

## بازار پول و سرمایه در ایران

ترجمه: حسن مهدیزاده

اشاره:

بصورت عملی نه در حد حرف، وجود دارد. وقتی که می‌بینیم ما شتابان و هراسان از اصول‌گرایی اسلامی می‌گریزیم و خود را در آغوش اصول‌گرایی کشنده صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی می‌اندازیم. در واقع از یک مطلق‌گرایی گریخته و به سمت مطلق‌گرایی دیگری رفته‌ایم. یعنی مطلق‌گرایی در اندیشه را جایگزین مطلق‌گرایی در بازار کرده‌ایم. همچنین از اندیشمندان خودی می‌ترسیم. بعضی از ما هنگام تالیف، به ترجمه و هنگام ترجمه به تالیف می‌پردازیم. در دو حالت باید بازنگری کنیم و کمی دقت و بصیرت به خرج دهیم تا اینکه بتوانیم به زمان بازگردیم یا زمان بطرف ما بازگردد».\*

انشاءالله که ما هم در زمینه خصوصی‌سازی، تک‌تورخی کردن ارز، بازار بورس، پیوستن به قرارداد «گات»، استفاده از ابزارهای جدید در

جهانی در حال تحمیل همه جانبه خود است و یک جامعه بین‌المللی تازه دارد شکل می‌گیرد و ما تنها به ترجمه و نقل آن بسنده کرده‌ایم. عجیب است که دیگران هم چون ما نسبت به این موضوع، یعنی نظم نوین جهانی، شگفت‌زده نشده و خود را نباخته‌اند. منظورم در اینجا اسرائیل است. اسرائیل که از ماکم‌هوش تر نیست، ببینید او فکر نمی‌کند که در نظام نوین جهانی امنیت جغرافیایی به پایان رسیده و مبارزه تسلیحاتی کاربرد خود را از دست داده است و یا اینکه جهان در نظم نوین، تحت سیطره آمریکا درمی‌آید. ولی ما فکر می‌کنیم که همه مسئله را دریافته‌ایم. یکی از عربها گفت که تاریخ به پایان رسیده است و بسیاری از ما از او پیروی کردیم و گفتیم، فعلاً پایان تاریخ است، این مسئله در مقوله درگیری تمدنها نیز پیش آمده است. الان نوعی از این تمدنها

قبل از اینکه ترجمه زیر را مطالعه فرمائید نظراتان را به سخنرانی که آقای محمدحسین هیكل نویسنده و روزنامه‌نگار برجسته مصری و مدیر و سردبیر سابق روزنامه الاهرام در زمان رئیس جمهور فقید مصر جمال عبدالناصر که اخیراً در سالن «احسان عبدالقدوس» مصر ایراد کرده است، جلب می‌کنم. وی در مورد نظم نوین جهانی و برداشت کشورهای جهان سوم بخصوص کشورهای اسلامی و عربی و برداشت سایر کشورها به‌ویژه دولت غاصب اسرائیل از این مقوله این‌طور عنوان می‌کند.

«به هرحال تحولات بی‌دریغی ایجاد می‌شود و ما بیشتر حرف می‌زنیم و دقیقاً آنها را بررسی نمی‌کنیم. همچنین باید بگویم که نظام نوین



- بخشی از افزایش قیمت‌ها، نتیجه پایان دادن به نرخ ارز سوپسیدی است.
- بادر نظر گرفتن نوع دارایی‌های مالی و سرمایه‌ای در ایران، نرخ تورم بالا، سرمایه‌گذاری در انبارکردن فیزیکی کالا و املاک را تشویق می‌کند.
- بانک مرکزی متعهد به انجام چندین فعالیت شده است که خارج از آن چیزی است که معمولاً بانک‌های مرکزی انجام می‌دهند.



مجلات

سیستم بانکی و تعدیل اقتصادی که همه بنظر معقول می‌آیند و لازمه یک اقتصاد سالم است آنطور رفتار کنیم که خلق زحمت‌کش و آسیب‌پذیر خدا و کسانی که بار مالیاتی مملکت بر دوش آنها است در زیر چرخهای آن له نشوند. چون حکومت در عدالت است، عدالت اجتماعی.

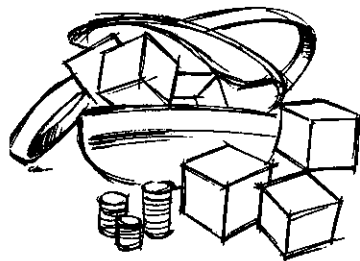
بخش ۱ و ۲ این پیش‌نویس اختصاص به معرفی افراد گروه ماموریت بانک جهانی دارد که از تاریخ ۲۴ نوامبر تا ۱۳ دسامبر ۱۹۹۳ (۳ تا ۲۲ آذرماه ۱۳۷۲) از ایران بازدید کردند و در تاریخ ۶ دسامبر (۱۵ آذرماه ۱۳۷۲) در سمینار بررسی مسائل «مالی و بازار سرمایه در ایران» که توسط شرکت بیمه ایران در اصفهان برگزار شده بود شرکت کردند. همچنین تشکر از سازمانها، ادارات دولتی و اشخاص خصوصی است که با گروه ماموریت همکاری کرده‌اند. لذا ترجمه خود را مستقیماً از بخش سه این یادداشتها شروع می‌کنیم.

● هدف گروه ماموریت جمع‌آوری اطلاعات و تشخیص مسائلی است که به توسعه بیشتر بازار پول و سرمایه در ایران مربوط می‌شود. کلاً ما چیزهای زیادی را پیدا کردیم که نشان از مثبت بودن سیستم مالی در ایران دارد. سازمانهای مالی فعلی بنظر می‌آید که مناسب باشند، اکثر ساختار قانونی اولیه لازم درجای خود قرار دارد، برنامه خصوصی‌سازی سازمانهای صنعتی دولتی درحال شکل‌گیری است، و بیشتر تحول اولیه در قیمت‌ها اتفاق افتاده است.

