

اوراق قرضه و جایگاه آن در بازار سرمایه کشور

یونس سام‌دلیری و رافیک نظریان

بخش دوم

یکی از عمده‌ترین بیاعدهای کارایی بازار این است که از منابع موجود به بهترین وجه، و به نسکی بهینه و مطلوب بهره‌برداری شود.

سرمایه‌ای جدید در کشور منجر می‌شود. جذب بورفتولیوهای خارجی از «بازارهای سرمایه تازه ظهور یافته» نیز حایز اهمیت است. بازار مزبور در تعیین عملکرد بازار سهام سرمایه، می‌تواند نشانه‌های قابل استفاده‌ای را ارایه دهد.

برخی از مشخصات بازارهای سرمایه تازه ظهور یافته در کشورهای در حال توسعه:

- این بازارها اصطلاحاً از «نازکی» برخوردارند، یعنی حتی جایی که تعداد کمی از شرکت‌های قدیمی وجود داشته باشند، نسبت اندکی از کل سرمایه موجود در اقتصاد را مورد بهره‌برداری قرار می‌دهند.

- این بازارها به دشواری زیاد «نقد شونده» و یا به عبارتی، غیرنقدی هستند. تجارت تنها در زیرمجموعه کوچکی از شرکت‌های ثبت شده در این بازارها متمرکز می‌باشد.

- این بازارها، بسیار «مواج» هستند. نرخ میانگین تغییرات هفتگی در شاخص قیمت‌های بازار مزبور، بیشتر از بازارهای توسعه یافته است.

- این بازارها مستعد «حباب سفته‌بازی» و متعاقباً سرنگونی هستند.

- این بازارها نسبت به فعالیت‌های نامسروع و فریب‌آمیز، آسیب‌پذیرند.

مطلب مهمی که در اینجا باید متذکر شد. این است که رشد بازارهای سهام، باید در کنار تغییرات بنیادی در اقتصاد کلان و اصلاحات ساختاری صورت پذیرد و در غیر اینصورت، توفیق چندان برای بازار سهام متصور نخواهد بود. تعدیل در ساختار مالی و

الف - بازار سهام: علاوه بر منافع مشارکت در ریسک سهام سرمایه، انتقال به یک اقتصاد بازار، موجب ایجاد انگیزه‌های مخصوص و استثنایی برای پیشرفت بازارهای سهام تحت عنوان «خصوصی‌سازی» می‌شود. رشد و پیشرفت یک بازار سهام، امری مشکل و زمان‌بر است، ولی مسوولان امور اقتصادی باید شرایط بوجود آمدن چنین بازار کارایی را فراهم سازند. در اینجا یکبار دیگر نقش دولت در کنار نیروهای حاکم بر بازار، در بازار سرمایه معلوم می‌شود. البته نقش عوامل مؤثر بر عرضه و تقاضای سهام در بازار مذکور را نیز می‌باید کاملاً در نظر گرفت، یعنی می‌باید نقش نرخ بهره، سیاست‌های مالیاتی، نقش بورفتولیوهای سرمایه‌گذاران و عوامل نهادی را در بررسی عملکرد بازار سهام مورد توجه قرار داد. انگیزه سرمایه‌گذاری در چنین بازاری، زمانی افزایش می‌یابد که نرخ واقعی بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از نرخ بازده سیرده‌گذاری بانکی باشد. نرخ واقعی بازده سرمایه‌گذاری، برابر است با سود سهام پس از کسر مالیات، به اضافه سود سرمایه منهای نرخ تورم.

نقش بازار مزبور را در تأمین مالی شرکت‌ها به قرار زیر می‌توان خلاصه کرد:

(۱) بازار سهام می‌تواند از طریق کنترل روند سرمایه‌گذاری‌ها به وسیله تغییرات قیمت سهام و همچنین، ادغام شرکت‌ها در یکدیگر، تأثیر قابل توجهی را بر عملکرد سرمایه‌گذاری‌ها بر جای گذارد.

(۲) بازار سهام قادر است که مخاطرات (ریسک) ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها را میان سهامداران توزیع نماید و از این طریق، موجب افزایش سرمایه‌گذاری‌های مولد و متعاقباً افزایش رشد و توسعه اقتصادی شود.

(۳) بازار سهام، از طریق جذب دارایی‌های (بورفتولیوهای) خارجی، به افزایش عرضه منابع

نقش بازارهای سرمایه، اهداف اصلی بازار سرمایه و مفهوم اساسی آن، عوامل مؤثر بر کارایی بازارهای سرمایه و ویژگی‌های مهم آن، سرمایه‌گذاری به وسیله اوراق سهام و قرضه، و سرانجام، بازار سرمایه و اوراق قرضه، عناوین مطالبی بودند که در بخش اول ملاحظه کردید. اینک به ادامه بحث درباره بازارهای سرمایه می‌پردازیم.

