

نسخه تجمیعی

۱۹ آبان ماه ۱۳۹۷



تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی ایران و بازار سرمایه:

تبیین جایگاه، چالش‌ها و راه‌کارها

تهیه‌کننده: شرکت خدمات پژوهش و خدمات مالی تابان خرد



فهرست مطالب

۴	۱. فصل اول: نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME)
۴	۱.۱. مقدمه
۶	۱.۲. نگاهی به نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران و سایر کشورهای دنیا
۱۶	۱.۳. ساختار بازار سرمایه در اقتصاد ایران
۲۳	۱.۴. مروری بر نقش بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME) در اقتصاد ایران و جهان
۲۸	۱.۵. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ایران در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته
۴۴	۲. فصل دوم: ضعف‌های مقرراتی، نهادی، ساختاری و اجرایی بازار سرمایه
۴۴	۲.۱. مقدمه
۴۵	۲.۲. ضعف‌های مقرراتی و بیش مقرراتی بازار سرمایه
۶۳	۲.۳. ضعف‌های نهادی و ساختاری بازار سرمایه
۷۶	۲.۴. ضعف‌های اجرایی بازار سرمایه
۸۵	۳. فصل سوم: ناهمگرایی مقررات مالیاتی و استانداردهای حسابداری
۸۵	۳.۱. مقدمه
۸۶	۳.۲. وضعیت موجود سیستم مالیاتی کشور
۹۲	۳.۳. ضعف سیستم حسابداری و حسابداری موجود کشور و مشکلات ایجاد شده در بازار سرمایه
۱۰۲	۴. فصل چهارم: طرح پیشنهادات اصلاحی و معرفی ابزارهای مالی جدید
۱۰۲	۴.۱. خلاصه‌ای از مشکلات مورد بحث در گزارش به همراه پیشنهادات اصلاحی
۱۱۲	۴.۲. معرفی ابزارهای نوین تأمین مالی
۱۲۵	۴.۳. ساماندهی سهام عدالت در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۱۲۸	۴.۴. جمع‌بندی کلی از اوضاع بازار سرمایه کشور
۱۳۱	۴.۵. بسته سیاستی پیشنهادی برای شرکت‌های SME

فهرست نمودارها

۶	ارزش بازار سهام و مانده تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش غیردولتی	۱	نمودار شماره
۷	رشد تولید ناخالص داخلی همراه با اندازه بخش بانکی و بازار سرمایه در اتحادیه اروپا، آمریکا و چین	۲	نمودار شماره
۹	حرکت از تأمین مالی از طریق بانک‌ها به سوی تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه شرکت‌ها	۳	نمودار شماره
۱۰	رشد تولید ناخالص داخلی همراه با اندازه بخش بانکی و بازار سرمایه در ایران، ترکیه و مالزی	۴	نمودار شماره
۱۱	روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور برای سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵	۵	نمودار شماره
۱۲	نسبت روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه ایران	۶	نمودار شماره
۱۴	وام‌های پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی در مقابل اوراق بدهی منتشر شده در بازار سرمایه ایران	۷	نمودار شماره
۱۵	وام پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی در مقابل اوراق بدهی منتشر شده در بازار آمریکا	۸	نمودار شماره
۱۷	ساختار بازار پول و سرمایه ایران	۹	نمودار شماره
۱۸	روش‌های عرضه سهام شرکت‌ها در بازارهای بورس تهران و فرابورس ایران	۱۰	نمودار شماره
۱۹	مراحل ۸ گانه عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه ایران	۱۱	نمودار شماره
۲۰	فرآیند عرضه اولیه سهام در ایالات متحده	۱۲	نمودار شماره
۲۷	مشکلات عمده بنگاه‌های کوچک و متوسط اروپایی	۱۳	نمودار شماره
۳۳	روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ۲۸ کشور اروپایی	۱۴	نمودار شماره
۳۵	سهام ابراهای مختلف در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط آمریکا- ۲۰۱۶	۱۵	نمودار شماره
۴۱	بازارهای فعال بورس استانبول	۱۶	نمودار شماره
۴۷	نسبت ارزش معاملات بازار بورس اوراق بهادار تهران را در مقایسه با ارزش کل این بازار	۱۷	نمودار شماره
۸۷	نرخ رشد اقتصادی و نرخ رشد مالیات اشخاص حقوقی طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶	۱۸	نمودار شماره
۱۰۰	مزایا و معایب استفاده از استانداردهای بین‌المللی IFRS	۱۹	نمودار شماره
۱۱۴	ساختار پیشنهادی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه	۲۰	نمودار شماره
۱۱۵	فرآیند شروع فعالیت صندوق پروژه	۲۱	نمودار شماره
۱۱۶	ساختار پیشنهادی صندوق سهام خصوصی	۲۲	نمودار شماره
۱۱۷	فرآیند انتشار اوراق تجاری اسلامی	۲۳	نمودار شماره
۱۱۷	ساختار پیشنهادی اوراق تجاری اسلامی	۲۴	نمودار شماره
۱۱۸	فرآیند کلی انتشار اوراق رهنی	۲۵	نمودار شماره
۱۱۹	اوراق رهنی مرابحه یا فروش اقساطی	۲۶	نمودار شماره
۱۱۹	مدل عملیاتی اوراق منفعت	۲۷	نمودار شماره
۱۲۱	مراحل انتشار اوراق تورق	۲۸	نمودار شماره
۱۲۱	ساختار پیشنهادی برای انتشار اوراق تورق	۲۹	نمودار شماره
۱۲۴	ساختار پیشنهادی انتشار صکوک مشارکت بیمه‌ای	۳۰	نمودار شماره

فهرست جدول‌ها

۱۲	روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه ایران	۱	جدول شماره
۲۳	تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران	۲	جدول شماره
۲۳	تعریف SME از منظر قوانین امریکا	۳	جدول شماره
۲۴	تعریف SME از منظر قوانین اتحادیه اروپا	۴	جدول شماره
۳۰	ابزارهای تأمین مالی غیر بانکی با توجه به وضعیت مالی و چرخه عمر بنگاه‌های مختلف	۵	جدول شماره
۳۶	اصول اساسی تأمین مالی بنگاه‌های SME در کشورهای عضو ۲۰G و OECD	۶	جدول شماره
۳۸	شرایط پذیرش و نقل و انتقال سهام شرکت‌های سهامی عام در بازارهای فرابورس	۷	جدول شماره
۴۲	فرآیند زمانی عرضه سهام در بورس استانبول	۸	جدول شماره
۴۳	شرایط پذیرش و کارمزدها در بازارهای مختلف بورس استانبول	۹	جدول شماره
۱۱۲	تعاریف مورد نظر در ساختار اوراق بدهی معرفی شده	۱۰	جدول شماره
۱۱۳	تعاریف مورد نظر در ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری معرفی شده	۱۱	جدول شماره

۱. فصل اول: نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME)

۱.۱. مقدمه

صنعت مالی^۱ هر کشور نقشی اساسی در رشد و توسعه اقتصادی آن سرزمین دارد. بخش مالی با ایفای نقش واسطه‌گری در تخصیص منابع به زیربخش‌های مختلف اقتصاد، می‌تواند از طریق کاهش هزینه تأمین مالی و تشویق پس‌انداز و همین‌طور استفاده کارا از منابع، نقش معناداری در رشد بلندمدت اقتصادی داشته باشد. ادبیات توسعه صراحتاً بر اهمیت و تأثیر توسعه صنعت مالی بر رشد اقتصادی تأکید کرده است. گرچه اندازه‌گیری سهم صنعت مالی در دنیای در هم تنیده امروز سنجه دقیقی ندارد، ولی راه‌کارهای مختلف اندازه‌گیری، سهم این صنعت را در حدود ۶ درصد کل ارزش‌افزوده در کشورهای توسعه‌یافته تخمین می‌زند.^۲ در ایران، بازار سرمایه هم اکنون می‌تواند در رفع تنگنای اعتباری بخش واقعی اقتصاد و استقرار نظام تأمین مالی مبتنی بر بازار مؤثر باشد. مصائب اخیر نظام بانکی کشور نیز اهمیت توجه به این حوزه را دوچندان نموده است. نظام چند لایه بانکی کشور که می‌تواند ریسک‌ها و زیان‌های محقق‌شده را در پس صورت‌های مالی آرایش‌شده برای سال‌ها پنهان کند، امروز خود بر نقش شفاف‌ساز بازار سرمایه در تخصیص بهینه منابع صحنه می‌گذارد.

تبیین چالش‌ها و عارضه‌های بازار سرمایه می‌تواند در تأمین مالی بنگاه‌ها زمینه‌ساز شناسایی و ارائه راهکارها در ابعاد گوناگون باشد. با در دستور قرار گرفتن طرح بازنگری در قانون بازار سرمایه، قانون تجارت و قوانین بانکداری مرکزی، اهمیت اشراف کارشناسی به این مسأله بیش از پیش احساس می‌شود. امروز اگر بینش عمیق‌تری نسبت به مسیر طی‌شده بازار سرمایه و جایگاه آن داشته باشیم و از آموخته‌های گذشته استفاده کنیم، قطعاً می‌توانیم در معماری آتی نظام مالی کشور توفیقات بیشتری به دست آوریم.

۱. منظور از صنعت مالی خدمات اقتصادی ارائه‌شده توسط عوامل دخیل در این صنعت مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های اعتبارسنجی، کارگزاری‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ... می‌باشد. (منبع: https://www.investopedia.com/terms/f/financial_sector.asp)
۲Source: OECD, Value Added by economic activity (financial intermediation)- (<https://data.oecd.org/natincome/value-added-by-activity.htm>)

در طرح آتی بازار سرمایه کشور صرفاً باید اصلی‌ترین اهداف آن را مدنظر قرار دهیم: انجام معاملات دارایی‌های مالی با کاراترین، سریع‌ترین، شفاف‌ترین و کم هزینه‌ترین روش ممکن و تأمین مالی مبتنی بر بدهی و سرمایه با اقتصادی‌ترین نرخ قابل دسترس در نظام مالی کشور.

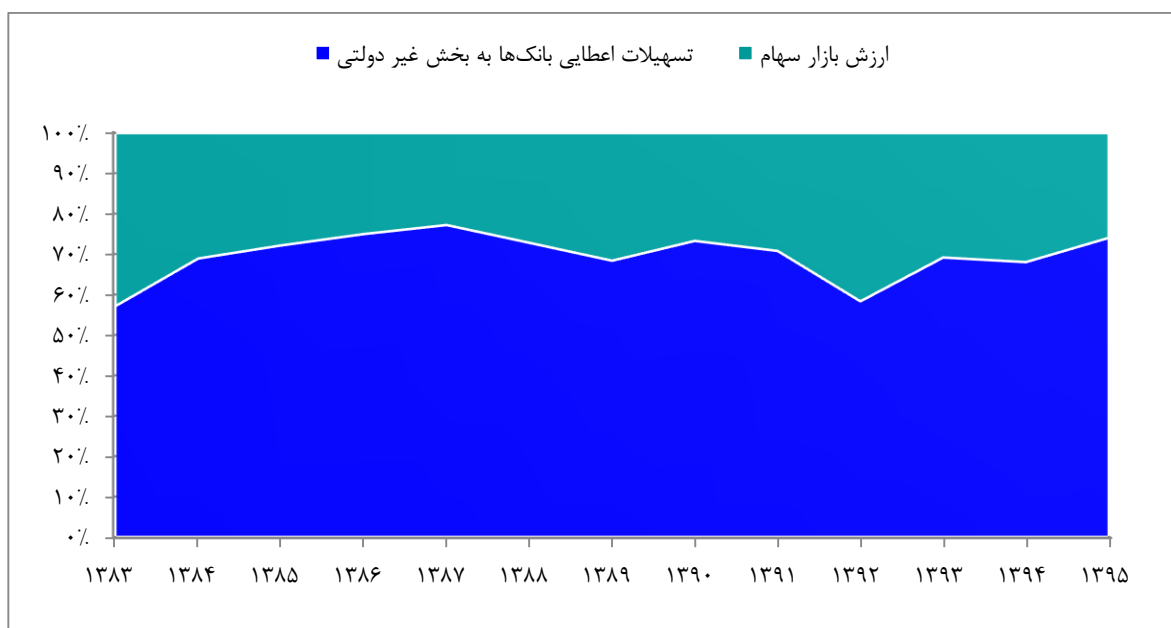
با این مقدمه، در گزارش فعلی سعی بر آن داریم که ضمن شناخت جایگاه بازار سرمایه کشور و مقایسه آن با سایر نقاط دنیا، مشکلات کلیدی حاکم بر این بازار را در شرایط جاری ایران مورد بررسی قرار دهیم. پس از آن، ضعف‌های مکمل از جمله نهادهای حسابداری، حسابرسی و مالیاتی و تأثیر آن بر بازار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت و نهایتاً این گزارش تلاش خواهد کرد سیاست‌های کلی برای اصلاح وضع حاکم و پیشبرد بازار سرمایه به جایگاهی متعالی‌تر را تشریح نماید. بنابراین، گزارش حاضر در ۴ فصل کلی تدوین شده است: (۱) نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (۲) ضعف‌های مقرراتی، نهادی، ساختاری و اجرایی بازار سرمایه (۳) ناهمگرایی مقررات مالیاتی و استانداردهای حسابرسی (۴) طرح پیشنهادات اصلاحی و معرفی ابزارهای مالی جدید.

گزارش حاضر که فصل اول از مطالعات بالا را در خود جای داده، تمرکز بر جایگاه بازار سرمایه و مقایسه آن با کشورهای هدف دارد. در این گزارش هم‌چنین نکاتی پیرامون ساختار مالکیتی بازار سرمایه ایران و تأثیر آن بر جایگاه این بازار آمده است. به علاوه، این فصل از گزارش به‌طور خاص نگاهی نیز به رابطه شرکت‌های کوچک و متوسط (SME) با بازار سرمایه و سازوکار بهره‌گیری این شرکت‌ها از زیرساخت بازار سرمایه کشور خواهد داشت.

۱,۲. نگاهی به نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران و سایر کشورهای دنیا

در ادبیات اقتصادی، بازارهای مالی به عنوان جریان‌های هدایت‌کننده منابع مالی از بخش غیرمولد اقتصاد به بخش مولد آن، دارای نقشی حیاتی در اشتغال‌زایی، سرمایه‌گذاری، تثبیت متغیرهای پولی و مالی و در مجموع رفاه جامعه هستند. اهمیت این بازارها به حدی بالاست که از آن‌ها به‌عنوان شریان‌های اصلی اقتصاد یاد می‌شود. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان بازارهای مالی را به دو بازار پول و سرمایه دسته‌بندی کرد. به منظور بررسی نقش هر کدام از این بازارها در تأمین مالی بنگاه‌های ایران، از دو شاخص ارزش بازار سهام برای نقش بازار سرمایه و مانده تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش غیردولتی برای نقش بازار پول استفاده می‌شود. همان‌طور که از نمودار شماره ۱ استنتاج می‌شود، نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران مبتنی بر بازار پول است.

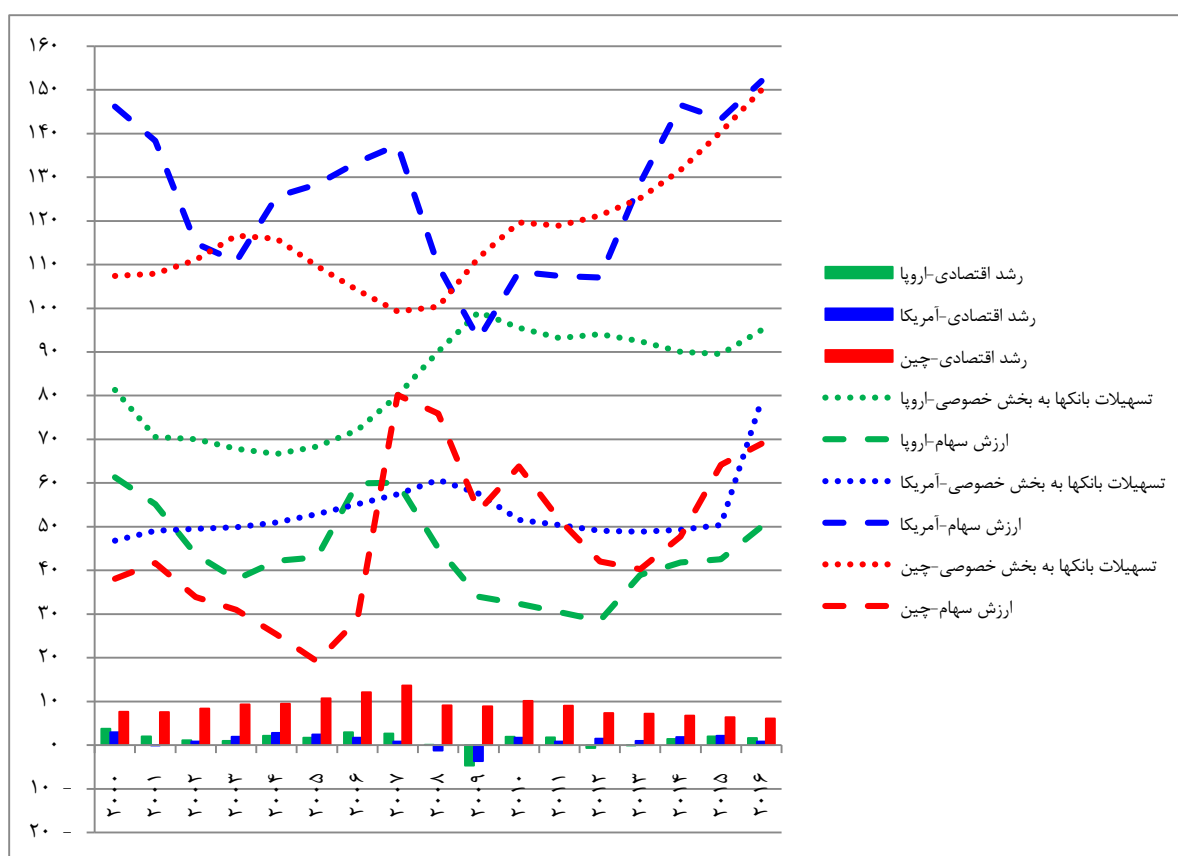
نمودار شماره ۱. ارزش بازار سهام و مانده تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش غیردولتی



منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (CBI)

نظام تأمین مالی در کشورهای مختلف متفاوت است و این تفاوت تا حد زیادی ریشه در فرهنگ سرمایه‌گذاری و تأمین مالی فعالین اقتصادی جامعه مربوط به آن دارد. بر اساس داده‌های منتشرشده بانک جهانی^۳ نظام تأمین مالی در کشورهای اروپایی و چین مبتنی بر بازار پول می‌باشد. این در حالی است که نظام تأمین مالی در آمریکا مبتنی بر بازار سرمایه بوده و سهم بزرگی از بنگاه‌های اقتصادی این کشور برای تأمین نیازهای مالی خود به بازار سرمایه مراجعه می‌کنند. این مهم در نمودار شماره ۲ به خوبی نشان داده شده است.

نمودار شماره ۲. رشد تولید ناخالص داخلی همراه با اندازه بخش بانکی و بازار سرمایه در اتحادیه اروپا، آمریکا و چین



Source: World Bank, World Development Indicators

* تسهیلات بانکها به بخش خصوصی و ارزش سهام به صورت درصدی از GDP کشورها بیان شده است.

بر اساس مطالعات موسسه نیوفاینانشال^۴ از جمله دلایلی که می‌توان برای وابستگی بیشتر شرکت‌های اروپایی به تأمین مالی از طریق منابع بانکی برشمرد عبارتند از:

۳. داده‌های بانک جهانی در مورد شاخص‌های اقتصادی کشورهای مختلف تا پایان سال ۲۰۱۶ موجود می‌باشد.

۴ <https://newfinancial.eu>

❖ قسمت عمده این امر به دلایل فرهنگی بر می‌گردد. اروپا جایی است که در آن بیشتر شرکت‌ها و فعالین بازار به دیده شک به فعالیت‌های ریسکی بازار سرمایه می‌نگرند. در ضمن فرهنگ پس‌انداز در اروپا متفاوت از آمریکاست. با وجود آن که اروپایی‌ها بیشتر از آمریکایی‌ها پس‌انداز می‌کنند، اما حجم کمتری از این پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری تعلق می‌گیرد. به عبارت دیگر مردم به دلیل اعتمادی که به سیستم بانکی دارند، این منابع را به جای آنکه صرف سرمایه‌گذاری خرد در بازار سرمایه بنمایند، در بانک‌ها سپرده‌گذاری می‌کنند.

❖ از سوی دیگر نفوذ و گستردگی بانک‌های اروپایی در سطح این قاره سبب شده بنگاه‌ها برای تأمین مالی منابع خود به بانک‌ها مراجعه کنند. هم‌چنین، در حالی که قسمت عمده وثیقه‌های بانکی در آمریکا از ترازنامه نظام بانکی خارج شده و به ابزارهای تأمین مالی تبدیل می‌شود، قسمت عمده وثایق بانکی اروپا (مشابه ایران) این امکان را نداشته و در ترازنامه بانک‌ها عقیق می‌ماند.

❖ علاوه بر موارد بالا، به غیر از چند سال اخیر که روند تا حدودی تغییر کرده، در گذشته ارتباط چندانی بین بازارهای بورس ملی کشورهای اروپایی و نیز بازارهای بورس این کشورها با بازارهای بورس آمریکا برقرار نبود. به همین علت بازارهای بورس اروپایی از عمق چندانی برخوردار نبودند.

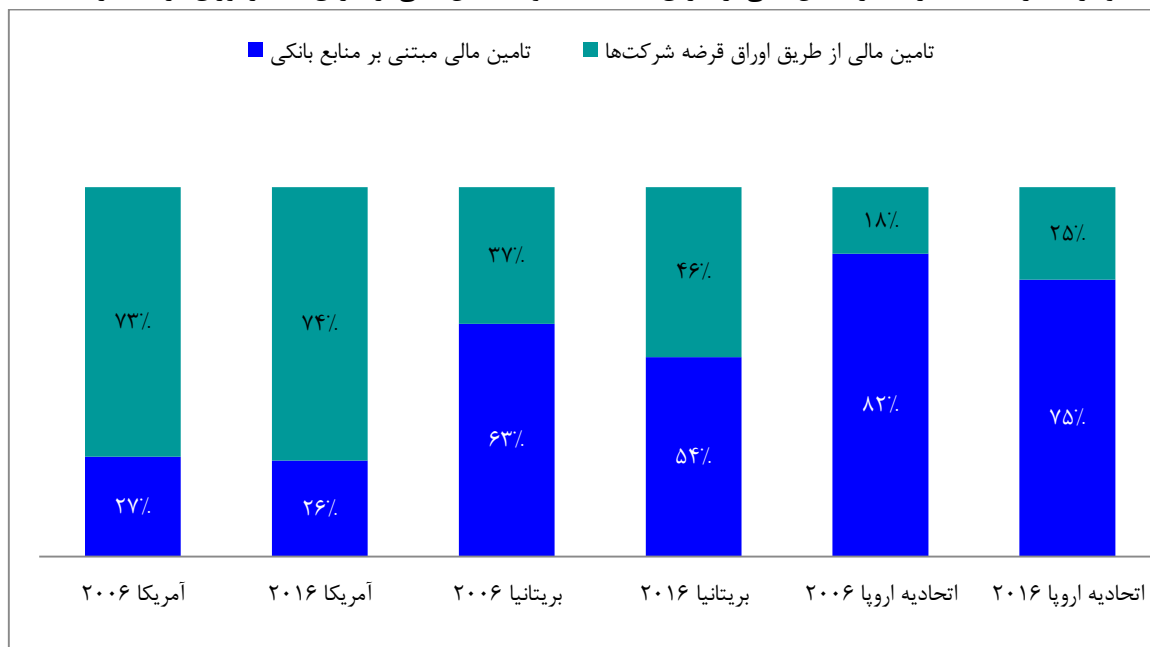
به باور کارشناسان اقتصادی تاخیر در بهبود وضعیت اقتصاد اروپا بعد از وقوع بحران مالی ۲۰۰۸ نسبت به آمریکا تا حدود زیادی به عمق کم بازارهای مالی کشورهای عضو بر می‌گردد. علی‌رغم آنکه بانک‌های اروپایی و آمریکایی تحت تاثیر بحران مالی قرار گرفتند، اما اقتصاد کشورهای اروپایی به دلیل وابستگی زیاد به بانک‌ها با شدت و به مدت بیشتری تحت تاثیر این بحران قرار گرفت.

