

# راهبردهای توسعه بازار سرمایه بر اساس

## قانون بودجه سال ۱۴۰۲

مرجانہ بشخور<sup>۱</sup>

### چکیده

بازار سرمایه نقش بسیار اساسی در عملکرد اقتصاد ایفا می‌کند. مدیریت درست این بازار در اقتصاد ایران همواره یکی از دغدغه‌های اصلی سیاست‌گذاران اقتصاد به‌ویژه در سال‌های اخیر بوده و مباحث چالش‌برانگیزی حول نوسانات این بازار جریان داشته است. یکی از موضوعات بسیار مؤثر بر بازار سرمایه، وضعیت بودجه و سیاست‌گذاری‌های دولت و مجلس در این باره است. از جمله مهمترین موارد مرتبط با بازار سرمایه در بودجه سال ۱۴۰۲ می‌توان به حذف سقف قیمت نرخ خوراک گاز، وضع مالیات و عوارض صادراتی بر درآمد حاصل از صادرات مواد و محصولات معدنی و صنایع معدنی فلزی و غیرفلزی، حمایت از بازار سرمایه از کانال صندوق تثبیت بازار، تعیین مالیات بر ارزش‌افزوده صفردر خصوص کالاهایی که در قالب گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی کشور پذیرش می‌شوند اشاره کرد. بسیاری از کارشناسان و تحلیلگران بازار سرمایه معتقدند مهم‌ترین رکن برای رشد این بازار، بازگشت اعتماد به آن است. اعتماد ازدست‌رفته را می‌توان تا حدی با سیاست‌گذاری و قوانین به‌خصوص در بودجه سال ۱۴۰۲ ترمیم کرد. در این گزارش، وضعیت بازار سرمایه از منظر بودجه سال ۱۴۰۲ بررسی شده است. پیشنهاداتی نیز در همین باره شامل حذف قیمت‌گذاری دستوری و شفافیت هرچه بیشتر در خصوص سیاست‌های اتخاذشده در بازار سرمایه داده شده است.

واژگان کلیدی: بورس، بودجه، شفافیت بودجه.

### مقدمه

کند. درحقیقت، بازار سرمایه به دنبال این است که به شرکت‌ها کمک کند تا متناسب با نیازهای مالی و سرمایه‌گذاری خود، وجوه لازم را با استفاده از ابزارهای متنوع مالی تأمین کنند. ایجاد و حفظ ترکیب بهینه منابع مالی افزون‌بر کم کردن هزینه‌های تأمین مالی، بر ارزش شرکت، قیمت سهام و نیز ریسک شرکت تأثیرگذار است. بورس نیز یکی از بخش‌های مهم بازارهای مالی است که از سویی وجوه لازم را

فلسفه اصلی شکل‌گیری بازارهای مالی، تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد است. سیستم‌های مالی سعی دارند تا به بهترین نحو، نقل‌وانتقال وجوه را بین عرضه‌کنندگان و متقاضیان تسهیل و از این راه تخصیص منابع را بهینه کنند. این بازارها درصددند تا به بهترین شکل نقل‌وانتقال وجوه بین افراد را فراهم کنند تا وجوه از جای مازاد به جای کمبود، حرکت

۱. پژوهشگر گروه اقتصاد مقاومتی و برآورد اقتصادی، مرکز پژوهشی امنیت اقتصادی تدبیر، تهران، ایران [mballameh1398@gmail.com](mailto:mballameh1398@gmail.com)

در بازار سرمایه از طریق تأمین مالی با ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه، واگذاری شرکت‌های دولتی و... آثار تعیین‌کننده‌ای بر بازار سهام دارد. در این گزارش ضمن بررسی تطبیقی بودجه سال ۱۴۰۲ با تأکید بر جایگاه بازار سرمایه، به تشریح برخی از موارد عمده تأثیرگذار بر بورس در بودجه سال جاری پرداخته شده است.

در ادامه، وضعیت بازار سرمایه تجزیه و تحلیل شده است. سپس به وضعیت بازار سرمایه از منظر بودجه سال ۱۴۰۲ و جنبه‌های امنیتی بودجه و بازار سرمایه پرداخته شده است. در انتها، پیشنهادهایی در این باره ارائه شده است.

### ۱- وضعیت بازار سرمایه

مهم‌ترین نماگر روند بازار سرمایه، شاخص کل است که به‌عنوان معیار عملکردی این بازار مورد توجه و بررسی اهالی بازار است. لگاریتم این شاخص در فاصله زمانی فروردین سال ۱۳۹۹ تا ۱۲ اردیبهشت سال ۱۴۰۲ در نمودار شماره ۱ نشان داده شده است.



