان می دهد.



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

## سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

<http://kmehrani.ir>

کارنامه بازار سرمایه در سال ۱۴۰۰

اطلاعات صورت‌های مالی			
نوع	بورس	فرا بورس	بورس ایران
جمع دارایی‌ها	۵۵,۳۷۶.۹۶ T	۵,۶۵۳.۷۹ T	۶۱,۰۳۰.۷۶ T
جمع بدهی‌ها	۴۰,۲۷۷.۸۳ T	۳,۶۱۴.۰۱ T	۴۳,۸۹۱.۸۴ T
جمع حقوق صاحبان سهام	۱۵,۰۸۹.۹۴ T	۲,۰۳۹.۶۶ T	۱۷,۱۲۹.۶۰ T
سود انباشته	۵,۴۷۹.۶۵ T	۱,۰۰۵.۸۵ T	۶,۴۸۵.۵۰ T
جمع درآمدها (ttm)	۲۲,۴۳۴.۰۴ T	۴,۰۴۳.۶۳ T	۲۶,۴۷۷.۶۷ T
سود خالص (ttm)	۶,۳۰۸.۴۷ T	۹۷۳.۴۳ T	۷,۲۸۱.۹۰ T
جمع درآمدها (mrq)	۵,۵۴۴.۶۰ T	۱,۰۴۷.۳۵ T	۶,۵۹۱.۹۵ T
سود خالص (mrq)	۱,۹۴۷.۲۴ T	۲۱۰.۱۵ T	۲,۱۵۷.۳۹ T

منبع: [www.bourseview.com](http://www.bourseview.com) تیرماه ۱۴۰۱

نسبت مالی			
نسبت	بورس	فرا بورس	بورس ایران
P/E (ttm) قیمت به سود محقق شده	۸.۲۳	۱۰.۰۷	۸.۴۹
P/S (ttm) قیمت به فروش	۲.۵۱	۲.۶۲	۲.۵۳
P/B قیمت به ارزش دفتری	۳.۶۷	۵.۱۴	۳.۸۴
P/D نسبت قیمت به سود نقدی	۱۵.۶۵	۱۲.۹۳	۱۵.۱۳
ROA بازده دارایی‌ها	۰.۱۴	۰.۲۰	۰.۱۵
ROE بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۵۸	۰.۵۳	۰.۵۷
Payout Ratio درصد پرداخت سود	۰.۵۷	۰.۷۴	۰.۶۰
EV/EBIT ارزش شرکت به سود قبل از بهره و مالیات	۸.۲۶	۸.۶۴	۸.۳۲

منبع: [www.bourseview.com](http://www.bourseview.com) تیرماه ۱۴۰۱



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

## سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

<http://kmehrani.ir>

کارنامه اقتصاد کشور و پیش بینی های بانک جهانی

۲۰۲۴-۲۵	۲۰۲۳-۲۴	۲۰۲۲-۲۳	۲۰۲۱-۲۲	
۸۵ میلیون نفر				جمعیت
۲۴۹.۷ میلیارد دلار				تولید ناخالص داخلی
۲۹۳۶.۳ دلار				سرانه تولید ناخالص داخلی
۲.۳	۲.۷	۳.۷	۴.۱	رشد اقتصادی
۱.۹	۲.۳	۲.۹	۳.۴	رشد مصرف خصوصی
۲.۹	۳.۴	۳.۹	۳.۹	رشد مخارج دولت
۳.۴	۳.۴	۵.۳	۴.۴-	رشد سرمایه گذاری (ناخالص)
۴.۵	۵.۶	۸.۷	۸.۹	رشد صادرات
۳.۱	۳.۹	۵.۱	۲۲.۸	رشد واردات
۳۲.۱	۳۴.۸	۳۷.۶	۴۰.۷	تورم

منبع: بانک جهانی، گزارش آوریل ۲۰۲۲

۶۱۸۰ میلیارد تومان	کل ارزش بازار سرمایه-TMC (ریالی)
۲۴۷ میلیارد دلار	ارزش بازار سرمایه-TMC (دلاری)
۲۴۹.۷ میلیارد دلار	تولید ناخالص داخلی-GDP (دلاری)
٪۹۸.۹۱	TMC/GDP