بانک و اقتصاد

نقش بازارهای سرمایه در آزادسازی: بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه، نقش‌های گوناگونی را به شرح زیر در فرآیند توسعه ایفا می‌نمایند:

الف) هموار نمودن فرآیند خصوصی‌سازی.
ب) فراهم آوردن سرمایه و تأمین مالی بلندمدت برای بدهی‌ها به منظور بازسازی، تغییر ساختار و اصلاح شرکت‌های دولتی در مرحله خصوصی‌سازی.

پ) فراهم آوردن مکانیزمی برای تأمین مالی غیرتورمی برای دولت، جهت تأمین هزینه‌های عمومی و بهبود کسر بودجه.

ت) جذب پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران سازمانی^(۴) داخلی و خارجی.

بازارهای سرمایه با ابزارهایی از قبیل تنوع در بورفتولیوهایشان موجب تشویق پس‌اندازکنندگان و حرکت منابع می‌شوند. این بازارها از بخش‌های متنوعی تشکیل می‌شوند که بخشی از آنها به قرار زیر است:

الف) بازار سهام.

ب) بازار اوراق قرضه.

نمی‌سازد. عدم امکان انجام سرمایه‌گذاری‌های بنیادی باعث شده است که پاره‌ای از امکانات بالقوه کشور همچنان به صورت بکر و دست نخورده باقی بمانند و دلیل آن هم کمبود منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشد.

اتکای صرف به منابع بخش دولتی نمی‌تواند راهگشای مشکلات ناشی از کمبود سرمایه‌گذاری‌های بنیادی باشد، بدین خاطر، ضروریست تا از مکانیزم‌ها و شیوه‌های شناخته شده که در تمامی بورس‌های اوراق بهادار جهان مورد عمل قرار می‌گیرند، استفاده شود.

با وجود این، با توجه به نقدینگی فراوان در بازار سوازی پول و سرمایه کشور، امکان موفقیت

اولیه و بازار ثانویه. بازار اولیه، بازاری است که در آن، اوراق بهادار برای اولین بار معامله می‌شود و شرکت‌ها سرمایه مورد نیاز خود را از آنجا بدست می‌آورند. بازار ثانویه، بازاری است که در آن، اوراق بهادار قدیمی و موجود، مجدداً دست به دست شده و مورد معامله قرار می‌گیرند. هر چند که هدف اصلی، تخصیص مطلوب و بهینه منابع در بازار اول است، اما چنین امری عملی نیست، مگر اینکه بازار ثانویه از کارایی بسیار بالایی برخوردار باشد.

موانع و مشکلات بازارهای سرمایه در ایران

حداقل در ربع قرن اخیر در کشور، سال‌هایی که درآمد حاصل از صادرات نفت بالا بوده است، میزان تشکیل سرمایه نیز روند صعودی پیموده و به عکس، در زمان کاهش درآمدهای نفتی، میزان تشکیل سرمایه روند نزولی داشته است. تحمل فشار ناشی از اجرای پروژه‌های جدید عمرانی از طریق بودجه عمرانی کشور و مکانیزم‌های اجرایی دولتی و یا شبه دولتی، از یکطرف، موجب بالا رفتن میزان استقراض مستقیم دولت و از طرف دیگر، سرمایه‌گذاری بیشتر سیستم بانکی در پروژه‌های عمرانی و صنعتی می‌شود. ترکیب دو عنصر بالا باعث می‌شود که میزان نقدینگی درون سیستم پولی کشور شدیداً افزایش یابد. مجموعه فوق باعث می‌شود که میزان تشکیل سرمایه در تولید ناخالص داخلی شدیداً کاهش یابد، به طوری که در سال ۱۳۶۷ میزان تشکیل سرمایه شدیداً کاهش یافته و از بالاترین حد نصاب خود که مربوط به سال ۱۳۵۵ و برابر با ۳۱ درصد بودجه بود، به ۱۴/۷ درصد تنزل یافته است. لذا ضروریست که با ابزارهای مالی موجود سعی بر حل این مشکل شود، چون از یکطرف، نیازهای جامعه روبه افزایش است و از طرف دیگر، درآمدهای دولت امکانات کافی برای رویارویی با سرمایه‌گذاری‌های جدید و بنیادی را فراهم

بودجه‌های کشور، اصلاح سیاست‌های مالیاتی، کنترل نرخ تورم و تثبیت قیمت‌ها، تعدیل حساب‌های خارجی، بهبود پس‌اندازهای داخلی و بالاخره استفاده مؤثر از سیاست‌های پولی و ابزارهای آن همگی به رشد بازار سهام و افزایش سودآوری آن منجر می‌شوند و متعاقباً به رشد و توسعه اقتصادی منجر خواهند شد.