به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده شد برای حمایت از سهام‌داران خرد در برابر مخاطرات بازار سرمایه، تا سقف ۱۰ همت (۱۰ هزار میلیارد تومان) از سهام دولت در شرکت‌ها را در اختیار صندوق تثبیت بازار سرمایه قرار دهد.

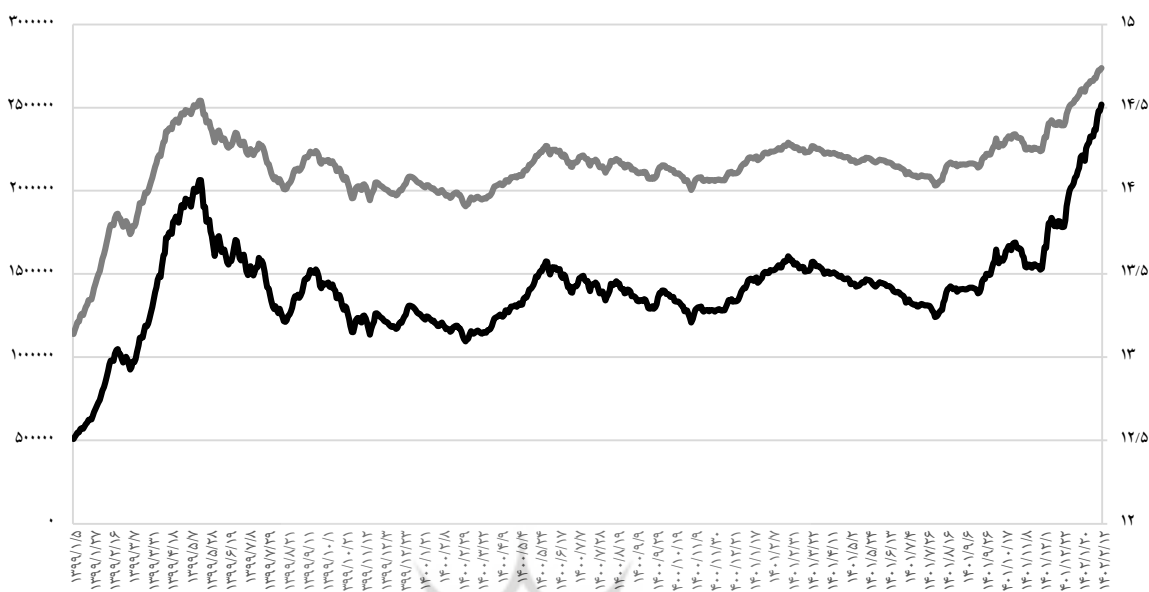


برای تأمین مالی شرکت‌ها فراهم می‌کند و از سوی دیگر، ابزارهای سرمایه‌گذاری را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. می‌توان بورس را از جمله بازارهای مهمی دانست که در تأمین مالی بنگاه‌ها فعالیت دارد. از این رو بازار اوراق بهادار نقش کلیدی در اجرای سیاست‌های اقتصادی بر عهده دارد.

یکی از بازارهایی که می‌توان به سرعت نقش تصمیمات و عملکرد دیگر حوزه‌های اقتصاد را در آن مشاهده کرد، بازار سرمایه است. در سال‌های گذشته برخی از مسائل مانند خروج آمریکا از برجام و بازگشت تحریم‌ها، ترور شهید سردار سلیمانی، انتخابات آمریکا، وضعیت بازار ارز، همه‌گیری کرونا، بودجه دولت، قیمت نفت، فروش اوراق بهادار توسط دولت، نرخ بهره بین‌بانکی و... بر بازار سرمایه تأثیرگذار بوده است. در شرایط حساس کنونی نیز هرگونه تصمیم سیاسی، اقتصادی یا قانونی، بازار سرمایه و رفتار سهام‌داران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و باید به آن‌ها توجه داشت. یکی از موضوعاتی که در میان مدت بر بازار سرمایه تأثیرگذار است، وضعیت بودجه و جایگاه بازار سرمایه در بودجه دولت است.