گزارش اخیر موسسه نیوفاینانشال^۵ منتشر شده در مارچ ۲۰۱۸ نشان می‌دهد در سال‌های اخیر سهم تأمین مالی از طریق منابع بانکی برای کشورهای اروپایی کاهش داشته است. به نحوی که سهم تأمین مالی مبتنی بر بانک‌ها در اروپا از ۸۲ درصد در سال ۲۰۰۶ به ۷۵ درصد در سال ۲۰۱۶ کاهش یافته است. این در حالی است

^۵<https://newfinancial.eu/report-the-size-depth-growth-opportunity-in-eu-capital-markets/>

که سهم منابع بانکی در تأمین مالی بنگاه‌های آمریکایی در دوره مشابه تنها از ۲۷ درصد در سال ۲۰۰۶ به ۲۶ درصد در سال ۲۰۱۶ رسیده است. این مهم در نمودار شماره ۳ به خوبی نشان داده شده است.

نمودار شماره ۳. حرکت از تأمین مالی از طریق بانک‌ها به سوی تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه شرکت‌ها

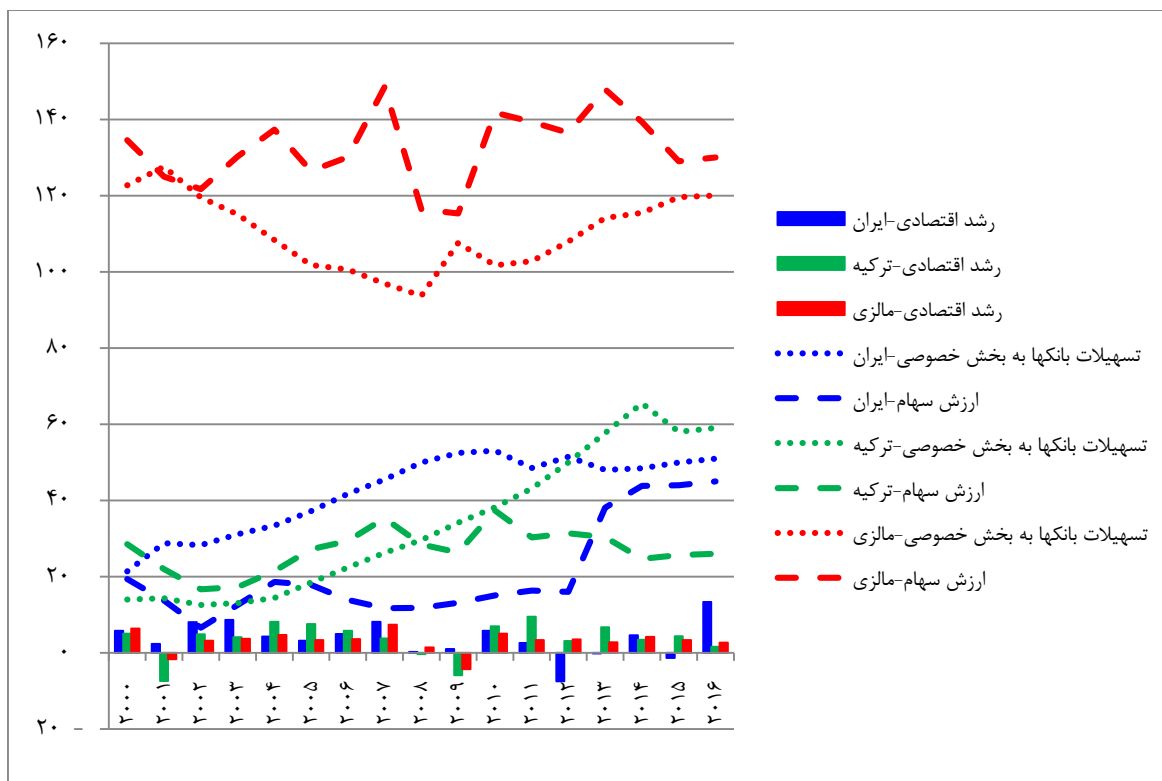


Source: the size, depth & growth opportunity in EU capital markets, New Financial Report, March ۲۰۱۸

هم‌چنین همین گزارش اذعان دارد اگر شکاف عمق بازار سرمایه اروپا با آمریکا به میزان ۵۰ درصد تقلیل یابد، ۶ تریلیون یورو به سرمایه بلندمدت بازار سرمایه اروپا افزوده شده و سالانه حدود ۲۰۰ میلیارد یورو منابع تأمین مالی از طریق بازار سهام و اوراق بدهی برای بنگاه‌ها فراهم خواهد شد.

به منظور دستیابی به دیدی جامع‌تر نسبت به نظام تأمین مالی در سایر کشورها و مقایسه آن‌ها با نظام تأمین مالی ایران، مطابق نمودار ۴ از داده‌های بانک جهانی برای سه کشور ایران، ترکیه و مالزی استفاده شده است. همانگونه که در این نمودار مشاهده می‌شود، با رشد قابل توجه بازار سرمایه کشوری مانند مالزی در سال‌های اخیر، شاهد آن هستیم که امروزه این بازار نقش قابل توجهی در اقتصاد کشور یادشده ایفا می‌نماید. اما در ایران، علی‌رغم قدمت بیشتر بازار سرمایه کماکان قسمت عمده تأمین مالی مبتنی بر منابع بانک‌ها می‌باشد.

نمودار شماره ۴. رشد تولید ناخالص داخلی همراه با اندازه بخش بانکی و بازار سرمایه در ایران، ترکیه و مالزی



Source: World Bank, World Development Indicators

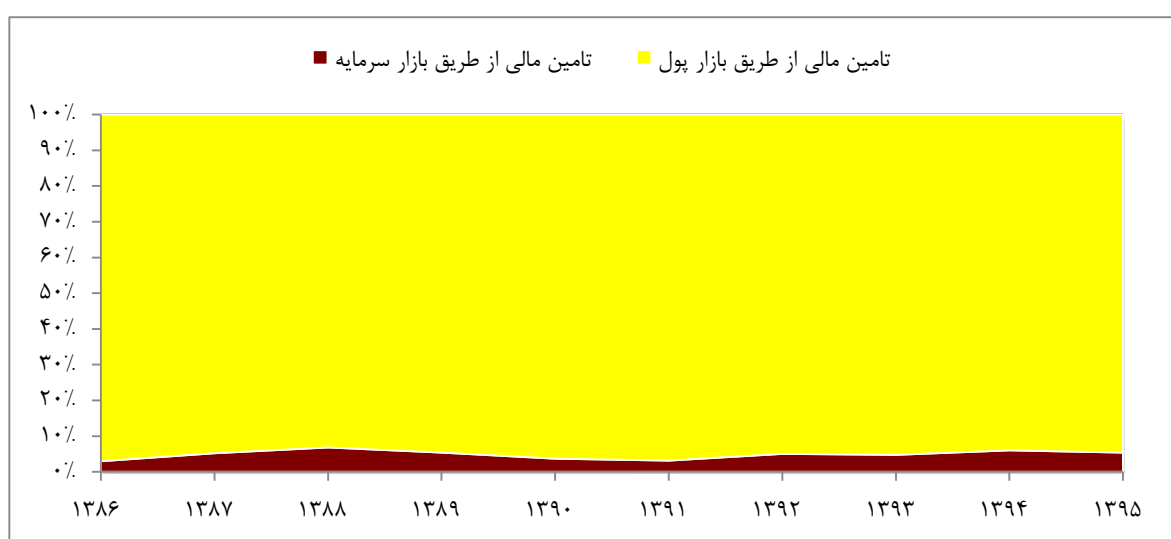
* تسهیلات بانک‌ها به بخش خصوصی و ارزش سهام به صورت درصدی از GDP کشورها بیان شده است.

با توجه به آمار بالا می‌توان نتیجه گرفت که نظام تأمین مالی در ایران، تا حدودی مشابه نظام تأمین مالی در کشورهای اروپایی، مبتنی بر سیستم بانکی می‌باشد. علی‌رغم آنکه در طول سال‌های اخیر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشورهای اروپایی از طریق بازار سرمایه توسعه بیشتری پیدا کرده و سهم بازار سرمایه از ۱۸ درصد در سال ۲۰۰۶ به ۲۵ درصد در سال ۲۰۱۶ رسیده است، اما بنگاه‌های فعال کشور به دلیل عدم توسعه مناسب بازار سرمایه خیلی بیشتر از شرکت‌های اروپایی به منابع تأمین مالی بانک‌ها وابسته هستند. و همانگونه که در ادامه خواهیم دید امروزه منابع بانکی سهم عمده‌ای از کل منابع تأمین مالی خارجی بنگاه‌های فعال کشور را به خود تخصیص داده‌اند.

۱,۲,۱. سهم بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور

همانگونه که در نمودار شماره ۵ مشاهده می‌شود در بهترین حالت تنها حدود ۸ درصد منابع تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور در سال‌ها اخیر از طریق منابع بازار سرمایه تأمین شده است. این حجم از تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با کشورهای اروپایی که نظام تأمین مالی آن‌ها نیز عمدتاً مبتنی بر منابع بانکی است، فاصله زیادی دارد.

نمودار شماره ۵. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور برای سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵



منبع: بانک مرکزی، بورس تهران و فرابورس ایران

تأمین مالی در بازار سرمایه ایران از سه کانال ۱- افزایش سرمایه، ۲- عرضه اولیه و ۳- انتشار ابزارهای تأمین مالی صورت می‌گیرد. نسبت هر کدام از روش‌های تأمین مالی مطابق جدول زیر می‌باشد. همان‌طور که در جدول شماره ۱ و نمودار شماره ۶ ملاحظه می‌شود، شرکت‌های فعال کشور در سال‌های اخیر (به غیر از سال ۱۳۹۵) به ترتیب از طریق افزایش سرمایه، انتشار ابزارهای تأمین مالی (مانند اوراق بدهی) و عرضه اولیه سهام منابع مالی خود را تأمین نموده‌اند.

۶. مانده تسهیلات اعطایی بانک‌های کشور به بخش خصوصی که در آمارهای سالانه بانک مرکزی در قسمت داده‌های سری زمانی این بانک منتشر می‌شود، به عنوان سهم بازار پول در تأمین مالی در نظر گرفته شده است. همچنین سهم بازار سرمایه از تأمین مالی بنگاه‌ها، از گزارشات سالیانه بورس تهران و فرابورس ایران استخراج شده است.

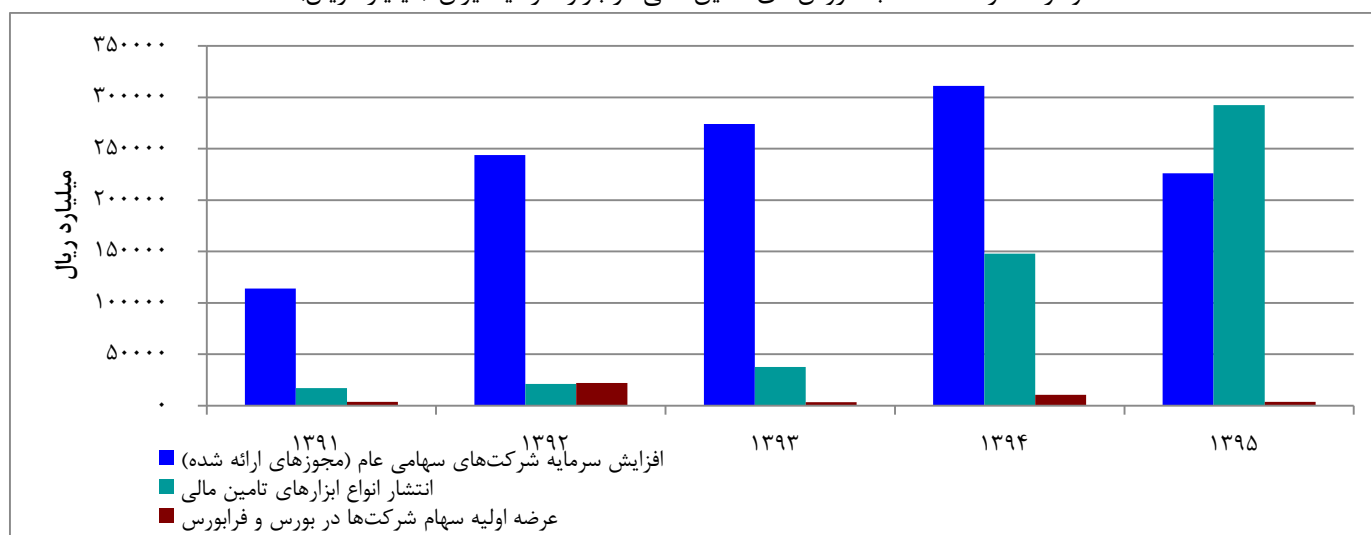
جدول شماره ۱. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در بازار سرمایه ایران (میلیارد ریال)

عنوان	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام (مجوزهای ارائه شده)	۱۱۳,۹۵۰	۲۴۳,۹۲۰	۲۷۳,۹۶۹	۳۱۱,۲۶۲	۲۲۶,۱۷۳
انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۱۷,۰۲۹	۲۱,۱۸۲	۳۷,۷۳۰	۱۴۸,۰۱۴	۲۹۲,۳۸۰
عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس و فرابورس	۳,۵۳۶	۲۱,۹۶۵	۳,۳۰۰	۱۰,۴۰۸	۳,۵۹۳
جمع	۱۳۴,۵۱۵	۲۸۷,۰۶۷	۳۱۴,۹۹۹	۴۶۹,۶۸۴	۵۲۲,۱۴۶

منبع: بورس تهران و فرابورس ایران

علی‌رغم افزایش محسوس تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه در سال‌های اخیر، سهم این روش از حدود ۸۵ درصد در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ به ۶۶ درصد در سال ۱۳۹۴ و ۴۳ درصد در سال ۱۳۹۵ کاهش یافته است. اما در عوض در سال‌های یادشده شاهد افزایش حجم انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی مخصوصاً اوراق بدهی یا صکوک بوده‌ایم. برای نمونه در سال ۱۳۹۵ از ۵۲۲ هزار میلیارد ریالی که بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه ایران جذب نموده‌اند، بیش از ۲۹۲ هزار میلیارد ریال (۵۶ درصد) از طریق انتشار اوراق بدهی، ۲۲۶ هزار میلیارد ریال (۴۳ درصد) از طریق افزایش سرمایه و ۳/۵ هزار میلیارد ریال (۱ درصد) از طریق عرضه اولیه سهام در بورس تهران و فرابورس ایران صورت گرفته است.

نمودار شماره ۶. نسبت روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه ایران (میلیارد ریال)



منبع: بورس تهران و فرابورس ایران

به منظور بررسی نقش بازار سرمایه در اقتصاد کشور می‌توان به آمارهای مؤسسه جهانی مکنزی (McKinsey Global Institute) که بزرگترین مشاور مدیریتی در دنیاست، رجوع کرد. بر اساس گزارش اخیر این مؤسسه بین‌المللی نسبت بازار سرمایه ایران به تولید ناخالص داخلی کمتر از متوسط جهانی است. به عنوان نمونه نسبت ارزش بازار سهام ایران از تولید ناخالص داخلی حدود ۳۰ درصد است که این رقم در مقایسه با کشورهای بریکس^۷ کمتر از نصف و در مقایسه با میانگین جهانی کمتر از یک سوم می‌باشد. این گزارش ادعان دارد که بازار سهام ایران نامتنوع بوده و ۱۰ شرکت برتر، تقریباً ۴۰ درصد بازار را در اختیار دارند. بر اساس گزارش این نهاد، برای رشد اقتصادی ۶ درصدی طی ۲۰ سال آینده، ارزش بازار سهام و اوراق باید تا حدود یک تریلیون دلار تا سال ۲۰۳۵ افزایش یابد.

در بخش چالش‌های نظام بانکی گزارش اخیر مؤسسه مکنزی، توزیع عمده اعتبارات مالی توسط سیستم بانکی به عنوان یکی از ۴ چالش اصلی نظام بانکی و عامل اصلی کوچک و غیرمتنوع ماندن بازار سرمایه ایران برشمرده شده است. همچنین بخش بانکداری سرمایه‌گذاری ایران نیز توسعه نیافته و تعداد کمی از شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران فعالیت می‌کنند. از این‌رو، یکی از توصیه‌های این مؤسسه برای سامان بخشی به نظام مالی کشور، توسعه و متنوع‌سازی بازار سرمایه است. بر اساس این گزارش بازار سرمایه ایران نیاز به بازسازی زیرساخت‌های حمایتی خود دارد.

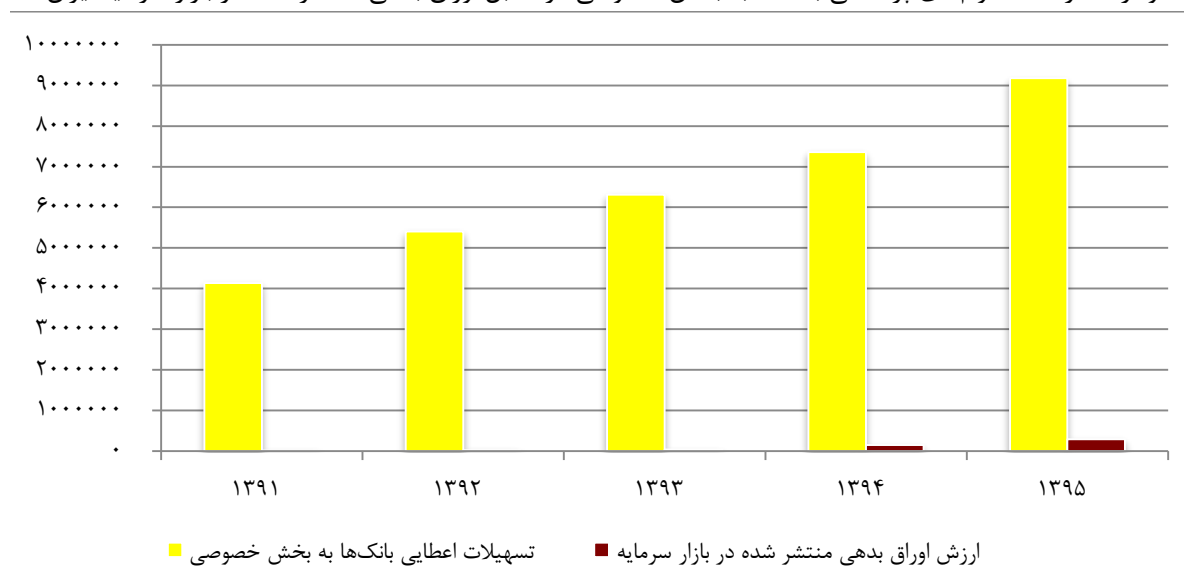
همان‌طور که می‌دانیم تمرکز وجوه سرمایه‌ای کشور در ساختار نظام بانکی منجر به آن شده که تصمیم‌گیری برای حجم غیرقابل‌تصور از منابع کشور در پستوهای بانک‌ها اتفاق بیفتد. معوقات بیشمار وام‌گیرندگان، بدهکاران بزرگ چند هزار میلیارد تومانی، دارایی‌های سمی راکد در زمین و ساختمان و متعاقباً سود بالای بانکی برای پوشش این کسری‌ها همگی گواه غیرقابل‌انکاری بر ناکارآمدی ساختار بانک‌محور فعلی است. کسری‌های نظام بانکی که گرچه آمار دقیقی ندارد، ولی قطعاً امروز از GDP یک سال کشور فراتر رفته، با هر سازوکاری که بدان بیندیشیم، نهایتاً به نحوی از انحا بر دوش دولت خواهد افتاد و یا مردم باید در قالب تورم

۷. نام گروهی به رهبری قدرت‌های اقتصادی نوظهور است که از به هم پیوستن حروف اول نام انگلیسی کشورهای عضو برزیل، روسیه، هند، چین و آفریقای جنوبی تشکیل شده است.

توان آن را پس دهند. اگر کسری، یا درصدی یا هزاری یا کمتر از آن، از این منابع تلف شده صرف توسعه سازوکارهای شفاف تخصیص منابع در بازار سرمایه شده بود، آیا هزینه آن برای دولت و مردم کمتر نبود؟ حال که این زیان بزرگ محقق شده، آیا برای آینده و برای اصلاح وضع فعلی نباید جایگاه بازار سرمایه کشور را در مقایسه با نظام بانکی از نو تعریف کنیم؟

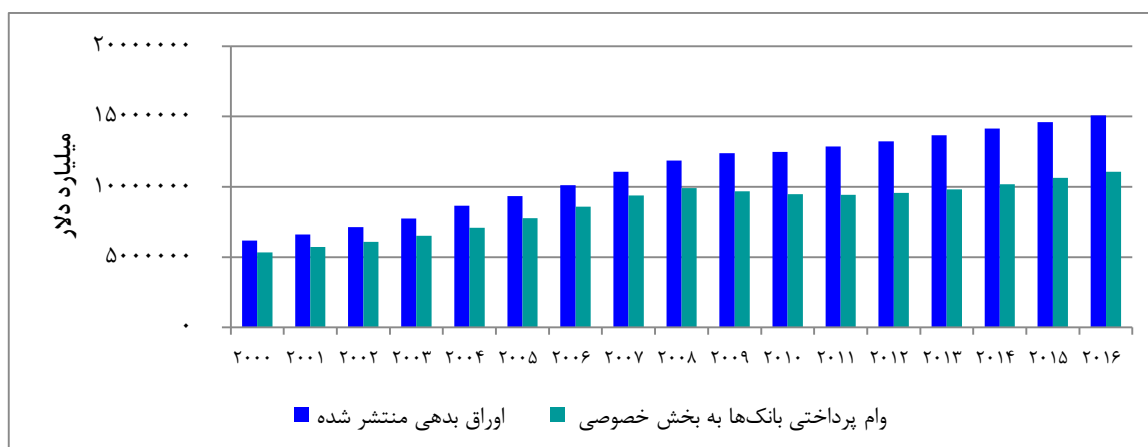
یکی دیگر از نقدهای موسسه مکنزی به بازار سرمایه ایران، فقدان بازار بدهی قدرتمند است که علاوه بر کاهش سهم تأمین مالی بازار سرمایه، موجب ایجاد وضعیت نامطلوب در شبکه بانکی کشور و کاهش کارآمدی پروژه‌های دولتی نیز شده است. در واقع در غیاب بازارهای اولیه و ثانویه برای بدهی دولت، نهادهای دولتی کسری خود را یا از طریق اخذ وام از بانک‌ها و یا با تأخیر در پرداخت به پیمانکاران تأمین می‌کنند. تا کنون این رویه منجر به محدود شدن منابع بانک‌ها برای اعطای وام به بخش خصوصی، کاهش توان پیمانکاران در ایفای تعهدات مالی و در نهایت تجمیع استقراض بخش خصوصی و ایجاد هزینه اضافی برای پیمانکاران شده است. برای نمونه نمودارهای ۷ و ۸ سهم اوراق بدهی منتشر شده در بازار سرمایه را در مقابل میزان وام‌های پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی در دو کشور ایران و ایالات متحده آمریکا را نشان می‌دهد.