ب - بازار اوراق قرضه: در بازارهای سرمایه پیشرفته، شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق قرضه می‌توانند به افزایش سرمایه مبادرت ورزند. جذابیت چنین ابزاری در این است که آنها از این طریق می‌توانند از منابع مالی ارزانتر و انعطاف‌پذیرتر - در مقایسه با وام‌های بانکی - بهره‌مند شوند، چرا که نقش واسطه‌گری میان شرکت و سرمایه‌گذاران نهایی کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران، بدین دلیل مایل به نگهداری اوراق قرضه شرکت‌ها هستند که این اوراق از نرخ بازدهی قابل توجهی برخوردارند و دارایی‌های قابل معامله‌ای محسوب می‌شوند و در مقایسه با پس‌اندازهای بانکی، از خاصیت نقدینگی کمتری برخوردار می‌باشند. به علاوه، بروز بحران بدهی‌ها و خطرات ناشی از استقراض، جذابیت استفاده از بازارهای اوراق قرضه و سهام را بیشتر می‌کند.

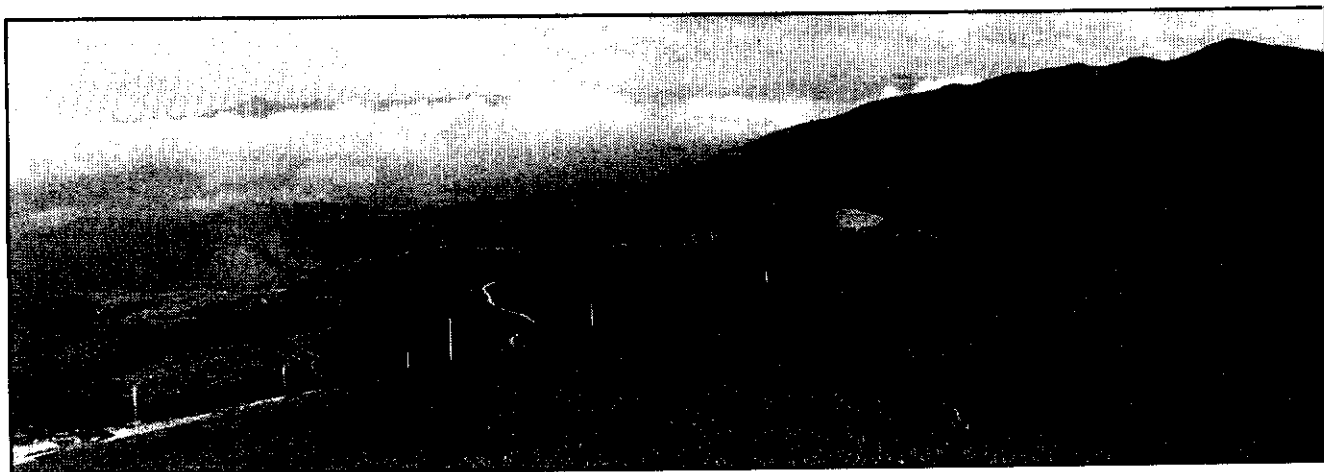
نتایج کارایی بازار سرمایه: یکی از عمده‌ترین پیامدهای کارایی بازار این است که از منابع موجود به بهترین وجه، و به شکلی بهینه و مطلوب بهره‌برداری شود. یکی از وظایف مهم بازار سرمایه می‌باید تأمین مالی شرکت‌ها و نهادها باشد، و بازار سرمایه باید این ویژگی را داشته باشد که شرکت‌های نیازمند بتوانند سرمایه لازم خود را تأمین کنند و شرکت‌هایی که به راستی نباید منابع تازه بدست آورند، و پروژه‌های آنها توازن معقولی از بازده و خطر ندارد، از دستیابی به منابع جدید در بازار محروم شوند.

بازار سرمایه به دو بازار تقسیم می‌شود: بازار

○ **اتکای صرف به منابع بخش دولتی نمی‌تواند راهگشای مشکلات ناشی از کمبود سرمایه‌گذاری‌های بنیادی باشد.**

پذیره‌نویسی سهام شرکت‌های جدیدالتأسیس که می‌توانند مجری طرح‌هایی مانند بزرگراه‌ها، فرودگاه‌ها، پروژه‌های صنعتی و خدماتی باشند، وجود دارد و می‌توان با اعمال پاره‌ای تمهیدات و پیش‌بینی‌های قانونی و اجرایی مانند پرداخت سود سالانه و فراهم آوردن امکان معاملات اینگونه سهام، موجبات استقبال عامه مردم و همچنین، مؤسسات سرمایه‌گذاری و بانک‌ها در زمینه سرمایه‌گذاری در پروژه‌های عمرانی را فراهم آورد، زیرا همواره طولانی‌بودن مدت اجرای اینگونه طرح‌ها و در نتیجه، عدم سودآوری آنها در کوتاه‌مدت، از مشکلات اساسی عدم استقبال مردم از اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها بوده است.