مسائل مهم باقی مانده که در بقیه این یادداشتها توضیح داده شده است، تحت سه سر فصل زیر می‌تواند خلاصه شود:

● اول، قوانینی که تحت لوای آن بازار پول و سرمایه فعالیت می‌کند غالباً روشن نیست و اجرای آن بنظر نامنظم می‌آید. اینطور بنظر می‌آید که در اجرای قوانین مقدار زیادی انعطاف اداری وجود دارد، با اینکه انعطاف در بعضی موارد خوب است، در بازارهای مالی و سرمایه اعمال نظرات شخصی می‌تواند مبنای اعتماد و اتکای شرکت‌کنندگان در بازار را سست کند. بیشتر از هر بازار دیگری، معاملات مالی، که معامله در زمان است، احتیاج به اعتماد و شفافیت دارد.

● دوم، درحال حاضر یک عدم رقابت بین موسسات مالی و سرمایه‌ای وجود دارد و در بعضی از بازارها فقدان ابزارهای جدید، بازارهای مالی و سرمایه تحت نفوذ بانکهای دولتی هستند



## ● ایران از چارچوب قانونی خوبی برای رشد بازار سرمایه برخوردار است.

که علاقه کمی برای رقابت با یکدیگر دارند. (در این خصوص، گروه ماموریت از تصمیم اخیر درمورد ایجاد سازمانهای مالی غیربانکی خصوصی استقبال می‌کند) در دورترین نقطه بازار مالی، کمبود ابزارهایی که بتواند بطور موثر در صورت معرفی بازار رقابت مورد استفاده قرار گیرد وجود دارد و در نزدیکترین نقطه، هیچگونه ابزاری برای معامله نقدینگی وجود ندارد.

● سوم، 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 موثر، به‌وسیله داشتن سهام موسسات مالی دولتی، هنوز در دست دولت است. علاقه به عوض شدن مدیریت، که بتواند راندمان را بالا ببرد، در بیشتر موارد اتفاق نیفتاده است. بخشی از دردسر در قوانینی است که بازار بورس تحت لوای آن به فعالیت خود مشغول است، مبحثی که در گزارش ما در نظر گرفته خواهد شد. به خصوص، بین معرفی اولیه و ثانویه و معاملات ثانویه تفاوتی وجود ندارد. خصوصی‌سازی از طریق بورس یک معرفی ثانویه است که به‌وسیله قوانینی که برای معاملات ثانویه مطلوب است انجام گرفته است. این احتمال وجود دارد که بازار بورس، در شرایط فعلی، در خیلی از موارد بهترین وسیله برای خصوصی‌سازی نباشد، اگر هدف اصلی از خصوصی‌سازی انتقال مالکیت باشد.

مترجم: شرکتهایی که در بورس پذیرفته شده‌اند در دو حالت اقدام به فروش سهام می‌کنند. یکی در حالتی که قصد جمع‌آوری منابع

مالی برای پروژه‌های جدید خود را دارند که در این صورت با چاپ کردن سهام جدید و فروش آن در بازار بورس به این هدف خود نائل می‌آیند. این را اصطلاحاً معرفی اولیه می‌گویند (PRIMARY OFFERING). در حالت دوم صاحب شرکت قصد فروش بخشی از سهام موجود را در بازار بورس دارد تا بتواند دارایی خود را نقد کند و هیچ‌گونه قصدی برای جمع‌آوری منابع مالی جدید را ندارد. این اقدام را معرفی ثانویه می‌گویند. (SECONDARY OFFERING)

در هر دو حالت فوق‌الذکر هرگونه خرید و یا فروش بعدی در سهام شرکت را معاملات ثانویه می‌گویند. (SECONDARY TRADING) چون دیگر سهام از شرکت به خریدار منتقل نمی‌شود بلکه این خریداران هستند که بین خود اقدام به خرید و یا فروش سهام می‌کنند. به بازار این‌گونه سهام (SECONDARY MARKET) نیز می‌گویند. هرچه این بازار فعالتر باشد نقدینگی در سهام شرکت مربوطه بیشتر خواهد بود. در بازار بورس تهران دولت هیچگاه برای پروژه‌های جدید خود اقدام به فروش سهام شرکتی نکرده است، بلکه سهام شرکت دولتی را که قبلاً وجود داشته فروخته است و این معرفی ثانویه است و نه معرفی اولیه و بعد از آن نیز بندرت اتفاق افتاده که اشخاص خصوصی (به غیر از شوک سالهای ۶۹-۷۰) اقدام به خرید و یا فروش ثانویه سهام شرکتهای خصوصی شده را کرده باشند. اکثر معاملات بین یک شرکت دولتی با شرکت دولتی دیگر زیر میزی و یا رومیزی انجام گرفته است.

● یادداشتها شامل یک قسمت درمورد اقتصاد کلان و مسائل ساختاری، یک قسمت درمورد چارچوب قانونی و اصلاحی، سیستم بانکی و بازار بورس خواهد بود. همچنین شامل سخنرانیهایی که به وسیله گروه ماموریت در اصفهان برگزار شده است. (این قسمت ترجمه نشده است).

آخرین قسمت از گزارش لیست مدارک و اطلاعاتی است که گروه ماموریت تاکنون نتوانسته آنها را بدست آورد. خیلی مهم خواهد بود که این اطلاعات در دسترس گروه ماموریت قرار گیرد، تا گزارش به موقع آماده شود. (این قسمت نیز ترجمه نشده است).

## اقتصاد کلان و مسائل ساختاری

گروه ماموریت در طول اقامتشان، شرایط

اقتصاد کلان، ابزارهای سیاست اقتصاد کلان، و جایگاه سیاست فعلی را، تا جایی که این موضوعات ارتباطی به ایجاد عمق بیشتر در بازار پول و سرمایه در ایران را داشت، مورد مطالعه قرار داده است.

در این گزارش، ما به هر یک از این سرفصلها، منجمله توضیح بیشتر در مورد مشاهداتمان که در زیر آمده، و مشخص کردن چیزهایی که به نظر ما از موانع جدی اقتصاد کلان و ساختاری در رشد بازار پول و سرمایه در ایران است، اشاره خواهیم کرد.