نمودار شماره ۷. وام‌های پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی در مقابل اوراق بدهی منتشر شده در بازار سرمایه ایران



منبع: بانک مرکزی، بورس تهران و فرابورس ایران

در ایران سهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه نسبت به سیستم بانکی بسیار پایین است؛ از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۹۵ بیش از ۸۶۰,۰۰۰ میلیارد ریال اوراق بدهی در کشور منتشر شده که در برابر رقم ۴۶,۰۰۰,۰۰۰ میلیارد ریال تأمین مالی از طریق سیستم بانکی بسیار ناچیز است. این در حالی است که در ایالات متحده آمریکا سهم انتشار اوراق بدهی از تأمین مالی مبتنی بر سیستم بانکی بیشتر می‌باشد؛ از سال ۲۰۰۷ تا سال ۲۰۱۶ در ایالات متحده بیش از ۱,۳۱۴,۰۰۰ میلیارد دلار اوراق بدهی منتشر شده است. در مقابل سهم تأمین مالی از طریق منابع بانکی طی این دوره تنها ۹۹۲,۰۰۰ میلیارد دلار می‌باشد. به عبارت دیگر در بازه مورد بررسی در ایران حجم تأمین مالی از سیستم بانکی ۵۳ برابر حجم اوراق بدهی منتشر شده بوده، در حالی که در آمریکا حجم تأمین مالی بانکی ۰/۷۵ برابر حجم اوراق بدهی منتشر شده می‌باشد. نمودار شماره ۸. وام پرداختی بانک‌ها به بخش خصوصی در مقابل اوراق بدهی منتشر شده در بازار آمریکا



منبع: فدرال رزرو

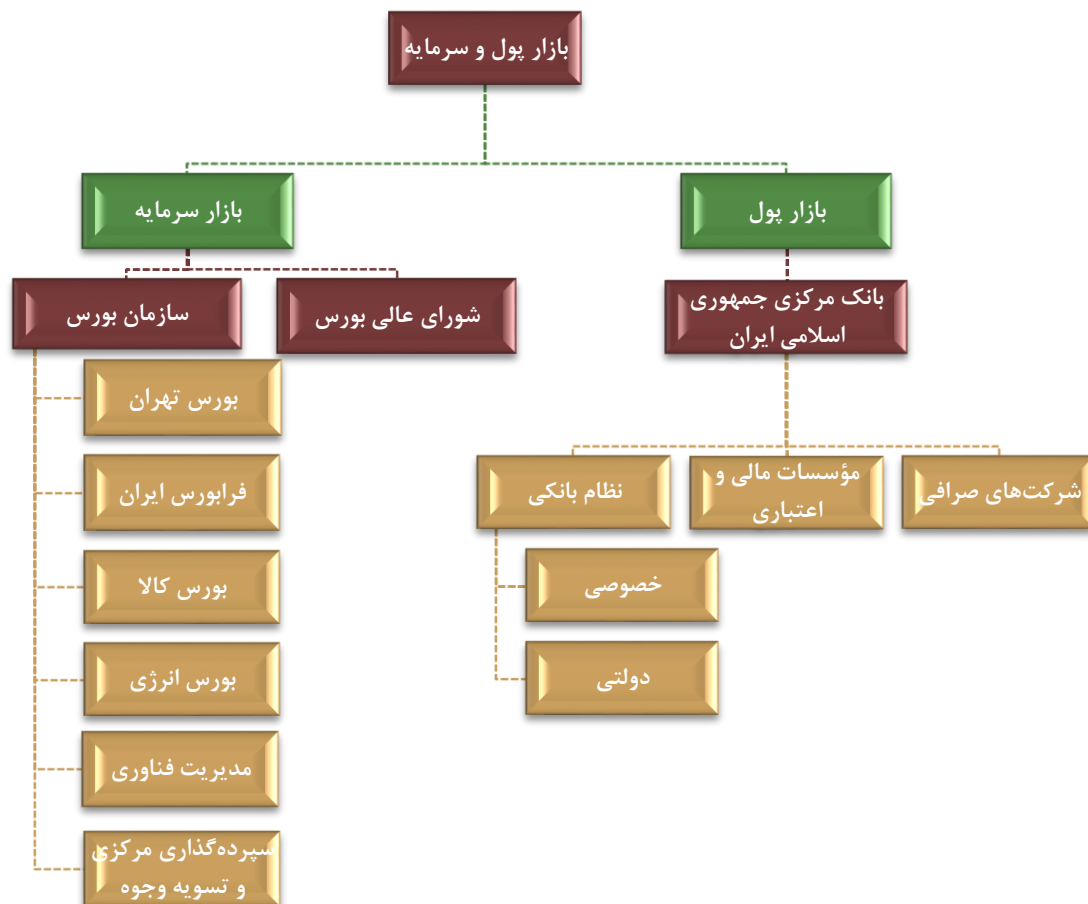
در پایان این بخش لازم به ذکر است گزارش یادشده مؤسسه جهانی مکنزی تصریح کرده بازار سرمایه ایران با توجه به اندازه و ثروت اقتصاد، پتانسیل توسعه بیشتری دارد. با توجه به تجربه کشورهای مختلف در زمینه توسعه بازار سرمایه می‌توان نتیجه گرفت که در صورت بهره‌برداری از پتانسیل‌های فراوان بازار سرمایه کشور علاوه بر تسهیل تأمین مالی و توسعه بنگاه‌های کشور در سطح اقتصاد خرد، زمینه رشد پایدار و کاهش بیکاری نیز در سطح کلان اقتصادی فراهم شود.

۱,۳. ساختار بازار سرمایه در اقتصاد ایران

گذار از اقتصاد توسعه‌نیافته به اقتصاد توسعه‌یافته نیازمند سرمایه‌گذاری است. از این رو در این فرآیند گذار؛ از یک سو تأمین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و از سوی دیگر تخصیص مطلوب این منابع شرط لازم برای موفقیت است. به منظور نیل به اهداف تعیین‌شده اقتصادی و دستیابی به تخصیص بهینه منابع تأمین مالی، همکاری بازیگران اصلی بازارهای مالی کشور در یک چهارچوب معین امری گریز ناپذیر به نظر می‌رسد.

ساختار بازارهای پولی و مالی ایران ساختاری دو قطبی است. قطب‌های این بازار عبارتند از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران که مشخصاً بازارهای پولی را نظارت می‌کند و سازمان بورس و اوراق بهادار که مسئول قانون‌گذاری و نظارت بر بازارهای سرمایه کشور است. همانگونه که پیشتر اشاره شد در ایران به دلیل عدم توسعه مناسب بازار سرمایه تأمین مالی بنگاه‌ها عمدتاً مبتنی بر منابع بانکی بوده است. به باور کارشناسان حوزه مالی بزرگ بودن ساختار بازار سرمایه در ایران که عملاً تصمیم‌گیری سریع و کارشناسی شده را ناممکن ساخته، یکی از دلایل اصلی توسعه نیافتگی این بازار می‌باشد. وجود نهادهای متعدد و بعضاً موازی در ساختار سازمان بورس و نیز استفاده از افراد غیر متخصص در مناصب کلیدی سبب شده که علاوه بر لخت بودن تصمیم‌گیری‌ها، بنگاه‌های مختلف از امکانات و نوآوری در زمینه ابزارهای تأمین مالی، که از ویژگی‌های ساختارهای بازار سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته است، بی‌بهره بمانند.

نمودار شماره ۹. ساختار بازار پول و سرمایه ایران

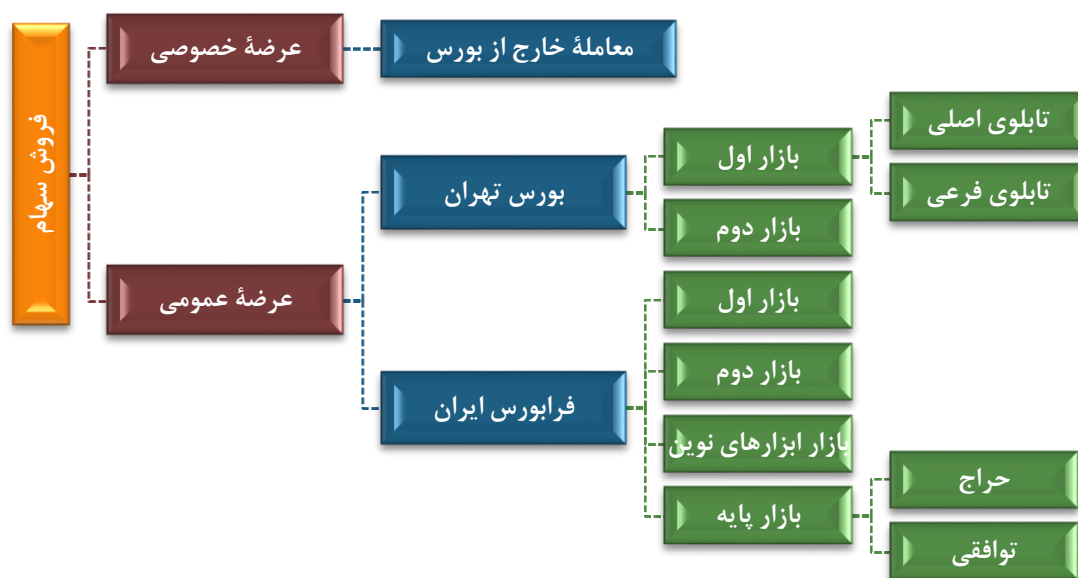


معماری بازار سرمایه در ایران از دو رکن اصلی شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر و نیز ارکان دیگری مانند بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران، بورس کالا، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه تشکیل شده است. وجود اشکالات بسیار در این ساختار عملاً توسعه بازار سرمایه را با مشکلات فراوان مواجه نموده است. هر چند در فصل دو گزارش با عنوان "ضعف‌های مقرراتی، نهادی، ساختاری و اجرایی بازار سرمایه"، مشکلات ساختاری بازار سرمایه ایران به صورت مفصل مورد بررسی قرار گرفته است، در اینجا فقط به ذکر خلاصه‌ای از این موارد اشاره می‌شود. برای نمونه می‌توان به ساختار شورای عالی بورس به عنوان بالاترین رکن بازار اوراق بهادار اشاره نمود. بر طبق قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴، این شورا از اعضای مانند وزیر اقتصاد، وزیر بازرگانی، رئیس کل بانک مرکزی، روسای اتاق بازرگانی ایران و اتاق تعاون، رئیس سازمان بورس، دادستان

کشور یا معاون وی، یک نفر نماینده از طرف کانون‌ها، سه نفر خبره مالی و یک نفر خبره بخش خصوصی تشکیل می‌شود. با نگاهی به چیدمان اعضای این شورا واضح است که به دلیل مشغله کاری اعضای مانند وزرای صنعت و اقتصاد و دادستان کل کشور عملاً وظیفه تصمیم‌گیری‌ها به عهده رئیس سازمان بورس قرار می‌گیرد. در این صورت اصلی‌ترین رکن ساختار بازار سرمایه که وظیفه اصلیش تدوین سیاست‌های کلی در بازار سرمایه است از امکان استفاده از نظرات ارگان‌های مختلف بی بهره می‌ماند. از این رو شاهد اتخاذ تصمیمات یکجانبه از سوی این ارگان هستیم.

از سوی دیگر وجود نهادهای موازی در این ساختار مانند بورس تهران و فرابورس ایران سبب شده که بازار خارج از بورس (OTC) در بازار سرمایه ایران شکل بگیرد و عملاً تعدادی زیادی از بنگاه‌های اقتصادی فعال مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط از پتانسیل‌های تأمین مالی بازار سرمایه محروم شوند. به باور کارشناسان رقابت پنهان بورس تهران و فرابورس ایران در تمام زمینه‌ها سبب شده که فرابورس عملاً به بازار چهارم بورس تبدیل شود و در نتیجه از بسیاری رسالت‌ها خود فاصله زیادی پیدا کند.

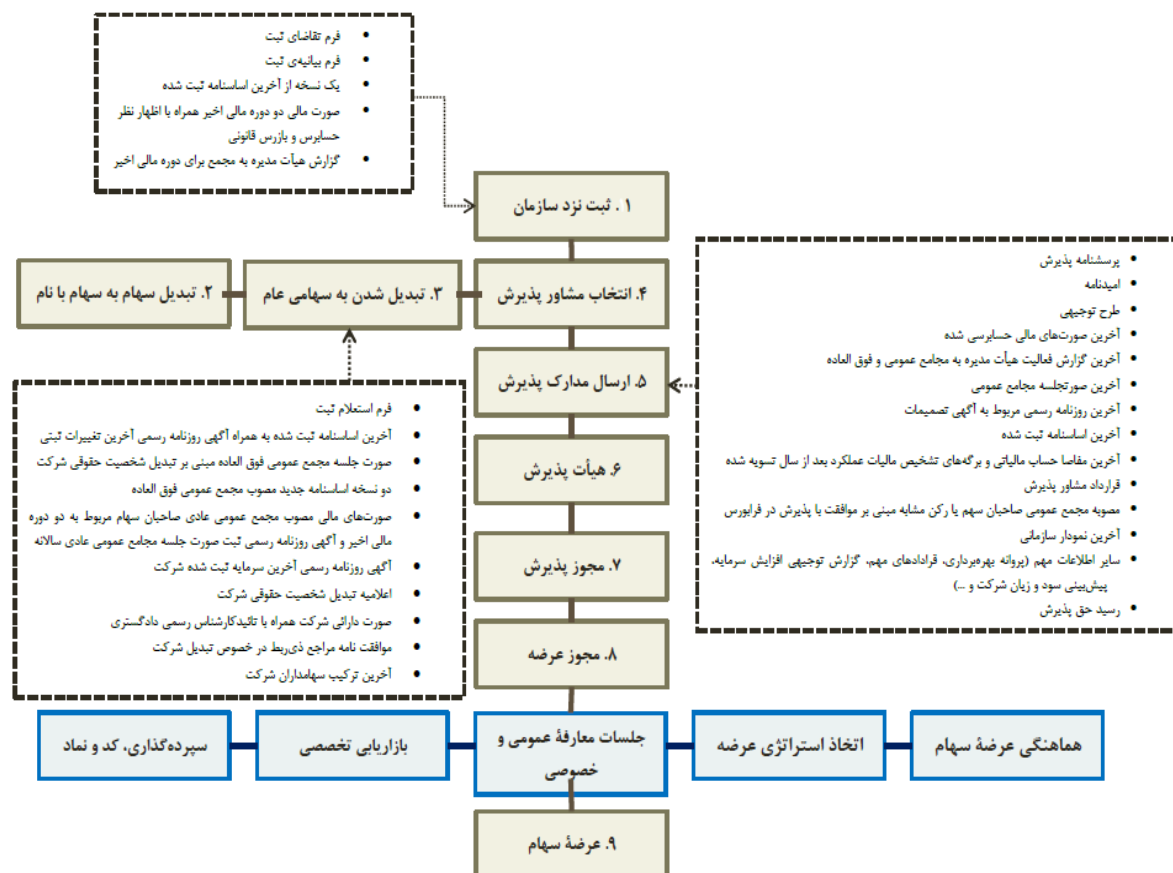
نمودار شماره ۱۰. روش‌های عرضه سهام شرکت‌ها در بازارهای بورس تهران و فرابورس ایران



۸. معاملات خارج از بورس یا به اصطلاح فرابورس (Over the Counter) به‌طور مستقیم بین دو طرف بدون هیچ‌گونه نظارتی از جانب یک بورس انجام می‌گیرد. فرابورس در مقابل داد و ستد بورسی که در بازارهای سازمان‌یافته رخ می‌دهد، قرار دارد.

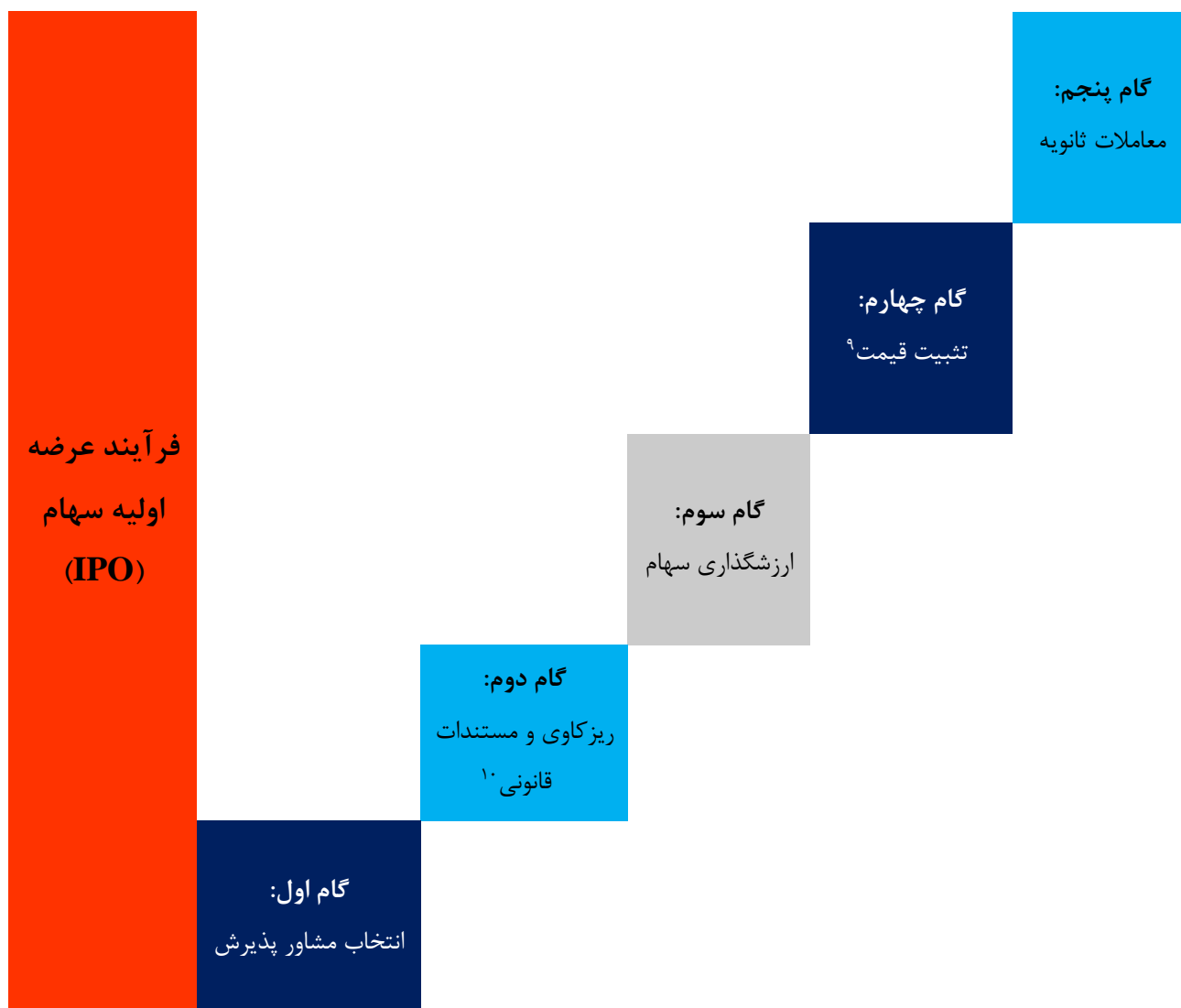
یکی از معضلات بزرگی که ساختار لخت و بزرگ بازار سرمایه برای بنگاه‌های اقتصادی ایجاد می‌کند این است که هزینه و زمان لازم برای پذیره‌نویسی سهام، اوراق بدهی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نسبت به میانگین جهانی بسیار بالاتر است. به عنوان مثال برای اینکه یک شرکت از طریق بورس تهران یا فرابورس ایران سهام خود را به بازار عرضه نماید، ملزم به طی مراحل هشت‌گانه‌ای است که به‌صورت متوسط حدود یک تا دو سال به طول می‌انجامد. مراحل ۸ گانه عرضه اولیه سهام در نمودار زیر خلاصه شده است. در همه مراحل یاد شده از ناشر گرفته تا مشاور عرضه و پذیرش با قوانین و سخت‌گیری‌های دست‌وپاگیر و ناموجه برخورد می‌کنند که عملاً رغبتی برای ورود تازه‌واردان به این بازار باقی نمی‌ماند. برای نمونه بر اساس قانون مسئول بررسی شرکت‌ها به بورس تهران و فرابورس ایران واگذار شده است اما عملاً سازمان بورس به علت موازی‌کاری تصمیم‌گیرنده اصلی می‌باشد.

نمودار شماره ۱۱. مراحل ۸ گانه عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه ایران



در حالی که این مراحل در کشورهای توسعه‌یافته آسان و به صرفه می‌باشد. برای نمونه می‌توان به فرآیند عرضه عمومی اولیه سهام در آمریکا اشاره نمود. این فرآیند نسبت به بازار سرمایه ایران راحتتر است. فرآیند عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) در آمریکا شامل ۵ مرحله بوده و از سه بازیگر اصلی ناشر، بانک سرمایه‌گذاری به عنوان مشاور پذیرش و کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) به عنوان نهاد ناظر تشکیل می‌شود.

نمودار شماره ۱۲. فرآیند عرضه اولیه سهام در ایالات متحده



/ Source: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/ipo-process>

^۹Stabilization

^{۱۰}Due diligence and regulatory filings

نگاهی به روند قوانین بازار سرمایه آمریکا^{۱۱} و سایر قوانین مرتبط با آن نشان می‌دهد که قوانین بازار سرمایه در این کشور به مرور زمان بهبود یافته است. ارگان‌های تصمیم‌گیرنده این بازار با در نظر داشت اصولی مانند تضمین رقابت و شفافیت، مدام در جهت بهبود فرآیندها و تسهیل حضور بازیگران اصلی بازار اعم از بنگاه‌های مختلف، بانک‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران حقوقی و حقیقی گام برداشته‌اند. از این‌رو است که علی‌رغم چالش‌های بازار سرمایه این کشور مانند بحران‌های مالی متعدد از جمله بحران مالی سال ۲۰۰۸، بازیگران اصلی این بازار اعتماد خود را به سیستم از دست نداده و پس از چند سال شاهد رونق چشمگیر بازارهای مالی این کشور هستیم.

۱,۳,۱. ساختار مالکیتی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران

در یک نگاه کلی، حاکمیت شرکتی شامل ترتیب‌های حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصر در این صحنه عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان و اعضای هیأت مدیره و ترکیب آن‌ها، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند.

یافته‌های تجربی حاکی از حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام می‌باشد. برای نمونه بررسی ۱۰، ۳۰، ۵۰ سهم بزرگ بورس تهران از نظر ارزش بازاری نشان می‌دهد حدود ۳۰ تا ۴۰ درصد سهام این شرکت‌ها متعلق به بخش دولتی، ۴۰ تا ۵۰ درصد متعلق به بخش شبه‌دولتی و حداکثر ۱۰ درصد متعلق به بخش خصوصی واقعی می‌باشد.

از سوی دیگر مطالعات انجام شده در حوزه ساختار مالکیت شرکت‌ها در ایران نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در جهت خصوصی‌سازی حرکت کرده حایز شاخص‌های عملکردی^{۱۲} بهتری هستند. بسیار واضح است که

۱۱. کتاب یادبود پنجاهمین سالگرد تأسیس فدراسیون جهانی بورس‌ها با عنوان «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی» در سال ۲۰۱۰ توسط انتشارات دانشگاه آکسفورد به چاپ رسیده و توسط علی سنگینیان و سودابه عینعلی ترجمه شده است.

۱۲. در پژوهش‌ها بیشتر از نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت به عنوان شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها استفاده می‌شود.

بخش خصوصی با تاکید بیشتر بر سود و کارایی نسبت به بخش دولتی که به دلیل انگیزه‌های مدیریتی و نظارتی به دنبال اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی مانند افزایش اشتغال است، عملکرد بهتری را به ارمغان می‌آورد.

همچنین میزان سهام شناور آزاد یا آن قسمت از سهام که قابلیت معامله شدن به صورت آزادانه در بازار ثانویه دارد، در بورس تهران بسیار پایین است. بر اساس آخرین آمار منتشرشده در سایت کدال^{۱۲} تا انتهای سال ۱۳۹۶ حداکثر ۱۶ درصد از سهام منتشرشده شرکت‌های بورسی که تعدادشان به ۳۲۶ شرکت می‌رسد، به عنوان سهام شناور آزاد در این بازار شناسایی شده و قابلیت معامله در بازار سهام را دارند. به عبارت دیگر بیش از ۸۴ درصد سهام در بورس تهران در اختیار مالکان عمده است که با اهداف مدیریتی نگهداری می‌شود. این در حالی است که در بورس‌های پیشرفته دنیا میزان سهام شناور به بیش از ۸۰ درصد نیز می‌رسد.