بانک جهانی داده هایی را در مورد ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی جهان منتشر می کند که در سال ۲۰۱۸ حدود ۹۲ درصد بود. این نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی را تحت تأثیر روندهای عرضه اولیه (IPO) و درصد شرکت هایی است که به صورت عمومی عرضه می شوند را در مقایسه با شرکتهای خصوصی مقایسه میکند. باید پذیرفت که نمی توان از این نسبت برای مقایسه مستقیم سطوح ارزش گذاری کشورهای مختلف استفاده کرد. مشخصاً برخی از کشورها با داشتن بخش بیشتری از شرکت های سهامی عام اقتصاد عمومی تری دارند، در حالی که برخی از آنها دارای بخش بیشتری از شرکت های خصوصی یا دولتی هستند..

## ۲. ساختار اقتصادی بازار سرمایه: تغییر در ساختار اقتصادی کشور لازم است بخصوص که تورم بالا، نرخ

بهره فزاینده و سایر شاخصهای اقتصادی کشور نشان میدهد که ساختار اقتصادی کشور مناسب نیست. انتخاب یک مدل اقتصادی بلندمدت و بهینه برای مدیریت دارایی و سرمایه گذاری ها و حرکت به سمت نظام اقتصادی غیر دولتی (کوچک سازی دولت و کاهش کسری بودجه کشور ازین طریق



دکتر کیارش مهران

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

بعنوان یک سیاست مالی انبساطی در مقابل مالیات ستانی) با رعایت اقتصاد اسلامی و مبانی ایدئولوژیک نظام جمهوری اسلامی لازم است.

۳. کارایی بازار سرمایه: بازار سرمایه کارآمد ضروری ترین مؤلفه اقتصاد بازار و رقابت منصفانه است. بازار سرمایه باید تلاش کند زمین بازی را برای انواع مختلف سرمایه گذاران با هر نوع نگرش و طبقه اجتماعی هموار کند. این بدان معنا نیست که مدیران حرفه ای پول و سرمایه گذاران بزرگ از مزایا و امتیازات خاصی برخوردار شوند بلکه تنها یک بازار سرمایه دارای اقتصاد بازار و رقابت منصفانه، شانس بیشتری را برای افراد عادی برای کسب سود بهتر ارائه می دهد. ایجاد امنیت سرمایه گذاری لازمه ثبات بازار مالی است و برای ثبات مالی نیاز به برنامه ای بلندمدت با هارمونی همه اجزای سیستم اقتصادی لازم است. در واقع اگر سرمایه های مردم بجای بازار غیر مولد (مثل مسکن، طلا، ارز و خودرو) به بازار سرمایه هدایت شود از بحران قریب الوقوع تورم فزاینده کاسته خواهد شد. در حال حاضر با توجه به تصمیمات شورای عالی کار، کشور با یک مارپیچ تورمی قیمت- دستمزد مواجه گردیده است. اینها علائم بحران هستند. پیشگیری از یک بحران بسیار بهتر از مقابله با پیامدهای آن است، به خصوص زمانی که بحران بعدی می تواند فاجعه بارتر باشد. از طرفی قیمتگذاری انرژی و قطع شدن برق شرکتها مصائب بازار سرمایه را دو چندان کرده است.

۴. استقلال بازار سرمایه: درجه استقلال بازار سرمایه به دامنه قیمت گذاری منصفانه و تخصیص بهینه منابع مالی اشاره دارد و هر قدر بازار مستقل تر باشد این دامنه گسترده تر است. به ویژه، سیاست گذاران باید به آثار سیاست های سرکوبگر مالی توجه کنند و شکست های بازار را برطرف کنند. این موارد شامل عموماً شامل سیاست هایی است که متولیان امور شرایط تامین مالی برای بخش دولتی را نسبت به بخش خصوصی ترجیح میدهد ایجاد می کند و همچنین سیاست های پدران ای که تخصیص منابع به بخش خصوصی را نادیده می گیرد. در بسیاری از موارد، اقدامات سرکوبگرانه با کاهش تنوع سرمایه گذاران و سرکوب انتشار اوراق بهادار، نوسانات بازار را تشدید می کند.