### تامین مالی عمومی

● به نظر می‌آید که منابع مالی تامین کسری بودجه عمومی ایران که عرضه پول را افزایش ندهد در حال حاضر محدود است. هیچ‌گونه بدهی دولتی که در سطح عموم نگهداری شود، به غیر از نقد وجود ندارد. در گذشته، کسری عظیم بخش دولتی به تولید پول و تورم خورانده می‌شد. تصمیمی که قانوناً هزینه‌های دولتی محدود به درآمدهای موجود در سال مالی جاری شود در این خصوص قابل احترام است. ولی اعتباری که از سیستم بانکی به سازمانهای دولتی داده شده به مقدار زیادی بالا رفته است. برای بخش عمومی تثبیت شده - که یک استاندارد خوب است - احتیاج به کسری و قرض کردن ممکن است مهم باشد.

● 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.

### سیاستهای پولی و تورم

● ابزارهای مهم سیاست پولی در ایران، هدفهای اعتباری بخشی، از قبل تعیین کردن نرخ سود بر روی دارائیهای بانک و بدهیها و اندوخته‌های لازم و اضافه برداشتهای تأیید شده و تسهیلات نقد کردن با بانکها است این روش مدیریت پولی باعث تشویق در رشد تسهیلات اعتباری می‌شود چون بانکها، احتیاج به داشتن کمک از بانک مرکزی را به وسیله اعتباراتی که تاکنون بسط داده شده است توجیه می‌کنند.

مترجم: هدفهای اعتباری بخشی یا (SECTORAL CREDIT TARGETS) یعنی اختصاص دادن کل اعتبارات بانکها به بخشهای

مختلف صنعت با پیش‌فرضهای بانک مرکزی و سازمان برنامه و بودجه.

● بدین ترتیب بانکها اجازه نخواهند داشت که از محدوده اعتباری مختص به یک صنعت خارج شده و کل یا بخشی از آن اعتبار را به صنعت دیگر اختصاص دهند.

● نرخ تورمی که اخیراً محاسبه شده چیزی در حدود ۲۰٪ است. بخشی از افزایش قیمت‌های سال قبل و اوایل امسال نتیجه پایان دادن به نرخ ارز سوبسیدی است. امکان دارد تورم اخیر بخاطر رشد سریع تسهیلات اعتباری باشد (گروه ماموریت انتظار دارد اطلاعات بیشتری در این باره از مقامات ایرانی دریافت کند). تورم زیاد توسعه، بازار پول و سرمایه را دلسرد می‌کند. نرخ سود از قبل تعیین شده بر روی دارائیهای نقدی، در دسر را بیشتر می‌کند. این نرخ سود در حالت واقعی منفی است. و جذابیت پس‌انداز در بانک را کاهش داده

### ● به غیر از کشاورزی، فعالیت‌های اقتصادی دیگری که واقعاً به وسیله بخش خصوصی اداره شود، محدود است.

و درخواست برای تسهیلات بانکی را افزایش می‌دهد.

مترجم: یعنی اگر نرخ سود ۱۵٪ باشد و نرخ تورم ۲۰٪ در حقیقت در پایان سال ۵٪ قدرت خرید پس‌انداز کسندگی کمتر خواهد شد و پس‌اندازکننده دیگر رغبتی به پس‌انداز را نخواهد داشت ولی در مقابل تجار که نرخ بهره را نسبت به نرخ تورم پائین می‌بینند برایشان صرف خواهد کرد که از بانک پول بگیرند و آن را برای خرید و فروش کالا بکار ببرند در نتیجه تقاضا برای تسهیلات بانکی بیشتر می‌شود.

● با در نظر گرفتن نوع دارائیهای مالی و سرمایه‌ای در ایران، نرخ تورم بالا، سرمایه‌گذاری در انبار کردن فیزیکی کالا و املاک را تشویق می‌کند. به خصوص، سرمایه‌گذاران سازمانی (مثل صندوقهای بازنشستگی و شرکتهای بیمه) متوجه خواهند شد که ارزش واقعی دارائیهای مالی آنها در حال کاهش پیدا کردن است و باعث کاهش مبنای سرمایه‌ای آنها می‌شود. در نتیجه، تعدادی از آنها درصدد هستند که مقدار دارائیهای مالی خود را کاهش دهند. بی‌فایده نیست اگر به رشد

دارائیهای ملکی سرمایه‌گذاران سازمانی توجه کنید.

● سطح تقریباً بالای اندوخته‌های قانونی (ارزیابی اولیه ما بر مبنای میانگین موزون چیزی حدود ۲۰٪ است) می‌تواند مانع موثری 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 به‌عنوان عامل مهم بازدارنده در بسیج پس‌اندازها توسط سازمانهای مالی شود.

● بانک مرکزی متعهد به انجام چندین فعالیت شده است که خارج از آن چیزی است که معمولاً بانکهای مرکزی انجام می‌دهند. یکی از آن کارها اعطای تسهیلات اعتباری مستقیم به سازمانهای دولتی است. این وامها باعث تولید پول با قدرت بالا می‌شود که ممکن است بانک مرکزی را از نقش سیاست‌گذاری مالی خود دور کند.

### ارتباطات خارجی

● یکی از عوامل مهم در ایجاد بازار پول و سرمایه که به رشد بلندمدت کمک خواهد کرد، بنیان گذاشتن یک سیستم قیمت است که نشان‌دهنده ارزش واقعی کالاها و خدمات باشد، این امر باعث خواهد شد که تجزیه و تحلیل فعالیتهای اقتصادی حال و تاحدی آینده ممکن شود. مقامات ایرانی با عزمی راسخ با برداشتن کنترل از روی اکثر قیمتها، و در ماه مارس امسال، با یکی کردن نرخ ارز، و به دنبال آن ایجاد چیزی که به نظر می‌آید ساختار تعرفه‌ای متعادل باشد درست در همین راستا قدم برداشته‌اند. توسعه بازار مالی قدرمسلماً از این سیاستها منفعت خواهد برد.