افزایش سهام شناور نشان از افزایش عمق بازار و نقدشوندگی سهام و نیز ارتقای کارایی در بازار سرمایه دارد. امری که علی‌رغم وجود الزامات قانونی در ایران مغفول مانده است. مطابق دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران (مصوب ۱ دی ماه ۱۳۸۶ هیات‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) میزان سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یکی از شرایط تداوم پذیرش محسوب شده و این میزان برای تابلوی اصلی بازار اول ۲۰ درصد، برای تابلوی فرعی بازار اول ۱۵ درصد و برای بازار دوم ۱۰ درصد در نظر گرفته شده است. اما آخرین آمار منتشر شده از سهام آزاد شناور شرکت‌های بورسی روی سامانه کدال نشان می‌دهد سهام آزاد شناور ۱۰۷ شرکت بورسی زیر ۱۰ درصد است.

^{۱۲} <http://codal.ir/Reports/Attachment.aspx?LetterSerial=2mTqGCdUJawEk2Ti3SYwmQ%3d%3d>

۱,۴. مروری بر نقش بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME) در اقتصاد ایران و جهان

بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای مختلف جهان دارای ویژگی‌های مشترکی هستند، اما تعریف یکسان و واحدی برای این بنگاه‌ها وجود ندارد و هر کشور با توجه به شرایط خاص خود، تعریفی از این بنگاه‌ها ارائه کرده است. در ایران ارگان‌های مختلف تعاریف متفاوتی را برای شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه کرده‌اند.

جدول شماره ۲. تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران^{۱۴}

نام سازمان	تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط
وزارت صنعت، معدن و تجارت و وزارت جهاد کشاورزی	بنگاه‌های کمتر از ۵۰ کارکن
مرکز آمار ایران و بانک مرکزی	کسب‌وکارها به چهار گروه طبقه‌بندی شده است: ۱ تا ۹ کارکن (خرد)، ۱۰ تا ۴۹ کارکن (کوچک)، ۵۰ تا ۹۹ کارکن (متوسط) و بیش از ۱۰۰ کارکن (بزرگ)
سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی	بنگاه‌هایی با ۵ تا ۵۰ کارکن

منبع: مرکز پژوهش‌های مجلس

اما کشورهای توسعه‌یافته تعریف دقیق‌تر و منسجم‌تری از بنگاه‌های کوچک و متوسط ارائه کرده‌اند. در جدول‌های شماره ۳ و ۴ این تعاریف از منظر قوانین ایالات متحده و اتحادیه اروپا خلاصه شده است.

جدول شماره ۳. تعریف SME از منظر قوانین امریکا

بخش کشاورزی	بخش خدمات		بخش صنعت	تعداد کارکنان
	بیشترین مقدار	اکثراً		
کمتر از ۵۰۰	کمتر از ۵۰۰	کمتر از ۵۰۰	کمتر از ۵۰۰	
کمتر از ۲۵۰ هزار دلار	کمتر از ۲۵ میلیون دلار	کمتر از ۷ میلیون دلار	-	گردش مالی

Source: United States International Trade Commission, Small- and Medium-Sized Enterprises, 2017

۱۴. تعاریف بیان‌شده برای بنگاه‌های کوچک و متوسط بر اساس صفحه ۸ گزارش شماره ۱ با عنوان "تحلیلی بر مفهوم و اهمیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط" از سلسله گزارش‌های مرکز پژوهش‌های مجلس تحت عنوان "الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط" در سال ۱۳۹۴ استخراج شده است.

جدول شماره ۴. تعریف SME از منظر قوانین اتحادیه اروپا

گردش مالی	تعداد شاغلین	
زیر ۲ میلیون یورو	زیر ۱۰ نفر	خرد
زیر ۱۰ میلیون یورو	زیر ۵۰ نفر	کوچک
زیر ۵۰ میلیون دلار	زیر ۲۵۰ نفر	متوسط

Source: Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium enterprises. (2003/361/EC), Official Journal of the European Union, L 124/36, 20 May 2003

بر اساس داده‌های مرکز آمار ایران، ۸۵ درصد بنگاه‌های خصوصی کشور در طبقه‌بندی بنگاه‌های کوچک و متوسط قرار می‌گیرند. این ۸۵ درصد تنها ۳۰ درصد اشتغال کشور را ایجاد می‌کنند. هم‌چنین ارزش‌افزوده بنگاه‌های صنعتی کوچک و متوسط به کل ارزش‌افزوده بخش صنعت کشور حدود ۱۴ درصد می‌باشد.^{۱۵} این در حالی است که آمارهای مربوط به کشورهای توسعه‌یافته تفاوت فاحشی با آمارهای مربوط به ایران دارد. بر اساس آمارهای سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)، بنگاه‌های کوچک و متوسط بیش از ۹۵ درصد از بنگاه‌های اقتصادی کشورهای عضو را تشکیل می‌دهند. در ضمن این بنگاه‌ها سهم ۶۰ تا ۷۰ درصدی از نیروهای شاغل و سهم ۵۰ تا ۶۰ درصدی از ارزش‌افزوده کشورهای عضو این سازمان را ایجاد می‌کنند.^{۱۶} در کشورهای پیشرفته آسیایی مانند اندونزی، فیلیپین، تایلند، هنگ کنگ، ژاپن و هند نیز حدود ۹۰ درصد کسب‌وکارها به صورت SME هستند. این بنگاه‌ها به ترتیب ۹۸ درصد، ۷۸ درصد، ۸۱ درصد و ۸۷ درصد اشتغال کشورهای اندونزی، تایلند، ژاپن و بنگلادش را ایجاد نموده‌اند.^{۱۷}

نتایج بررسی‌های صورت گرفته شده توسط مرکز پژوهش‌های مجلس^{۱۸} نشان می‌دهد که سه دلیل عمده برای نامساعد بودن وضعیت بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور وجود دارد. این دلایل به شرح زیر می‌باشند:

۱۵. این آمار از گزارش شماره ۱ با عنوان "تحلیلی بر مفهوم و اهمیت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط" از سلسله گزارش‌های مرکز پژوهش‌های مجلس تحت عنوان "الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط" در سال ۱۳۹۴ استخراج شده است.

۱۶ OECD. (2018). Enhancing SME access to diversified financing instruments. P: 22-23

۱۷ Bayramov, Vugar. (2017). A Comparative Study on Development of Small and Medium Enterprises (SMEs) in Azerbaijan. CESD PRESS.

۱۸. این سلسله گزارش‌ها تحت عنوان الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ۷ قسمت در سال ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ توسط مرکز پژوهش‌های مجلس تدوین شده است.

❖ **پررنگ بودن نقش دولت در بخش تولید:** گزارش مفصل مرکز پژوهش‌های مجلس حضور حداکثری دولت در تمامی شئون اقتصادی کشور را از مهمترین دلایل عدم رشد و بالندگی بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور برشمرده است. ورود نهادها، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی به عنوان بنگاه‌های اقتصادی با هدف کسب سود و پشتوانه‌های مالی قوی، قدرت رقابت بنگاه‌های بخش خصوصی را در بازار تضعیف کرده و در اغلب موارد به شکست و خروج این بنگاه‌ها از بازار منجر می‌شود. اقتصاد ایران به‌صورت بارز و گسترده‌ای با شرکت‌های بزرگ دولتی و شبه‌دولتی تعریف می‌شود که بیش از ۸۰ درصد اقتصاد کشور را تحت کنترل دارند. این امر به ویژه در مورد فعالیت‌های اقتصادی مربوط به استخراج، فناوری و تجارت نفت خام، محصولات پتروشیمی و گاز طبیعی صدق می‌کند؛ این فعالیت‌ها حدود ۸۰ درصد درآمدهای صادراتی ایران و حدود ۴۰ درصد بودجه دولت را تأمین می‌کند. این در حال است که علی‌رغم تعداد بالای بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشور (حدود ۸۵ درصد از بنگاه‌های کشور در طبقه‌بندی بنگاه‌های کوچک و متوسط قرار می‌گیرند)، این بنگاه‌های نقش بسیار کم‌رنگی در اقتصاد کشور ایفا می‌کنند.

❖ **عدم توسعه بازارهای مالی:** بررسی‌های کارشناسان مرکز پژوهش‌های مجلس نشان می‌دهد که نبود ابزارها و بسترهای مالی مناسب به منظور تأمین مالی نیازهای نقدینگی و سرمایه در گردش بنگاه‌های کوچک و متوسط، یکی از مهمترین دلایل نامطلوب بودن وضعیت این بنگاه‌ها در کشور می‌باشد. این گزارش‌های اذعان دارند که در کشور هنوز بین بخش بانکی به عنوان اصلی‌ترین نهاد تأمین مالی و بخش تولید ارتباط سازنده‌ای برقرار نشده است. از سوی دیگر، ابزارهای مالی اسلامی و بسترهای موجود در بانکداری اسلامی جهت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط تاکنون مورد اقبال بخش بانکی کشور قرار نگرفته است. همچنین بانک‌محور بودن بازار مالی کشور و عدم توسعه مناسب بازار سرمایه هم یکی از دلایل عدم تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط بوده است.

❖ **نبود چرخه حمایتی از بنگاه‌های کوچک و متوسط:** هم‌چنین این گزارش‌ها بیان می‌کند که نبود سازوکار و چرخه حمایتی برای بنگاه‌های خرد و کوچک در سال‌های اولیه فعالیت منجر به عدم رونق

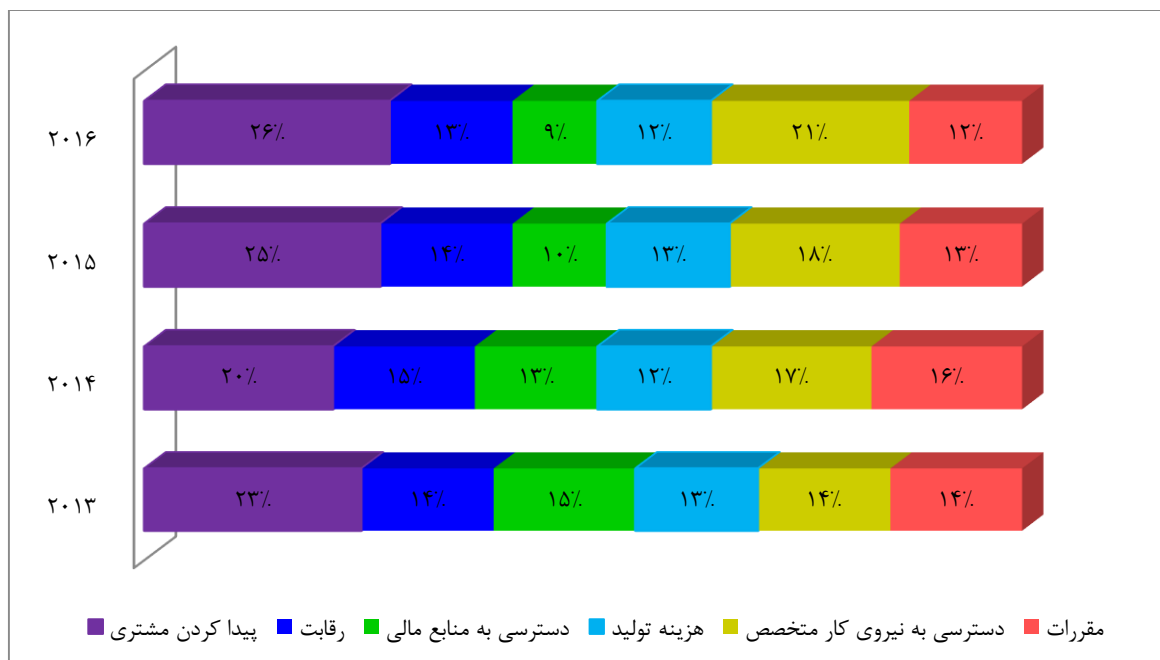
این بنگاه‌ها در کشور شده است. با وجود آنکه در اغلب کشورهای پیشرفته دنیا طراحی سازوکار معین و شفاف به منظور فراهم نمودن رشد و بلوغ اولیه بنگاه‌های کوچک و متوسط، توسعه و رشد اقتصادی را به ارمغان آورده، نبود این چرخه حمایتی در ایران باعث شکل‌گیری فرهنگ زورگویی بنگاه‌های بزرگ و تلاش برای حذف این بنگاه‌ها و در نهایت کاهش رشد اقتصادی شده است.

هم‌چنین بر اساس سلسله گزارش‌های پایش کسب‌وکار که طی ۱۷ دوره پایش مستمر فصلی در مرکز پژوهش‌های مجلس تهیه شده است، طی ۴ فصل منتهی به بهار ۱۳۹۳ مشکل دریافت تسهیلات از بانک‌ها و ضعف بازار سرمایه در تأمین مالی تولید به عنوان اصلی‌ترین چالش‌های بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور بر شمرده شده‌اند. این در حالی است که بررسی‌های صورت گرفته توسط سازمان ملی کسب‌وکارهای کوچک آمریکا (NSBA) نشان می‌دهد از دسامبر ۲۰۱۴ تا جولای ۲۰۱۶ به‌طور میانگین ۷۰ درصد بنگاه‌ها از دسترسی خود به منابع تأمین مالی ابراز رضایت کرده‌اند.^۱ بنگاه‌های مورد بررسی اصلی‌ترین چالش خود را بازاریابی محصولات و استخدام نیروهای متخصص ذکر کردند. همانگونه که در نمودار شماره ۱۳ مشاهده می‌شود شرکت‌ها کوچک و متوسط اروپایی نیز از حیث اولویت‌بندی مشکلات عمده همانند شرکت‌های آمریکایی هستند. به نحوی که در سال‌های اخیر یافتن مشتری و پیدا کردن بازار هدف به اصلی‌ترین چالش این شرکت‌ها تبدیل شده است.

^۱ NSBA. (2016). MID-YEAR Economic Report

^۲ European Commission (2016). ECB Safe Survey

نمودار شماره ۱۳. مشکلات عمده بنگاه‌های کوچک و متوسط اروپایی



Source: European Commission (2016). ECB Safe Survey

۱.۵. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ایران در مقایسه با کشورهای

توسعه‌یافته

از منظر بنگاه‌های کوچک و متوسط فعال کشور سیستم بانکی به عنوان اصلی‌ترین منبع تأمین مالی خارجی محسوب می‌شود. اما این امر علاوه بر آسیب‌پذیر نمودن منابع تأمین مالی بنگاه‌ها در شرایط موجود رکود اقتصادی و مشکلات عدیده سیستم بانکی کشور، موجب کاهش سودآوری و بعضاً ورشکستگی تعداد زیادی از این بنگاه‌های شده است. برای نمونه می‌توان به تجربه دریافت تسهیلات توسط کارخانه لوله و پروفیل زاگرس اشاره نمود که منتهی به خودسوزی مدیر این شرکت به علت ناتوانی در پرداخت تسهیلات گردید،^۱ اشاره نمود. هم‌چنین قسمت عمده‌ای از بنگاه‌های SME کشور به دلیل ریسک بالا، نداشتن صورت مالی و طرح امکان‌سنجی مناسب توانایی دریافت تسهیلات از بانک‌ها را نداشته و عملاً با تکیه بر منابع داخلی خود با مشکلات عدیده‌ای مواجه می‌شوند. بر اساس گزارش اخیر صندوق بین‌المللی پول تقویت بازار سرمایه و تنوع‌بخشی ابزارهای این بازار به منظور تأمین مالی کارای بنگاه‌های کوچک و متوسط کشورهای در حال توسعه امری حیاتی بر شمرده شده است. با توجه به شرایط فعلی اقتصاد کشور و مشکلات عدیده سیستم بانکی، توجه بیشتر به بازار سرمایه و تسهیل فرآیندها و تشویق بنگاه‌های SME کشور جهت بهره‌گیری از منابع تأمین مالی غیر بانکی ضرورتی دو چندان می‌یابد.

بررسی‌های مؤسسه مالی بین‌المللی (IFC) نشان می‌دهد در کشورهای با درآمد پایین بیش از نیمی از بنگاه‌ها با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند و این محدودیت برای بنگاه‌های کوچک و متوسط به مراتب حادتر است. شکاف تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در کشورهای توسعه‌یافته کمتر است. در این کشورها تأمین مالی شرکت‌های بزرگ عموماً از طریق بازار سرمایه و تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بانک‌ها انجام می‌گیرد، اما در ایران به دلیل عدم توسعه بازار سرمایه، تأمین مالی شرکت‌های بزرگ عمدتاً از

۲۱. گزارش این واقعه توسط مرکز پژوهش‌های مجلس در اسفند ماه ۱۳۹۳ تهیه گردیده است.

طریق بانک‌ها انجام می‌شود و از طرف دیگر به دلیل وجود تسهیلات تکلیفی، عملاً منابع ناچیزی برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط باقی می‌ماند.

برای نمونه می‌توان به آمار وزارت صنعت و معدن اشاره نمود. بر اساس جدیدترین آمار وزارت صنعت و معدن از میزان تسهیلات پرداختی به تولیدکنندگان در قالب طرح تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی کوچک، متوسط و طرح‌های نیمه تمام با پیشرفت بالای ۶۰ درصد در راستای اقتصاد مقاومتی، تا تاریخ ۳۰ آذرماه سال ۱۳۹۶ از مجموع ۴۱ هزار و ۸۲۳ واحد تولیدی ثبت نامی در نهایت ۱۰ هزار و ۷۰۷ واحد تولیدی (حدود ۲۵ درصد) موفق به دریافت تسهیلات مجموعاً به مبلغ ۸۲,۱۳۵ میلیارد ریال شدند. به باور صاحبان کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، علاوه بر آنکه عدم همکاری بانک‌ها دریافت تسهیلات را با مشکلات و سختگیری‌های فراوان مواجه نموده است، آن میزان تسهیلات پرداخت شده نیز به دلیل بالا بودن نرخ بهره بانکی باعث شده تا ارائه این تسهیلات عملاً گره‌ای از مشکلات عدیده تولیدکنندگان باز نکند.

برخلاف ایران، روال تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در کشورهای توسعه‌یافته با کیفیت بهتر و متنوع‌تری صورت می‌گیرد. در این کشورها بنگاه‌های کوچک و متوسط عموماً برای انتخاب ابزارهای مختلف تأمین مالی شاخص‌هایی مانند چرخه عمر، اندازه و مقیاس، ساختار مدیریتی شرکت و نیز اندازه‌گیری سنجه ریسک-بازده ابزار مورد نظر را در نظر می‌گیرند. در جدول شماره ۵ ابزارهای تأمین مالی غیر بانکی ارائه شده در کشورهای پیشرفته با توجه به وضعیت مالی و چرخه عمر بنگاه‌های مختلف خلاصه شده است.

جدول شماره ۵. ابزارهای تأمین مالی غیر بانکی با توجه به وضعیت مالی و چرخه عمر بنگاه‌های مختلف

بنگاه‌های هدف	ابزارهای تأمین مالی		
<ul style="list-style-type: none"> • استارت آپ‌ها • بنگاه‌های دارای سابقه اعتباری کم و فاقد وثیقه • بنگاه‌های دارای رشد سریع • بنگاه‌های دارای نسبت بالای دارایی‌های مالی ناملموس • بنگاه‌های دارای ریسک بالا • بنگاه‌هایی که ساختار سرمایه خود را به صورت مکرر تغییر می‌دهند 	<ul style="list-style-type: none"> وام‌های مبتنی بر دارایی تأمین مالی خرید^{۲۳} فکتورینگ^{۲۴} لیزینگ رسید انبار^{۲۵} 	<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">تأمین مالی مبتنی بر دارایی^{۲۳}</p>	<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">ریسک-بازدهی پایین</p>
<ul style="list-style-type: none"> • بنگاه‌های متوسط و بزرگ با ثبات درآمد • بنگاه‌هایی که در حال سرمایه‌گذاری هستند. • بنگاه‌هایی که علاقه‌ای به تغییر ساختار مدیریتی ندارند. • بنگاه‌های کوچک با اعتبار کم در بازار (عرضه خصوصی سهام) • بنگاه‌های دارای سابقه اعتباری کم و فاقد وثیقه (تأمین مالی جمعی، مبتنی بر بدهی) 	<ul style="list-style-type: none"> اوراق قرضه شرکتی^{۲۶} اوراق قرضه تحت پوشش^{۲۷} خرید دین توسط واسطه‌های مالی عرضه خصوصی سهام تأمین مالی جمعی (بدهی) 	<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">بدهی جایگزین (استقراض)</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • شرکت جوان با رشد بالا که به دنبال منابع تأمین مالی ارزانتری نسبت به صندوق‌های VC هستند. • شرکت جا افتاده با فرصت‌های رشد • بنگاه‌هایی که به دنبال تقویت ساختار سرمایه خود هستند. • بنگاه‌هایی که دارای شرایط مناسبی در بازار هستند. 	<ul style="list-style-type: none"> اوراق قرضه تبعی^{۲۹} شراکت خاموش (شراکت بی رای)^{۳۰} مشارکت مدنی^{۳۱} مشارکت در سود (بدون حق رای)^{۳۲} اوراق قرضه قابل تبدیل^{۳۳} اوراق قرضه تضمینی^{۳۴} تأمین مالی میانه^{۳۵} 	<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">ابزارهای ترکیبی^{۲۸}</p>	<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">ریسک / بازدهی متوسط</p>

- ۲ Asset-Based Finance
- ۲ Purchase order finance
- ۲ Factoring
- ۲ Warehouse receipts
- ۲ Corporate bonds
- ۲ Covered bonds
- ۲ Hybrid Instruments
- ۲ Subordinated loans/ bonds
- ۲ silent participations
- ۲ participating loans
- ۲ profit participation rights
- ۲ Convertible bonds
- ۲ Bonds with warrants
- ۲ mezzanine finance

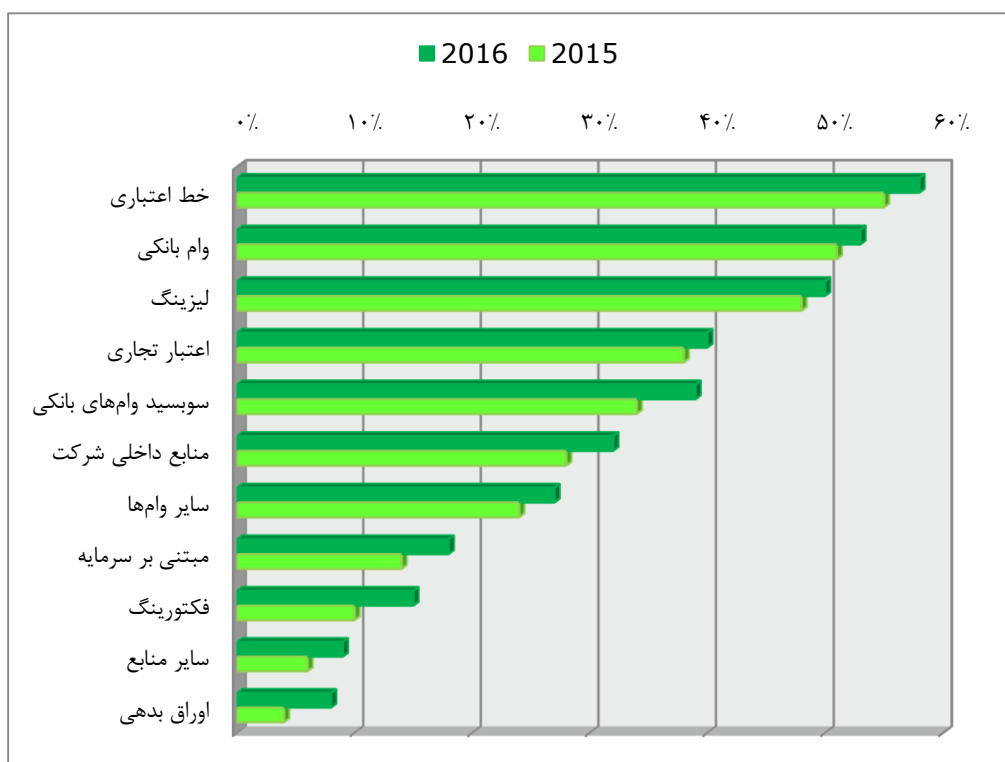
تأمین مالی مبتنی بر سرمایه		عرضه خصوصی سهام	ریسک / بازدهی بالا
<ul style="list-style-type: none"> • بنگاه‌هایی که در مراحل اولیه شکل‌گیری قرار دارند • پروژه‌های نوآورانه پر ریسک 	فرشتگان کسب‌وکار ^{۳۶}		
	تأمین مالی جمعی (مبتنی بر سرمایه)		
<ul style="list-style-type: none"> • بنگاه‌هایی که در مراحل اولیه شکل‌گیری قرار دارند • بنگاه‌هایی که زمینه بالایی برای رشد دارند. 	صندوق‌های VC		
	سایر روش‌های عرضه خصوصی سهام		
<ul style="list-style-type: none"> • بنگاه‌های کوچک، نوآورانه و پر ریسک • بنگاه‌هایی که دارای ساختار مدیریتی قوی هستند. 	پلاتفرم‌های مخصوص برای پذیره‌نویسی سهام بنگاه‌های SME	عرضه عمومی سهام	

Source: OECD. (2018). Enhancing SME access to diversified financing instruments. P: 11

- وام مبتنی بر دارایی: در این روش بر اساس چهار دارایی حساب‌های دریافتی، موجودی کالا، ماشین‌آلات و تجهیزات و زمین و ساختمان شرکت‌ها، وام پرداخت می‌گردد. این روش نسبت به وام‌های متداول بانکی سریعتر و منعطف‌تر بوده و نیازی به ارائه ضمانت‌های شخصی ندارد. اما هزینه تأمین مالی در این روش بیشتر از هزینه وام متداول بانکی است.
- فکتورینگ (عاملیت): در این روش یک شرکت اسناد دریافتی از گروهی با رتبه اعتباری بالا را به شرکت دیگری که عامل نام دارد، پس از تنزیل کردن آن‌ها می‌فروشد.
- تأمین مالی سفارش خرید: در این روش هزینه‌های تکمیل سفارش از جمله نیروی کار، مواد اولیه و بسته‌بندی، بیمه و ... توسط بنگاه تخمین زده شده و به اطلاع تأمین‌کننده مالی که می‌تواند بانک نیز باشد، می‌رسد. پس از تصویب طرح توسط تأمین‌کننده مالی، هزینه‌های لازم به‌طور مستقیم توسط وی به عرضه‌کننده مواد و غیره پرداخت شده و پس از تکمیل و تحویل کالا یا پروژه توسط بنگاه مزبور به مشتری، تأمین‌کننده مالی یا مستقیماً حساب‌های دریافتی از مشتری را دریافت می‌کند (مثل تنزیل اسناد) و یا مبلغ آن تحت حسابی که در کنترل وی است واریز می‌شود. تأمین‌کننده مالی پس از کسر بهره و کارمزد و اصل مبلغ مابقی آنرا به بنگاه پرداخت می‌کند.