<sup>۲</sup> Market autonomy





دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

۵. توسعه بازار سرمایه را می توان با تقویت سیستم های حقوقی و قضایی برای حمایت از سرمایه گذاران بر پایه های محکم تری قرار داد. اینها سیاست هایی است که دسترسی به مراجع قانونی را تسهیل می کند، هزینه اجرای قراردادهای خصوصی را کاهش می دهد و نقض وظایف را تحریم می کند. علاوه بر این، افزایش کارایی، سازگاری و عادلانه بودن رسیدگی های حقوقی، به عنوان مثال از طریق ایجاد دادگاه های مالی تخصصی، می تواند به طور مفید حمایت از سرمایه گذاران را تقویت کند، و در کنار آن سیاست هایی که پیش بینی پذیری و کارایی واکنش به رویه های ورشکستگی را توصیه میکند.

۶. افزایش استقلال و اثربخشی نظارتی بازار سرمایه: عامل کلیدی برای ایجاد تعادل بین حمایت از سرمایه گذاران و هزینه های ناشران است. اهداف روشن و متمرکز و چارچوب های حاکمیتی قوی برای مقررات گذار (سازمان بورس)، استقلال عملیاتی را تقویت می کند و در نتیجه ناشران را در برابر نفوذ غیرقانونی محافظت می کند. مقررات تعدیل کننده، افزایش قدرت تحقیق و تفحص و همچنین اطمینان از کفایت منابع، اجرای مؤثر مقررات و تشخیص به موقع شکست ها و آسیب پذیری های بازار را تسهیل می کند. تنظیم گران بازار (سازمان و نهادهای خود انتظام) همچنین می توانند با افزایش استانداردهای حسابداری و افشا، و ترویج بهترین شیوه ها در حاکمیت شرکتی، حمایت از سرمایه گذاران را تقویت کنند. علاوه بر این، مقامات می توانند با تشویق بخش خصوصی برای توسعه استانداردها و کدهایی که ممکن است به عملکردهای بازار کمک کند با نوآوری های در حال تحول بازار همگام شوند و حمایت های نظارتی را تکمیل کنند. داگلاس نورث، برنده جایزه نوبل، استدلال می کند که «نحوه اجرای مؤثر قراردادهای قانونی مهم ترین عامل تعیین کننده عملکرد اقتصادی است». در واقع، ماهیت دور از دسترس تامین مالی بازار سرمایه به یک محیط قانونی حمایتی متکی است که اجرای کارآمد و منصفانه معاملات و قراردادهای مالی را تضمین می کند. به طور خاص، امکان رسیدگی قانونی و اقدام سهامداران می تواند زمینه را برای مدیران شرکت و سهامداران کنترل کننده برای هدایت منابع شرکت به نفع خود و به ضرر سایر سهامداران یا دارندگان بدهی محدود کند. حقوق قوی و مؤثر اعتباردهندگان و رژیم های ورشکستگی کارآمد و قابل پیش بینی، اطمینان بیشتری را از پرداخت کامل و به موقع بدهی ها فراهم می کند و در صورت بروز مشکلات وام گیرنده که بازپرداخت را به خطر می اندازد، زیان سرمایه گذاران را به حداقل می رساند.



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

۷. بسیاری از اقتصادها زمینه افزایش عمق و تنوع پایه سرمایه گذاران نهادی داخلی را توسعه داده اند. سیاست‌هایی برای ترویج نفوذ بیشتر از سوی سرمایه گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، نوسانات را کاهش می‌دهد و همچنین یک حوزه درونی ایجاد می‌کنند که استانداردهای حاکمیت شرکتی و کارایی گسترده‌تر بازارهای سرمایه را افزایش دهند. دستیابی به ترویج امور مالی (یا به اصطلاح مالی سازی اقتصاد) بیشتر پس‌انداز خانوارها را از طریق تسهیل ابزارهای سرمایه گذاری جمعی مقرون به صرفه اقتصادی، شفاف و به‌خوبی تنظیم شده افزایش می‌دهد و تقویت سواد مالی بیشتر به توسعه بازار سرمایه کمک خواهد کرد.

۸. کالیبره کردن سرعت و توالی گشایش بازارهای مالی برای همه اقشار جامعه و ایجاد بافرهای سیاست کلان می‌تواند به مهار خطرات مرتبط و ایجاد پوشش لازم برای مقابله با نوسانات کمک کند.