● تاخیرات اخیر در پرداخت اعتبارات اسنادی تجاری مطمئناً یکی از مسائل مهم و جدی در معاملات مالی ایران با بقیه دنیا است. تا زمانی که این شرایط تاخیر حل نشده است، دسترسی ایران به اکثر منابع پولی خارجی با هزینه‌ای عادلانه مشکل خواهد بود. محدودیتهای اخیر در دسترسی به اعتبار تجاری - که تا حدی قابل درک است - بخش دولتی را نسبت به بخش خصوصی مورد توجه بیشتری قرار داده است. شرایط تاخیر باعث شده مقداری از مشکلات اولیه در تهیه اطلاعات بدهیهای خارجی روشن شود. اطلاعات دقیق و زمان‌بندی شده در مورد دعوی خارجی از ایران، که بطور مرتب چاپ



شود، می‌تواند تا زمانی که این شرایط سخت سپری شود، وسیله مهمی برای ایجاد اطمینان دوباره در طلبکاران باشد.

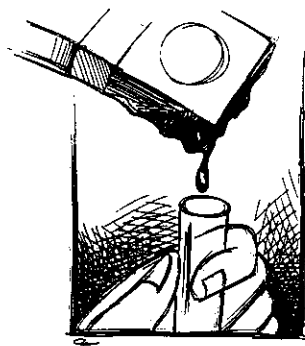
● در گذشته خیلی نزدیک، اکثر کمکهای مالی خارجی، از منابع خارجی به سوی سازمانهای دولتی ایران سرازیر شده است (که شامل شرکتهای خصوصی که زیر نظر سازمانهای دولتی است نیز می‌شود). یکی از منابع موثر و باارزش کمکهای مالی خارجی برای شرکتهای خصوصی ایرانی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است. ولی به گروه ماموریت گزارش داده شده است که تعدادی از خارجیان علاقمند به سرمایه‌گذاری در ایران، قوانین فعلی را نامشخص می‌پندارند. ولی مقامات ایرانی از طرف دیگر ادعا می‌کنند که قوانین کاملاً مشخص و واضح است و اشاره می‌کنند که اخیراً نیز چندین مجوز برای سرمایه‌گذاری خارجی صادر شده است. گزارش نهائی ما به مسئله قانون‌گذاری و چارچوب قوانین برای سرمایه‌گذاری خارجی اشاره خواهد کرد و اگر احتیاج باشد پیشنهاداتی برای بهبود آن خواهد داد تا به جو سرمایه‌گذاری خارجی در ایران کمک کند.

### قانون‌گذاری و چارچوب قوانین

● در طول ماموریت ما، برای بدست آوردن اطلاعات بهتر در مورد قوانین و بخشنامه‌هایی که حاکم بر بازار سرمایه در ایران است ما چندین جلسه با مقامات جمهوری اسلامی ایران و همچنین نمایندگان سایر گروهها و سازمانها در تهران داشتیم. در کلیه موارد از ما پذیرائی خوبی به عمل آمد و با ما همکاری شایانی کردند. همچنین کپی مدارک و توضیحات لازم و مناسب داده شد.

● بعد از توجه به چارچوب قانونی که به وسیله قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران بنیان گذارده شده است. ما بررسی خود را متوجه قوانینی کردیم که ممکن است بر روی بازار سرمایه اثر داشته باشد. مثل قانون مدنی، قانون تجارت، شرکتهای سهامی، قانون پولی و بانکی، قانون بازار بورس، قانون بانکداری بدون ربا، قانون کار و غیره. ما همچنین بودجه اخیر دولت و مدارک زیادی در مورد مسائل بالا و مالیاتی را مطالعه کردیم.

● رسی اولیه ما حاکی از این است که ایران از چارچوب قانونی خوبی برای رشد بازار سرمایه برخوردار است. بطورمثال قانون مدنی، قانون



تجارت و شرکتهای سهامی، قوانینی هستند که در طول زمان توانسته‌اند بخوبی جوابگوی احتیاجات باشند. ولی به نظر می‌رسد در بعضی جاها برای رشد بازار سرمایه احتیاج به تغییرات اساسی خواهد بود تا محیط مناسبی به وجود آید.

● در مورد قوانین جدید، شاید در زمان خود توانسته باشند به اهدافی که برایشان در نظر گرفته شده است جواب دهند لیکن به نظر می‌رسد برای اجرای مناسب‌تر قوانین بهتر خواهد بود که شرایط و استانداردهائی را که لازمه راهنمایی مجریان و مخاطبین قانون در اجرای آن است در متن قانون گنجانند.

● ما در زمان بررسی قوانین ایران، موقعیت و فعالیت بنگاه‌هایی را که زیر لوای این قوانین تشکیل شده‌اند نیز مورد مطالعه قرار دادیم. ما به پیشنهاداتی خواهیم رسید که سعی خواهد شد دربرگیرنده مراحل رشد و متناسب با احتیاجات بازار سرمایه در ایران باشد.

● ما همچنین فعالیت سازمان حسابرسی دولتی و تعدادی حسابرسان خصوصی و موقعیت حسابرسان و روشهای حسابداری در ایران را مورد مطالعه قرار دادیم. سازمان و افراد حرفه‌ای که در آن کار می‌کنند بنظر خوب می‌آیند، همچنین استانداردهائی که مورد استفاده قرار می‌دهند. ما در مورد فعالیت فعلی آنها، استانداردهائی را که بکار می‌برند توضیح خواهیم داد. همچنین گزارشی در مورد برداشت خود از قوانین فعلی که حاصل مصاحبه‌های ما با نمایندگان این سازمان است ارائه خواهیم داد و نظرات خود را در مورد اجرای عملی این استانداردها ابراز خواهیم کرد.

### بخش سازمانها - خصوصی سازی

#### بخش سازمانها:

● سازمانهای دولتی را تقریباً می‌شود به دو گروه تقسیم بندی کرد:

۱ - سازمانهای دولتی که طبق قانون تشکیل

شده‌اند مثل خدمات عمومی، هواپیمائی ملی و شرکت نفت که هزینه‌های خود را مستقیماً از بودجه‌ای که به آنها اختصاص داده شده است دریافت می‌کنند و در سال ۱۹۹۳ کمک بودجه مستقیمی که برای ضررهای خود دریافت کرده‌اند چیزی برابر ۰/۶ تولید ناخالص ملی بوده است.