- رسید انبار: در این روش خریداران و تجار بر اساس میزان کالای موجود در انبار، رسید انبار صادر می‌کنند. سپس از این رسید برای گرفتن وام با پشتوانه دارایی استفاده می‌شود. معمولاً وام‌گیرنده می‌تواند بین ۵۰ تا ۸۰ درصد ارزش کالاهای ذخیره‌شده را وام بگیرد.
- اوراق قرضه شرکتی: اوراق قرضه شرکتی، اوراق بدهی است که شرکت‌ها جهت تأمین مالی خود منتشر می‌کنند و به موجب آن متعهد می‌شوند که بدون توجه به وضعیت مالی و سودآوری شرکت در مواعد مقرر مبلغ کوپن و در سررسید اصل بدهی را بازپرداخت نمایند. معمولاً هزینه انتشار به میزان ۱۰٪ ارزش اوراق منتشرشده می‌باشد.
- اوراق بهادارسازی: در این روش وام اعطایی به بنگاه‌های کوچک و متوسط توسط بانک‌ها دسته‌بندی شده و از طریق بازار سرمایه به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود.
- اوراق قرضه پوششی: این اوراق مشابه اوراق بهادارسازی بوده و در واقع اوراق بهاداری هستند که جریان نقدی وام‌ها پشتوانه آنهاست. برخلاف اوراق بهادارسازی، در این شیوه دارایی‌ها در ترازنامه شرکت باقی می‌ماند.
- عرضه خصوصی اوراق شرکتی: در این حالت اوراق قرضه شرکت به تعدادی از سرمایه‌گذاران منتخب پذیرش نشده در بورس پیشنهاد و در صورت توافق فروخته می‌شود.
- تأمین مالی جمعی: این شیوه نوعی تکنیک تأمین مالی خارجی از طریق تعداد زیادی مخاطب به جای گروهی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است، که در واقع هر فرد سهم کوچکی از منابع مورد نیاز را تأمین می‌کند.
- اوراق قرضه تبعی: در این شیوه قرض‌دهندگان توافق دارند که قبل از پرداخت بهره و اصل بدهی، ابتدا بدهی برخی از اعتباردهندگان ممتاز بازپرداخت شود. بنابراین در صورت ورشکستگی، حقوق مابقی قرض‌دهندگان بعد از بازپرداخت بدهی به دسته ممتاز آن شرکت، پرداخت می‌شود. لازم به ذکر است نرخ بهره دارندگان اوراق تبعی به دلیل پوشش ریسک بیشتر، بالاتر از همتای ممتاز خود می‌باشد.

- شراکت غیرفعال: بر اساس این روش تأمین مالی که شبیه ساختار شرکت‌های با مسئولیت محدود است، میزان تعهدات سرمایه‌گذار به قرض‌دهندگان به میزان آورده‌اش به شرکت محدود می‌باشد. افرادی که به این صورت تأمین مالی می‌کنند کاملاً این حق را دارند که به فعالیت‌های شرکت نظارت داشته و در جریان اطلاعات قرار بگیرند تا بتوانند در تصمیم‌گیری‌های شرکت مشارکت داشته باشند. همانگونه که در نمودارهای شماره ۱۴ و ۱۵ مشاهده می‌گردد، تأمین مالی از طریق منابع بانکی اصلی‌ترین منبع برای بنگاه‌های کوچک و متوسط اروپایی و آمریکایی می‌باشد. برای مثال وام‌های بانکی به ترتیب حدود ۲۳ و ۲۰ درصد ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط اروپایی را در سال ۲۰۱۶ تشکیل می‌دادند. در حالی که این رقم برای بنگاه‌های بزرگ در همان سال چیزی در حدود ۱۱ درصد بوده است.^{۳۷}
- نمودار شماره ۱۴. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ۲۸ کشور اروپایی



Source: European Commission, 2015a and 2017

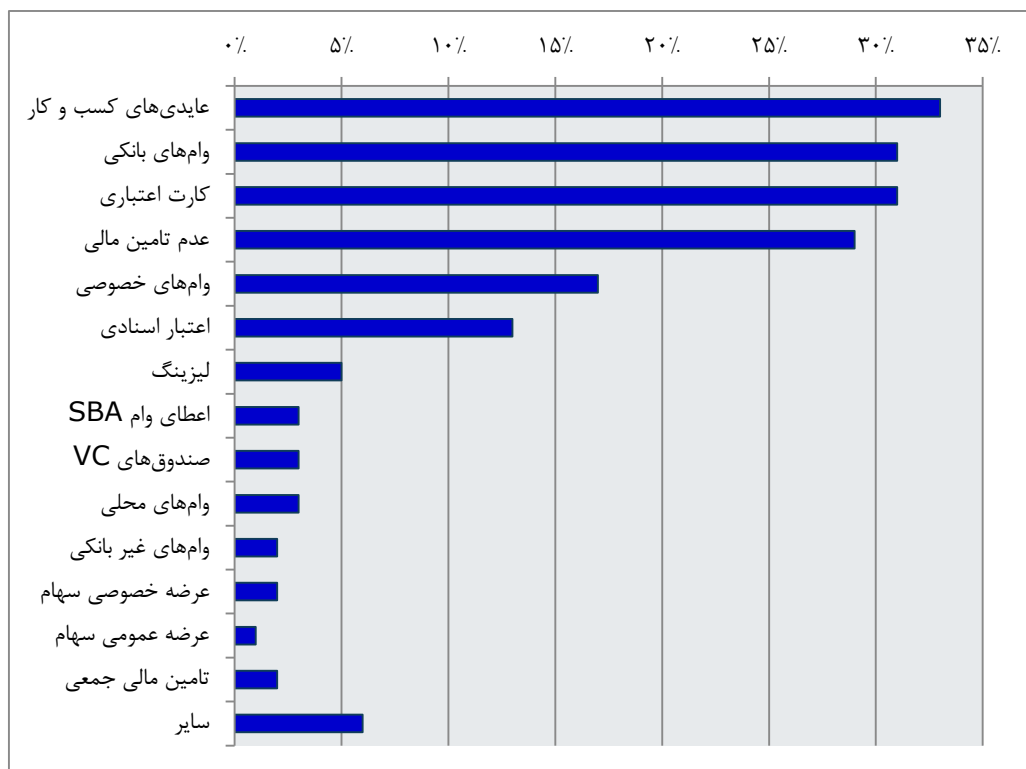
^{۳۷}European Commission. (2016-2017). ANNUAL REPORT ON EUROPEAN SMEs

همچنین بر اساس نظرسنجی صورت گرفته از بنگاه‌های SME فعال در ۲۸ کشور اروپایی تنها ۱۵ درصد از آن‌ها از طریق منابع بازار سرمایه اقدام به جذب منابع نموده‌اند. با توجه به بانک محور بودن تأمین مالی در اروپا، نسبت پایین یاد شده توجیه می‌یابد. گرچه برخی ابزارهای تأمین مالی غیر بانکی به صورت کامل توسعه نیافته یا ابزارهای موجود برای درصد کمی از بنگاه‌های SME قابل دسترسی است، اما این ابزارها که عمدتاً مبتنی بر بازار سرمایه هستند با رشد مواجه می‌باشند به نحوی که در سال ۲۰۱۲ تنها ۶ درصد تأمین مالی بنگاه‌های اروپایی از طریق بازار سرمایه صورت می‌گرفت اما این رقم در سال ۲۰۱۶ به حدود ۱۵ درصد رسیده است. این مهم ریشه در تغییر قوانین به منظور تقویت بازار سرمایه و تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه دارد. با توجه به قرابت سیستم مالی ایران با کشورهای اروپایی، به نظر می‌رسد استفاده از تجربیات اروپایی‌ها در جهت توسعه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه کشور راه‌گشا خواهد بود.

در مقابل اما بر اساس مطالعات سازمان ملی بنگاه‌های کوچک آمریکا (NSBA)، حدود ۳۰ درصد تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط این کشور از طریق منابع بازار سرمایه جذب می‌شوند. به نحوی که این منابع بعد از سیستم بانکی در رتبه دوم تأمین مالی بنگاه‌های یاد شده قرار می‌گیرد.^{۲۸}

^۲<https://www.sba.gov>

نمودار شماره ۱۵. سهم ابزارهای مختلف در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط آمریکا- ۲۰۱۶



Source: NSBA. (2017). MID-YEAR ECONOMIC REPORT.

در حقیقت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه برای شرکت‌های نوپا که دارای ریسک بالا و پتانسیل رشد بالا هستند، مناسب می‌باشد. هم‌چنین شرکت‌های بزرگ نیز برای تجدید ساختار و تقویت رشد به منابع بازار سرمایه نیاز دارند. شواهد تجربی زیادی حاکی از رابطه مستقیم و معنی‌دار تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با رشد شرکت‌ها وجود دارد. اما هنوز هم دسترسی به منابع بازار سرمایه برای بسیاری از بنگاه‌های SME در سطح جهان با چالش‌های قابل توجهی مواجه است. علت سهم پایین سایر روش‌های تأمین مالی غیر بانکی نسبت به منابع بانکی در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط را می‌توان از دو زاویه بررسی کرد. از یک سو متقاضیان این ابزارها یعنی صاحبان بنگاه فاقد دانش مالی، دید استراتژیک و انگیزه کافی برای پیگیری فرآیندهای تعیین‌شده به منظور دستیابی به ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه هستند. از سوی دیگر عرضه‌کنندگان خدمات بازار سرمایه قسمت عمده‌ای از بنگاه‌های کوچک و متوسط را به دلیل ریسک بالای

این صنایع نادیده می‌گیرند. هم‌چنین نبود گزینه‌های خروج و تعداد زیاد موانع مقرراتی سبب شده بنگاه‌های SME به صورت گسترده به تأمین مالی بازار سرمایه روی نیاورند.^{۳۹}

در چند سال اخیر با ابداعات مالی مانند فین تک‌ها جنبشی در زمینه تأمین مالی بنگاه‌های SME و طرح‌های نوآورانه ایجاد شده است. فین تک‌ها و سایر نوآوری‌های حوزه مالی مانند بانکداری الکترونیک با کاهش اطلاعات نامتقارن SMEها نسبت به بنگاه‌های بزرگ، رفع مشکل نبود وثیقه و کاهش هزینه تأمین مالی نقش قابل توجهی در تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط ایفا می‌نمایند.

نگاهی به سیاست‌های حمایتی کشورهای توسعه‌یافته به منظور تقویت بنگاه‌های کوچک و متوسط در پایان این قسمت خالی از لطف نیست. در جدول زیر اصول سیاست‌گذاری کشورهای عضو گروه G20 و OECD به منظور حمایت از شرکت‌های SME خلاصه شده است. لازم به ذکر است که در راستای هر کدام از این اصول برنامه‌های متعدد راهبردی به منظور تسهیل تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط تعریف شده است.

جدول شماره ۶. اصول اساسی تأمین مالی بنگاه‌های SME در کشورهای عضو OECD و G20
۱- شناسایی نیازها و ضعف‌های تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در راستای بهبود ابزارهای تأمین مالی موجود
۲- تقویت دسترسی بنگاه‌های SME به منابع تأمین مالی سنتی بانک‌ها
۳- توانمند کردن SMEها به منظور دسترسی به ابزارهای تأمین مالی مدرن
۴- آسان نمودن دسترسی بنگاه‌های SME به ابزارهای تأمین مالی رسمی بازار سرمایه
۵- تدوین مقررات به منظور تقویت ابزارهای تأمین مالی بنگاه‌های SME
۶- بهبود شفافیت در بازار تأمین مالی بنگاه‌های SME
۷- تقویت مهارت‌های مالی و نگاه استراتژیک بنگاه‌های کوچک و متوسط
۸- تعدیل اصول تقسیم ریسک برای ابزارهای مبتنی بر بازار سرمایه
۹- تشویق پرداخت‌های به موقع در معاملات تجاری
۱۰- طراحی برنامه‌های عمومی به منظور معرفی بنگاه‌های SME به آحاد جامعه و تشویق مشارکت عمومی در زمینه تأمین مالی این بنگاه‌ها
۱۱- ارزیابی برنامه‌های اجرا شده در حمایت از تأمین مالی بنگاه‌های SME

Source: OECD. (2018). Financing SMEs and Entrepreneurs.

^{۳۹}Source: OECD, 2017

^{۴۰} فین تک یا فناوری مالی به معنای کاربرد نوآورانه فناوری در ارائه خدمات مالی است.

۱,۵,۱. مروری بر تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه کشور

بازار شرکت‌های کوچک و متوسط بر اساس مصوبه اسفند ماه ۱۳۹۴ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تاسیس شده و دارای دو تابلوی معاملاتی دانش‌بنیان و رشد در بازار بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME) فرابورس ایران می‌باشد. درخصوص این بازار، توافقاتی با معاونت علمی ریاست‌جمهوری نیز برای پذیرش شرکت‌های دانش‌بنیان صورت گرفته است. در حال حاضر سهام سه شرکت پترو صنعت گامرون، گز سکه و ماداکتو استیل کرد در بازار SME فرابورس ایران پذیرفته شده و در حال معامله هستند.

مجتمع پترو صنعت گامرون با سرمایه ۶۰ میلیارد ریالی در تاریخ ۶ دی ماه ۱۳۹۵ با نماد شگامرن به عنوان نخستین شرکت پذیرفته شده در بازار SME های فرابورس ایران اولین معامله خود را با قیمت ۳۰ هزار ریال شروع کرد و تا تاریخ ۲ اسفند ماه ۱۳۹۶ در مجموع ۷۸ روز معاملاتی را سپری کرده است. قیمت سهم در این تاریخ با رشد ۱۱۸ درصدی به رقم ۶۵,۳۷۰ ریال رسیده است. شرکت گز سکه با سرمایه ۴۹ میلیارد ریالی در تاریخ ۲۶ دی ماه ۱۳۹۵ با نماد غگز به عنوان دومین شرکت پذیرفته شده در این بازار نخستین معامله خود را با قیمت ۱,۱۰۰ ریال شروع کرد و تا تاریخ ۲۸ فروردین ماه ۱۳۹۷ در مجموع ۴۳ روز معاملاتی را سپری کرده است. قیمت سهم در این تاریخ با رشد ۹۷ درصدی به رقم ۲,۱۷۰ ریال رسیده است. سهام شرکت ماداکتو استیل کرد با نماد فماک با سرمایه ۱۵۰ میلیارد ریالی به عنوان سومین سهام پذیرفته شده در بازار SME فرابورس در تاریخ ۲۸ اسفند ماه ۱۳۹۶ با قیمت ۴,۰۰۰ ریال پذیره‌نویسی شد. و تا تاریخ ۱۲ خرداد ماه ۱۳۹۷ در مجموع ۱۳ روز معاملاتی را سپری کرده است. قیمت سهم در این تاریخ با رشد ۱۵ درصدی به ۴,۶۰۰ ریال رسیده است. هم‌چنین تا اواخر خرداد ماه ۱۳۹۷ سهام شرکت‌های دیگری مانند شرکت سیمان سفید ارومیه با نماد سفاروم، مجتمع تولیدی نیلی صنعت کرمان با نماد غنیلی، کولاک شرق با نماد غکولاک، تولیدی آذر باتری ارومیه با نماد خاذر و کنترل گاز اکباتان با نماد فکباتا در این بازار درج شده است.

همانگونه که در جدول شماره ۷ مشاهده می‌شود، از جمله شرط‌های لازم برای ورود شرکت‌های تازه تاسیس به بازار SME فرابورس ایران این است که حسابرس شرکت موردنظر باید از بین حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شود. حداقل سرمایه قابل پذیرش یک میلیارد ریال نیز به مراتب کمتر از سایر

بازارهای فرابورس است. شرکت‌های دانش‌بنیان نیز که از معاونت علمی و فناوری ریاست جمهوری تاییدیه دانش‌بنیانی را دریافت کرده‌اند، می‌توانند در تابلویی که برای این شرکت‌ها طراحی شده، تحت عنوان تابلوی شرکت‌های دانش‌بنیان، وارد این بازار شوند. همچنین لازم است حداقل یک سال از زمان تاسیس شرکت متقاضی سپری شده باشد. بنابراین شرکت‌ها، قبل از بهره‌برداری، در صورت وجود برنامه مدون تکمیل پروژه و آغاز فعالیت، قابلیت ارائه درخواست پذیرش در این بازار را دارند. برای پذیرش شرکت‌ها در بازار نباید دعاوی حقوقی با اهمیت له یا علیه شرکت مطرح باشد، در صورت وجود این مساله باید موارد به‌طور شفاف اعلام شود، ضمن اینکه اعضای هیأت مدیره و مدیرعامل شرکت نیز نباید محکومیت قطعی کیفری مالی داشته باشند.

جدول شماره ۷. شرایط پذیرش و نقل و انتقال سهام شرکت‌های سهامی عام در بازارهای فرابورس

بازار پایه	بازار SME	بازار دوم	بازار اول	
✓	✗	✓	✓	نزد سازمان ثبت شده باشد.
✗	✗	✓	✓	سهام با نام باشد
سهام ممتاز هم می‌تواند داشته باشد	سهام ممتاز هم می‌تواند داشته باشد	عادی	عادی	سهام عادی باشد یا ممتاز
✓	✓	✓	✓	محدودیت قانونی مؤثر برای نقل و انتقال آن وجود نداشته باشد
✗	✓	✓	✓	بهای اسمی آن تماماً پرداخت شده باشد.
✗	به تشخیص هیأت پذیرش	حداقل ۵ درصد	حداقل ۱۰ درصد	سهام شناور
هیچ محدودیتی ندارد	حداقل یک سال از فعالیت	حداقل یک سال از فعالیت	حداقل ۲ سال از بهره‌برداری	فعالیت
✗	جمع حقوق صاحبان سهام حداقل یک میلیارد ریال و حداکثر ۵۰۰ میلیارد ریال	حداقل ۲۰۰ میلیارد ریال	حداقل ۲۰۰ میلیارد ریال	سرمایه ثبت شده
✗	برنامه عملیاتی مناسبی برای خروج از شمول زیان داشته باشد.	برنامه عملیاتی مناسبی برای خروج از شمول زیان داشته باشد.	نداشته باشد	زیان انباشته
✗	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.	مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.	گزارش حسابرس
✗	✓	✓	✓	مطلوب بودن سیستم اطلاعات حسابداری
✗	✗	✗	✓	سودآور بودن
✗	✗	✗	۱۵درصد	نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها
✗	افتتاح شود	✓	✓	عدم وجود دعاوی دارای اثر با اهمیت بر صورت‌های مالی
✗	باید در اولین مجمع عمومی حسابرس خود را از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب کند.	✓	✓	حسابرس معتمد سازمان بورس
✗	✓	✓	✓	محکومیت قطعی کیفری اعضای هیأت‌مدیره و مدیرعامل
۲ در هزار سرمایه (تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال)	۲ در هزار سرمایه (تا سقف ۲۰۰ میلیون ریال)	۲ در هزار سرمایه (تا سقف ۱۰۰۰ میلیون ریال)	۲ در هزار سرمایه (تا سقف ۱۰۰۰ میلیون ریال)	کارمزد پرداختی

منبع: فرابورس ایران

گرچه شرایط پذیرش شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار فرابورس نسبت به بازار اول و دوم روی کاغذ راحت‌تر است، اما با توجه به نظرسنجی از بنگاه‌هایی که تاکنون موفق به پذیره‌نویسی در این بازار شده‌اند عملاً

شرایط و مدت زمان لازم برای پذیرهنویسی بنگاه‌های کوچک و متوسط با بنگاه‌های بزرگ فرق چندانی ندارد. همین سخت‌گیری‌ها و مراحل فراوان سبب شده تعداد زیادی از این بنگاه‌ها از پتانسیل بازار سرمایه بی‌بهره بمانند.

از سوی دیگر یکی از دغدغه‌های اصلی شرکت‌های کوچک و متوسط کشور برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، مسائل مرتبط با مالیات است؛ به نحوی که شرکت‌ها نگران وضعیت خود پس از ورود به بورس و شفافیت در بازار و گزارش‌دهی هستند. با وجود برخورداری از معافیت مالیاتی پنج درصدی، اما موضوع شفافیت مالیاتی منجر شده تا این بازار نتواند جذابیت جدیدی برای شرکت‌های بخش خصوصی جهت ورود به بازار سرمایه ایجاد کند.

هم‌چنین سازمان بورس به منظور کنترل ریسک سرمایه‌گذاران، محدودیت‌هایی در خرید و فروش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در این بازار وضع کرده است به گونه‌ای که معامله‌گران سهام در بازار SME فرابورس ایران صرفاً به اشخاص حقوقی و سرمایه‌گذاران نهادی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس، سازمان‌ها، شرکت‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند و نیز هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال ارزش اسمی اوراق بهادار در دست ناشر را خریداری کند، محدود شده است. این محدودیت سبب شده تا علاوه بر آنکه دست سرمایه‌گذاران حقیقی ریسک‌پذیر از این بازار کوتاه شود، دو گروه مجاز (اشخاص حقوقی و سرمایه‌گذاران نهادی) نیز احتیاط قابل توجهی در خرید و فروش داشته باشند و عملاً این بازار از عمق کافی برخوردار نباشد.