۹. تقویت اکوسیستم‌های بازار سرمایه با توسعه بازارهای مکمل پر عمق برای وام‌دهی با ابزارهای مشتقه، ریپو و اوراق بهادار نیازمند تلاشی هماهنگ با هم. این موارد شامل یک محیط قانونی و نظارتی تحت حمایت کامل، هماهنگی نظارتی برای گسترش پایگاه سرمایه گذاران در این بازارها و زیرساخت‌های قوی و کارآمد بازار مانند طرف مقابل مرکزی و مخازن تجاری برای مدیریت ریسک‌های بالقوه ثبات مالی است. هنگامی که موضوعات جدید به بازار می‌آیند، واسطه‌هایی مانند فروشندگان اولیه و پذیره نویسان با تعیین تقاضای سرمایه گذاران در قیمت گذاری و توزیع اوراق بهادار کمک می‌کنند. در بازارهای اوراق بهادار دولتی، معرفی مکانیسم‌های قابل پیش‌بینی انتشار اولیه و تعیین قیمت بازار در حراجی‌ها، محرک‌های مهم توسعه بازار در تعدادی از حوزه‌های مقرراتی بوده است. در سال‌های اخیر، دولت‌های در حال توسعه رویکردی مبتنی بر اصول مدیریت بدهی بیشتر اتخاذ کرده‌اند که قابلیت پیش‌بینی‌پذیری را به عرضه ابزارهای بدهی دولت داده است. برای معامله‌گران اولیه، پیش‌بینی‌پذیری بیشتر در تقویم‌های انتشار، خطر ناتوانی در یافتن خریداران کافی برای اوراق بهادار دولتی را کاهش داده است که در نهایت هزینه انتشار اوراق بهادار دولتی را کاهش داده است.

۱۰. مدیریت شرکتهای بازار سرمایه (شرکتهای بزرگ سرمایه گذاری، هلدینگ‌های بزرگ و ۵۰ شرکت بزرگ بازار سرمایه از منظر ارزش بازار) باید به متخصصان و اهل فن واگذار گردد و از سیاست



دکتر کیارش مهران

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

زدگی و انتصابات سیاسی و غیر حرفه ای پرهیز کرد. شرط دستیابی به توسعه در شرکتها گریز از حاشیه ها و عزل و نصب های زود هنگام و سپردن شرکتها به هیات مدیره های حرفه ای و مجرب است. سازمان بورس و اوراق بهادار باید به گزینش مدیران عامل، هیات مدیره ها و همچنین بالاترین مقامات مالی شرکتها نظارت موثر داشته باشد.

۱۱. **استقرار نظام کنترل داخلی** (حسابرسی داخلی واقعی) و اعتقاد به اصول حاکمیت شرکتی در سطح استانداردهای بین المللی و حذف ضوابط غیر اصولی از جمله دخالت نهادهای غیر حرفه ای در مدیریت حرفه ای که مهم نیاز به فرهنگ اقتصادی نوین دارد. هزینه استقرار کنترل داخلی و اصول حاکمیت شرکتی هزینه های آشکار و پنهان دارد.

۱۲. **معقول نمودن هزینه های حسابرسی** در سطح لازم (معتقدم هزینه های حسابرسی شرکتهای بزرگ با یک سوپر مارکت برابری میکند) برای افزایش شفافیت مالی و رعایت استانداردهای گزارشگری مالی

۱۳. **ثبات بخشی به قوانین و قواعد تجارت** با حذف دستورالعملها و مقررات خلق الساعه و اطمینان بخشی به محیط سرمایه گذاری مبنی بر داشتن افق و چشم انداز روشن قانونی و حقوقی باید مد نظر قرار گیرد.

۱۴. **پذیرش اینکه اقتصاد را بدون وابستگی به متغیرهای پولی و ارزی** (نرخ بهره و نرخ ارز) نمیتوان اداره نمود و تحریم ها بر کرده اقتصاد فشار مضاعف دارد و در صورت استمرار تحریمها و تشدید فشارها، پوشش ریسک برای مدیران در گیر با موضوعات یاد شده نیز لازم است. بسیاری از کشورهایی که با تورم بالا و بی ثباتی نرخ ارز مواجه بوده اند از نظام دلاریسیون استفاده کرده اند.