با توجه به اینکه کشور در حال حاضر در شرایط تحریمی است، رویکرد دولت در مواجهه با کسری بودجه یکی از موضوعات مهم در بودجه سال جاری برای بازار دارایی‌ها از جمله بازار سرمایه است. تحقق نیافتن بخشی از درآمدهای نفتی در سال ۱۴۰۱ و همچنین سال ۱۴۰۲، بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این بازار به‌عنوان یکی از بازارهای معتبر مالی از قوانین بودجه کشور تأثیر می‌پذیرد و حضور دولت

نمودار ۱- لگاریتم شاخص کل در فاصله زمانی فروردین سال ۱۳۹۹ تا ۱۲ اردیبهشت سال ۱۴۰۲



مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، ۱۴۰۲/۲/۱۲

در نیمه دوم اسفند سال ۱۳۹۹، بازار اندکی بهبود یافت و این گونه تصور می‌شد که روند فوق در سال ۱۴۰۰ نیز با توجه به ریزش ۷۰ درصدی ارزش سهام‌ها ادامه یابد، اما با شروع سال ۱۴۰۰، دوباره وضعیت نزولی و اصلاحی بازار در ماه‌های ابتدایی این سال مشاهده شد؛ به گونه‌ای که شاخص کل در ۳ خرداد سال ۱۴۰۰، روی عدد ۱ میلیون و ۹۵ هزار واحد قرار گرفت (ریزش ۴۶ درصدی شاخص کل از اوج).

با شروع انتخابات ریاست جمهوری و ایجاد حس امید در مردم، بازار از هفته نخست خرداد سال ۱۴۰۰ تا هفته نخست شهریور ۱۴۰۰ از رشد مناسبی برخوردار بود. در ادامه، همان‌طور که در نمودار نیز مشخص است، تا اوایل بهمن سال ۱۴۰۰، دوباره شاخص کل روند نزولی به خود گرفت. در انتهای سال ۱۴۰۰ و اوایل سال ۱۴۰۱، به دلیل موضوع

شاخص کل در روزهای ابتدایی فروردین ۱۳۹۹، روی عدد ۵۰۸ هزار واحد قرار دارد. این عدد در ۱۶ اسفند سال ۱۴۰۱، به ۱ میلیون و ۸۱۷ هزار واحد رسید. همان‌طور که در نمودار شماره ۱ مشخص است، شاخص کل تا اواسط مرداد سال ۱۳۹۹ صعودی بود، اما از این تاریخ به بعد تا اواخر آبان سال ۱۳۹۹ نزولی شد. در ادامه و پس از انتخاب بایدن به‌عنوان رئیس‌جمهوری آمریکا و برطرف شدن نگرانی درباره جنگ علیه ایران، شاخص کل به مدت ۱ ماه تا اواخر آذر سال ۱۳۹۹، روند صعودی به خود گرفت، اما دوباره به دلیل قیمت‌گذاری‌های دستوری در بورس کالا، صحبت‌ها درباره کاهش قیمت دلار به ۱۵ هزار تومان و... بازار وارد فاز اصلاحی شد؛ به گونه‌ای که شاخص تا نزدیک ۱ میلیون و ۱۵۰ هزار واحد در اواسط اسفند سال ۱۳۹۹ کاهش یافت.

مهم است. به همین دلیل نیز سقف قیمت نرخ خوراک گاز در قانون بودجه سال ۱۴۰۲ حذف شده است تا با توجه به قیمت‌های محصولات پتروشیمی در بازارهای جهانی، حیات این صنعت در ایران پایدار باشد. در حال حاضر نرخ پایه خوراک پتروشیمی‌ها از ۳۵ هزار و ۴۸۰ تومان به ۲۸ هزار و ۵۰۰ تومان کاهش یافته است.

- در بودجه سال ۱۴۰۲، درآمد حاصل از صادرات مواد و محصولات معدنی و صنایع معدنی فلزی و غیرفلزی از جمله بیلت، بلوم و اسلپ، محصولات نفتی، گازی و پتروشیمی از جمله قیر و متانول، اوره و پلی‌اتیلن به صورت خام و نیمه‌خام در تمام نقاط کشور مشمول مالیات و عوارض صادراتی می‌شود. هدف از اجرای این طرح، تکمیل زنجیره ارزش و جلوگیری از خام‌فروشی در صنعت پتروشیمی است. بسیاری از کارشناسان معتقدند با توجه به حاشیه سود بسیار بالای این صنعت، حذف معافیت مالیاتی تأثیر چندانی بر این صنعت ندارد.

- به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده شد برای حمایت از سهام‌داران خرد در برابر مخاطرات بازار سرمایه، تا سقف ۱۰ همت (۱۰ هزار میلیارد تومان) از سهام دولت در شرکت‌ها را در اختیار صندوق تثبیت بازار سرمایه قرار دهد. با توجه به اینکه مبلغ یادشده قرار است به صورت سهام شرکت‌های دولتی به صندوق تثبیت واگذار شود، به نظر نمی‌رسد این

مذاکرات و احتمال به نتیجه رسیدن برجام، دوباره بازار تا اوایل خرداد سال ۱۴۰۱ مثبت بود، اما در ادامه به دلیل حاکم شدن فضای منفی بر مذاکرات، شاخص کل تا ۱ میلیون و ۲۵۰ هزار واحد تا هفته نخست آبان سال ۱۴۰۱ کاهش یافت. در چند ماه اخیر به خصوص فروردین و ۲ هفته ابتدایی اردیبهشت سال ۱۴۰۲، روند کلی شاخص مثبت بوده است؛ به گونه‌ای که شاخص کل وارد کانال ۲ میلیون و ۵۰۰ هزار واحدی شده است (بُورس و اوراق بهادار تهران، ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲).