سختگیری‌های یاد شده و مقررات دست‌وپاگیر سبب شده بخش عمده‌ای از بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور عملاً به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه رغبت چندانی نداشته باشند. به باور بسیاری از کارشناسان مالی در صورت ادامه وضع کنونی تعطیلی تابلوی شرکت‌های کوچک و متوسط در فرابورس بسیار محتمل به نظر می‌رسد. لازم به ذکر است که حل این موارد تا حد زیادی به تغییر بنیادین نگاه مسئولین امر و اتخاذ تصمیمات

و سیاست‌گذاری‌های کلان به منظور فرهنگ‌سازی در مورد بازار شرکت‌های کوچک و متوسط در بین فعالین اقتصادی، بازگشت فرابورس ایران به رسالت اصلی خود به عنوان بازار خارج از بورس (OTC) و نیز کاهش مقررات و تسهیل حضور شرکت‌های دانش بنیان با در نظر گرفتن مشوق‌های مالیاتی بیشتر، بستگی دارد. به منظور استفاده از تجربیات کشورهای موفق در راستای تقویت نقش بازار سرمایه کشور در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در آخر این فصل از گزارش نگاهی تحلیلی به تجربه موفق کشور ترکیه در زمینه تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه خواهیم داشت.

۱,۵,۲. نگاهی به تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در بورس استانبول

شرکت‌های کوچک و متوسط در اقتصاد ترکیه نقشی کلیدی ایفا می‌کنند. به گونه‌ای که ۹۱ درصد کل بنگاه‌های فعال ترکیه در سال ۲۰۱۷ در طبقه‌بندی SME قرار می‌گیرند. این بنگاه‌های ۷۸ درصد اشتغال، ۵۵ درصد GDP و ۵۰ درصد کل سرمایه‌گذاری‌های کشور ترکیه را ایجاد می‌کنند.^۱ سال ۲۰۱۱ بازار SME های بورس استانبول در راستای تقویت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط این کشور افتتاح گردید و هم‌اکنون سهام ۲۲ شرکت در این بازار معامله می‌شود.^۲ همانگونه که در نمودار شماره ۱۶ مشاهده می‌شود بورس جداگانه‌ای برای شرکت‌های کوچک و متوسط در ترکیه وجود ندارد و بازار SME در بورس استانبول با عنوان بازار شرکت‌های نوظهور^۳ تعریف شده است.

تسهیل فرآیند پذیرش و ساده‌تر بودن مقررات مربوط به بازار SME ها نسبت به بازارهای اصلی بورس استانبول از ویژگی‌های قابل توجه این بازار برشمرده می‌شود. در حال حاضر بنگاه‌های کوچک و متوسط ترکیه می‌توانند از طریق عرضه عمومی سهام، انتشار اوراق بدهی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری VC، نیازهای مالی خود را از طریق بازار سرمایه تأمین نمایند. لازم به ذکر است که دولت ترکیه به منظور تقویت تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط طرح‌های تشویقی وضع نموده است. بر اساس یکی از این طرح‌ها مرکز توسعه بنگاه‌های

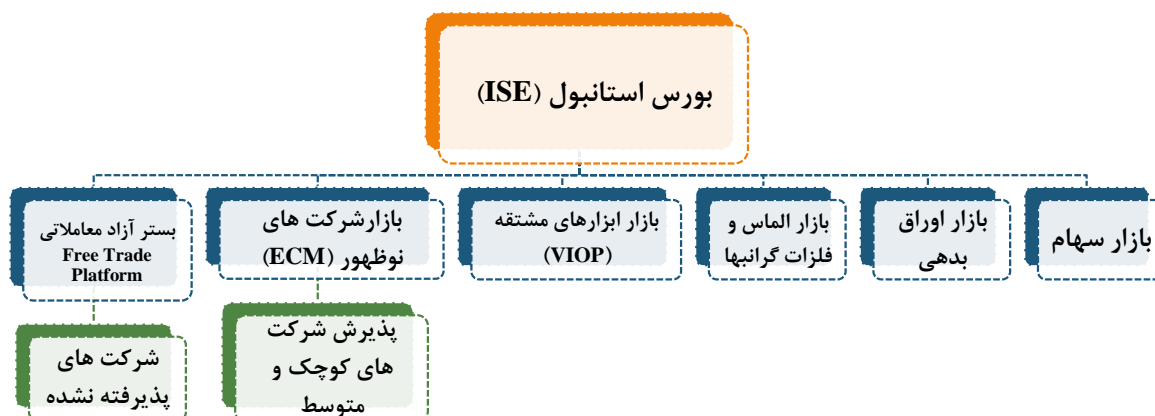
§ European Commission (Turkey). (2017). SBA Fact Sheet.

§ Strategic Planning and Investor Relations Department of Borsa İstanbul. (2017). Turkish Economy, Capital Markets and Borsa İstanbul.

§ Emerging Companies Market

کوچک و متوسط ترکیه (KOSGEB) به شرکت‌هایی که از طریق بازار SME بورس استانبول تأمین مالی نمایند مبلغ ۱۰۰ هزار لیر به صورت یارانه پرداخت می‌کند.

نمودار شماره ۱۶. بازارهای فعال بورس استانبول



منبع: بورس استانبول

به منظور پذیره‌نویسی سهام شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس استانبول باید سهام این شرکت‌ها مانند سایر اوراق بهادار، در هیأت مدیره بازار سرمایه ترکیه (CMB) به ثبت رسیده باشد. سرمایه شرکت باید تماماً پرداخت شده و سهام آن قابل انتقال باشد. شرکت‌های SME در صورت داشتن شرایط زیر از ارائه گزارش حسابرسی معاف می‌گردند.

- دارایی کل در سال مالی گذشته کمتر از ۵ میلیون دلار باشد.
- فروش کل در دو سال گذشته کمتر از ۲۷۰ هزار دلار باشد.
- ۹۵٪ از سهام در اختیار کمتر از ۵۰ سهامدار باشد.

مراحل عرضه عمومی سهام (IPO) در بورس استانبول با بورس تهران شباهت‌های فراوانی دارد. شرکت پس از عقد قرارداد با مشاور بازار، مدارک لازم را به هیأت مدیره بازار سرمایه ترکیه (CMB) ارائه می‌دهد. پس از بررسی کارشناسان سازمان در صورتی که شرکت از حداقل‌های لازم برخوردار باشد، مجوز عرضه سهام صادر

می‌گردد. همانگونه که در جدول شماره ۸ نیز مشاهده می‌گردد اصلی‌ترین وجه تمایز مراحل عرضه عمومی سهام در ایران و ترکیه، میزان زمان لازم برای طی نمودن این فرآیند در دو کشور می‌باشد. در ایران، اگر شرکتی واجد همه شرایط باشد، حداقل ۱ سال پروسه عرضه عمومی آن طول می‌کشد. در حالی که این مدت زمان برای شرکت‌های ترکیه حدود ۶ هفته به طول می‌انجامد.

جدول شماره ۸. فرآیند زمانی عرضه سهام در بورس استانبول

	هفته اول					هفته دوم					هفته سوم					هفته چهارم					هفته پنجم					هفته ششم				
	۱	۲	۳	۴	۵	۱	۲	۳	۴	۵	۱	۲	۳	۴	۵	۱	۲	۳	۴	۵	۱	۲	۳	۴	۵	۱	۲	۳	۴	۵
ارائه درخواست عرضه سهام به CMB و بورس استانبول																														
حسابرسی صورت‌های مالی در CMB و بورس استانبول																														
اعلام نظر توسط بورس استانبول																														
تایید امیدنامه توسط CMB																														
تهیه اطلاعیه پذیره‌نویسی																														
تکمیل فرآیند IPO																														
آغاز معامله																														

منبع: بورس استانبول

هم‌چنین شرایط پذیرش در بازار شرکت‌های نوظهور نسبت به سایر بازارهای بورس استانبول به مراتب راحت‌تر و کم هزینه‌تر می‌باشد. در جدول شماره ۹ شرایط پذیرش و کارمزد بازارهای مختلف بورس استانبول خلاصه شده است.

جدول شماره ۹. شرایط پذیرش و کارمزدها در بازارهای مختلف بورس استانبول

شرایط	بازار ملی	بازار دوم	بازار شرکت‌های نوظهور
ارائه عملکرد	صورت‌های مالی حسابرسی شده سه سال قبل	حداقل یک صورت مالی حسابرسی شده سالانه از زمان تأسیس	صورت مالی حسابرسی شده سال قبل
ارزش بازاری	بین ۱۷ تا ۶۹ میلیون دلار	بین ۳/۵ تا ۶/۹ میلیون دلار	-
سود قبل از مالیات	دو سال سود ده	-	-
حداقل سهام آزاد شناور	۵ تا ۲۵ درصد	۵ تا ۱۵ درصد	-
سهام در دست صاحبان سهام	بین ۶/۹ تا ۱۷/۳ میلیون دلار	۶/۹ میلیون دلار	-
حداقل تعداد سرمایه گذاران در هنگام عرضه اولیه	۵۰۰	۵۰۰	-
ثبت اوراق نزد CMB	ثبت شود	ثبت شود	-
روش انجام معاملات	معاملات پیوسته	حراج پیوسته چند قیمتی	حراج پیوسته با بازارگردان یا حراج تک قیمتی بدون بازارگردان
هزینه ثبت نزد CMB	۰/۲ درصد سهام عرضه شده	۰/۲ درصد سهام عرضه شده	۰/۲ درصد سهام عرضه شده
	۱۰,۵۰۰ لیر	۱۰,۵۰۰ لیر	۲,۶۰۰ لیر
کارمزد سالیانه بورس	۰/۰۱ درصد ارزش اسمی سرمایه پرداخت شده به علاوه ۰/۰۰۵ درصد میانگین MC شرکت (حداقل ۵۰,۰۰۰ لیر و حداکثر ۱ میلیون لیر)	۰/۰۱ درصد ارزش اسمی سرمایه پرداخت شده به علاوه ۰/۰۰۵ درصد MC شرکت (حداقل ۵۰,۰۰۰ لیر و حداکثر ۱ میلیون لیر)	۰/۰۱ درصد ارزش اسمی سرمایه پرداخت شده به علاوه ۰/۰۰۵ درصد MC شرکت (حداکثر ۵۰,۰۰۰ لیر)
	کارمزد سازمان ثبت مرکزی (CRA)	۰/۱ درصد سرمایه پرداخت شده (حداقل ۲,۰۰۰ لیر و حداکثر ۵۰,۰۰۰ لیر)	۰/۱ درصد سرمایه پرداخت شده (حداقل ۲,۰۰۰ لیر و حداکثر ۵۰,۰۰۰ لیر)

Source: Borsa İstanbul, Marketing & Sales Department, October 2017

۲. فصل دوم: ضعف‌های مقرراتی، نهادی، ساختاری و اجرایی بازار سرمایه

۲.۱. مقدمه

توسعه اقتصادی دغدغه عموم سیاست‌گذاران کشور است. رشد و توسعه اقتصادی کشور به نظام تأمین مالی کارآمد و اثربخش وابسته می‌باشد که یکی از مهمترین ارکان آن بهره‌برداری از ابزارهای نوین تأمین مالی است. اهمیت توسعه بخش مالی و در پی آن توسعه تأمین مالی کشور از آنجا نشأت می‌گیرد که بخش مالی کارآمد، نقش اساسی در تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری، تشویق برای ورود و تجهیز سرمایه خارجی و همچنین بهینه‌سازی سازوکار تخصیص منابع ایفا می‌کند. نظام مالی توسعه‌یافته در کشور، با تأمین مالی مناسب برای بخش حقیقی اقتصاد، فرصت‌های مناسبی را برای رشد و توسعه اقتصادی به وجود می‌آورد.

سهم اندک بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از چالش‌هایی است که اخیراً مورد توجه مسئولان و صاحب‌نظران اقتصادی قرار گرفته است. از دیدگاه کارشناسان، تحلیل عوامل مؤثر در بروز این چالش را اگر نتوان مهمترین گام در رفع آن دانست، یقیناً می‌توان نخستین گام محسوب کرد.

بازار سرمایه ایران در قیاس با بازار سرمایه کشورهای توسعه‌یافته با مشکلاتی در حوزه‌های ساختار، شیوه‌های اداره و مقررات مواجه است. عدم استقلال مدیریتی و نقش پررنگ دولت، عدم اتصال به بازار سرمایه بین‌المللی، نبود نهادهای ناظر بر فعالیت سرمایه‌گذاران نهادی از جمله صندوق‌های بازنشستگی و شفاف نبودن فعالیت‌های سرمایه‌گذاری این نهادها در بازار سرمایه، نابسامانی و عدم کارایی بهینه زیرساخت‌های معاملاتی، نبود مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، جزیره‌ای بودن بازار پول، سرمایه و بیمه، بالا بودن هزینه‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران، عدم شفافیت دستورالعمل‌ها و پیچیده بودن فرآیند پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها، بوروکراسی در توسعه ابزارها و نهادهای مالی نوین، عدم وجود ثبات و یکنواختی در قوانین، محدودیت‌هایی مانند حجم مبنای دامن‌نوسان، پایین بودن گردش مالی و تعداد سهامداران برخی از موانعی هستند که با رفع آن‌ها مسیر توسعه بورس بیش از پیش هموار خواهد شد.

در این فصل از گزارش تلاش بر آن است تا ضمن طبقه‌بندی مشکلات یاد شده بازار سرمایه در سه لایه ضعف‌های مقرراتی، ساختاری و اجرایی، به شناسایی ریشه‌های بروز این مشکلات و در نهایت ارائه راهکارهای اجرایی در راستای غلبه بر این کاستی‌ها پرداخته شود.

۲.۲. ضعف‌های مقرراتی و بیش مقرراتی بازار سرمایه

بازار سرمایه با بالاترین درجه پویایی نیازمند حساس‌ترین نظارت‌ها در حوزه مالی است. مقام ناظر با هدف حفظ توازن، شفافیت و کارآمدی بازار و نیز تسهیل سرمایه‌گذاری و وظیفه نظارتی را در بازار سرمایه بر عهده دارد و از این‌رو آثار راهبرد نظارتی آن در تمامی ابعاد این بازار متجلی است.

ضعف‌های مقرراتی بازار سرمایه ایران در دو لایه قابل بررسی است. لایه اول به ضعف مقررات بالادستی مانند قدیمی‌بودن قانون تجارت، عدم انطباق قوانین اسلامی حوزه بازار سرمایه با شرایط روز، ناهماهنگی قوانین مصوب بخش‌های مختلف اقتصادی و بی‌ثباتی در حوزه سیاست‌های کلان اقتصادی مربوط می‌شود که ریسک‌های زیادی را به بنگاه‌های اقتصادی و مجموعه فعالین بازار سرمایه وارد نموده است. لایه دیگر نیز به مقررات دست‌وپاگیر و نظارت‌های نادرست مقام ناظر بازار سرمایه باز می‌گردد که آن‌هم مشکلات عدیده‌ای را برای کسب‌وکارهای بورسی و سرمایه‌گذاران این بازار ایجاد نموده است.

تدوین و اجرای مقررات متعدد به‌دلیل دیدگاه‌های خاص حاکم بر سازمان ناظر و تلاش برای پوشش همه ریسک‌ها و نااطمینانی‌ها در قالب مقررات نظارتی، باعث شده قطار نوآوری‌ها در بازار سرمایه به کندی حرکت کند و ساختارهای نظارتی حاکم بر بازار، در عصری که بازارهای جهانی به سرعت به سوی آزادسازی فعالیت‌ها و نوآوری حرکت می‌کنند، ابتدایی و سنتی جلوه کند.

قانون‌گذار و ناظر نمی‌توانند تمام ریسک‌های بازار را حذف نمایند. ریسک، بخشی از ماهیت بازار است. بعنوان مثال، در همه جای دنیا اوراق بدهی با نرخ‌های مختلف در بازار عرضه شده و هر سرمایه‌گذاری با توجه به میزان ریسک‌پذیری خود، این اوراق با نرخ بالا یا پایین را خریداری کرده و ریسک نکول آن را خود به عهده می‌گیرد. در بازار ایران این ریسک بر گردن رکن ضامن اوراق افتاده است. گرچه این مهم احتمال نکول را پایین می‌آورد، اما همزمان توان تأمین مالی را نیز کاهش خواهد داد. ضامن خواه بانک باشد یا هر نهاد دیگر

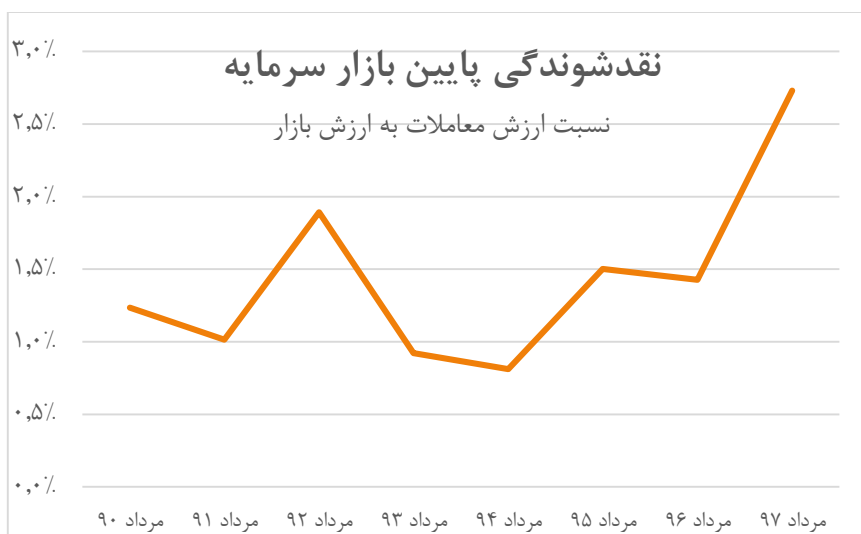
تا کجا و تا چه میزان می‌تواند ریسک‌ها را به عهده بگیرد؟ آیا با این سازوکار می‌توان منابع تأمین مالی مورد نیاز برای کشوری ۸۰ میلیون نفری را تأمین کرد؟ آیا صرفاً بخاطر ترس از این که ناشر اوراق نکول کند و مردم جلوی سازمان بورس تجمع کنند، می‌توان انبوه شرکت‌ها را از تأمین مالی محروم کرد؟ در این سازوکار چه تفاوتی میان شرکت‌ها موفق و ناموفق است؟ آیا هر دو باید با نرخ‌های ثابتی تأمین مالی کنند؟

رویه ناصحیح رایج در بازار ایران صدها سوال را پیش‌روی سرمایه‌گذار می‌گذارد که به نظر می‌رسد پاسخ روشنی نداشته و این رویه‌ها با تجربیات تاریخ اقتصاد نیز هم‌خوانی ندارد. مشکلات مشابهی در حوزه فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، انتشار اوراق بدهی، معاملات عمده سهام و فعالیت نهادهای مالی وجود دارد.

در کنار بیش مقرراتی، موضوع بعدی محدودیت‌های بیش از حد وضع شده در این مقررات و دستورالعمل‌ها و عدم ایجاد ظرفیت‌هایی مناسب جهت افزایش انعطاف‌پذیری بازارها و نهادهای درگیر در آن متناسب با شرایط کلی بازار و یا شرایط خاص پیرامون یک شرکت/صنعت (نظیر ساختار نظارتی شرکت‌های کارگزاری و محدودیت‌های اعمالی بر روی نرخ‌های کارمزد که همواره منجر به ایجاد فساد می‌گردد) است.

در یک سطح دیگر وضعیت قوانین و مقررات موجود و در شرف تصویب سازمان به گونه‌ای است که عملاً پویایی و کارایی بورس در ۵ سال گذشته تنزل داشته است، و عملاً حجم معاملات سالانه نسبت به ارزش کل بازار (مهمترین شاخص نقدشوندگی بازار) کاهش یافته است، هم‌چنین به دلیل محدودیت‌های مقرراتی و نظارتی اعمال شده از سوی مقام ناظر در حوزه پذیرش شرکت‌ها و نحوه انجام معاملات به ویژه معاملات عمده و بلوکی، شاهد بروز مشکلاتی برای فعالان فعلی بازار و دلسردی و نگاه منفی صنعتگران و بازرگانان خارج از بازار نسبت به عملکردهای آن هستیم.

نمودار شماره ۱۷. نسبت ارزش معاملات بازار بورس اوراق بهادار تهران را در مقایسه با ارزش کل این بازار



نمودار فوق نسبت ارزش معاملات بازار بورس اوراق بهادار تهران را در مقایسه با ارزش کل این بازار نمایش می‌دهد. با توجه به برگزاری مجمع عمومی بسیاری از شرکت‌ها در شهریور و اسفند ماه هر سال، ماه‌های قبل از آن یعنی به ترتیب مرداد و بهمن معمولاً با بیشترین میزان معامله در بازار همراه است. از آنجا که در سال جاری داده‌های مربوط به بهمن ماه هنوز ایجاد نشده، بنابراین مرداد ماه بعنوان یکی از ماه‌های نقدشونده انتخاب شده است. همان‌طور که نمودار فوق نمایش می‌دهد، حتی در مرداد ماه، نسبت ارزش معاملات به ارزش بازار در بهترین سال‌ها کمتر از ۳ درصد بوده که نشان از نقدشوندگی پایین بازار سرمایه ایران است. بعلاوه، از نمودار فوق می‌توان اینطور استنباط کرد که سیاست‌گذاری بازار نه تنها تأثیر مثبت در نقدشوندگی نداشته بلکه بطور کلی تأثیر منفی نیز داشته است.

در نمودار فوق افزایش نقدشوندگی بازار در سال‌های ۱۳۹۲، ۱۳۹۵ و ۱۳۹۷ را می‌توان به ترتیب افزایش قیمت دلار از ۱۰۰۰ به ۳۰۰۰ تومان، تصویب برجام و افزایش فعلی قیمت دلار از ۳۵۰۰ به بیش از ۱۰ هزار تومان نسبت داد. بنابراین، اولاً روند کلی نقدشوندگی در بازار صعودی نیست و بطور نسبی نقدشوندگی بسیار پایین است. ثانیاً در مقطعی که این روند تا حدی صعودی شده، افزایش این شاخص صرفاً ناشی از متغیرهای سیاسی و اقتصاد کلان بوده و در بازار باثبات، سیاست‌گذاری‌های نهادهای ذی‌ربط عموماً منجر به کاهش نقدشوندگی شده یا حداقل تأثیر معناداری در افزایش نقدشوندگی نداشته است.

نظارت مالی معتدل و قاعده‌مند و پرهیز از دخالت و نظارت فردمحور نیازمند تبیین و تدقیق چارچوب‌های عملکردی در حوزه نظارت است. از این رو، ترسیم دورنماهای عملکرد مقام ناظر بازار سرمایه در قالب برنامه‌های استراتژیک بلندمدت که در آن سیاست‌های مدیریتی، راهبردهای مدیریت بازار و دیگر ابعاد نظارتی تا حد ممکن مشخص شده باشد از ضرورت‌های گسترش بازار سرمایه است. در همین راستا در گام اول مشکلات مقرراتی بازار سرمایه معرفی شده است و در گام بعدی با الهام از کتاب «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی»^{۴۵} الزامات بازار اوراق بهادار موفق بیان شده است.