۱۵. **نقدینگی بازار سرمایه**: بر اساس آخرین آمار بانک مرکزی، پایه پولی کشور بارشد ۳۱.۵ درصدی به ۶۱۲ هزار میلیارد تومان افزایش یافته داشته است. سپرده بانکها نزد بانک مرکزی بارشد ۳۳.۸ درصد به ۵۱۴ هزار میلیارد تومان و پول در دست مردم با ۲۰ درصد رشد به ۹۷ همت رسیده است. نقدینگی یا M1 نیز بارشد ۳۸.۲ درصد از ۳۴۹۰ همت با ۱۳۳۳ همت افزایش به حدود ۴۸۲۳ همت رشد یافته است. نسبت میزان نقدینگی به پایه پولی یا همان ضریب فزاینده در اقتصاد (تقسیم ۶۱۲ بر ۴۸۲۳) به



دکتر کیارش مهرانی

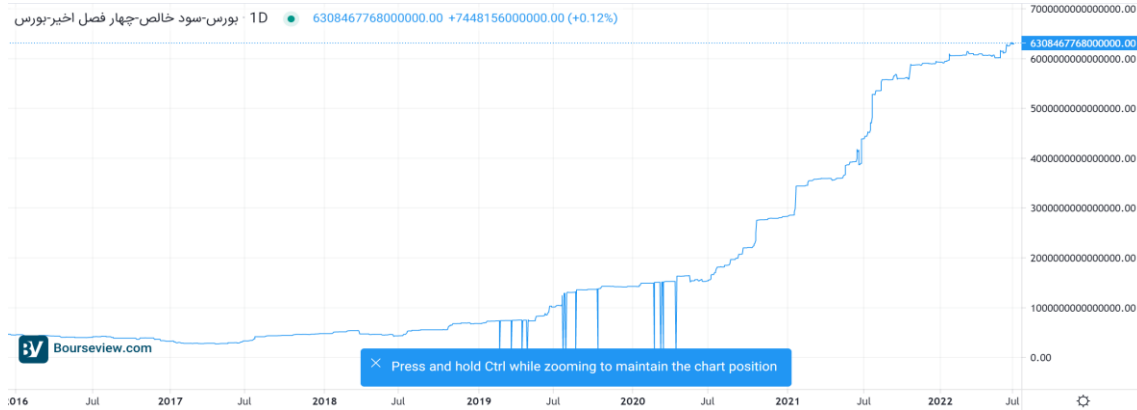
سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

### سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری

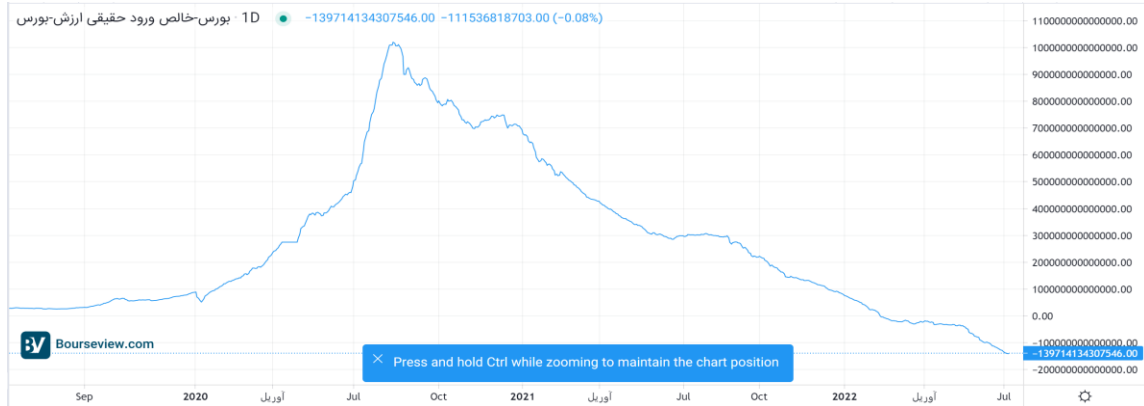
<http://kmehrani.ir>

۷.۸۸ برار رسیده که عمده افزایش نقدینگی از تغییرات بزرگ شبه پول از ۲۸۲۹ همت به ۳۸۷۱ می باشد که عمدتاً ناشی از تغییر نرخ تسعیر بانکها ارز از ۱۱ هزار به ۲۰ هزار تومان است.

