

## ساماندهی بازار طلا و نقش آن در بهبود نظام تأمین مالی

### ورود به بحث: نجار فیروزجایی

در پنجمین نشست از مجموعه نشست‌هایی که در سال جاری به منظور بررسی موضوع تأمین مالی پیش‌بینی شده است، بحث "طلا و نقش آن در بهبود نظام تأمین مالی" است. بطور کلی از زمانی که استاندارد طلا در سیستم پول جهانی برداشته شده از اهمیت طلا کاسته شد، اما از جهاتی همواره طلا به عنوان ذخیره بانک مرکزی و ابزاری برای محافظت از ریسک بازارهای مالی و همچنین یک نهاده در صنعت طلا و جواهر و شاخص منزلت اجتماعی و ابزار سرمایه‌گذاری در کنار سایر دارایی‌ها دارای جایگاه ویژه‌ای می‌باشد. در ماه‌های اخیر سرمایه‌گذاری در طلا به دلیل بروز نوسان در اقتصاد جهانی و همچنین اقتصاد ملی بسیار مورد توجه بوده است. تقاضا برای نگهداری و ذخیره طلا به طور کلی در دو گروه طبقه‌بندی می‌شود یکی تقاضا طلا به صورت پرتفوی و دیگری تقاضا فیزیکی طلا که در هر صورت یک نوع سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود و از آنجایی که سرمایه‌گذاری یک فرایند است مسلماً به مدیریت نیاز دارد. مدیریت سرمایه‌گذاری هم از جنبه فردی و هم از جنبه حاکمیتی بسیار با اهمیت است و به طور قطع بر ساماندهی بازار اثرگذار می‌باشد. بر این اساس، در این جلسه ابتدا جناب آقای محمود خواجه‌نصیری مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار و سپس آقای میثم بیات مدیر مهندس مالی شرکت سرمایه امین مطالب خود را پیرامون موضوع مطرح خواهند کرد و در ادامه آقای عباد محمدولی رئیس اتحادیه تولیدکنندگان و صادرکنندگان طلا، جواهر، نقره و سنگ‌های قیمتی و آقای محمد کشتی‌آرای رئیس اتحادیه کشوری طلا و جواهر نیز به ایراد سخن خواهند پرداخت و در نهایت میهمانان ارجمند به پرسش‌های حضار پاسخ خواهند گفت.

### خواجه نصیری:

در ارتباط با بازار طلا به نظر می‌رسد که رویکرد ما به سمت بازاری است که از حالت غیرمتشکل و غیرمنسجم به حالت بازار نظام‌یافته حرکت می‌کند و این امر یک ضرورت در این بازار تلقی می‌گردد. در حال حاضر در مقطعی قرار داریم که بسیاری از شرکت‌ها حرکت به سوی بازارهای نظام‌یافته را در پیش گرفته و توانسته‌اند دستاوردهای بسیاری که به لحاظ مالی از بازار ایجاد شده داشته باشند. پیش از بحث پیرامون ابزارهای مالی مبتنی بر طلا و نقش آن در ساماندهی بازار ابتدا تعریفی از تأمین مالی ارائه می‌گردد. در واقع تأمین مالی جابه‌جایی منابع مالی از بخش دارایی مازاد به بخش کمبود وجه است و این جابه‌جایی در بخش واقعی اقتصاد آثار فراوانی را به دنبال دارد. در واقع، به منظور تعادل در بازار

می‌بایست یک ارتباط درونی صحیح بین بخش واقعی اقتصاد و بخش مالی ایجاد شود. با توجه به مشکلات موجود یعنی عدم شفافیت قیمت، عدم توانایی در تصمیم‌گیری صحیح می‌بایست بحث ریسک در بازار را مورد توجه قرار داد. در واقع، باید دید آیا ابزارهای مدیریت ریسک به مفهوم واقعی در این بازارها وجود دارند؟ لذا فعالیت در بازار با پشتوانه دانش مالی و توانایی‌های تخصصی به سرمایه‌گذاری صحیح تبدیل گردد در غیر این صورت سرمایه‌گذاری همراه با سفته‌بازی مواجه می‌گردد و نوسان‌های بالای قیمت‌ها و عدم اطمینان موضوع ریسک‌های قیمتی در بازار را نیز مطرح می‌کند. در واقع علاوه بر ریسک عادی و عملیاتی، ریسک‌های قیمتی نیز در بازار وجود دارد و مسلماً در چنین بازاری سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود، بنابراین نیاز به مدیریت ریسک مطرح می‌گردد.