۲,۲,۱. بی‌ثباتی و تغییر روزانه قوانین کشور

به دلیل درک نادرست سیاستمداران و تصمیم‌گیرندگان کشور از اقتصاد و سیستم بازار، دخالت‌های نابه‌جا علاوه بر نمود واقعی در بازار، در قالب تغییرات روزانه مقررات نیز خود را نشان می‌دهد. برای نمونه اعلام نرخ ارز ۴۲۰۰ تومانی توسط معاون اول رئیس‌جمهور در ابتدای سال ۱۳۹۷ مشکلات زیادی را برای بنگاه‌های اقتصادی فراهم آورده است. تصمیمات نسنجیده‌ای از این قبیل، جز ارائه سیگنال‌های اشتباه به فعالین اقتصادی و اثرات مخرب برای اقتصاد مانند نگهداری بیش از ۲۰ میلیارد دلار در خانه‌های مردم چیزی به دنبال ندارد.^{۴۶} بررسی‌های نظری^{۴۷} و تجربی نشان می‌دهد که نظم مالی دولت بر عملکرد شرکت‌های خصوصی تاثیر معناداری دارد. در ایران تغییر مکرر قوانین با ایجاد بی‌ثباتی در اقتصاد، مشکلات و ریسک‌های فراوانی را بر بنگاه‌های اقتصادی تحمیل کرده است. برای نمونه عدم ثبات اقتصادی و وابستگی سود شرکت‌های بورسی به تصمیمات دولتی باعث شده که شرکت‌ها حتی چشم‌انداز میان‌مدتی برای کسب‌وکار خود متصور نباشند. این در حالی است که سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در بازار سرمایه امری بلندمدت است.

۴۵. کتاب یادبود پنجاهمین سالگرد تأسیس فدراسیون جهانی بورس‌ها با عنوان «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی» در سال ۲۰۱۰ توسط انتشارات دانشگاه آکسفورد به چاپ رسیده و توسط علی سنگینیان و سودابه عینعلی ترجمه شده است.

۴۶. رجوع شود به گفته‌های محمد رضا پور ابراهیمی رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی در جریان جلسه علنی مورخ ۲۱ فروردین ماه ۱۳۹۷ مجلس با حضور وزیر اقتصاد و رئیس کل بانک مرکزی برای بررسی نرخ ارز

۴۷. رجوع شود به مقاله "ایزدخواستی، حجت، عرب‌مازار، عباس (۱۳۹۵). تحلیل اثرات سیاست‌های مالی و مالیاتی کارآمد بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران: با تأکید بر مالیات بر درآمد شرکت‌ها و بی‌انضباطی مالی دولت، پژوهشنامه مالیات، شماره سی و دوم (مسلول ۸۰)، صفحات ۱۲ تا ۳۴."

تفکر مقطعی، به نظر تنها واژه‌ای است که می‌توان در خصوص نظام تأمین مالی ایران به آن اشاره کرد. تصمیمات دفعتی و احساسی بدون پشتوانه علمی در بسیاری از مواقع، امروزه گریبان اقتصاد ایران را گرفته است و بار زیادی را روی دوش دولت و ملت انداخته است. با گذشت سال‌های متمادی هنوز تکلیف سیاست‌گذاران کشور با توسعه بازار سرمایه مشخص نیست. خاطره فعالان بازار پر است از سیاست‌گذاری‌های ناگهانی که تنها به افزایش ریسک و زیان سرمایه‌گذاران منجر شده است. مسائلی مانند بهره مالکانه، نرخ خوراک پتروشیمی‌ها، اعطای اعتبار به خودروسازی‌ها و ده‌ها مثال دیگر در سطح اقتصاد خرد نمونه‌هایی از توجه سطحی برخی از سیاست‌گذاران به بازار سرمایه و نقش آن در اقتصاد کشور است.

۲،۲،۲. عدم بازنگری قوانین مربوط به بازار سرمایه مانند قانون تجارت و قانون بازار اوراق بهادار

به باور کارشناسان قسمت عمده‌ای از قوانین اشتباه و بعضاً متضاد در بازار سرمایه کشور ریشه در عدم بازنگری قانون تجارت کشور برای قریب به ۵۰ سال دارد. قانون تجارت ایران قانونی بسیار قدیمی است که در سال ۱۳۱۱، از قانون تجارت سال ۱۸۰۷ فرانسه اخذ شده است. با وجود آنکه قانون تجارت فرانسه بارها تغییر کرده و بنا به شرایط مختلف اقتصادی، به روز شده اما با گذشت ۸۶ سال از تصویب قانون تجارت ایران، تنها یک بار در دهه ۱۳۴۰، این قانون اصلاح گردیده و مفادی از شرکت‌های سهامی به آن افزوده شد. پس از انقلاب نیز در سال ۱۳۸۴ دولت وقت با ارائه لایحه‌ای به اصلاح این قانون پرداخت. اما با گذشت ۱۳ سال از شروع اصلاحات، این قانون همچنان تصویب نشده است. با توجه به آنکه پویایی قوانین پایین‌دستی به اصلاح قوانین بالادستی نیاز دارد، اصلاح قانون تجارت کشور به منظور بهبود فرآیندها در بازار سرمایه امری ضروری به نظر می‌رسد.

از سوی دیگر قانون بازار اوراق بهادار نیز بیش از ۱۰ سال است که مورد بازنگری کلی قرار نگرفته است و عمده اصلاحات فعلی به صورت موردی می‌باشد. در حالی که قوانین بازار سرمایه در کشورهای پیشرفته دنیا به صورت مستمر در جهت بهبود کارایی سیستم اصلاح می‌شود، اما در ایران ما از این مهم محرومیم.

بخشی از این مشکل به قوانین اسلامی باز می‌گردد که ایجاد اصلاحات و نوآوری در بازار سرمایه را با مشکل مواجه کرده است به عنوان مثال یکی از ابزارهای تأمین مالی رایج در تمامی دنیا فروش استقراضی (short selling) است. این شیوه تأمین مالی باعث می‌شود تا در صورتی که ارزش یک دارایی از ارزش ذاتی آن بالاتر باشد، با انجام فروش استقراضی ارزش به ارزش ذاتی نزدیک شود و حباب قیمتی شکل نگیرد. این ابزار تا مدت‌ها به دلیل مخالفت کمیته فقهی در ایران شکل نگرفته و موجب شده در بسیاری از سهم‌های کوچک، سفته بازار با فشار بر طرف تقاضا موجب رشد کاذب در قیمت‌ها شده و متعاقباً زیان‌های معناداری را به بازیگران خرد بازار تحمیل نمایند.

یکی از مواردی که باید به آن توجه کرد این است که اساس بازارهای مالی بر روی ارزش زمانی پول و بهره شکل گرفته است، اما در مفاهیم فقهی این مسأله پذیرفته نیست و به همین دلیل برخی اوراق بدهی از قبیل اوراق مشارکت اغلب دارای یک نرخ علی‌الحساب است و در انتهای سال سود مازاد رقم علی‌الحساب به سرمایه‌گذار پرداخت خواهد شد. واقعیت آن است که سود مازاد اوراق مشارکت عملاً تا کنون به سرمایه‌گذاری پرداخت نشده و تنها نرخ علی‌الحساب پرداخت می‌شود. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که این قرارداد عملاً از جنس همان بهره بوده و صرفاً پیچیدگی‌های زائیدی به آن افزوده شده است. این موضوع عملاً به ضرر سرمایه‌گذار است، زیرا در قرارداد اوراق مشارکت بعنوان شریک فعالیت اقتصادی شناخته می‌شود، اما در عمل نرخ ثابت را به عنوان بهره پول دریافت می‌نماید.

بخش دیگری نیز در حجم زیاد قوانین، دید سنتی و محافظه‌کارانه مسئولین و مدیران سازمان، ساختار بزرگ سازمان بورس و اُخت بودن تصمیم‌گیری در نهادهای مرتبط ریشه دارد. بنابراین شاهد آن هستیم که باور، انسجام و پویایی کافی به منظور به روز نمودن قوانین با توجه به شرایط بازار سرمایه در ارکان مختلف کشور وجود ندارد و این امر باعث شده بسیاری از ابزارهای تأمین مالی مغفول مانده و بسیاری از شرکت‌ها از تأمین مالی بازار سرمایه بی‌نصیب باشند.

در سطح دیگری می‌توان چالش‌های مقرراتی موجود در بخش‌های مختلف اقتصاد مخصوصاً بازار سرمایه را به ترجمه صرف قوانین خارجی و عدم تطبیق و بومی‌سازی صحیح قوانین با توجه به شرایط اقتصادی و فرهنگی

کسور ربط داد. این موارد علاوه بر افزودن بر پیچیدگی قوانین و کاهش احتمال اجرایی شدن آن‌ها، منجر به افزایش تمایل به دور زدن، فرار از شفافیت، رعایت کردن مقررات به صورت شکلی و بالا رفتن میزان رانت در میان عوامل اقتصادی جامعه شده است.

۲,۲,۳. نقش قوانین اسلامی در توسعه ابزارهای نوین مالی

یکی از مشکلات عمده بازار سرمایه به نقش قوانین اسلامی در تدوین مقررات و دستورالعمل‌های اجرایی ابزارهای تأمین مالی برمی‌گردد. با وجود آنکه ایران به عنوان اولین کشور اسلامی ابزار تأمین مالی اسلامی را منتشر نمود،^{۴۸} اما به دلیل بعضی نگاه‌ها و سیاست‌های غلط، تأمین مالی از طریق این ابزارها با چالش‌های فراوانی مواجه بوده است. در ابتدای انقلاب اسلامی براساس قانون بانکداری بدون ربا اجازه فعالیت بانکداری مرسوم لغو گردید. هر چند بعد از آن بانک‌ها تحت لوای همین قانون به فعالیت خود ادامه دادند اما عملاً مشاهده می‌کنیم که با گذشت سال‌ها نه سیستم بانکداری پذیرفته شده جهانی وجود دارد و نه اثری از بانکداری اسلامی مشاهده می‌شود.

این امر را می‌توان به صورت آشکارتر در بازار سرمایه کشور مشاهده کرد. برای نمونه می‌توان به انتشار اوراق تأمین مالی اسلامی یا صکوک اشاره نمود. اوراق تأمین مالی اسلامی یا صکوک عملاً همان اوراق بدهی رایج در دنیا بوده و بحث اسلامی بودن در آن محلی از اعراب ندارد، زیرا از دید سرمایه‌گذار تفاوتی بین بهره و اجاره اوراق وجود ندارد و در جریان‌های نقدی این دو تغییرات معناداری دیده نمی‌شود. به منظور روشن شدن عدم تفاوت صکوک و اوراق بدهی، این مطلب در قالب یک مثال توضیح داده می‌شود:

به عنوان مثال یک شرکت حمل و نقل هوایی را فرض کنید که برای خرید هواپیما اقدام به انتشار اوراق صکوک (اوراق اجاره) می‌کند. این شرکت در ازای اوراق فروخته شده مبلغ ثابتی را به عنوان اجاره‌بهای هواپیما به خریداران اوراق پرداخت می‌نماید. در عمل اما این پول پرداختی همان بهره است، زیرا در صورت تغییر قیمت هواپیما، مبلغ اجاره پرداختی به دارندگان اوراق صکوک تغییر نکرده و صاحبان اوراق منافی از افزایش قیمت

۴۸. اشاره به انتشار اوراق مشارکت پروژه بزرگراه نواب در سال ۱۳۷۳ توسط شهرداری تهران

هواپیما نیز ندارند. با توجه به قوانین اسلامی اگر مالک هواپیما، دارندگان اوراق هستند، پس باید تغییر قیمت هواپیما در مبلغ اجاره اوراق نیز تاثیرگذار باشد و آنان از رشد قیمت اصل دارایی منتفع شوند.

از سوی دیگر قوانین اسلامی روند ایجاد ابزارهای جدید تأمین مالی را بسیار کند کرده و علی‌رغم آنکه مقام ناظر کمیته‌ای را به نام کمیته فقهی به منظور تطبیق بازار سرمایه با قوانین اسلامی در نظر گرفته اما خود این نهاد نیز دچار حجم زیادی از بوروکراسی شده که این امر راه را بر تدوین و اجرایی شدن زیرساخت‌های تسهیل تأمین مالی از طریق بازار سرمایه مسدود نموده است.

از جمله تجربه‌های موفق تدوین قوانین اسلامی می‌توان به کشور مالزی اشاره نمود. در مالزی که امروزه به عنوان کشوری طراز اول در تأمین مالی از طریق ابزارهای مالی اسلامی مشهور است در ابتدا در کنار سیستم‌های نشأت گرفته از اقتصاد مبتنی بر بازار اجازه شکوفایی به ابزارهای تأمین مالی اسلامی مانند صکوک داده شد. در حقیقت سیاست‌گذاران به جای جنگ با اصول پذیرفته‌شده اقتصادی، نهال اقتصاد اسلامی را کاشتند.

این نوع برخورد صحیح سبب شده تا پایان سال ۲۰۱۶ میلادی مالزی حدود ۷۶/۴ درصد اوراق صکوک منتشرشده در دنیا را به خود اختصاص دهد.^۹ تغییر دیدگاه سیاست‌گذاران کشور نسبت به قوانین اسلامی و استفاده از تجربیات کشورهای موفق مانند مالزی بدون شک پیمودن مسیر دشوار بازنگری قوانین را آسان‌تر می‌سازد.

۲،۲،۴. عدم هماهنگی مقام ناظر در بخش‌های مختلف اقتصادی

عدم هماهنگی نهادهای ناظر در ایران علاوه بر کند نمودن فرآیندها در مراجع ذیربط، مشکلات عدیده‌ای برای اقتصاد کشور ایجاد کرده است. هنوز هم با گذشت سالیان زیاد و پشت سر گذاشتن تجربیات فراوان گویی تصمیم‌گیرندگان کلان کشور از گذشته درس نگرفته و از درک این مهم غافل‌اند که بخش‌های مختلف اقتصادی

^۹International Islamic Financial Market (IIFM), A comprehensive study of the global sukuk market, July 2017, ۶TH EDITION – P: 25

کشور به هم پیوسته بوده و تصمیمات ناگهانی یک بخش بر سایر بخش‌های اقتصادی اثرات منفی پایداری می‌گذارد.

در مقطعی که انتشار اسناد خزانه در فرابورس ایران زمینه مناسبی برای شکوفایی بازار اوراق بدهی فراهم نموده بود، تغییر نرخ بهره بانکی نه تنها به استقبال عمومی از این اسناد لطمه وارد کرد، بلکه باعث گسیل حجم زیادی از سرمایه‌گذاری‌های بازار سرمایه به سمت بانک‌ها شد. تصمیمات نسنجیده این‌چنینی که حتی مسئولین بازار سرمایه از وقوع آن بی‌خبرند، نشان از تناقض نهاد سیاست‌گذار دارد که از یک سو دم از حمایت از بازار سرمایه می‌زند و از سوی دیگر چنین تصمیم شتاب‌زده‌ای اتخاذ می‌کند و عملاً باعث از بین رفتن اعتبار بازار سرمایه می‌شود.

براساس نگرش جدید قانون‌محوری در زمینه تأمین مالی که به رویارویی میان ۲ دیدگاه بانک‌محوری و بازارمحوری پایان می‌دهد، ایجاد محیط سالم قانونی که در آن تمام ارکان بازارهای مالی به‌طور اثربخش و کارا فعالیت می‌نمایند را از اصول بهبود فضای کسب و کار می‌داند. اما در ایران به جای وجود هارمونی بین بازار سرمایه و بازار پول عملاً بین آن‌ها تضاد بوده و این تضاد اثرات جبران‌ناپذیری را بر اقتصاد کشور وارد نموده است. یکی از مثال‌های واضح در رابطه با موضوع یادشده، تغییرات ناگهانی نرخ بهره بانکی است. در گزارش حاضر، یکی از مصاحبه‌شوندگان خود جزو مسئولین بلندپایه مرتبط با ۵۰۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه دولتی در فرابورس بوده است. بنابر اعلام این فرد؛ در نوسانات نرخ بهره چند ماه گذشته که از سوی بانک مرکزی تصمیم‌گیری شده، هیچ یک از مدیران ارشد فرابورس کوچکترین اطلاعی از تغییر نرخ بهره بانکی نداشته‌اند. این در حالی است که وابستگی شدید اسناد خزانه دولتی به نرخ بهره بانکی و تغییرات ناگهانی آن باعث شده تا این مدیران توان تصمیم‌گیری‌های بلندمدت را نداشته باشند و سرمایه‌گذاران در این اوراق نیز متضرر شده و در آینده برای خرید اوراق دولتی ریسک بیشتر و بازده بالاتری را در نظر بگیرند.

۵۰. رجوع شود به "صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۲)، نقش بازار سرمایه در بهبود فضای کسب‌وکار کشور و امکان ارتقای رتبه ایران در رده‌بندی بانک جهانی، مجله اقتصادی، شماره‌های ۷ و ۸، صفحات ۱۹ تا ۳۴"

در رابطه با بازار سرمایه نیز باید توجه نمود که سرمایه‌گذاران با خرید سهام یک شرکت در واقع آینده آن شرکت را می‌خرند. در کشور ایران نرخ بهره بانکی بدیلی از نرخ بدون ریسک سرمایه‌گذاری (Risk Free Rate) است که با تغییرات ناگهانی آن فضای کسب‌وکار دچار سردرگمی می‌شود و این موضوع به ضرر بازار سرمایه و سهامداران خواهد بود.

با توجه به مطالب گفته‌شده نهادهای تصمیم‌گیر باید بپذیرند که بخش‌های مختلف اقتصادی کشور با هم مکمل بوده و باز شدن گره مشکلات بازار سرمایه و فراهم آمدن امکان رشد و توسعه اقتصادی منوط به طراحی یک سازوکار منظم و هماهنگ مابین مقام ناظر بخش‌های مختلف اقتصادی مانند سازمان بورس، بانک مرکزی، بیمه مرکزی و سازمان مالیات می‌باشد.

۲،۲،۵. تلاش مقام ناظر برای پوشش همه ریسک‌های موجود بازار سرمایه

بررسی رویکردهای حاکم بر سازمان بورس از گذشته تا حال نشان می‌دهد مقام ناظر به دلیل ترس از شناسایی نواقص سیستم و نیز متعاقباً برای جلوگیری از اعتراضات مردم سعی دارد از طریق تدوین حجم زیاد قوانین و مقررات همه ریسک‌های بازار سرمایه را پوشش دهد. چنین رویکردی علاوه بر کاهش قابل توجه انگیزه ورود بخش خصوصی به بازار سرمایه، راه را بر نوآوری و ایجاد ابزارهای نوین تأمین مالی نیز مسدود می‌نماید. در شرایط فعلی سازمان بورس از ترس تعداد محدودی سهامدار حقیقی و بروز حوادثی مانند سهام‌کنترسازی، روند پذیرش شرکت‌ها را دشوار و طولانی نموده است. در یک نمونه اخیر بورس تهران از شرکتی که شائبه اخاذی داشت علاوه بر دریافت ضمانت‌نامه بانکی برای مقدار سهام قابل عرضه در بازار، شرکت مورد نظر را مجبور به وثیقه گذاشتن قسمتی از سهام خود کرد. این امر علاوه بر کند نمودن فرآیندهای پذیرش، عملاً امکان دریافت تسهیلات بانکی و ال‌سی را از شرکت مورد نظر سلب می‌کند. به جای روند موجود، مقام ناظر می‌تواند با اعلام همه موارد (برای نمونه تخلفات شرکت) در امیدنامه شرکت، کیفیت نظارت و شفافیت بازار را افزایش دهد. در این صورت مقام ناظر به جای آن‌که از جانب سرمایه‌گذار حقیقی تصمیم بگیرد و سعی در

پوشش همه ریسک‌ها بنماید، با دادن اطلاعات شفاف به مردم آن‌ها را نسبت به ریسک‌های بازار سرمایه آگاه‌تر می‌کند.

هم‌چنین مقام ناظر به جای بستن نماد شرکت‌های متخلفی همچون کنتورسازی باید امکان معامله آن‌ها را در بازار پایه فراهم نماید تا از این طریق علاوه بر پیگیری شکایت‌ها، سهامداران حقیقی امکان معامله سهام خود را داشته باشند.

در سطحی دیگر چنین رویکرد اشتباهی در حوزه سیاست‌گذاری بازار سرمایه کشور باعث شده تا سازمان بورس بدون توجه به این مساله که بورس همانند آینه وضعیت اقتصاد کلان کشور را منعکس می‌کند سعی در نگه داشتن قیمت‌ها به دلیل دنبال کردن خطمشی حمایت از سهامدار خرد داشته باشد. اما در عمل این تلاش‌ها به قیمت کم عمق شدن بورس و کاهش شاخص نقدینگی بازار تمام شده است. خطمشی حمایت از سهامداران خرد، به خودی خود بد نیست، اما آنچه باید مورد توجه قرار گیرد این مهم است که همچون سایر کشورهای دنیا بورس جای معامله‌گران حرفه‌ای بوده و سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای باید از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر ابزارهای بورس به صورت غیر مستقیم در بازار سرمایه مشارکت نمایند.

از سوی دیگر در نظر گرفتن ارکان متعدد در ساختار صندوق زمین و ساختمان و نیز الزامی نمودن رکن متعهد پذیره‌نویس برای انتشار اوراق بدهی نمونه‌های دیگری هستند که نشان از تلاش مقام ناظر برای پوشش همه ریسک‌های بازار سرمایه دارد. برای همین شاهد آن هستیم که این مقررات دست‌وپاگیر عملیاتی شدن ابزارهای جدید تأمین مالی برای فعالین اقتصادی را با هاله‌ای از ابهام مواجه کرده و در مقیاس کلان اقتصادی بهره‌گیری از اثرات مثبت این ابزارها را با محدودیت‌های فراوانی مواجه نموده است.

به نظر می‌رسد در این مورد سازمان بورس می‌تواند در وهله اول به جای حجم زیاد مقررات با تغییر دیدگاه خود و قبول درصدی از ریسک و اشتباه و در وهله دوم با اعمال نظارت کارشناسی شده، به موقع و بهینه و شفاف نمودن محیط برای عموم فعالین بازار، زمینه مناسبی را برای مشارکت بخش خصوصی واقعی و متخصص فراهم نماید.

۲,۲,۶. پایبند نبودن مقام ناظر به مقررات مصوب خود

در صورت کارا بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه، که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌پذیرد. اما به باور کارشناسان، بازار سرمایه ایران با کارایی فاصله زیادی دارد. زیرا با وجود قوانین و مقررات سفت و سخت، هنوز دسترسی عموم به اطلاعات و گزارش‌های مالی شفاف دغدغه اصلی ذینفعان بازار سرمایه است. شرایطی که نهاد ناظر نیز از خلاءهای آن رنج می‌برد.

سازمان بورس با تدوین مقرراتی در زمینه افشای صحیح و به موقع اطلاعات سعی در شفاف‌سازی بازار دارد و در همین راستا به شرکت‌ها فشار زیادی وارد می‌کند. حال آنکه شائبه دستکاری صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی زیر مجموعه سازمان بورس، فعالین بازار را با این تضاد مواجه نموده که آیا مقام ناظر واقعاً به اصول تعیین‌شده خود معتقد است.

به عنوان نمونه‌ای دیگر از وجود رانت اطلاعاتی در بازار سرمایه کشور، علی‌رغم وجود قوانین مربوط به افشای اطلاعات، می‌توان به رانت اطلاعاتی نهادهای تصمیم‌گیرنده اشاره نمود. صنعت پالایشگاهی نمونه بسیار واضح از رانت اطلاعاتی است؛ اطلاعات مربوط به نرخ مواد اولیه و نرخ محصولات از سوی نهادهای بالادست تعیین می‌شود. این اطلاعات در سود شرکت‌ها بسیار تاثیرگذار بوده و از آنجا که این اطلاعات بسیار با تاخیر منتشر می‌شود، می‌تواند در مدت زمان کوتاهی رانت اطلاعاتی قوی برای دارندگان این اطلاعات ایجاد نماید.

۲,۲,۷. مقررات نظارتی ناکارآمد

به باور کارشناسان بازار سرمایه علاوه بر آنکه سازمان بورس به اشتباه وظیفه انجام فعالیت‌های اجرایی را به عهده گرفته است، در زمینه فعالیت اصلی تعریف‌شده خود نیز یعنی بحث نظارت، بنا را بر دخالت‌های مخرب گذاشته است. عمده این دخالت‌ها به قوانین و دستورالعمل‌هایی بر می‌گردد که منطبق با شرایط روز اقتصاد مملکت نیست. برای نمونه در شرایط فعلی سازمان بورس به هلدینگ‌ها اجازه افزایش سرمایه از محل سود انباشته را نمی‌دهد و با این کار نوعاً رویه تقسیم سود را تشویق می‌کند. کارشناسان سازمان با این استدلال

که تقسیم نکردن سود موجب رقیق شدن سهم و پایین آمدن EPS می‌شود، براساس دستورالعمل‌های به‌روز نشده جلو انباشت سود را از شرکت می‌گیرند.