بنابراین، با رفع مشکلات یاد شده، بدون شک، می‌توان بر موانع موجود بر سر راه سرمایه‌گذاری‌های



تولیدی و عمرانی چیره شد و زمینه افزایش تشکیل سرمایه ملی را فراهم ساخت و بدین وسیله، افراد حقیقی و حقوقی خواهند توانست علیرغم عدم بهره‌برداری از طرحی که سهام آنرا پذیره‌نویسی کرده‌اند و در نتیجه، عدم امکان دریافت سود سهام، از تفاوت قیمت سهام بهره جویند.

اهم موانع و مشکلات بازارهای سرمایه در ایران (۴):

۱- قوانینی که تحت لوای آن بازار پول و سرمایه فعالیت می‌کند، غالباً روشن نبوده و اجرای آن منطقی نیست. در اجرای قوانین، انعطاف اداری زیادی وجود دارد. علیرغم آنکه انعطاف در بعضی موارد خوب است، لیکن در بازارهای مالی و سرمایه اعمال نظریات شخصی می‌تواند مبنای اعتماد و اتکای شرکت‌کنندگان در بازار را سست نماید. بیشتر از هر بازار دیگری، معاملات مالی، که معامله در زمان است، احتیاج به اعتماد و شفافیت دارد.

۲- در حال حاضر، رقابت سالم و کافی بین مؤسسات مالی و سرمایه‌ای وجود ندارد و در بعضی از بازارها، به دلیل فقدان ابزارهای جدید، بازارهای مالی و سرمایه تحت نفوذ بانک‌های دولتی هستند که علاقه کمی برای رقابت با یکدیگر دارند.

۳- سلب مالکیت شرکت‌های دولتی از طریق بورس نتوانسته است به هدف‌های اولیه خود برسد. با اینکه یک انتقال مالکیت قابل تمجید که در پروسه‌ای از شفافیت نسبی انجام گرفته، وجود داشته، کنترل مؤثر، به وسیله داشتن سهام مؤسسات مالی دولتی، هنوز در دست دولت است. تغییر مدیریت، به گونه‌ای که بتواند کارایی را بالا ببرد، در بیشتر موارد اتفاق نیفتاده است. ضمناً بخشی از مشکلات، مربوط به قوانینی است که بازار بورس تحت لوای آنها به فعالیت خود مشغول است.

۴- در اکثر سیستم‌های مالی، نرخ سود اوراق قرضه دولتی که به وسیله بازار تعیین شده، می‌تواند حداقل وسیله‌ای باشد برای مقایسه سایر سرمایه‌گذاری‌ها. در ایران تاکنون، هیچگونه نرخ برگشت سرمایه مشابهی که بشود برای این منظور استفاده شود، وجود ندارد.

۵- نرخ تورم زیاد، توسعه بازار پول و سرمایه را کند می‌کند. نرخ سود از قبل تعیین شده بر روی دارایی‌های نقدی هم مشکل را بیشتر می‌کند. این نرخ سود در حالت واقعی منفی است و جذابیت پس‌انداز در بانک را کاهش داده و درخواست برای تسهیلات بانکی را افزایش می‌دهد.

۶- با در نظر گرفتن نوع دارایی‌های مالی و سرمایه‌ای در ایران، نرخ تورم بالا، سرمایه‌گذار را در انبار کردن فیزیکی کالا و املاک تشویق می‌کند، به

خصوص، سرمایه‌گذاران سازمانی (مثل صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه) در صورتی که به دلیل تورم ارزش واقعی دارایی‌های مالی‌شان در حال کاهش بوده و باعث کاهش مبنای سرمایه‌ای آنها شود، در صدد هستند که مقدار دارایی‌های مالی خود را کاهش دهند. بی‌فایده نیست اگر به رشد دارایی‌های ملکی سرمایه‌گذاران سازمانی نیز توجه شود.

۷- سطح تقریباً بالای اندوخته‌های قانونی می‌تواند مانع مؤثری در رشد بازار مالی باشد. اندوخته‌های قانونی به منزله یک نوع مالیات بر واسطه‌گری مالی است. اگر نرخ سود آزاد شود، سطح فعلی این مالیات می‌تواند به عنوان عامل مهم بازدارنده در بسیج پس‌اندازها توسط سازمان‌های مالی تلقی شود.