## ۲- وضعیت بازار سرمایه در بودجه سال ۱۴۰۲

بودجه دولت و موارد پیرامون آن از مهم‌ترین مسائلی است که همه ساله بازار سرمایه را با خود درگیر می‌کند. اهمیت این موضوع از این روست که منابع و مصارف دولت در هر سال، تأثیر شگرفی بر درآمد و هزینه شرکت‌های فعال در بازار یادشده دارد و به سوددهی یا شناسایی زیان برخی از آن‌ها می‌انجامد. در ادامه، به برخی از مهم‌ترین تصمیمات اتخاذشده در بودجه ۱۴۰۲ پرداخته می‌شود.

- حذف سقف قیمت نرخ خوراک گاز: با توجه به اینکه بزرگ‌ترین صنعت بُورس در ایران، صنعت پتروشیمی است و حدود ۶۰ درصد از بازار سرمایه را شامل می‌شود، هر تغییری در قیمت خوراک یا محصولات آن، بُورس را با نوسان همراه می‌کند. از این رو توجه به پارامترهای اثرگذار بر صنعت پتروشیمی بسیار

باید توجه شود که کاهش نرخ مالیات زمانی بر عملکرد بخش تولید مؤثر است که به طور همزمان موضوع اخذ مالیات از فعالیت‌های سوداگرانه و غیرمولد به طور مؤثر اجرایی شود. در این صورت شاهد اثر مثبت این رویکرد بر عملکرد شرکت‌های تولیدی فعال در بازار سرمایه خواهیم بود. در غیر این صورت اثر آن خیلی سازنده نیست؛ زیرا کاهش نرخ مالیات بر عملکرد با افزایش دست کم ۴۰ درصد هزینه‌های بخش تولید و کسب و بازدهی کمتر از بازارهای رقیب بدون پرداخت هیچ‌گونه مالیات، مؤلفه انگیزه‌بخشی برای بخش تولید نخواهد بود (قانون بودجه ۱۴۰۲).

- بر اساس قانون بودجه ۱۴۰۲، مالیات بر ارزش افزوده همه کالاهایی که در قالب گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی کشور پذیرش می‌شوند، مشمول نرخ صفر مالیاتی است. در بودجه سال ۱۴۰۲ اعلام شده است که برای حمایت از توسعه ابزارهای مالی و نیز تسهیل معاملات ابزارهای مبتنی بر کالا، مالیات بر ارزش افزوده همه کالاهایی که در قالب گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی کشور پذیرش می‌شوند، مادامی که در هریک از بورس‌های کالایی مورد مبادله قرار می‌گیرند، مشمول نرخ صفر مالیاتی هستند. همچنین، در صورتی که کالایی پشتوانه گواهی سپرده داشته باشد، مالیات بر ارزش افزوده آن تنها یک مرتبه و در زمان تحویل فیزیکی کالا پس از کسر اعتبار

و اگذاری جنبه حمایتی چندانی ایفا کند و واریز منابع نقدی به صندوق تثبیت نتیجه‌بخش و مؤثرتر خواهد بود؛ زیرا این صندوق سهام زیادی در اختیار دارد و افزودن سهام به این صندوق در شرایط افت بازار خیلی مؤثر واقع نمی‌شود (قانون بودجه ۱۴۰۲).

- برای تشویق سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس و ترغیب آن‌ها به عدم تقسیم بخش بیشتری از سود اکتسابی و استفاده از منابع حاصل برای افزایش سرمایه و در نتیجه، توسعه بخش‌های تولیدی و ایجاد فرصت‌های جدید شغلی، در سال ۱۴۰۲ مالیات درآمد آن بخش از سود تقسیم‌نشده شرکت‌های یادشده که به حساب سرمایه انتقال می‌یابد (موضوع ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۶۶/۱۲/۳)، مشمول نرخ صفر مالیاتی است. در واقع، هدف دولت از این کار، تشویق شرکت‌ها به افزایش سرمایه، قدرت سرمایه‌گذاری و توسعه فعالیت شرکت‌های بورسی است.