۲ - سازمانهایی که بعد از انقلاب ملی شده‌اند و نام آنها را می‌شود در پورت فولیوی تعدادی از سازمانهای دولتی و بانکها دید. این سازمانها بدون استثنا دولتی هستند چون مدیران آنها به وسیله دولت انتخاب شده‌اند، ولی در آمار و ارقام آنها را در بخش خصوصی آورده‌اند به این دلیل که منابع مالی آنها از وامهایی بوده که از بانکها دریافت کرده‌اند و بانکها این پولها را از پس اندازهای مردم بدست آورده‌اند.

ما در مورد این گروه از شرکتها آمار و ارقامی خواسته‌ایم که آنها را از بقیه جدا کنند.

● یک گروه متمایز دیگر سازمانهایی هستند که به بنیادها تعلق دارد مهمترین آنها بنیاد مستضعفان و جانبازان است که در ۸۰۰ شرکت که در ۷ بخش اقتصادی پراکنده شده است، سهم دارد (از تولید تا توریست) این سازمانها مثل شرکتهای خصوصی عمل می‌کنند، بطوری که تابع قوانین تجارت می‌باشند. بنیاد حداکثر سهم را در بیشتر از نصف این شرکتها داراست و طبیعت بقیه صاحبان سهام آمیزه‌ای از سهام کنترل شده کارگری، سهام دولتی و در بعضی موارد مشارکت با بخش خصوصی است.

● به غیر از کشاورزی، فعالیتهای اقتصادی دیگری که واقعاً به وسیله بخش خصوصی اداره شود، محدود است. در ملاقات جداگانه‌ای که با انجمن مدیران صنعتی و اطاق بازرگانی ایران داشتیم آنها به ما گفتند که در بخش تولید، ارزش واقعی آنچه که می‌شود آن را حاصل فعالیت بخش خصوصی خواند بیشتر از ۱۴٪ از ارزش افزوده نیست.

● ما با شرکتهای مادر اصلی دولتی (منجمله آنهایی که به بانکهای دولتی تعلق دارند) ملاقات داشتیم و در مورد موقعیت خصوصی سازی سازمانهای دولتی مذاکره کردیم، بخصوص از طریق ثبت نام در بورس تهران، این شرکتهای مادر شامل بانک صنعت و معدن، سازمان صنایع ملی ایران، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و وزارت معادن و فلزات و بانکهای اصلی دولتی است. بعضی از بانکها اخیراً شرکت سرمایه گذاری درست کرده‌اند و سهام سازمانهای دولتی خود را

به این شرکت تابعه منتقل کرده‌اند.

## خصوصی سازی

● مقامات مملکتی، برای افزایش راندمان شرکتهای تولیدی برنامه خصوصی سازی شدیدی را شروع کرده‌اند. مسئله اصلی جدائی مالکیت را انجام داده‌اند و این عمل در محیطی تقریباً شفاف انجام گرفته است.

● خصوصی سازی یا خلع ید از سازمانهای دولتی به طرق مختلف انجام گرفته است:

الف - عرضه مستقیم خصوصی

ب - پیشنهاد مزایده عمومی

پ - برگشت به صاحبان اصلی

ت - ثبت نام در بازار بورس تهران

● گروه ماموریت ما نتوانست چیزی از جزئیات سه طریق اول خصوصی سازی، موفقیت یا عدم آن بدست آورد. این روشها بنظر می رسد که برحسب شرایط زمانی انجام گرفته، هرچند از قرار معلوم دربرگیرنده انتقال موثر مدیریت و مالکیت بوده است. همچنین وزارت معادن و فلزات بسیاری از کنترلهای خود را از طریق واگذاری و اجاره مدیریت معادن، پروژهها و خدمات جزئی به شرکتهای خصوصی برداشته است.

● خصوصی سازی از طریق ثبت نام در بورس لااقل در بعضی موارد ذکر شده در زیر بنظر می رسد چندان موثر نبوده است. علیرغم اینکه فلسفه اولیه خصوصی سازی در ایران، بهبود راندمان بلندمدت سازمانها از طریق انتقال به بخش خصوصی است، ولی به نظر می رسد که انجام آن از طریق بورس تا حدی تمایل بطرف جذب کردن درآمد بوده است. این تمایل و تعصب را می شود در قیمت بالائی که روی شرکتهای در مرحله ارزیابی گذاشته اند، مشاهده کرد.

● به همین دلیل، بخش خصوصی نه مالکیتی دارد و نه در خرید و فروش وسیع سهام شرکتهائی که قبلاً دولتی بوده اند، دخالت می کند. اما، از همه مهمتر، هیچ تغییر اساسی نیز در مدیریت نبوده است. اکثر مدیران همان مدیران قبلی هستند، پاداش آنها هنوز به راندمانشان ارتباطی ندارد و استراتژی سازمان آنها بنظر می رسد تغییر اساسی نکرده است. حتی برای بعضیها، باقی ماندن هزینه های ورودی سویددی و قیمت های کنترل شده خروجی به بازار باعث کاهش بیشتر در تشویق مدیریت بهتر شده است.

● گروه ماموریت تعداد زیادی از کارآفرینان را

ملاقات کرد. هیچکدام از آنها علاقه خاصی نسبت به سرمایه گذاری یا خرید و فروش در بورس تهران را نداشتند. خیلی از آنها دیدشان این است که هنوز اختصاص اعتبار و ارز از مرکز کنترل شده و تعصب بیشتری به بخش دولتی می دهند. بعضیها مجبورند به بازار موازی مراجعه کنند، البته اگر به آن دسترسی داشته باشند. توضیح داده شد مقدار زیادی از اندوخته هائی که نزد بانکهای دولتی به وسیله اشخاص خصوصی ذخیره شده و به آن سود تعدیل شده منفی تعلق می گیرد، دلیلی جز کمیود اطلاعات، عدم اطمینان و دسترسی به بازارهای موازی ندارد.