### نمودار سود خالص فصلی در بورس ایران



### نمودار خالص ورود اشخاص حقیقی در بورس

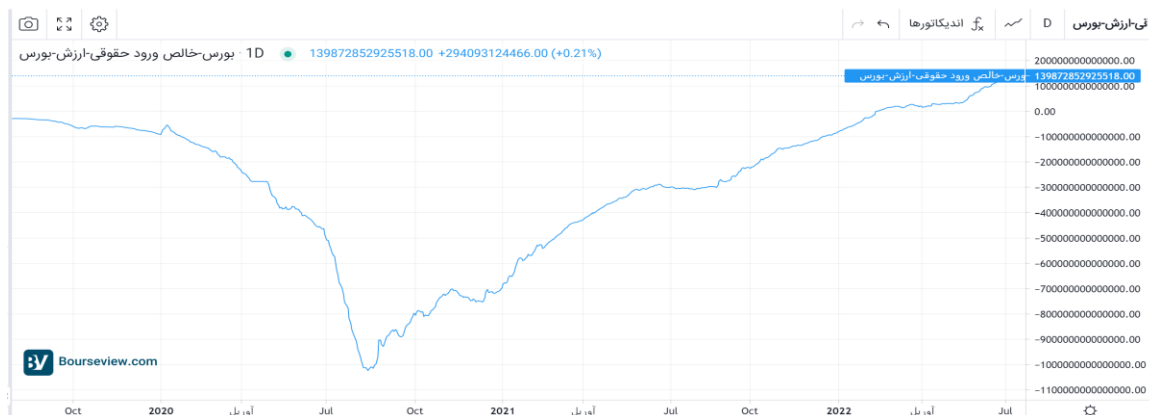


### نمودار خالص ارزش ورود اشخاص حقوقی به بورس



دکتر کیارش مهرانی

سایت تخصصی مدیریت مالی و سرمایه گذاری



موتور تورم در اقتصاد به دلیل رشد پول پرقدرت و پایه پولی به سرعت می تازد و در عین اینکه بازارهای جانشین (بازار کالا، ارز، طلا، سکه، خودرو و مسکن و...) با فشار تقاضا مواجه اند متاسفانه به دلیل مواردی که گفته شد همانطور که در نمودارهای فوق قابل مشاهده است علیرغم رشد سودآوری در بورس طبق محاسبات ۴ فصل گذشته، خروج سنگین منابع مالی از بورس به بازارهای دیگر را مشاهده می کنیم که این خروج نقدینگی از بازار سرمایه و کوچ آن به بازارهایی که کمتر تحت تاثیر کارایی تصمیم گیری نظام دولتی و پیش بینی بازیگران مالی از رفتار آتی است که متصور است موتور رشد سودآوری شرکتهای بورسی (علیرغم تورم بالای کشور) به تندی بازارهای دیگر حرکت نخواهد کرد. نمودار ۷ شکل ورود حقوقی ها در مقابل نمودار ۸ شکل سهامداران حقیقی دقیقاً خطر رکود احتمالی بازار سرمایه را نسبت به بازارهای جانشین نشان میدهد.

در واقع بخش عمده ای از چالشهای امروزی بازار مالی بیشتر از جنس سیاسی و سیاست گذاری است تا جنس اقتصادی. در پایان ممکن است به نظر رسد که موارد فوق از چالشهای جدی نظام اقتصادی و بازار سرمایه است اما یادآور میگردد همین چند موضوع اگر به مرور زمان اصلاح شود بار روانی و اجتماعی بازار سرمایه کاسته خواهد شد. به نظر میرسد که نگاه اصلاحی به بازار سرمایه در افق کوتاه مدت جز با پمپاژ نقدینگی مصنوعی شرکتهای و نهادهای دولتی برای متعادل نگه داشتن قیمتها و جلوگیری از خروج سنگین نقدینگی از بازار وجود ندارد و درمان موقتی امکان پذیر نیست و برای آنکه یک بازار سرمایه کارآمد داشته باشیم نقشه راه بهتری لازم داریم.