

■ تنوع اوراق در بازار سرمایه ایران؛ آری یا نه؟

دفتر بررسی‌های اقتصادی

پیش‌نوشتار

بورس اوراق بهادار در ایران، اصلی‌ترین نهاد بازار سرمایه است و رونق بازار سرمایه با کارآمدی بورس اوراق بهادار، بستگی مستقیم دارد. نگاهی به روند فعالیت بورس اوراق بهادار در ایران طی سه دهه گذشته نمایانگر سهم ناچیز این بازار در تجهیز منابع پس‌اندازی به طرف مصارف سرمایه‌گذاری است. در این میان، صرف نظر از نقش اساسی تنگناهای تشکیلاتی، مدیریتی و مقرراتی گریبانگیر این بازار، به نظر می‌رسد به کارگیری ابزارهای نوین مالی بتواند بخشی از رکود حکمفرما بر این بازار را کاهش دهد. مقاله حاضر می‌کوشد با بررسی زمینه‌های علمی تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران، خطوط اصلی حرکت را در این راستا ترسیم کند.

۱- چارچوب تحلیل

یکی از شرایط کارآمد شدن بازار سرمایه و

تخصیص بهینه سرمایه، وجود اوراق بهادار متنوع در بازار سرمایه است. اگر در بازار سرمایه انواع مختلف اوراق بهادار وجود داشته باشد، قسمت اعظم مازاد نقدینگی افراد جامعه جذب واحدهای تجاری و اقتصادی می‌شود. باید توجه داشت که افراد جامعه از لحاظ درجه‌گریز از ریسک (یا میزان احتیاط و محافظه‌کاری) با هم تفاوت دارند. بسیاری از مردم دارای پس‌انداز هستند، ولی حاضر نیستند آن را در فعالیت‌های پرمخاطره به کار اندازند. این گروه ترجیح می‌دهند سرمایه خود را در اختیار اشخاص و سازمان‌های معتبر قرار دهند تا آن را در فعالیت‌های تجاری سرمایه‌گذاری نموده و در ازای استفاده از سرمایه، سود معین از پیش توافق شده‌ای به صاحب سرمایه بپردازند. در مقابل، افرادی نیز وجود دارند که صاحب فکر و ایده اقتصادی مفید هستند و حاضرند سرمایه خود را به خطر انداخته و آن را صرف ایجاد

واحدهای اقتصادی جدید نمایند. این کارآفرینان مایل اند سرمایه افراد محافظه کار را به کار گرفته و از محل سود نامعین واحد اقتصادی، سود ثابت و از پیش تعیین شده افراد محافظه کار را پرداخت کنند. در واقع، استفاده از اوراق بهادار متنوع این امکان را فراهم می آورد که خطرپذیری و سود واحد اقتصادی به صورت نامساوی بین سرمایه گذاری ها متناسب با خطرپذیری و سلیقه آنها تقسیم شود. وجود اوراق بهادار با درجات خطرپذیری متفاوت، امکان مشارکت طیف وسیعی از آحاد جامعه را در امر سرمایه گذاری فراهم می آورد.

از طرف دیگر، افراد جامعه از لحاظ مدت زمانی که بعضی از افراد می خواهند پس انداز خود را سرمایه گذاری کنند با هم تفاوت دارند. مازاد نقدینگی قابل پس انداز برخی فقط برای مدت کوتاهی است و بنابراین، فقط حاضرند آن را صرف سرمایه گذاری های کوتاه مدت کنند. گروه دیگر پس انداز خود را برای رفع نیاز مالی در آینده دور انجام می دهند و ترجیح می دهند آن را در سرمایه گذاری های دراز مدت صرف کنند. در بازار سرمایه باید انواع اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف وجود داشته باشد تا افراد بتوانند اوراق بهاداری که سررسید آنها متناسب با نیاز آنهاست انتخاب کنند. در نقطه مقابل نیز واحدهای تجاری دارای نیازهای مالی متفاوت قرار دارند. بعضی از واحدهای تجاری که نیاز به سرمایه دائمی دارند و می خواهند آن را صرف خرید زمین و احداث ساختمان و خرید ماشین آلات