- قانون بودجه، نرخ مالیات موضوع ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم اشخاص حقوقی در فعالیت‌های تولیدی را حداکثر تا ۷ واحد درصد کاهش داده و معادل ۱۸ واحد درصد تعیین و محاسبه کرده است. این بخشودگی افزون‌بر دیگر معافیت‌ها و بخشودگی‌ها و مشوق‌های قانونی اشخاص یادشده است. این مورد در بودجه سال ۱۴۰۱، ۲۵ درصد اعلام شده بود.

اوراق بهادار ۸۸ هزار میلیارد تومان در نظر گرفته بود، اما در سال ۱۴۰۲، این میزان به ۱۸۵ هزار میلیارد تومان رسیده است که افزایش بیش از ۱۰۰ درصدی را نشان می‌دهد. میزان فروش اوراق بهادار در سال ۱۴۰۱ نسبت به سال ۱۴۰۰ نیز به میزان ۱۰۰ درصد افزایش یافته بود. فروش اوراق یکی از راه‌های تأمین هزینه‌های دولت است که البته افزایش فروش اوراق می‌تواند فشار بر بازار سهام را بیشتر و آهنگ رشد بازار سرمایه را کمتر کند. توجه به این نکته بسیار مهم است که افزایش میزان تأمین مالی دولت از طریق اوراق بدهی و اسناد خزانه با سودهای بیش از ۲۰ درصد تضمینی به‌مثابه شمشیر دولبه‌ای است که از سویی منجر به افزایش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و از سوی دیگر، منجر به رقابت با بازار سهام می‌شود. به نظر می‌رسد سیاست مناسب در این باره مشابه همان سیاست فروش اوراق بهادار در سال ۱۴۰۱ باشد که از سویی با سیاست انقباضی فروش اوراق بهادار موجب رکود در بخش تولید نشود و از سوی دیگر، نرخ تورم نیز به شدت افزایشی نشود (قانون بودجه ۱۴۰۲).

- منابع حاصل از فروش واگذاری اموال منقول و غیرمنقول ۱۰۷ هزار و ۹۹۹ میلیارد تومان تعیین شده است که یک‌هشتم درآمدهای مالیاتی سال جاری دولت است. نکته شایان توجه، افزایش ۴برابری این درآمد نسبت به سال پیش است. منابع حاصل از واگذاری شرکت‌های دولتی نیز

مالیاتی وصول می‌شود و وظیفه پرداخت مالیات یادشده بر عهده تحویل‌گیرنده نهایی کالا با پشتوانه گواهی سپرده کالایی است. این موضوع به رونق و توسعه ابزارهای مالی، افزایش شفافیت و رقابت‌پذیری محصولات عرضه‌شده در بورس کمک می‌کند و منجر به کوتاه شدن دست واسطه‌ها از نقدینگی بخش تولید می‌شود. - برآورد دولت برای دریافت مالیات از نقل و انتقال سهام در سال ۱۴۰۲، عدد ۹ همت را نشان می‌دهد. این مالیات در سال ۱۴۰۱، ۱۷/۱ همت بود که از کاهش ۸۰ درصدی برخوردار است. این اقدام می‌تواند به‌عنوان مشوق و حمایتی مهم از بخش مولد اقتصاد باشد.

- بر اساس بند ب تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۴۰۲، به دولت اجازه داده شده است تا در سال جاری، ۱۸۵ هزار میلیارد تومان انواع اوراق مالی اسلامی (ریالی-ارزی) منتشر کند. بر اساس بند الف تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۴۰۲، به شرکت‌های دولتی اجازه داده می‌شود که با رعایت قوانین و مقررات و موازین شرعی تا سقف ۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق مالی اسلامی ریالی با تضمین و بازپرداخت اصل و سود توسط خود منتشر کنند تا برای طرح‌هایی که به تصویب شورای اقتصاد رسیده باشد، به مصرف برسانند. اسناد خزانه اسلامی منتشرشده با سررسید تا پایان سال ۱۴۰۵، به طلب‌کاران دستگاه‌های اجرایی بابت تأدیه مطالبات واگذار می‌شود. در سال ۱۴۰۱، دولت برای فروش

کسر یا با بهای خوراک آن‌ها تهاتر کند یا به اعتبار مالیاتی آن‌ها اضافه کند. موارد فوق در راستای حمایت از فعالیت‌های مولد و بخش تولید اقتصاد بسیار ضروری است.

- چنانچه دولت به هر دلیل قیمت فروش کالاها یا خدمات شرکت‌های سهامی عام را به قیمتی کمتر از قیمت بازار تکلیف کند، مکلف است مابه‌التفاوت قیمت تکلیفی و هزینه تمام‌شده را تعیین و از محل اعتبارات و منابع دولت در سال اجرای قانون بودجه پرداخت یا از بدهی این بنگاه‌ها به خود کسر کند یا معادل آن به بنگاه اعتبار مالیاتی اعطا کند.