۸- بانک مرکزی متعهد به انجام چندین فعالیت شده است که خارج از اموری است که معمولاً بانک‌های مرکزی انجام می‌دهند. یکی از این امور، اعطای تسهیلات اعتباری مستقیم به واحدهای دولتی است. این وام‌ها باعث تولید بول بر قدرت می‌شود که ممکن است بانک مرکزی را از نقش سیاست‌گذاری مالی خود دور سازد.

۹- تأخیر در پرداخت اعتبارات اسنادی تجاری مطمئناً یکی از مسایل مهم و جدی در معاملات مالی ایران در صحنه بین‌المللی است و تا زمانی که این تأخیر حل نشود، دسترسی ایران به اکثر منابع پولی خارجی با هزینه‌های عادلانه مشکل خواهد بود.

۱۰- در گذشته خیلی نزدیک، بیشتر کمک‌های مالی خارجی، از منابع خارجی به سوی سازمان‌های دولتی ایران سرازیر شده بود (که شامل شرکت‌های خصوصی زیر نظر سازمان‌های دولتی نیز می‌شود). یکی از منابع مؤثر و با ارزش کمک‌های مالی خارجی برای شرکت‌های خصوصی ایران، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. در شرایط فعلی، تعدادی از خارجی‌ان علاقمند به سرمایه‌گذاری در ایران هستند، لیکن قوانین فعلی را نامشخص می‌بندارند.

۱۱- بررسی اولیه گروه بانک جهانی از قوانینی که بر روی بازار سرمایه می‌تواند اثر داشته باشد، مانند قانون مدنی، قانون تجارت و شرکت‌های سهامی، قانون پولی و بانکی، قانون بازار بورس، قانون بانکداری بدون ربا، قانون کار و غیره حاکی از این است که ایران از چارچوب قانونی خوبی برای رشد بازار سرمایه برخوردار است. به طور مثال، قانون مدنی، قانون تجارت و شرکت‌های سهامی، قوانینی هستند که در طول زمان توانسته‌اند به خوبی جوابگوی

احتیاجات باشند، ولی به نظر می‌رسد که در بعضی موارد، برای رشد بازار سرمایه احتیاج به تغییرات اساسی خواهد بود تا محیط مناسبی به وجود آید.

۱۲- در مورد قوانین جدید، شاید در زمان خود توانسته باشند به اهداف در نظر گرفته شده جواب دهند، لیکن به نظر می‌رسد که برای اجرای مناسب‌تر قوانین بهتر خواهد بود که شرایط و استانداردهایی که لازمه راهنمایی مجریان و مخاطبان قانون در اجرای آن است، در متن قانون گنجانده شود.

۱۳- در ارتباط با خصوصی‌سازی، روش‌های مختلف زیر انجام گرفته است:

الف) عرضه مستقیم به بخش خصوصی (مذاکره).

ب) پیشنهاد مزایده عمومی.

ب) فروش سهام در بازار بورس تهران.

این روش‌ها که بر حسب شرایط سهام قابل واگذاری انجام گرفته، در برگیرنده انتقال مؤثر مدیریت و مالکیت نبوده است.

۱۴- خصوصی‌سازی از طریق ثبت‌نام در بورس - لاقلاً در بعضی موارد ذکر شده در زیر - به نظر می‌رسد که چندان مؤثر نبوده است. علیرغم اینکه فلسفه اولیه خصوصی‌سازی در ایران، بهبود راندمان بلندمدت شرکت‌ها از طریق انتقال به بخش خصوصی است، ولی به نظر می‌رسد که علت انجام آن از طریق بورس تا حدی تمایل به طرف جذب درآمد بوده است. این تمایل و تعصب را می‌شود در قیمت بالایی که روی شرکت‌ها در مرحله ارزیابی گذاشته‌اند، مشاهده کرد. به همین دلیل، بخش خصوصی نه مالکیتی دارد و نه در خرید و فروش وسیع سهام شرکت‌هایی که قبلاً دولتی بوده‌اند، دخالت می‌کند.

۱۵- هیچ تغییر اساسی در مدیریت نیز اعمال نشده است. اکثر مدیران همان مدیران قبلی هستند. پاداش آنها هنوز با کارایی‌شان ارتباطی ندارد و استراتژی شرکت آنها به نظر می‌رسد که تغییر اساسی نکرده است. حتی برای بعضی واحدها، باقی ماندن هزینه‌های ورودی پارانه‌ای و قیمت‌های کنترل شده خروجی به بازار، باعث کاهش بیشتر در تشویق مدیریت بهتر شده است.