موضوع دیگر، بحث انحصار در بازار می‌باشد. تجربه کشورهایمانند هند، چین و ترکیه نشان می‌دهد آنها به منظور ساماندهی بازارهای مالی خود ابتدا به رفع انحصارها و محدودیت‌ها مانند رفع مجوزها و حتی به حداقل رساندن مالیات‌ها اقدام کردند.

تنوع ابزارهای تأمین مالی و مبادلاتی در حوزه بازار سرمایه بحث دیگری است که به منظور ساماندهی بازار مالی مورد توجه قرار می‌گیرد. غیر از معاملات سلف و نسیه که حوزه فیزیکی کالا می‌باشد. سایر ابزارهای تأمین مالی در حوزه بازار سرمایه قراردادهای مبتنی بر کالا است یعنی کالا به عنوان مبنا و پایه قرار می‌گیرد و بر مبنای آنها معامله انجام می‌شود.

در تعریف ابزارهای مالی که در ساماندهی بازار نقش دارند، نگاه سریع به بازار طلا نشان می‌دهد افرادی که وارد بازار می‌شوند به منظور سفته‌بازی وارد این بازار می‌شوند و صرفاً دستیابی به سود مدنظر آنهاست. در کشور ما به دلیل تأثیرات تورمی و تأثیرات نوسانی نرخ ارز بسیاری از افرادی که در این بازار وارد می‌شوند می‌خواهند خود را مدیریت ریسک (Hedge) کنند. لازم به ذکر است که بحث مدیریت ریسک اصولاً در مورد کالاهایی مطرح می‌شود که متأثر از قیمت‌های جهانی هستند. نکته مهم دیگر آن است که اصولاً تعهدات مالی شکل‌دهنده ابزارهای مالی مبتنی بر طلا می‌تواند ما را به سمت تنظیم بازار نقدی سوق دهد. در بازار سرمایه اغلب معاملات مرتبط با قراردادهای آتی طلا است بدون اینکه تأثیری در بازار نقدی داشته باشند. البته اگر کارایی و شفافیت در بازار آتی طلا وجود داشته باشد سفته‌بازها کمتر می‌توانند وارد این بازار شوند. اختیار معامله نوع دیگری از ابزارهای معاملاتی است که ضمن داشتن مزایای قراردادهای آتی زیان معاملاتی آن محدود است و سود آن نیز نامحدود است.

صندوق‌های طلا نیز نوع دیگر ابزارهای معاملاتی می‌باشند که می‌توانند منابع را تجهیز کنند. این صندوق‌ها باعث می‌شوند منابع جدید ایجاد شود یعنی باز تولید سرمایه را فراهم می‌سازند. صندوق‌های طلا همچنین می‌توانند قابلیت مبادلات در بازار ثانویه را ایجاد نمایند یعنی هم کارکرد تأمین مالی و هم

کارکرد خرید و فروش دارند و می‌توانند به عنوان معاملات کاغذی امکان خرید و فروش در بازار ثانویه را فراهم نمایند.

در یک جمع‌بندی کلی می‌توان بیان کرد به منظور ساماندهی، ایجاد تشکلهای و همچنین شفافیت در بازارهای مالی و مدیریت صحیح این بازارها می‌بایست سه اقدام اساسی صورت گیرد. نخست اینکه پوشش ریسک توسط فعالان بازار صورت پذیرد و دیگر اینکه انحصار در بازار شکسته شود و اقدام سوم به منظور مدیریت صحیح بازار می‌بایست به عنوان بازارگردان بازار را مدیریت کرد تا بدین ترتیب در دو سمت عرضه و تقاضا در بازار تعادل ایجاد شود.

### بیات:

مطالبی که قصد داریم در ارتباط با مبحث سرمایه‌گذاری در طلا مورد بررسی قرار دهیم شامل بررسی روند قیمت طلا، مبحث صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اوراق قرضه طلا و تبدیل طلا به اوراق بهادار است. می‌دانیم طلا با سایر دارایی‌ها همبستگی منفی دارد و به عنوان پرتفوی ابزار مناسبی است و به عنوان کم‌نوسان‌ترین فلز و در مقابل تورم نیز بهشت امن سرمایه‌گذاران تلقی می‌گردد، همچنین پوشش مناسبی در مقابل ریسک‌های مالی و اعتباری می‌باشد، همچنین حباب قیمتی طلا نسبت به سایر دارایی‌ها کمتر است و احتمال اینکه طلا کاملاً بی‌ارزش شود نامحتمل است.