- برخلاف سال‌های گذشته، در بودجه ۱۴۰۲، نرخ ارز به صورت شناور دیده شده است. این موضوع به کاهش التهابات در بازار ارز و جلوگیری از نوسانات آن کمک می‌کند.

### ۳- بررسی جنبه‌های امنیتی و تهدیدات اقتصادی

بی‌اعتمادی ایجادشده پس از سال ۱۳۹۹، اتخاذ سیاست‌های ناهماهنگ و متضاد از سوی دولت، نبود چشم‌انداز سیاسی و اقتصادی روشن و ناهماهنگی میان مدیران ارشد اقتصادی کشور، همگی سبب شدند تا بورس نتواند رشدی همگام با تورم و انتظارات تورمی داشته باشد و بنابراین، عملکرد شایان دفاعی در سال ۱۴۰۱ نداشت. مهم‌ترین عامل در این بین، اعتماد ازدست‌رفته نسبت به بازار سرمایه است. بر کسی پوشیده نیست که مهم‌ترین دارایی

از ۷۱ همت به ۱۰۶ همت رسیده است که افزایش بیش از ۴۰ درصدی را نشان می‌دهد. مناسب است در اجرای برنامه فروش و واگذاری سهام و اموال شرکت‌های دولتی، سازوکار بورس انتخاب شود که انتخابی قانونی، اجرایی و دارای نتیجه و پذیرش عمومی است. این کار موجب رفع نگرانی‌های ناشی از رانت‌جویی و فرصت‌طلبی نهادها و عوامل ذی‌نفع و ذی‌نفوذ و عدم بروز فساد می‌شود.

- نهاده‌های کشاورزی (کود و بذر) اعم از تولید داخلی و وارداتی در سال ۱۴۰۲، تنها به نرخ‌های مبتنی بر قیمت تمام‌شده و تک‌نرخ و در مورد اقلام عرضه‌شده در بورس کالا به نرخ‌های کشف‌شده عرضه می‌شوند. این کار موجب افزایش شفافیت و جلوگیری از رانت‌خواری در زمینه قیمت‌گذاری نهاده‌های کشاورزی می‌شود.

- در صنایع پالایشگاهی، پتروشیمی، فولادی، واحدهای تولید فلزات، کانی‌های فلزی، سیمانی و دیگر بنگاه‌هایی که مصادیق آن (با پیشنهاد شورای اقتصاد یا ستاد هماهنگی اقتصادی دولت) به تصویب هیئت وزیران می‌رسد، چنانچه قطعی انشعابات انرژی از جمله برق، گاز و... به دلیل عدم پیش‌بینی جایگزین مناسب موجب کاهش یا توقف تولید شود، دولت مکلف است زیان وارده ناشی از آن را تعیین و از محل اعتبارات و منابع دولت در سال اجرا (قانون بودجه) پرداخت کند یا از بدهی این بنگاه‌ها به دولت (مالیات یا بهای انرژی مصرفی)

با توجه به ضررهای سنگین برخی از افراد در سالیان گذشته، حس اعتماد عمومی به سیاست‌های اقتصادی دولت تقویت خواهد شد و سرمایه اجتماعی افزایش خواهد یافت.

### نتیجه‌گیری و پیشنهاد راهکارها

از جمله آثار رونق بورس بر اقتصاد می‌توان به قیمت‌گذاری واقعی و جلوگیری از واگذاری‌های پرحاشیه، ایجاد تعادل قیمت‌ها در بازار سرمایه، توسعه و عمق‌بخشی به بورس و جذب هرچه بیشتر نقدینگی سرگردان به سمت بازار اشاره کرد. هدایت نقدینگی به بورس و جلوگیری از سرازیر شدن آن در بازارهای واسطه‌ای مانند طلا، سکه، ارز و مسکن باعث ورود آن‌ها به سمت شرکت‌های صنعتی، تولیدی و خدماتی آن هم در بستری شفاف می‌شود که بر رشد اقتصاد و توسعه کشور تأثیرگذار است. رونق بازار سرمایه دارای آثار مثبت کوتاه‌مدت و بلندمدت هم برای سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در بازار و هم برای دولت و اقتصاد کلان کشور است. ریزش بازار سهام نیز پیامدهای منفی مانند از بین رفتن سرمایه‌های تعداد زیادی از مردم، خروج نقدینگی از بازار سرمایه و سرازیر شدن آن به سمت دیگر بخش‌های اقتصادی مانند دلار و سکه و در نتیجه، تشدید مشکلات تورمی و از بین رفتن اعتماد مردم به بورس و سیاست‌های دولت می‌شود. بازار سرمایه مانند دیگر بخش‌های اقتصادی به دلیل پیوند نزدیک با سرفصل‌های «واگذاری دارایی‌های مالی»، «تملک دارایی‌های سرمایه‌ای» و نیز