تولیدی نمایند، تلاش می کنند سرمایه خود را از طریق فروش اوراق بهادار بدون سر رسید (مثل سهام عادی) تأمین کنند و آن دسته از شرکت ها که برای خرید مواد اولیه و سایر نیازهای فصلی نیاز به سرمایه دارند، ترجیح می دهند که آن را از طریق استقراض کوتاه مدت به دست آورند. بنابراین، وجود تنوع اوراق بهادار هم برای رفع نیاز پس انداز کنندگان (اشخاص دارای مازاد درآمد بر هزینه) و هم برای نیاز واحدهای سرمایه پذیر (واحدهایی که مخارج آنها بیشتر از درآمدها است) ضروری می باشد. متأسفانه در ایران تنوع اوراق بهادار بسیار محدود و تنها شامل سهام عادی، اوراق مشارکت و نوعی خاص از سهام ممتاز است. در بورس اوراق بهادار تهران فقط یک نوع اوراق بهادار که سهام عادی است مورد معامله قرار می گیرد. اوراق مشارکت اگر چه چند سالی است توسط شهرداری و بعضی سازمان های وابسته به دولت منتشر شده اند، ولی هنوز در بازار دست دوم (بورس اوراق بهادار) مورد معامله قرار نمی گیرند. به اعتقاد بسیاری از صاحب نظران علمی و فقهی، حنی در چارچوب نظام مالی بدون ربا می توان از انواع مختلف اوراق بهادار به شرح زیر بهره گرفت:

- ۱- سهام عادی؛
- ۲- سهام ممتاز با درصد سود مشخص که پرداخت آن منوط به کسب سود توسط شرکت منتشرکننده است؛
- ۳- اوراق مشارکت با حداقل سود تضمین شده توسط یک نهاد مالی معتبر؛

ممتاز می باشد. بنابراین، خطرپذیری سهام ممتاز کم تر از خطرپذیری سهام عادی است و این نوع سهام بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران محافظه کاری است که حاضر به قبول خطرپذیری نیستند.

اساسنامه شرکت مشخص می کند که آیا سهامداران ممتاز حق رأی در مجامع عمومی صاحبان سهام دارند یا خیر. با توجه به درصد سود معین سهام ممتاز، به طور معمول این سهام فاقد حق رأی است. نرخ سود سهام ممتاز بیشتر از نرخ سود بانکی است؛ زیرا پرداخت سود سهام ممتاز تضمین شده نیست و نرخ سود سهام ممتاز متناسب با میزان خطرپذیری شرکت و نرخ تورم مورد انتظار رایج در کشور تعیین می شود. از ویژگی های مهم سهام ممتاز این است که دارای تاریخ سررسید مشخص نیست و لذا استقبال برای خرید آنها منوط به پذیرفته شدن سهام ممتاز در بورس است. اگر سهام ممتاز در بورس پذیرفته نشده باشد، افراد کمی حاضر به خرید آنها خواهند شد؛ زیرا نمی توان آنها را به سادگی تبدیل به پول نقد کرد. در مصوبه اخیر سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سهام ممتاز نیز در بورس قابل پذیرش اعلام شده است.

۲-۲- اوراق مشارکت با نرخ سود معادل با نرخ تورم

یکی از معایب اوراق مشارکت منتشر شده در ایران، پایین بودن نرخ سود تضمین شده

۴- اوراق مشارکت با نرخ سود برابر با نرخ تورم؛

۵- گواهی سپرده بانکی قابل معامله در بازار سرمایه؛

۶- اسناد پیش پرداخت مالیات؛

۷- اوراق مشارکت با اختیار تبدیل به سهام عادی؛

۸- پیمان های تحویل آتی (قرارداد سلف).

از بین اوراق بهادار برشمرده، سهام عادی و اوراق مشارکت با حداقل سود تضمین شده در ایران منتشر شده اند و نیازی به تشریح آنها در اینجا نیست.

۲- گزینه های عملی نشر اوراق بهادار در ایران

۲-۱- سهام ممتاز با درصد سود مشخص مطابق قانون تجارت ایران، سهام ممتاز سهامی است که برخی امتیازات ویژه دارد. در اینجا منظور از سهام ممتاز، سهامی است که دارندگان آن از نرخ سود معینی بهره مند می شوند و سهامداران ممتاز در مورد دریافت سود خود نسبت به سهامداران عادی از اولویت برخوردارند. پرداخت سود سهام ممتاز مشروط به کسب سود توسط شرکت است. اگر به هر دلیلی از جمله عدم کسب سود، سود سهام ممتاز پرداخت نگردد، این سود باید در سال های بعد پرداخت شود. در هر صورت، پرداخت سود به سهامداران عادی منوط بر دریافت کامل سود جاری و معوق توسط سهامداران

آنها در مقایسه با نرخ تورم است. تجربه سه سال گذشته نشان می‌دهد که نرخ تورم در سال‌های بعد از تاریخ انتشار اوراق مشارکت شهرداری تهران به مراتب بیشتر از نرخ سود تضمین شده این اوراق بوده است. شاید به همین دلیل، مردم استقبال کم‌تری از خرید اوراق مشارکت بعدی کرده‌اند. برای جلب رضایت سرمایه‌گذاران لازم است نرخ سود تضمین شده این اوراق دست کم برابر با نرخ تورم رایج در کشور باشد تا سرمایه‌گذاران بتوانند کاهش قدرت خرید سرمایه خود را از طریق دریافت سود معادل نرخ تورم جبران کنند.