۱۶- غالب کارآفرینان کشور، علاقه خاصی نسبت به سرمایه‌گذاری یا خرید و فروش در بورس تهران ندارند. خیلی از آنها بر این عقیده‌اند که هنوز اختصاص اعتبار و ارز از مرکز کنترل شده و اهمیت بیشتری به بخش دولتی داده می‌شود. بعضی‌ها مجبورند به بازار موازی مراجعه کنند (البته اگر به آن دسترسی داشته باشند). ضمناً به مقدار زیادی از اندوخته‌های اشخاص خصوصی نزد بانک‌های دولتی، سود تعدیل شده منفی تعلق می‌گیرد که دلیل آن

عمدتاً کمبود اطلاعات، عدم اطمینان و دسترسی به بازارهای موازی می‌باشد.

۱۷- بانک‌ها و تخصیص اعتبار:

الف) فقدان کمک‌های بانکی میان‌مدت و بلندمدت. بخشی از آن به دلیل کمبود ارز خارجی که منبع مالی قسمت عمده‌ای از واردات خارجی اکثر پروژه‌های سرمایه‌ای را تشکیل می‌دهد، بوده و قسمتی نیز به خاطر کمبود ابزارهای اعتباری است که فعلاً وجود دارد.

ب) سیاست‌های اعتباری بخش بانکی هنوز تا حد زیادی به وسیله هدف‌های اعتباری اولویت‌بندی شده که هیأت دولت آنرا تعیین کرده و به وسیله بانک مرکزی پیشنهاد می‌شود. این سیاست‌ها به گونه‌ای طراحی شده‌اند که تخصیص تسهیلات اعتباری به طور ضمنی و نه بر مبنای تصمیمات درست وام‌دهی، انجام می‌شود.

پ) به دلیل هدف‌های تخصیصی و دخالت‌های ناگهانی بانک مرکزی، استقلال بانک‌های تجاری در تصمیمات وام‌دهی محدود شده است.

ت) صلاحیت و تجربه بانکداران در موارد تجزیه و تحلیل ریسک اعتباری و مدیریت ریسک‌پذیری ارزش‌های خارجی تا آنجایی که بخش خصوصی آنرا می‌شناسد، به نظر نا کافی می‌آید.

ث) طبقه‌بندی فعلی حقوق و تسهیقات مالی مدیران رده بالا در بانک‌های دولتی به گونه‌ایست که به نظر نمی‌آید بتوانند افراد با قابلیت بالا را جلب یا حفظ نمایند.

۱۸- سرمایه‌گذاران سازمانی مستمل بر شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق تأمین اجتماعی است و هیچگونه صندوق انکابی (Mutual Fund) و یا یونیت‌تر است (Unit Trust) در حال فعالیت وجود ندارد.

۱۹- تمام شرکت‌های بیمه متعلق به دولت بوده و همگی بیمه‌نامه عمومی و بیمه عمر گروهی

کوتاه‌مدت می‌فروشند. مقدار فروش بیمه عمر فردی نیز بسیار کم است. بیمه تمام عمر (Whole Life) و بیمه عمر متصل شده به سرمایه‌گذاری (Endowment) اصلاً وجود ندارد. حق بیمه عمر حدود ۱۰ درصد از کل حقوق دریافت شده در سال است. انطباق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها به وسیله شرکت‌های بیمه نتوانسته است عرضه زیادی از منابع بلندمدت، به عنوان نسبتی از کل دارایی‌ها را فراهم آورد.

۲۰- در حال حاضر، تعدادی صندوق عمومی برای بازنشستگی و تأمین اجتماعی وجود دارد که مهمترین آنها، صندوق بازنشستگی کشوری، صندوق بازنشستگی ارتش و صندوق تأمین اجتماعی است. صندوق بازنشستگی کشوری از سال ۱۳۷۲ شروع به سرمایه‌گذاری قسمتی از منابع مالی تخصیص نیافته خود در بازار بورس، زمین و املاک و مالکیت مستقیم شرکت‌ها کرده است. قسمتی از شرکت‌هایی که در بورتفولیوی صندوق بازنشستگی کشور است. به وسیله دولت، در مقابل منابع مالی نقدی که قبلاً صندوق مجبور به پس‌انداز کردن آنها بوده، داده شده است. سطح واقعی سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری مشخص نیست و در صورت کمبود منابع، صندوق بازنشستگی کشوری می‌تواند به منابع مالی که مستقیماً از بودجه دولت انتقال می‌یابد، روی آورد.