بازار سرمایه، امنیت و اعتماد به بستر سرمایه‌گذاری است. اگر موج بزرگ ورود فعالان جدید به بازار در سال ۱۳۹۹ به‌درستی مدیریت می‌شد، این بازار می‌توانست سال‌ها یکی از منابع مطمئن تأمین مالی مولد باشد که متأسفانه در عمل نه‌تنها این‌گونه نشد، بلکه این روزها با گذر زمان مشاهده می‌شود که این بازار از ارزش ذاتی خود فاصله زیادی گرفته و در قیاس با دیگر بازارها بازدهی پذیرفتنی نداشته است. عوامل مختلفی به لحاظ اقتصادی و غیراقتصادی بر بازار سرمایه مؤثر هستند که از آن جمله می‌توان به کسری بودجه دولت در سال ۱۴۰۲، رشد پایه پولی و نقدینگی، قیمت‌گذاری و سیاست‌های دستوری، انتشار اوراق بدهی دولتی، برجام، توافق ایران با همسایگان خود، قیمت‌های جهانی، تغییرات ژئوپلیتیک و خطرات نظامی و... اشاره کرد. بازار سرمایه ایران همواره با ریسک‌های بیشتری نسبت به دیگر بازارها همراه بوده که سبب جاماندن این بازار از دیگر بازارها شده است. یکی از مهم‌ترین ریسک‌های پیش روی بازار سهام موضوع مداخلات دولتی است. بازار سرمایه نسبت به بازارهای موازی، بیشتر تحت تأثیر تصمیمات دولت است و دولت کنترل بیشتری بر بازار دارد.

حمایت از بازار سرمایه و تأثیر آن بر امنیت اقتصادی از دو جنبه اقتصادی و سیاسی-امنیتی شایان بررسی است. از جنبه اقتصادی، در صورت ورود نقدینگی به بازار سرمایه افزون‌بر کاهش تورم شاهد ثبات نسبی در دیگر بازارهای موازی از جمله مسکن، ارز و خودرو خواهیم بود. از جنبه سیاسی-امنیتی نیز



سوددهی برخی از شرکت‌های بورسی عرضه‌کننده ارز در این بازار را بیشتر کند که از این طریق به کاهش نوسانات بازار ارز نیز کمک زیادی می‌شود.

**– شفافیت هرچه بیشتر در سیاست‌های اتخاذ شده در بازار سرمایه:** نیاز است اقدامات دولت در تمام حوزه‌ها از جمله هزینه شرکت‌های دولتی، سیاست‌های مالیاتی دولت در قبال شرکت‌ها، عوارض صادرات، سیاست‌های بانک مرکزی درباره جریان کسری بودجه، انتشار اوراق، نرخ سود و نرخ ارز و... به صورت شفاف اجرا شود تا ابهامات موجود در بازار سرمایه کمتر شود.

**– گسترش و توسعه ابزارهای مالی جدید:** با توجه به بزرگ شدن بازار سرمایه باید ابزارهای مالی متنوع و جدید ارائه شود. از جمله جدیدترین ابزارهای بازار سرمایه، فروش تعهدی، ابزار آتی سبد سهام و اختیار فروش و خرید تبعی است. با توجه به راه‌اندازی قابلیت فروش تعهدی این ابزار می‌تواند به کسب بازدهی در بازار منفی، کسب بازدهی بدون فروش سهم، افزایش نقدشوندگی و پوشش ریسک در زمان نزول بازار بینجامد که با ایجاد بسترهای مناسب می‌توان به موفقیت این ابزار در جذب فعالان بازار سرمایه امید داشت. ابزار آتی سبد سهام نیز به عنوان قراردادی برای معامله سبدهای از سهام مشخص با تعداد مشخص است که تاریخ سررسید معینی دارد و از ویژگی‌های آن می‌توان به امکان معامله دوطرفه و پوشش ریسک اشاره کرد که با افزایش حجم معاملات روی این ابزارها می‌توان نسبت به پوشش ریسک سبد دارایی‌ها اقدام کرد. اختیار فروش و

«سیاست‌گذاری‌های بخشی و کلان»، از سیاست‌های مالی دولت (در قالب بودجه) و اقدامات اجرایی آن تأثیر زیادی می‌پذیرد. در ادامه، راهکارهایی برای توسعه هرچه بیشتر بازار و برطرف شدن مشکلات کنونی آن با نگاهی به بودجه سال ۱۴۰۲ ارائه می‌شود.