دریافت سود به این شیوه در عمل به منزله عدم دریافت بازده واقعی است. به همین دلیل، این نوع اوراق مشارکت معروف به اوراق مشارکت با نرخ بازده واقعی صفر درصد می‌باشند. شاید بتوان گفت که این نوع اوراق مشارکت، نوعی قرض الحسنه واقعی تلقی می‌شوند؛ زیرا سرمایه‌گذار در قبال در اختیار گذاشتن سرمایه خود هیچ نوع بازده واقعی به دست نمی‌آورد. با وجود این که نرخ بازده واقعی این نوع اوراق مشارکت برابر با صفر درصد است، پیش‌بینی می‌شود که بسیاری از مردم مبادرت به خرید آنها نمایند. این افراد گروهی از مردم هستند که نگران خطر از دست دادن قدرت خرید سرمایه خود بوده و مایل‌اند با خرید این نوع اوراق، ارزش سرمایه خود را حفظ کنند. استفاده از این نوع اوراق مشاکت نه تنها باعث تجهیز بهینه سرمایه می‌شود و سرمایه‌گروه بیشتری از

مردم را در امر صنعت و تجارت به کار می‌گیرد، بلکه یک شیوه تأمین مالی ارزان برای شرکت‌هایی که در دارایی‌های واقعی (فیزیکی) سرمایه‌گذاری کرده‌اند، پدید می‌آورد.

۲-۳- گواهی سپرده بانکی قابل معامله در بازار

در نظام بانکی کنونی ایران، پس‌انداز کنندگان می‌توانند سرمایه خود را به صورت سپرده سرمایه‌گذاری درازمدت نزد بانک‌ها بپردازند و از نرخ سود تضمین شده آن بهره‌مند شوند. عیب این نوع سپرده‌ها این است که اگر سپرده‌گذار قبل از موعد تعیین شده اقدام به پس‌گرفتن سپرده خود کند، مشمول جریمه‌ای خواهد شد که نرخ بازده وی را کم‌تر از نرخ سود تعیین شده می‌کند. این عیب باعث شده است که بسیاری از مردم، پس‌انداز خود را به صورت سپرده سرمایه‌گذاری درازمدت نزد بانک‌ها نپردازند.

برای رفع این عیب بانک‌ها می‌توانند در ازای دریافت سپرده، گواهی سپرده سرمایه‌گذاری قابل نقل و انتقال صادر کنند. این نوع گواهی در ازای مبلغ اسمی مشخص (به طور مثال یک میلیون ریال، پنج میلیون ریال، ده میلیون ریال و...) و سررسید معین (برای مثال پنج سال) و نرخ سود تضمین شده (به طور مثال مشابه نرخ سپرده سرمایه‌گذاری درازمدت در نظام فعلی) صادر می‌شود. در پشت این گواهی‌نامه جدولی وجود دارد که در آن نقل و انتقال بعدی ثبت می‌شود. این گواهی‌نامه می‌تواند

نمایند. این نوع اوراق به دلیل این که خطریذیری ندارند، بیشتر مورد استقبال اشخاص محافظه کار و شرکت‌هایی که در جستجوی سرمایه‌گذاری مطمئن هستند، قرار می‌گیرد.

۲-۴- اسناد پیش پرداخت مالیات

در نظام فعلی مالیاتی کشور، مؤدیان، مالیات خود را چهار ماه پس از پایان سال مالی و در زمان تسلیم اظهارنامه مالیاتی می‌پردازند. این رویه باعث شده است که دولت از وصول مالیات در سالی که درآمد ایجاد شده محروم بماند. از طرف دیگر، شرکت‌ها مجبورند نقدینگی خود را به مدت چندین ماه به صورت راکد نگهدارند تا زمان پرداخت مالیات فرا رسد. یک راه تشویق اشخاص به پرداخت سریع تر مالیات، انتشار اسناد پیش پرداخت مالیات است. این نوع اوراق می‌تواند نه ماه قبل از تاریخ پرداخت مالیات منتشر و با تخفیفی متناسب با مهلت باقی مانده به مؤدیان مالیاتی یا سرمایه‌گذاران فروخته شود. به طور مثال دولت می‌تواند بابت هر ماه پرداخت زودتر از موعد، دو درصد تخفیف در نظر بگیرد و اوراق را با تخفیف و به قیمتی کم‌تر از ارزش اسمی که روی اوراق نوشته شده بفروشد. بهتر است این اوراق بی‌نام و قابل واگذاری به دیگران باشند. اشخاصی که دارای مازاد نقدینگی هستند می‌توانند این اوراق را با تخفیف خریداری کرده و در زمان پرداخت مالیات آن را به مبلغ اسمی برای پرداخت مالیات