## بانکها و سرمایه گذاران سازمانی بانکهای تجاری:

● گروه ماموریت در بخش بانکی، یک سری مصاحبه ترتیب داد و شروع به ارزیابی اولیه بانکهای ایرانی و نقش آن به عنوان واسطه پولی کرد. در طول ملاقاتهایمان با بانکها بحثهای زیادی داشتیم که شامل، نوع فعالیت، کوشش در بسیج پس اندازها، سیاستهای اعتباری، اندوخته های لازم، شرایط مالی، و دخالت مستقیم و غیرمستقیم آنها در بازار سرمایه می شد. ما همچنین قادر شدیم که صورتهای مالی روز اکثر آنها را بدست آوریم که بعداً آنها را در واشنگتن مورد تجزیه و تحلیل خود قرار خواهیم داد.

● ازجمله مسائلی که در گزارش مربوط به بخش بانکها باید مورد مطالعه قرار گیرد:

۱ - سیستم بانکداری اسلامی، قانونمندی و مدت اجرای آن و اینکه چگونه بانکهای ایرانی در آن کار می کنند و قابلیت انعطاف پذیری آنها در قبول ابزارهای جدید.

۲ - مسئله مالکیت دولتی و ارتباط آن، تا جایی که مدیریت آن سازمان را خود داشته باشند و قدرت رقابت آن در بخش مالی و استقلال نسبی فعالیت روزانه آن از بانک مرکزی باشد.

۳ - بسیج پس اندازها و هزینه واقعی اندوخته ها، سیاستهای اعتباری و نوع وامها، بازدهی واقعی وامها و ذخیره در نظر گرفته شده، و طرق اندازه گیری سرمایه کافی.

۴ - استانداردهای حسابداری، افشای مالی، موثر بودن فعالیتها و پیروی از قوانین مقبول محتاطانه، ازجمله ضرورت اندوختن.

۵ - مسئله اختصاص دادن اعتبار و نرخ بهره سویددی، هم آن چیزی که از نظر داخلی تأیید شده و هم آن چیزی که دولت اجازه داده است.

● دستورات اجرایی فعلی، برای سلب مالکیت شرکتهای دولتی از طریق بورس، نمی تواند به گونه انتقال صحیح مالکیت به وسیله عرضه زیاد سهام، اطمینان بدهد.

میزان اعتبار واقعی به بخش خصوصی و شرایط آن، تشخیص وسعت و نفوذ بانکهای تجاری در کل بخش مالی.

۶ - نقش بانکها در بازار سرمایه داخلی، گسترش شرکتهای سرمایه گذاری مشترک به عنوان شرکتی وابسته و نقش ترکیبی آنها در فروش سهام جدید در بازار بورس و همچنین خرید سهام قابل معامله، و...

۷ - احتمال رقابت جدید از طرف سازمانهای غیربانکی که در برنامه است تا فعالیت خود را بزودی شروع کنند.

● مبنای برداشت اولیه زیر در مورد راندمان و فعالیتهای سیستم بانکی تفاسیری است که از طریق مصاحبه ها جمع آوری شده و دیدگاه مختصری بوده که از اطلاعات موجود داشتیم.

## بانکها و تخصیص اعتبار

۱ - عدم وجود کمکهای بانکی میان مدت و بلندمدت که بخشی از آن به دلیل کمیود ارز خارجی است که منبع مالی قسمت بیشتری از واردات خارجی را که در اکثر پروژه های سرمایه ای وجود دارد تشکیل می دهد و قسمتی بخاطر کمیود ابزارهای اعتباری است که فعلاً وجود دارد.

۲ - سیاستهای اعتباری بخش بانکی هنوز تساحد زیادی به وسیله هدفهای اعتباری قسمت بندی شده که هیئت دولت آن را تعیین کرده و به وسیله بانک مرکزی پیشنهاد می شود مشخص می گردد. این سیاستها طوری طراحی شده که تخصیص تسهیلات اعتباری بطور ضمنی انجام شود و نه بر مبنای تصمیمات درست وام دهی.

۳ - در معرض قرار گرفتن بانک برحسب اعتبارات ملکی و حجم این اموال غیرمنقول در دارائیهای ثابت آنها، حالتی است که بررسی عمیق تری را می طلبد، بخصوص در زمانی که فروش بالقوه برای ایجاد تنوع در سبد سرمایه گذاری باشد و تغییر جدی در بازار املاک بوجود آید.



معاونت

۴ - به دلیل هدفهای تخصیصی و دخالت‌های ناگهانی بانک مرکزی، استقلال بانک در تصمیمات وام‌دهی محدود شده است.

۵ - صلاحیت و تجربه بانکداران در موارد تجزیه و تحلیل ریسک اعتباری و مدیریت ریسک‌پذیری ارزشهای خارجی تا آنجائی که بخش خصوصی آن را می‌شناسد، بنظر ناکافی می‌آید.

۶ - طبقه‌بندی فعلی حقوق و تسهیقات مالی مدیران رده بالا در بانکهای دولتی به نظر نمی‌آید که بتواند کارمندان با قابلیت بالا را جلب یا حفظ کند.

### بانکها و کافی بودن سرمایه

● ارزیابی مجدد دارائیهای ملکی فراوان یکی از منابع اصلی در افزایش سرمایه بانکها بوده است. این اولین ارزیابی مجدد از زمان تشکیل بانکها است. بعضی‌ها به ۷۰ سال قبل برمی‌گردد. قوانین بین‌المللی در مورد سرمایه بانک - چیزی که به وسیله اکثر کشورها اجرا می‌شود - قبول ارزیابی مجدد دارائیهای ملکی را به عنوان یکی از منابع سرمایه، بسیار محدود می‌کند. دارائیهای ملکی سهم بسزائی را از سرمایه بعضی از بانکها تشکیل می‌دهد.

### قوانین بانکی و سرپرستی

● هنوز ارزیابی ما از این مبحث در این مقطع زمانی بسیار پراکنده است.