از سال ۱۸۳۳ تا ۱۹۰۰ قیمت طلا حدود ۱۸ دلار بوده است. طی سال‌های (۱۹۲۲ - ۱۹۰۰)، ۲۰ تا ۳۵ دلار قیمت طلا دچار نوسان شده است و از زمان برتون‌وودز که طلا به عنوان پشتوانه پول مطرح گردید قیمت طلا به ۳۵ دلار رسید، اما از زمان لغو قانون برتون‌وودز تا سال ۱۹۷۴ به بعد نوسان‌های قیمت طلا آغاز شد و حرکت قیمتی طلا تابع نظرات سرمایه‌گذاران قرار گرفت، به طوری که می‌توان گفت قیمت طلا دستوری نبود و در بازار مشخص می‌گردید. در حال حاضر، ۶۷ سال از برتون‌وودز می‌گذرد یعنی از سال‌های (۱۹۷۴ - ۱۹۴۴) میانگین قیمت طلا ۳۵ دلار بوده است و پس از آن آزادسازی قیمت طلا براساس نرخ تورم به رقم ۱۷۳۶ دلار رسید. طی سال‌های زیادی این رقم تقریباً ثابت بود و ارزش ذاتی طلا با ارزش بازاری آن برابر بود، اما از اواخر سال ۲۰۰۷ در قیمت طلا تغییراتی به وجود آمد و در واقع پس از بحران جهانی خاصیت بهشت امن بودن طلا تغییر یافت و قیمت آن رو به افزایش گذاشت.

طی سال‌های اخیر نوسان‌ها در قیمت طلا بسیار شدید بوده است، به طوری که در ۳۶ ماه اخیر براساس تحلیل تکنیکال طلا خط روندی را طی نموده است و هنوز احتمال اینکه نزول قیمتی داشته‌باشد وجود دارد و مسلماً تحولات سیاسی و حتی بلایای طبیعی بر قیمت طلا بسیار اثرگذار است.

نکته دیگری که مطرح می‌شود عوامل تأثیرگذار بر قیمت طلا می‌باشد. این عوامل شامل عرضه و تقاضا، تورم، قیمت نفت، سفته‌بازی‌ها، سیاست‌های بانک مرکزی در خرید طلا، پیش‌بینی وضعیت اقتصادی، نرخ بهره و تغییرات آن، جنگ و بحران‌های سیاسی بین‌المللی، برگزاری فستیوال‌های طلا در هند، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا و... می‌باشد. این عوامل در کنار یکدیگر با توجه به تحلیل تکنیکال بر سرمایه‌گذاری طلا اثرگذار است.

ابزارهای سرمایه‌گذاری در طلا شامل قراردادهای آتی طلا، صندوق‌های قابل معامله طلا، اوراق قرضه طلا و صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا می‌باشد. قراردادهای آتی دارای ریسک بالایی است. در اوراق قرضه طلا روش خرید از طریق کارگزار است، قیمت‌گذاری این اوراق متناسب با روند بازار می‌باشد. هزینه‌های مدیریت نیز در اوراق قرضه طلا از دیگر ابزارها پایین‌تر است. صندوق‌های قابل معامله طلا نیز ابزار مالی دیگری برای سرمایه‌گذاری است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار طلا است. در این نوع از سرمایه‌گذاری مالکان در سود و زیان مشارکت دارند و سهام آنها در بورس قابل معامله است و نیاز به مرجع قیمتی ندارند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طلا نیز ابزار سرمایه‌گذاری دیگری در طلا است که در آن مدیریت حرفه‌ای طلا و سهام در کنار یکدیگر قرار دارد، هرچه طلا بیشتر باشد مدیریت منفعل‌تر می‌شود. از جمله مزایای این صندوق‌ها، عدم نگرانی برای نگهداری فیزیکی طلا همچنین تنوع‌سازی ابزارها، وجود بازار ثانویه مطمئن، کاهش هزینه‌ها و افزایش بازدهی آنها می‌باشد. این صندوق‌ها دارای ارکانی هستند. نخستین رکن صندوق امین که در واقع بانکی است که طلا را نگهداری می‌کند و دیگری بازگردان‌ها که معاملات این واحدها را در بورس انجام می‌دهد و دیگر ارکان صندوق، مدیر صندوق کارگزاری است که معاملات واحدهای صندوق زیر نظر او انجام می‌گردد. رکن دیگر صندوق حسابرس است که بر فرایند صندوق نظارت دارد البته سازمان بورس از طریق بازار بورس و به صورت نرم‌افزاری بر فعالیت‌های صندوق نظارت دارد.