در بازار سرمایه هر روز مورد معامله قرار گیرد و قیمت آن متناسب با مبلغ اسمی، نرخ سود تضمین شده و مهلت باقی مانده به اولین زمان دریافت سود تضمین شده و نرخ سود تضمین شده در زمان معامله است. حسن این گواهی‌نامه این است که دارنده آن مجبور نیست آن را تا سررسید نگه دارد تا از سود تضمین شده بهره‌مند شود و در صورت نیاز می‌تواند آن را به دیگری بفروشد.

این نوع گواهی‌نامه می‌تواند با نام یا بدون نام باشد و به طور معمول ضمیمه گواهی‌نامه تعدادی کوپن دریافت سود است که در آن، زمان و مبلغ دریافت سود سپرده نوشته شده است. دارنده گواهی می‌تواند در زمان مقرربه بانک مراجعه و در ازای تسلیم کوپن، سود تضمین شده را دریافت نماید. یک حسن این نوع گواهی برای بانک این است که بر خلاف سپرده سرمایه‌گذاری دراز مدت که دارنده سپرده هر روز می‌تواند به بانک مراجعه و سپرده خود را دریافت کند، دارنده گواهی سپرده نمی‌تواند تا تاریخ سررسید، سپرده خود را از بانک وصول نماید. بنابراین، بانک حق استفاده از مبلغ سپرده را برای کل دوره دارد و می‌تواند آن را صرف سرمایه‌گذاری‌های دراز مدت (مانند احداث کارخانه، سد، بزرگراه و...) بکند. از طرف دیگر، قابلیت تبدیل به نقد کردن گواهی‌نامه باعث می‌شود که گروه بیشتری از مردم اقدام به خرید این نوع گواهی‌نامه‌ها

دارایی‌های فیزیکی (مانند زمین، ساختمان و طلا) یا آن دسته از سهام عادی کنند که قیمت آنها همراه با تورم افزایش می‌یابد.

یک راه افزایش جذابیت اوراق مشارکت، دادن اختیار خرید سهام عادی به دارندگان اوراق مشارکت است. برای نیل به این مقصود در قرارداد اوراق مشارکت قید می‌شود که دارندگان اوراق مشارکت حق دارند تعداد معینی از سهام عادی شرکت را به قیمت معین و ظرف مهلت مشخصی خریداری کنند. در این صورت، چنانچه قیمت سهام عادی شرکت در بازار افزایش یابد، دارندگان اوراق مشارکت نیز از این افزایش سود خواهند برد. شرکتی که چنین اوراقی را منتشر می‌کند باید ابتدا مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام مبنی بر لزوم افزایش سرمایه احتمالی را اخذ کرده باشد.

۲-۶- پیمان‌های تحویل آتی (قرارداد سلف)

در اکثر کشورهای جهان این امکان برای اشخاص وجود دارد که امروز در مورد شرایط معامله‌ای که قرار است در آینده انجام گیرد توافق کنند. به طور مثال، طرف‌های قرارداد تعهد می‌کنند که مقدار معینی (به عنوان مثال ۱۰۰ تن) از کالاهای مشخص (مثلاً گندم) و با درجه کیفیت معینی را به قیمتی که امروز مشخص می‌کنند در روز معینی معامله کنند. در زمان عقد قرارداد، خریدار هیچ وجهی بابت خرید کالا نمی‌پردازد و پرداخت وجه و تحویل کالا در روز تعیین شده انجام می‌گیرد.

برای حصول اطمینان از انجام تعهدات،

خود مورد استفاده قرار دهند. علاوه بر مؤدیان مالیاتی، هر کسی که دارای مازاد نقدینگی است می‌تواند این اسناد را خریداری کند و مدتی بعد آن را به قیمتی بالاتر به دیگری بفروشد. هر چه سررسید این اوراق نزدیک‌تر شود، قیمت معاملاتی آن به ارزش اسمی نزدیک‌تر می‌گردد و دارنده آن از محل ترقی قیمت آن سود می‌برد. این اسناد به عنوان اوراق بهادار بدون خطرپذیری تلقی می‌شوند و مورد استقبال اشخاص محافظه کار قرار می‌گیرند.