یک بررسی اجمالی از مشاهدات نشان می‌دهد که بزرگترین تمرکز سرپرستی را بر روی تعیین هدفهای تخصیص اعتبار و نیاز به اندوخته‌های بانکی، به جای کیفیت دارائی گذاشته‌اند. تصمیمات وام دادن و بازپایان وام، تحت تاثیر دستورات دولتی، علاقه‌ای به اجرای به مرور و دقیق راندمان پورتوفولیوی‌های وام بانکی را ندارد.

● علیرغم اینکه فلسفه اولیه خصوصی سازی در ایران بهبود راندمان بلندمدت سازمانها از طریق اتصال به بخش خصوصی است، ولی انجمن آن از طریق بورس تا حدی تمایل به طرف جذب کردن درآمد بوده است.

### سیستم پرداخت و بازار مالی

● به نظر می‌آید، که سیستم وصول چک در محدوده شهر تهران موثر باشد. ولی ما، تاکنون، اطلاعاتی در مورد وصول چک بین شهری نداریم، فقدان بازارهای بین بانکی و کمبود ابزارهای کوتاه مدت بطور جدی، موثر بودن نیاز به اندوخته به عنوان ابزاری در سیاست پولی را کاهش داده است. نرخ تنظیم شده سود وامها و پس اندازها و نرخ بدون سود پس اندازهای کمتر از سه ماه نمی‌تواند شرایط نقدینگی سیستم بانکی را مشخص کند.

### سازمانهای اعتباری غیربانکی خصوصی

● پیشنهاد دولت در مورد ایجاد سازمانهای اعتباری غیربانکی خصوصی بنیان بسیار مناسبی دارد. در شرایط فعلی سازمانهای اعتباری غیربانکی خصوصی به نظر سریعترین و موثرترین راه برای معرفی رقابت در بخش بانکی است. ولی، به نظر نمی‌رسد که پیش نویس قانون، به اندازه کافی، شرایط جلوگیری از مبادله با خود (SELF-DEALING) را فراهم آورده باشد و دفاع از پس اندازکنندگان را تشویق کند، شاید قسمتی از این فعالیتها در قوانین تجارتی مورد نظر قرار گرفته باشد، ولی بهتر است تمام قوانین مربوطه را در یک تصویب نامه قانونی گنجانند.

یک چارچوب قانونی برای سازمانهای اعتباری غیربانکی خصوصی تخصصی شده، شاید یک راه موثر برای محدوده اعتبارات میان مدت و بلندمدت باشد.

### سرمایه گذاران سازمانی

● سرمایه گذاران سازمانی شامل، شرکتهای بیمه، صندوقهای بازنشستگی و صندوق تامین اجتماعی است. هیچگونه صندوق اتکائی (MUTUAL FUND) و یا یونیت تراست (UNIT TRUST) در حال فعالیت نیست. لیکن یکی از بانکها در نظر دارد که صندوق اتکائی در ماههای آینده معرفی کند.

### شرکتهای بیمه

● تمام شرکتهای بیمه متعلق به دولت است. خیلی کم بدهی بلندمدت دارند. بیمه نامه عمومی و بیمه عمر گروهی کوتاه مدت می‌فروشند. فروش بیمه عمر فردی مقدارش بسیار کم است.

بیمه تمام عمر (WHOLE LIFE) و بیمه عمر متصل شده به سرمایه گذاری (ENDOWMENT) اصلاً وجود ندارد. حق بیمه عمر حدود ۱۰٪ از کل حقوق دریافت شده در سال ۱۹۹۱ است. انطباق سر رسید دارائیهای و بدهیها به وسیله شرکتهای بیمه نتوانسته است عرضه زیادی از منابع بلندمدت، به عنوان نسبتی از کل دارائیهای فراهم آورد.

● ۲۵٪ تا ۵۰٪ از ذخیره شرکتهای بیمه به بیمه مرکزی منتقل می‌شود. هرچند که بیمه نامه‌ها نشان دهنده مجموعه‌ای از ریسک‌های کوچک است که احتیاج به بیمه دوباره ندارد. لازمه این ذخیره کردن شبیه لازمه ذخیره کردن بانکها است و بطور جدی استقلال شرکتهای بیمه را در تخصیص دارائیهایش محدود می‌کند. به علاوه، ۵۰٪ از ذخیره‌های تکنیکی آنها نیز باید بصورت اوراق قرضه دولتی یا پس انداز بانکی نگهداری شود. پس انداز شرکتهای بیمه نشان می‌دهد که بیش از ۵۰٪ از دارائیهای آنها بصورت نقد، پس انداز بانکی و اوراق بهادار دولتی است. برای تجزیه و تحلیل دریافتهای فعال بخش بیمه نسبت به تهیه منابع مالی بلندمدت، ارزیابی دقیق از دریافتهای و پرداختها ضروری است.

### صندوق تامین اجتماعی

● این صندوق، برای ۳/۵ میلیون نفر از شاغلین خدمات بیمه اجتماعی و حق بازنشستگی ارائه می‌دهد. منابع مالی آن ۲۷٪ مالیات از حقوق است (۷٪ به وسیله کارمندان پرداخت می‌شود و ۲۰٪ به وسیله کارفرما) علاوه بر حق بیمه درمانی، از کارافتادگی و بیکاری مبلغ ۳٪ از حقوق به وسیله دولت پرداخت می‌شود. شرایط اخیر دریافتهای و پرداختها نشان می‌دهد که صندوق تهیه کننده اصلی منابع مالی بلندمدت است.

● کل مبلغ سرمایه گذاری شده چیزی بیش از ۱۵۰۰ میلیارد ریال است که حدود ۳۰۰ میلیارد ریال آن سهام شرکتهای صنعتی است. سرمایه گذاری در شرکتهای صنعتی به وسیله شرکت سرمایه گذاری که تماماً متعلق به صندوق است، اداره می‌شود. صندوق همچنین صاحب یک شرکت ساختمانی است که در پروژه‌های مسکونی سرمایه گذاری کرده. صندوق وامهای کوتاه مدت و بلندمدت به شرکتهای صنعتی و وامهای بلندمدت برای خرید خانه اعطاء می‌کند.