پرتفوی صندوق با پشتوانه طلا اغلب بیش از ۹۵ درصد طلا را شامل می‌شود و غالباً با سرمایه بسته‌است یعنی صدور و ابطال در آنها رخ نمی‌دهد و واحدهای آنها در بورس خرید و فروش می‌شوند.

لازم به ذکر است صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری طلا، واحدهای آنها را در بورس معامله نمی‌شود. ۵۱ درصد دارایی‌های آنها در طلا و ۴۹ درصد در اوراق بهادار است. واحدهای صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری طلا در بانک معامله می‌شود و سرمایه این صندوق‌ها باز است و صدور و ابطال در طی دوره صندوق ممکن است اتفاق بیفتد.

آخرین موضوع مورد بحث اوراق قرضه طلا می‌باشد. معامله این اوراق در کمیته فقهی سازمان بورس به تصویب رسیده است. مکانیزم معامله با این اوراق بدین صورت است که سرمایه‌گذاران به ناشر اوراق طلا قرض می‌دهند و در قبال آن اوراق از شرکت دریافت می‌کنند. این اوراق در بورس قابل معامله است به این معنا که براساس قیمت طلا می‌توانند گواهی‌های خود را در بورس معامله کنند و می‌توانند در زمان سررسید به شرکت مراجعه کرده طلا و یا معادل پولی طلا به قیمت روز را از شرکت تحویل بگیرند. از جمله مزایای این اوراق آن است که مالیات به آن تعلق نمی‌گیرد و مشمول توسعه ابزارهای مالی می‌شود، همچنین نقدشوندگی آن بالاست. از جمله معایب این اوراق سرمایه‌گذاری آن به صورت خاص در طلا می‌باشد، البته لازم به ذکر است که اصولاً طلا به صورت فیزیکی معامله نمی‌شود تنها اوراق آن در بورس معامله می‌گردد.

نکته دیگری که ذکر آن لازم است آن است که در بازارهای بین‌المللی طلای معادن را نیز به اوراق تبدیل می‌کنند یعنی شرکت‌های معدنی طلا یا فروش اوراق سرمایه‌گذاران را در سود و زیان طلای استخراج شده مشارکت می‌دهند.

### محمودولی:

اتحادیه تولیدکنندگان و صادرکنندگان طلا، جواهر و سنگ‌های قیمتی زیر نظر اتاق ایران فعالیت می‌کند. هدف این اتحادیه ساماندهی واحدهای تولیدی و بهبود بازار داخلی، رفاه مصرف‌کننده، ایجاد اشتغال و ایجاد برند برای کالاهای تولید شده می‌باشد. در حال حاضر، ۱۵۰۰ واحد تولیدی شناسایی و ساماندهی شده است و تقریباً در تولید طلا و جواهر ۱۰۰۰۰۰ کارگر مشغول به کار هستند.

### کشتی‌آرای:

یکی از مباحثی که در بازار طلا در کشور مطرح است، بحث انحصار در بازار است. مبحث طلا در دو حوزه مطرح می‌گردد یکی صنعت طلا و دیگری حوزه سرمایه‌گذاری. بحث سرمایه‌گذاری شامل مباحثی است که دوستان مطرح نمودند، اما در حوزه صنعت طلا در تمام دنیا بخش سنتی در حوزه صنعت طلا دخیل است که شامل تولید و اشتغال در این صنعت است و استفاده‌کنندگان زیورآلات را شامل می‌شود. اصولاً مباحث مرتبط با سوداگری طلا و سکه به صنف ما مربوط نمی‌شود. موضوع اصلی ما بحث انحصار ضرب سکه طلا است که در اختیار بانک مرکزی است که خود باعث سوداگری در این صنعت شده است. لازم به ذکر است ما در حال حاضر ۲۵۰۰۰ واحد صنفی در کشور داریم و ۵۰۰ هزار نفر به صورت مستقیم درگیر این صنعت هستند.