۲۱- از بازار بورس اوراق بهادار تهران بیشتر برای «معرفی عمومی ثانویه» سهام که در برنامه خصوصی‌سازی دولت بوده، استفاده شده است. صدور آنها هم به صورت «شیرفلکه‌ای» و یا «دستجاتی» بوده است. همانطور که جریان آب به وسیله شیرآب کنترل می‌شود، فروشندگان سهام نیز هر زمان که مایل بوده‌اند، سهام را وارد بازار کرده‌اند و به این طریق، جریان عرضه و تقاضا را در کنترل خود دارند تا بتوانند بر قیمت سهام نفوذ بیشتری داشته باشند و

این روش، خلاف قوانین حاکم بر بورس بیشتر کشورهای دنیا است. دستورات اجرایی فعلی، برای سلب مالکیت شرکت‌های دولتی از طریق بورس، نمی‌تواند به روند انتقال صحیح مالکیت به وسیله عرضه زیاد سهام اطمینان بدهد. عرضه عمومی سهام نتوانسته است سرمایه جدیدی را تولید کند، چون در سال‌های اخیر، عرضه اولیه سهام مهمی وجود نداشته است.

۲۲- نتیجه سلب مالکیت شرکت‌های دولتی از طریق بورس در اغلب موارد آن بوده که مالکیت آنها در سطح وسیعی بین شرکت‌های مالی دولتی توزیع شود. کنترل شرکت از طریق جمع‌آوری سهامداران در مجمع عمومی هم نتوانسته تغییری در مدیریت بالای شرکت‌های خصوصی شده بدهد، ضمن آنکه موجب ایجاد و تغییری در ساختار فعالیت شرکت‌ها نیز نشده است. مالکیت سهام به وسیله اشخاص خصوصی تقریباً در خور توجه نیست و بیشتر مربوط به فروش سهام ذخیره شده برای کارمندان شرکت‌های خصوصی شده می‌باشد.

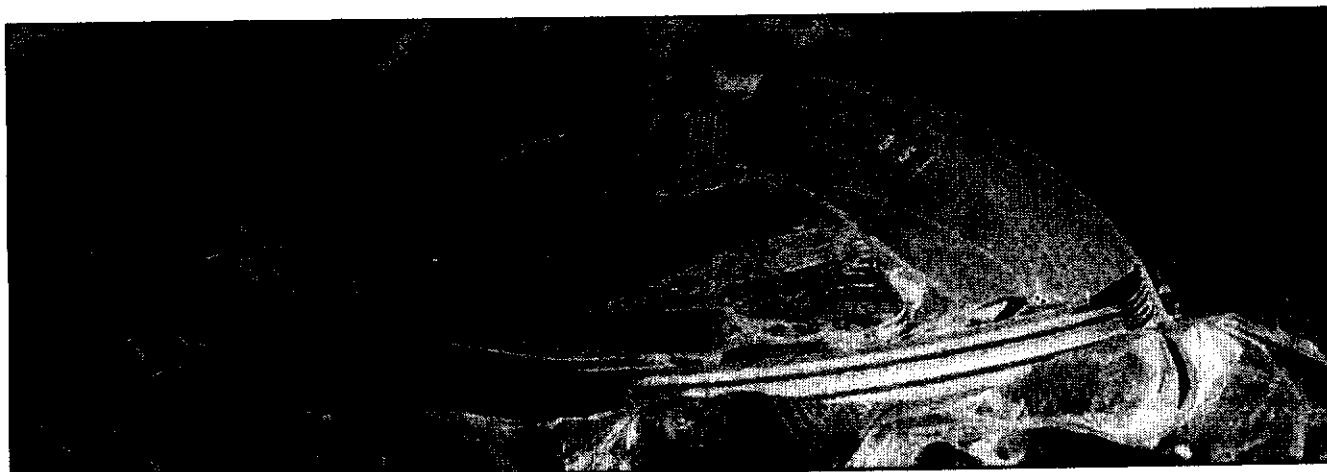
۲۳- در بورس اوراق بهادار تهران، افشای اطلاعات استاندارد شده نیست و اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده به راحتی قابل دسترس برای سهامداران خصوصی نمی‌باشد.

۲۴- عدم تشخیص تفاوت بین عرضه ثانویه و معاملات ثانویه در آیین‌نامه بورس کمکی به حمایت از سرمایه‌گذار و تشخیص دقیق سطح نقدینگی بازار نمی‌کند.

زیر نویس‌ها

3) Institutional Investors.

۳) سمینار بررسی مسایل مالی و بازار سرمایه در ایران / شرکت بیمه ایران / ۱۵ آذر ۱۳۷۲ / اصفهان.