انتشار این اسناد نه تنها باعث کامل‌تر شدن بازار سرمایه می‌شود. بلکه وزارت امور اقتصادی و دارایی را قادر می‌سازد درآمدهای مالیاتی خود را زودتر وصول و به خزانه دولت واریز کند. حسن دیگر این اوراق این است که امکان به کارگیری مازاد نقدینگی در اوراق بهادار بدون خطرپذیری که قابلیت تبدیل به نقد شدن خوبی را دارند نیز فراهم می‌آورد. چنین اوراقی باعث می‌شود که نقدینگی مازاد، دیگر صرف خرید و احتکار کالاها و در نتیجه موجب بروز تورم نشود. این نوع اوراق می‌توانند در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گیرند.

۲-۵- اوراق مشارکت با اختیار خرید سهام عادی

یکی از معایب اوراق مشارکت با درصد سود معین، این است که قیمت آنها در بازار همراه با افزایش نرخ تورم و کاهش قدرت خرید پول افزایش نمی‌یابد. این عیب باعث شده است که مردم استقبال چندانی از این اوراق نکنند و بیشتر اقدام به خرید

را اعلام کند تا کشاورزان با خیال راحت اقدام به کشت محصولات کشاورزی نمایند. اگر این نوع اوراق در ایران به وجود آیند نه تنها نگرانی تولیدکنندگان و مصرف کنندگان از نوسان قیمت کم خواهد شد، بلکه این امکان نیز برای سایر سرمایه گذاران به وجود می آید که با سرمایه گذاری بر روی این نوع اوراق، از تغییرات احتمالی قیمت کالاها سود جویند و یا ضرر ببینند. اگر امکان معامله این اوراق برای خرید و فروش ارز فراهم آید، صادر کنندگان کالا می توانند ارزی را که چند ماه بعد قرار است از محل صادرات به دست آورند، با نرخ مشخص امروز به فروش برسانند و دیگر نگران نوسان نرخ ارز نباشند، یا واردکنندگان کالا که قرار است ارز مربوط به خرید کالا را در آینده بپردازند می توانند با خرید این اوراق، ارز مورد نیاز در چند ماه بعد را امروز و با نرخ مشخص خریداری کنند.

طراحی و انتشار اوراق برشمرده، نیازمند چارچوب حقوقی و قانونی خاصی است که متخصصان و کارشناسان کشور باید آن را تهیه و برای تصویب به دستگاه قانونگذاری کشور ارائه نمایند. همچنین معامله این اوراق به تدوین آیین نامه های معاملاتی ویژه ای نیاز دارد که مسئولان بورس و بازار سرمایه ایران باید نسبت به تهیه آن اهتمام ورزند.

□ □ □

طرف های معامله نوعی وثیقه نزد کارگزار خود می سپارند. وجود این نوع قراردادها موجب می شود که طرف های معامله نگران نوسان قیمت کالا در آینده نباشند؛ زیرا بدون توجه به این که قیمت کالا در آینده چه باشد، آنها کالا را به قیمت توافق شده معامله خواهند کرد. بعد از انعقاد قرارداد، ارزش قرارداد به نوسان قیمت کالا در بازار بستگی دارد. بدیهی است اگر قیمت کالا افزایش یابد، خریدار کالا منتفع خواهد شد و ارزش قرارداد وی افزایش خواهد یافت. امروزه در بورس های مهم دنیا، اوراق بهادار خاصی به نام پیمان های تحویل آتی^۱ مورد معامله قرار می گیرند. این قراردادها می توانند مربوط به انواع کالاها مثل گندم، جو، تخم مرغ، گوشت، دانه سویا، مس، قلع، نقره، طلا، ارزهای مهم دنیا و... باشند. خریداران این نوع اوراق به طور عمده کسانی هستند که نیاز به مصرف آن کالا در آینده دارند و می خواهند کالای مورد نظر را به قیمت معینی، امروز تهیه کنند. بنابراین، حسن عمده این قرارداد، کاهش خطری پذیری نوسان قیمت کالا برای مصرف کنندگان و تولیدکنندگان آن کالا است. به طور مثال، کشاورزان در زمستان می توانند با خیال راحت اقدام به کشت گندم کنند و مطمئن باشند که گندم تولیدی را با قیمت معینی خواهند فروخت. در ایران این نوع پیمان ها وجود ندارد. به همین دلیل دولت مجبور شده است که قیمت تضمینی خرید محصولات کشاورزی