### عظیمی:

یکی از وظایف بانک مرکزی، اختیارات آن در حوزه بازار طلا است که منشأ آن از سال‌های قبل به نظام پایه پولی استاندارد طلا برمی‌گردد و همواره بانک مرکزی در مقاطعی که بازار طلا با نوسان مواجه بوده است به نوعی وظایف تصدی‌گری خود را در ارتباط با ضرب سکه انجام داده است، اما این مسئله که آیا این امر همواره باید از اختیارات بانک مرکزی باشد یا خیر نیازمند ایجاد سازوکارهایی است.

ساماندهی بازار طلا با توجه به مبحث تأمین مالی بازار طلا از دو جنبه مورد توجه است، یکی معاملات فیزیکی طلا و دیگری معاملات کاغذی که هر دو بر نظام تأمین مالی اثرگذار است. در حال حاضر، ما تنها بازار آتی سکه را داریم. دلایل عدم شکل‌گیری دیگر مصادیق ابزارهای سرمایه‌گذاری در طلا چیست؟ در خصوص انحصار ضرب سکه و ایجاد راه‌های جایگزین آن نیازمند بررسی این موضوع هستیم.

### مبصر:

ساختار مدیریت در بازار طلا چگونه است و چه محدودیت‌های قانونی دارد؟ جایگاه بانک مرکزی در این ساختار مدیریت چگونه است؟ به نظر بنده مدیریت بر قیمت سکه در این بازار صحیح نیست. میزان تولید و اطلاعات مرتبط با طلا ارائه شود، همچنین قیمت برآوردی با قیمت بازاری در این بازار تفاوتی ندارد و لذا قوانین پولی و مالی نیازمند بازنگری است تا قیمت‌های واقعی شفاف‌تر شود.

### پلیمی:

محصولات صنعت طلا در سه گروه طبقه‌بندی می‌شود: محصولات ساخته شده، سکه و کاغذ. بازار این سه نوع محصول متفاوت است. در گروه اول هدف استفاده از محصولات است نه حفظ ارزش پول، در گروه دوم هدف حفظ ارزش پول است و در گروه سوم بحث سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود. نکته مهم آن است که قیمت طلا خارج از ایران تعیین می‌شود یعنی کنترل غیرممکن است. بانک مرکزی در تعیین قیمت طلا نقشی ندارد. در معاملات کاغذی در صورتی که الزام به فروش نباشد در سمت تقاضا اختلال ایجاد می‌شود و لذا لازم است ساماندهی بازار طلا به گونه‌ای باشد که موجب هدایت طلا به سمت تولید و سرمایه‌گذاری و اشتغال‌گردد و در ارتباط با ضرب سکه به نظر می‌رسد که واحدهای صنفی باید بتوانند اجازه ضرب سکه را داشته باشند تا از بروز نوسان در بازار جلوگیری گردد.

### پاسخ‌ها:

آمار در خصوص میزان تولید طلا توسط گمرک و بانک مرکزی منتشر می‌شود. گمرک طی چندسال گذشته میزان واردات طلا را برحسب تعرفه تجمیع عوارض اعلام می‌کرد بعد ممنوعیت انتشار پیدا کرد. از زمان تشکیل اتحادیه کشوری یعنی حدود ۲ سال است که یکی از فعالیت‌های اصلی آن ایجاد بانک اطلاعاتی در خصوص میزان تولید طلا بوده است.

در خصوص دخالت بانک مرکزی و کنترل در بازار طلا لازم است اختیارات بانک مرکزی مورد بازنگری قرار گیرد و بیشتر به صورت بازگردان وارد بازار شود. به منظور جلوگیری از واردات قاچاق طلا نیز لازم است این بازار نظام یافته گردد و در خصوص معاملات کاغذی طلا نیز نکته مهم پوشش ریسک نوسانات موجود در این بازار است که مورد توجه قرار می‌گیرد و این امر در دنیا وجود دارد. در واقع به هنگام نوسان قیمت طلا مکانیزم صندوق‌ها به گونه‌ای است که ریسک موجود در این بازار پوشش داده می‌شود.