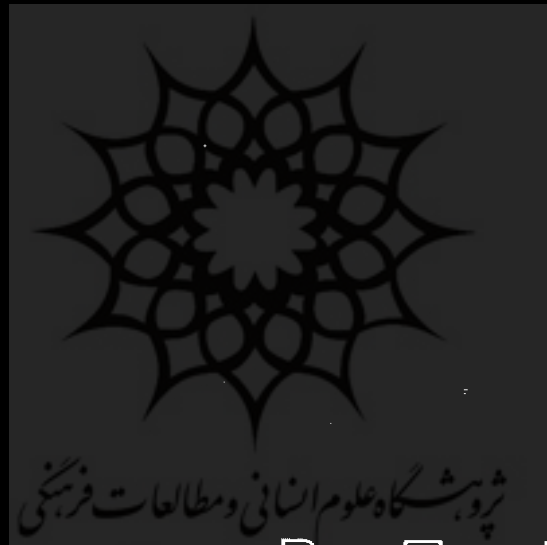


مترجم پارس

عمومی + تخصصی

نرم افزار ترجمه متن انگلیسی به جمله‌های فارسی قابل توجه

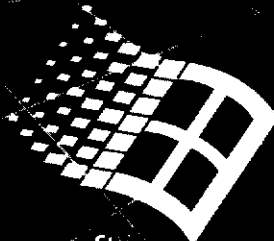
مراکز علمی ، تحقیقاتی ، آموزشی ، مدیران ، مترجمین ، دانشجویان
و شما که درک سریع و ساده از مطلب انگلیسی را فواید



Pars Translator

English to Persian Translation Software

روایتی نو
از
ترجمه
ماشینی



Microsoft
Windows 95+
COMPATIBLE

مدیریت و برنامه ریزی
اقتصاد و مدیریت
بازرگانی و تجارت
حقوق و قوانین
حسابداری
روزنامه نگاری
تجارت هوایی
علوم بانکداری

مهندسی برق و الکترونیک
مهندسی مکانیک
مهندسی نساجی
مهندسی عمران / شهرسازی
مهندسی متالورژی
مهندسی معدن
مهندسی آب و آبرسانی
مهندسی صنایع

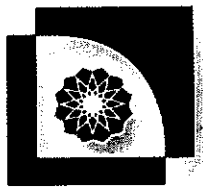
کامپیوتر
فنی و مهندسی
نفث و گاز
کشاورزی و شیلات
ریست شناسی
صنایع غذایی
علوم نظامی
علوم پزشکی

روان شناسی
تاریخ ادیان
علوم سیاسی
فلسفه
جامعه شناسی
برنامه ریزی شهری و منط
دانش شناسی و آموزش
کیمیا شناسی و نجوم
کوه شناسی

تربیت بدنی
زمین شناسی
زبان شناسی
علوم تربیتی و آموزش
هنرهای تجسمی
و



تلفن: ۰۲۱-۲۳۱۰۷۲۰۹۱۱ و ۶۴۱۳۶۵۷
نمابر: ۶۴۱۳۶۵۷
پست الکترونیک: Info@mabnasoft.com
Http://www.mabnasoft.com



بانک سامان

Saman Bank Corporation

با استعانت از خداوند متعال، موسسه اعتباری سامان اقتصاد که در سال ۱۳۷۸ بعنوان اولین موسسه اعتباری عمومی شروع به فعالیت نموده بود، در مرداد ماه سال ۱۳۸۱ موفق به اخذ مجوز تبدیل به بانک خصوصی از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تحت نام بانک سامان گردید.



بانک سامان در ادامه فعالیت و با بهره گیری از اعتماد عمومی به عملکرد قبلی خود و با اتکا، به پشتوانه قوی دانش تکنولوژی در بانکداری مدرن ارائه دهنده خدماتی بشرح زیر میباشد:

پرداخت حداقل ۳٪ سود بیشتر به سپرده های سرمایه گذاری

ارائه خدمات اعتبار در حساب و حسابهای پشتیبان

اعطای تسهیلات در بخش های اشتغالزای

اعطای تسهیلات خرید اتومبیل، مسکن، خرید لوازم منزل...

صدور انواع ضمانتنامه های ارزی و ریالی

قبول انواع سپرده های ارزی و حواله های ارزی

صدور انواع اعتبارات اسنادی

ارائه خدمات کارت و کارت اعتباری

خدمات بانکداری مدرن:

Internet Banking

Email Banking

Mobile Banking (WAP Technology)

Telephone Banking

تلفن دفتر مرکزی: ۸۷۹۴۰۰۴

وام خرید خودرو

- ۴ ماه يك برابر موجودی
 - ۶ ماه يك و نیم برابر موجودی
 - ۹ ماه دو برابر موجودی
 - ۱ سال دو برابر و نیم موجودی
- ((تا سقف پنج میلیون تومان))



مؤسسه مالی و اعتباری بنیاد