بقیه در صفحه ۷۶

## بازار پول و سرمایه در ایران

هیچ‌گونه رقم دقیقی که حجم خالص جریان نقدی منابع مالی واقعی فعلی و آتی را برای سرمایه‌گذاری نشان بدهد، وجود ندارد.

### دیگر صندوقهای بازنشستگی دولتی

● گروه ماموریت، اطلاع پیدا کرد که جمعا ۱۹ صندوق عمومی برای بازنشستگی و تامین اجتماعی وجود دارد. سه تا از مهمترین آنها، صندوق بازنشستگی کشوری، صندوق بازنشستگی ارتش و صندوق تامین اجتماعی است. صندوق بازنشستگی کشوری، امسال شروع به سرمایه‌گذاری قسمتی از منابع مالی تخصیص نیافته خود در بازار بورس و زمین، املاک و مالکیت مستقیم شرکتها کرده است. قسمتی از شرکتهایی که در پورت فولیو صندوق بازنشستگی کشوری است به وسیله دولت، در مقابل منابع مالی نقدی که قبلاً صندوق مجبور به پس انداز کردن آنها بود، داده شده است.

سطح واقعی سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کشوری مشخص نیست. به گروه ماموریت توضیح داده شد که در صورت کمبود منابع، صندوق بازنشستگی کشوری می‌تواند به منابع مالی که مستقیماً از بودجه دولت انتقال می‌یابد روی آورد.

## بازار بورس تهران

● از بازار بورس بیشتر برای «معرفی عمومی ثانویه» سهام که در برنامه خصوصی‌سازی دولت بوده استفاده شده است. صدور آنها بصورت «شیرفلکه‌ای» و یا دستجاتی بوده است.

مترجم: همانطور که شما جریان آب را به وسیله شیر آب کنترل می‌کنید، فروشندگان سهام نیز هر موقع که دلشان می‌خواسته سهام را وارد بازار کرده‌اند و به این طریق جریان عرضه و تقاضا را در کنترل خود داشته‌اند تا بتوانند بر قیمت سهام نفوذ بیشتری داشته باشند و این خلاف قوانین بورس اکثر 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 تولید کند چون در سالهای اخیر، عرضه اولیه سهام مهمی وجود نداشته است.

● نتیجه سلب مالکیت شرکتهای دولتی از طریق بورس در اغلب موارد آن بوده که مالکیت

آنها در سطح وسیعی بین شرکتهای مالی دولتی پخش شود. کنترل شرکت از طریق جمع‌آوری سهامداران در مجمع عمومی نتوانسته تغییری در مدیریت بالای شرکتهای خصوصی شده بدهد و تغییری در ساختار فعالیت شرکتها نیز، نبوده است. مالکیت سهام به وسیله اشخاص خصوصی تقریباً درخور توجه نیست و بیشتر مربوط به فروش سهام ذخیره شده برای کارمندان شرکتهای خصوصی شده می‌باشد.

● سقوط شدید قیمت‌های سهام از نیمه دوم سال ۱۹۹۱ به حمایت فراوان بانکهای دولتی از قیمت‌ها به وسیله دخالت در بازار منجر شد. و این امر باعث کاهش اطمینان مردم نسبت به قیمت واقعی بازار شده است.

● افشای اطلاعات استاندارد شده نیست و اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده به راحتی قابل دسترسی برای سهامداران خصوصی نیست.

● عدم تشخیص تفاوت بین عرضه ثانویه و معاملات ثانویه در آئین نامه بورس کمکی به حمایت از سرمایه‌گذار و تشخیص دقیق سطح نقدینگی بازار نمی‌کند.

● فعالیت بازار ثانویه بسیار کم است. انتقال

سهام و سیستم دفتر سهام غیرموثر و عدم وجود مالکیت سهام کوچک توسط حساب‌کارگزاران از عوامل مهم بازدارنده در نبود ثانویه است. همچنین یک قانون معاملات روشن و رسمی برای معامله‌کنندگان در بازار بورس وجود ندارد.

● یک محدوده ۱۵ درصدی برای مالک شدن سهام شرکت‌های بزرگی که در بازار بورس ثبت‌نام کرده‌اند، وجود دارد. این قانون به نظر نمی‌رسد که در تمام موارد به اجراء گذاشته شود. دلیل عقلانی این قانون مشخص نیست و این یک مانع برای سرمایه‌گذاران خصوصی است که علاقه دارند کنترل یک شرکت خصوصی پذیرفته شده در بورس را بدست آورند.

برای اجابت کردن انتظارات سهامداران، بسیاری از شرکت‌های ثبت شده در بورس، به نظر می‌آید، سود سهامی می‌دهند که بیشتر از سود حاصل از سپرده بانکی است و این باعث افزایش فراوان نسبت پرداختی (PAYOUT RATIOS) می‌شود و سرمایه‌گذاری از طریق سود تقسیم نشده را که یکی از منابع مهم سرمایه‌گذاری خصوصی در اکثر کشورها است، محدود می‌کند. □ \* روزنامه اطلاعات - ۲۶ دی ماه ۱۳۷۲

# NKKK

یک شرکت مطمئن

## برای بازرسی و برآورد مطمئن

با تاسید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

International Inspection And Surveying Organization

Nippon Kaiji Kentei Kyokai

S. N. K. K. K.

سازمان ژاپنی بازرسی و برآورد بین‌المللی کالا

شرکت راه‌ماکان

تهران مظهر سیتی ۱۵۸۵۹ جابان کریم‌خان زریں، جردن سیمانی سماره ۱۳۵ طغه چهارم  
تلفن ۸۸۲۵۹-۱۳ فکس ۲۲۶۳۴۷، ۲۱۳۳۱۹ از صبح ای ان تلگراف تهران  
صندوق پستی ۴۵۸۴ ۱۴۱۵۵ باکس ۸۸۲۰۳۷۶



مخابرات