**– حذف قیمت‌گذاری دستوری:** یکی از کارکردهای اصلی بورس کشف قیمت بر مبنای عرضه و تقاضا است. بنابراین، لازم است این کشف قیمت فارغ از هرگونه دخالتی باشد. در بورس، قیمت محصولات باید خروجی سازوکار بازار باشد تا نقطه تعادلی میان عرضه و تقاضا ایجاد شود. با توجه به تعهداتی که مجلس و دولت در برابر بازار سرمایه و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس دارند، لازم است حذف قیمت‌گذاری دستوری در دستور کار قرار گیرد. با این اقدام، بازار سرمایه از وضعیت رو به کاهش به سمت ثبات و افزایش و رشد شاخص‌های بورسی در تمام جهتها حرکت می‌کند. به‌رغم شفافیت بسیاری زیادی که در بورس کالا وجود دارد، متأسفانه هنوز بسیاری از قیمت‌گذاری‌ها را نهادهای موازی و بعضاً ذی‌نفع در موضوع مورد بررسی انجام می‌دهند. مناسب است در قوانین بالادستی مانند تنظیم بودجه‌های سنواتی، قیمت‌گذاری کالاها به سازوکار بورس کالا سپرده شود.

**– اتخاذ سیاست‌های شفاف در خصوص بازار ارز:** یکی از عوامل بسیار مهم و اثرگذار بر بازار بورس، وضعیت نرخ ارز است. بازار بورس از دلار نیمایی و توافقی تأثیر زیادی می‌پذیرد. نزدیک شدن این دو نرخ و فاصله کم آن‌ها در صورت استمرار می‌تواند

مالی برای به دست آوردن بازدهی مضاعف از سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند. این صندوق هم‌زمان از دو سازوکار «صدور و ابطال» و «قابل معامله در بورس» برای سرمایه‌گذاری و انتقال مالکیت واحدها استفاده می‌کند. سازوکار نوع واحدهای این صندوق با سطح ریسک آن‌ها ارتباط دارد. به این صورت که واحدهای صدور و ابطالی را واحدهای بدون ریسک و واحدهای قابل معامله در بورس را واحدهای پریسک در نظر می‌گیرند. پرتفوی این صندوق‌ها را عمدتاً سهام و حق تقدم سهام تشکیل می‌دهد.

#### منابع

- شرکت بورس و اوراق بهادار تهران (۱۴۰۱). خلاصه آمار معاملات:  
<https://tse.ir/archive.html#/cash>
- بورس و اوراق بهادار تهران (۱۴۰۲). خلاصه آمار معاملات:  
<https://tse.ir/archive.html#/cash>
- مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۲). قانون بودجه:  
<https://media.dotic.ir/uploads/org/2023/03/25/167972778389102300.pdf>

خرید تبعی نیز از ابزارهای مالی جدید بازار سرمایه به شمار می‌آید که ویژگی‌های نزدیک اختیارات معامله در بازارهای بین‌المللی را دارند. این ابزار با توجه به اینکه نوعی بیمه سهام است که شرکت‌ها به فروش می‌رسانند، شرکت ناشر متعهد می‌شود تعداد معینی از سهام را به قیمت اعمال در زمان مشخص، از سهام‌داران دارنده اختیار خریداری کند یا به آن‌ها بفروشد.

- **راه‌اندازی بازار آتی سهام:** بیشتر بورس‌های مطرح دنیا در کنار بازار اصلی خود، بازار آتی سهام نیز دارند. اختیار تبعی و بیمه سهام نمی‌تواند جای بازار اختیار واقعی را بگیرد. با نبود بازار آتی‌ها معاملات در بازار بورس تهران فقط در سمت خرید سود می‌دهد و چون بازار دوطرفه نیست و امکان فروش وجود ندارد، در مواقع اصلاحات و نوسانات نزولی، با خروج و فرار سرمایه، کاهش نقدشوندگی و طولانی شدن زمان اصلاحات مواجه می‌شویم. در واقع، سرمایه‌گذار در موج‌های اصلاح نزولی در این بازار یک‌طرفه امکان معامله مؤثر و کسب سود یا متعادل کردن موقعیت‌های خرید و فروش برای کاهش ریسک را ندارد.

- **استفاده از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی:** با توجه به گسترش ابزارها و ظرفیت‌های جدید در بازار سرمایه، می‌توان از این کانال‌ها در راستای سرمایه‌گذاری استفاده کرد. برای مثال، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اهرمی می‌تواند گزینه جذابی برای سرمایه‌گذاری باشد. صندوق اهرمی نوعی صندوق سرمایه‌گذاری است که از تکنیک اهرم