این دخالت‌ها عملاً باعث شده مدیر شرکت به دلیل لزوم پاسخگویی به سهامداران فقط به فکر افزایش سود و تقسیم آن باشد. در نتیجه جریان نقدینگی شرکت بهم خورده و عملاً امکان سرمایه‌گذاری در جهت رشد شرکت سلب می‌گردد. این در حالی است که در کشورهای توسعه‌یافته به دلیل آینده‌نگری و در راستای تقویت رشد بنگاه‌های اقتصادی، ماکزیمم سود تقسیم شده در اساسنامه شرکت‌ها معین می‌شود. برای مثال می‌توان به مورد قرارداد شرکت هنکل آلمان با پاکوش اشاره نمود که در اساسنامه قید شده حداکثر میزان تقسیم سود ۳۰ درصد می‌باشد.

تدوین اساسنامه تیپ (نمونه) توسط سازمان بورس به عنوان نمونه دیگری از سیستم ناکارآمد نظارت سازمان بورس قلمداد می‌شود که مشکلات زیادی را برای شرکت‌های بورسی ایجاد کرده است. در تمامی بازارهای سرمایه بین‌المللی، قراردادهای منعقدشده بین شرکت متقاضی ورود به بازار سرمایه و نهادهای نظارتی بازار، انعطاف‌پذیر و قابل تغییر است. قرارداد بسته‌شده بین شرکت متقاضی و نهاد نظارتی بازار سرمایه، بر پایه اساسنامه و شرایط هر شرکت متقاضی تنظیم می‌شود.

اساسنامه تیپ نمی‌تواند مقتضیات شرکت‌های مختلف را با هر ساختار مالکیتی پوشش دهد. به عنوان مثال، برخی از شرکت‌ها باید به گروهی از سهامداران یا مدیران ارشد در قالب سهام ممتاز امتیازات ویژه‌ای از جمله حق رأی بالا بدهند در صورتی که این سهامداران ممکن است دارای سهام اندکی از شرکت باشند. این در حالی است که در اساسنامه تیپ نمی‌توان مشکلات این‌چنینی را برطرف نمود. از طرفی بورس ایران شرکت‌ها را مجبور کرده تا در اساسنامه خود تغییراتی را اعمال کنند تا در صورت نیاز نظرات سازمان بورس در مجمع شرکت اعمال شود. این مطلب کاملاً خلاف قانون تجارت است و بر اساس قانون تجارت مجمع و سهامداران شرکت مالک قطعی شرکت بوده و حق دارند در قالب قانون برای شرکت خود تصمیم‌گیری کنند. این موضوع صرفاً یکی از تناقضات میان قانون تجارت و رویه‌های جاری سازمان بورس اوراق بهادار است.

همین دخالت‌های نابه‌جا باعث شده که سازمان از نظارت‌های دقیق خود باز بماند. به علاوه سیستم ناکارآمد نظارتی فعلی سبب شده شرکت‌ها به جای توجه به ماهیت دستورات فقط به شکل توجه کنند. تجربه‌های گذشته همچون اتفاقات سهام‌کنترسازی نشان می‌دهد که توجه صرف به شکل موجب فراهم آمدن امکان دور زدن قوانین برای شرکت‌ها می‌شود.

بررسی ساختارهای نظارتی روز دنیا حاکی از وجود دو دیدگاه عمده محافظه‌کارانه و صلاح‌دیدی در امر نظارت است. با توجه به آنکه سازمان بورس به عنوان مقام ناظر در نهایت می‌تواند سهم شرکت متخلف را ببندد به جای نگاه قانون‌مدارانه، با دیدی صلاح‌دیدی می‌تواند ضمن واسپاری قسمتی از ریسک‌های بازار سرمایه به صورت شفاف به بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی و نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاری‌ها، ریسک اشتباه خود را به میزان قابل توجهی کاهش دهد.

۲,۲,۸. انجام وظایف اجرایی و نظارتی توسط سازمان بورس

علی‌رغم آنکه براساس مصوبه شورای عالی سازمان بورس فعالیت‌هایی مانند پذیرش ابزارها و نهادهای نوین مالی به شرکت‌های بورسی واگذار شده، اما سازمان علاوه بر وظیفه اصلی خود یعنی نظارت، وظایف اجرایی این‌چنینی را نیز به عهده گرفته است. با توجه به محدودیت استخدام در سازمان‌های دولتی مانند سازمان بورس عملاً شاهد کندشدن فرآیندهای اجرایی مانند پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها و اوراق تأمین مالی در این سازمان هستیم.

۲,۲,۹. ارزیابی عملکرد مقام ناظر براساس سنجش‌های نادرست

به باور کارشناسان بازار سرمایه در سال‌های اخیر و با افزایش نقش و اثرگذاری بازار بورس در اقتصاد کشور، دولت‌ها همواره با نگاهی سطحی عملکرد مدیران سازمان بورس و بازارهای بورس زیرمجموعه را براساس شاخص بازار ارزیابی کرده‌اند. هر وقت شاخص بازار مثبت بوده سیاست‌گذاران خوشنود و در صورت منفی بودن با ایجاد ترس تغییر رئیس سازمان بورس سعی در اعمال منویات خود داشته‌اند.

چنین سیستم ارزیابی اشتباهی با ارسال سیگنال نادرست باعث شده مدیران وقت به جای تمرکز روی بهبود کیفیت فرآیندهای تأمین مالی و افزایش عمق بازار سعی در مثبت نمودن شاخص بازار ولو به صورت صوری نمایند. صرفه آنکه اصالتاً شاخص توسط بازار تعیین شده و اصلاً در حوزه اختیارات سازمان بورس نیست. در نمونه اخیر در جلسه‌ای که رئیس سازمان بورس با بانک‌ها بعد از لغو برجام داشته مقرر گردیده هر کدام از بانک‌ها به منظور حمایت از شاخص ۵۰ میلیارد تومان به صندوق توسعه بازار بدهند.

چنین تلاش بی‌فایده‌ای نه تنها به صورت صوری و موقتی مشکلات را حل می‌کند بلکه مسئولین امر را از توجه و حل ریشه‌ای مسائل باز می‌دارد. در حالی که در بورس‌های مهم دنیا آنچه برایشان اهمیت ندارد شاخص است و عملکرد مدیران براساس معیارهایی مانند تعداد عرضه عمومی اولیه (IPO) و ایجاد ابزارها و روش‌های تأمین مالی جدید سنجیده می‌شود.

۲,۲,۱۰. نظارت فرد محور

سیستم نظارت فعلی بازار سرمایه از یک سو نقش بسیار زیادی را برای کارشناسان قایل شده است. از این رو عدم تجربه عملی و اتکای بیش از حد کارشناس به دستورالعمل‌های به‌روز نشده میزان اشتباه مقام ناظر را به میزان قابل توجهی افزایش داده است. از سوی دیگر براساس تجربه بسیاری از بنگاه‌های بورسی و نهادهای مالی بازار سرمایه، رئیس هیأت پذیرش در اتخاذ تصمیمات مربوط به پذیرش شرکت‌ها نقش بسیار پررنگی ایفا می‌کند. بنابراین ساختار فعلی نظارت عمدتاً فرد محور بوده و به دلیل ایجاد شرایط اعمال سلیقه‌ای مقررات، زمینه افزایش فساد و رانت را در بازار سرمایه ایجاد نموده است.

۲,۲,۱۱. فرآیند دشوار اعطای مجوز نهادهای مالی بازار سرمایه و مباحث مربوط به نرخ کارمزدها

طبق اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه، سازمان بورس اجازه فعالیت‌هایی از قبیل مدیریت دارایی، مشاوره عرضه و پذیرش، انتشار اوراق و بازارگردانی را به این شرکت‌ها اعطا نموده است. حال آنکه در عمل شرکت‌های تأمین سرمایه مجبورند برای هر کدام از این فعالیت‌ها مجوز جداگانه‌ای را دریافت کنند. فرآیند صدور مجوز چند ماه به طول می‌انجامد و هر کدام از مجوزها عمدتاً برای مقاطع ۱ ساله تمدید می‌شود. در نتیجه شرکت‌های

تأمین سرمایه با صرف هزینه و زمان زیاد دائماً در حال اخذ مجوزی هستند که مهر قبلی آن خشک نشده است.

این فرآیند برای مشاورین سرمایه‌گذاری، کارگزاری‌ها و شرکت‌های سبدگردانی نیز وجود دارد. سازمان بورس باید با تسهیل مجوزها امکان ورود نهادهای مالی بیشتر و افزایش رقابت را فراهم آورد. در عوض سیستم‌های نظارتی خود را به روز کرده و از راه دور به صورت دقیق بر آن‌ها نظارت کند. نگاهی به تجربه کشورهای پیشرفته دنیا مخصوصاً ایالات متحده آمریکا نشان می‌دهد منفعت درازمدت بازار سرمایه در گرو افزایش رقابت بین نهادهای مالی و رقابتی کردن نرخ‌ها می‌باشد.

برای نمونه براساس گفته‌های کتاب «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی» نیروهای مشابهی در دنیا همچون افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان نهادی، خودکارشدن معاملات و بین‌المللی شدن بورس‌ها پیشران آزادسازی نرخ‌های کارمزد بودند. بورس‌ها برای حفظ سهم بازار خود، حتی در سهام ملی، ناگزیر شدند که رقابت‌پذیری هزینه‌های معاملات خود را افزایش دهند. این به معنای خاتمه کمک مالی سفارش‌های سرمایه‌گذاران نهادی به هزینه‌های اجرای سفارش‌های خرد بود و بسیاری از شرکت‌های کارگزاری کوچک‌تر از آن زمان به بعد نتوانستند استقلال خود را حفظ کنند. بنابراین، یکپارچگی صنعت اوراق بهادار و افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان نهادی را می‌توان پیامد درازمدت نرخ‌های رقابتی دانست.^{۵۱}

۱۲،۲،۱ اعمال محدودیت‌های معاملاتی مانند حجم مبنا و دامنه نوسان

نتایج مطالعه تطبیقی^{۵۲} بورس تهران در مورد دامنه نوسان نشان می‌دهد به غیر از تعداد معدودی بورس در دنیا مانند بورس تهران که دامنه نوسان ایستا دارند، دامنه نوسان اکثر بورس‌ها پویا می‌باشد. در دامنه نوسان پویا در صورت ایجاد صف، دامنه نوسان سریعاً به میزان مشخصی تغییر می‌کند.

۵۱. رجوع شود به صفحه ۲۴۱ از کتاب «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی»

۵۲. رجوع شود به گزارش "بررسی ریزساختارهای بورس‌های اوراق بهادار (تیرماه ۱۳۹۴)، مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران"

تجربه معاملات سهام در بورس تهران و فرابورس ایران حاکی از آن است دامنه نوسان ایستا در کنار محدودیت‌هایی مانند حجم مینا، نسبت حجم معاملات سالانه به ارزش کل بازار یا همان شاخص نقدشوندگی بازار را به میزان قابل توجهی کاهش داده است. در سال‌های اخیر تلاش‌های ناموفقی در زمینه برداشتن محدودیت‌های معاملاتی بورس‌ها انجام شد. به باور خبرگان بازار سرمایه برداشتن این محدودیت‌ها در گام اول ریشه در اصلاح تفکر شاخص محوری حاکم بر سازمان بورس دارد و در گام دوم باید به مرور زمان اتفاق بیافتد. در این راستای می‌توان از تجربه کشورهای موفق‌ی مانند ترکیه استفاده نمود.

۲,۲,۱۳. الزامات بازار اوراق بهادار موفق

شایان توجه است که بسیاری از مشکلات امروز بازار سرمایه ایران، در بورس‌های پیشرفته دنیا در سال‌های دور و نزدیک وجود داشته است. اما به نظر می‌رسد تفاوت آن‌ها با ما در رویکرد شناسایی و حل مشکلات نهفته باشد. در کشورهای توسعه‌یافته پس از شناسایی مشکلات، با استفاده از خرد جمعی و در راستای تضمین اصولی همچون رقابت، شفافیت و کارایی، مقرراتی را جهت حل ریشه‌ای مشکلات تدوین می‌کنند. اما متأسفانه در کشور ما نگاه به مشکلات و راه‌حل‌های ارائه شده عموماً سطحی و کوتاه‌مدت‌نگر می‌باشد. به این خاطر است که علی‌رغم گذشت بیش از ۵۰ سال از عمر بازار سرمایه ایران هنوز هم بسیاری مسائل بنیادین حل نشده در تمامی زمینه‌ها وجود دارد. شایسته است که مسئولین امر با تغییر رویکرد و نگاه خود و با استفاده از تجربه گران‌قدر کشورهای توسعه‌یافته نسبت به حل بنیادین مشکلات بازار سرمایه اقدام نمایند. در این قسمت ویژگی‌های قوانین یک بازار اوراق بهادار موفق براساس تجربه بحران مالی سال ۲۰۰۸ عیناً از کتاب بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی نقل می‌شود:^{۵۳}

فرآیند گذار اقتصادی به سوی اقتصاد بازار در بیش از ۳۰ کشور دنیا تقریباً به‌طور همزمان در اوایل دهه ۱۹۹۰ آغاز شد. با بررسی عملکرد نسبی آن‌ها می‌توان برخی از عوامل مهم موفقیت را مشخص کرد. مهمترین عامل، وجود برنامه‌های راهبردی بلندمدت براساس استانداردهای بالای سازماندهی و نظارت بر بازارها است. این

۵۳. رجوع شود به صفحه ۳۷۳ کتاب «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی»

راهبرد باید به اندازه‌ای جامع باشد که همه طیف بازارهای اوراق بهادار را دربرگیرد. یک نارسایی مهم در حوزه مقررات یا امور پس از معامله، می‌تواند در تحول تدریجی اختلال ایجاد کند.

ثبات نسبی و هم‌چنین حاکمیت قانون عوامل مهمی در ایجاد بازارهای اوراق بهادار به‌شمار می‌روند. واقعیتی که از مباحث مربوط به بازارهای کاملاً آزاد در مقابل ترکیب معتدلی از مقررات دولتی و بازار برداشت می‌شود این است که بازارها باید در راستای تضمین عدالت، شفافیت و کارایی کل اقتصاد اداره شوند. حتی طی بحران مالی سال ۲۰۰۸، بورس‌های نظارت‌شده کارکرد کشف قیمت خود را به‌نحو شفاف و کارایی انجام دادند.

رقابت بین بازارهای اوراق بهادار به‌دلیل وجود مزایایی مانند دسترسی به خدمات بهتر، می‌تواند برای مشارکت‌کنندگان بازار مطلوب باشد. اما اگر چنین رقابتی در میدان رقابت برابری که همه مشارکت‌کنندگان آن به‌طور منصفانه هزینه زیرساخت‌های بازار را پرداخت نکرده‌اند، رخ بدهد، به بخش‌بندی بازارها منجر می‌شود. در حال حاضر، حیات بسترهای معاملاتی جایگزین که کسب‌وکارها را به سوی خود جذب می‌کنند، در گروه بورس‌های نظارت‌شده است. بسترهای معاملاتی جایگزین در واقع از بورس‌ها استفاده بدون پرداخت هزینه می‌کنند، زیرا این بورس‌ها هستند که هزینه‌های نظارتی را پرداخت کرده‌اند و بسترهای معاملاتی جایگزین در کسب‌وکار یکسان، اما بدون مسئولیت‌های برابر با آن‌ها، رقابت می‌کنند. رقابت ناعادلانه، ریسک رقابت برای کاهش قیمت‌ها را به همراه دارد که در نهایت می‌تواند باعث ایجاد نوع جدیدی از آشفتگی اقتصادی شود.

بورس‌ها با این اوصاف نمی‌توانند در درازمدت از عهده ایفای بسیاری از مسئولیت‌های اجتماعی خود برآیند. ایده مقامات ناظر طرفدار رقابت که باعث بخش‌بندی بازارها شده است، باید کنار گذاشته شود. اختلافات مربوط به ساختار بورس‌ها باید براساس اصول اخلاقی متعهدانه که منجر به تشکیل بازار اقتصادی موفق می‌شود، بازتعریف و حل‌وفصل شوند.

به عبارت ساده، نقش بورس‌های نظارت‌شده این است که سرمایه لازم برای رشد شرکت‌ها و گزینه‌های سرمایه‌گذاری برای افراد فراهم کنند و بدین ترتیب در ایجاد ثروت در بین همه اقشار جامعه سهیم باشند. زمانی که گردانندگان بورس‌ها و سایر بازیگران آن‌ها، اعم از دولتی و خصوصی، این اصول پایه‌ای را به خاطر

داشته باشند و با یکدیگر همکاری کنند، نتایج اجتماعی و سرمایه‌گذاری آن به‌حدی بهینه است که هیچ موسسه تحت مدیریت بشری نمی‌تواند آن را تصور کرده یا بدان دست یابد.

پس همان‌گونه که از گفته‌های این کتاب ارزشمند برداشت می‌شود هنوز هم در بورس‌های کشور پیشرفته‌ای مانند آمریکا بحث نظارت و تاثیر آن بر رقابت و کارایی مطرح می‌باشد. در حقیقت نظارت به مثابه روی طناب راه رفتنی است که مقام ناظر باید همیشه مواظب باشد که تعادل خود را به نفع تضمین شفافیت، رقابت و کارایی بازار حفظ نماید. از یک سو از مقررات دست‌وپاگیر خودداری نماید و از سوی دیگر با وضع قوانین و اعمال نظارت دقیق مانع از بی‌حساب و کتاب شدن بازار گردد.

۲,۳. ضعف‌های نهادی و ساختاری بازار سرمایه

نهادهای عمومی و خصوصی درگیر در فرآیند تأمین مالی بر بستر بازار سرمایه، نحوه تقسیم وظایف بین این نهادها، سطح کارآمدی و توسعه‌یافتگی نهادهای مربوطه و ساختار ارتباطی آن‌ها در تمامی مراحل تأمین مالی، نقشی کلیدی در تسهیل/عدم تسهیل و هزینه‌های مستقیم و ضمنی تأمین مالی دارند.

ساختار بزرگ و ناکارای سازمان بورس، ضعف نهادهای مالی، سهم زیاد بخش دولتی و شبه‌دولتی در بازار سرمایه، وضعیت بورس تهران و فرابورس ایران به‌عنوان دو شرکت با عملکرد مشابه، ساختار سنتی استخدام در سازمان بورس و شرکت‌های بورسی زیرمجموعه و متعاقباً کیفیت پایین فعالیت‌های کارشناسی، عدم ارتباط با بازارهای جهانی، نقش بسیار کم‌رنگ صنف مالی از جمله چالش‌های ساختاری بازار سرمایه هستند که از یک سو تصمیم‌گیری و ایجاد اصلاحات و نوآوری را در بازار سرمایه بسیار کند نموده و از سوی دیگر با سخت نمودن فرآیند تأمین مالی و افزایش هزینه‌های مربوطه تمایل بخش خصوصی، مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط، را برای بهره‌گیری از پتانسیل این بازار به میزان قابل توجهی کاهش داده است.

به منظور برون‌رفت از این مشکلات در شرایط فعلی اقتصاد کشور لزوم بازنگری در وضعیت نهادهای فعال در بازار سرمایه، تمرکززدایی در حوزه اجرا و نظارت و افزایش ظرفیت نهادهای عمومی و خصوصی تعریف‌شده زیر چتر قانون بازار سرمایه در سازمان بورس و سایر نهادهای درگیر، ضرورتی دوچندان دارد.

۲,۳,۱. ساختار بزرگ و ناکارای سازمان بورس

تلاش سازمان بورس به منظور پوشش دادن همه ریسک‌های مرتبط با بازار سرمایه سبب شده که تعداد پرسنل و بخش‌های بعضاً موازی در این سازمان به میزان قابل توجهی افزایش یابد. این ساختار بزرگ از یک سو امکان تصمیم‌گیری‌ها و نظارت‌های بهینه، به موقع و سریع را ناممکن ساخته و کارایی سازمان را زیر سوال برده و از سوی دیگر نقش افراد متخصص و فعالیت‌های کارشناسی شده با کیفیت را کمرنگ کرده است.

امروزه شورای عالی بورس علی‌رغم داشتن نقشی کلیدی در تعیین استراتژی‌های بلندمدت بازار سرمایه، به دلیل چینش نامناسب اعضای آن عملاً کارایی خود را از دست داده است. در وهله اول قسمت عمده اعضای این شورا به صورت مستقیم یا غیرمستقیم توسط دولت انتخاب می‌شوند و در وهله دوم تعیین اعضای مانند دادستان کل کشور یا رئیس کل بانک مرکزی، که مشغله‌های فراوانی دارند، باعث شده قسمت عمده‌ای از تصمیمات به صورت یک‌جانبه از سوی رئیس سازمان بورس به شورا القا گردد.

به باور کارشناسان ترکیب اعضای شورای بورس مناسب است اما جنس اعضا باید تغییر کنند. به عبارت دیگر حضور افراد متخصص تمام وقت از ارگان‌ها مربوطه به مراتب به سازوکار شورایی این نهاد و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌ها کمک خواهد نمود. برای مثال به جای دادستان کل کشور، قوه قضاییه می‌تواند یکی از افراد متخصص در حوزه پرونده‌های مالی را به صورت موظف و تمام وقت جهت شرکت در جلسات شورا منصوب نماید.

۲,۳,۲. رقابت بورس تهران و فرابورس ایران

به باور کارشناسان بازار سرمایه، سیاست‌های کلان تعریف شده سازمان بورس در حوزه شرکت‌های بورسی زیرمجموعه و رفتار و تصمیمات مدیران فرابورس ایران باعث شده که این شرکت با روی آوردن به رقابت پنهان با بورس تهران از اصالت اصلی خود که زمانی قرار بود همانند بازار AIM بورس لندن^{۵۴}، بازار خارج از بورس

۵۴. بازار سرمایه‌گذاری جایگزین (Alternative Investment Market) به‌عنوان یکی از بازارهای مطرح در بورس لندن است که شرکت‌های مختلفی را از طیف گسترده‌ای از صنایع در خود جای داده است. شرکت‌ها، واسطه‌های تجاری و سرمایه‌گذاران، ایم را از آنجایی که همواره در راستای تأمین مالی این شرکت‌ها از طریق پذیرش در بازار و فعالیت در آن یاری رسانده است، به‌عنوان بازاری برای شرکت‌های کوچک و در حال رشد می‌شناسند.

ایران شود، فاصله زیادی داشته باشد و عملاً به بازار چهارم بورس تهران تبدیل شود. یکی از شعارهای مخربی که در مورد فرابورس وجود دارد این است که همه شرکت‌ها برای پذیرهنویسی سهام خود ابتدا به فرابورس مراجعه کنند تا اینکه بعد از چند سال شرایط ورود به بورس تهران را پیدا کنند. در حالی که فرابورس باید بازاری باشد برای حمایت و تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور.

امروزه شاهد آن هستیم که اسناد خزانه بدون ریسک در فرابورسی منتشر می‌شود که قاعدتاً باید بازاری برای عرضه سهام و اوراق پر ریسک می‌بود، و در مقابل اوراق مشارکت شهرداری‌ها در بورس تهران پذیرهنویسی می‌شوند. پذیرش شرکتی در بورس تهران که توسط هیأت پذیرش فرابورس پذیرفته نشده بود از دیگر عجایبات این ساختار است. طرفه آنکه این امر چندین بار اتفاق افتاده است.

بازار SMEها باید اصلی‌ترین بازار فرابورس می‌بود اما عملاً این بازار امروز عمق ناچیزی دارد به صورتی که بسیاری از فعالین بازار خبر از تعطیلی آن می‌دهند. صندوق‌های نوآورانه هم به جای خود، که عملاً به دلیل تفاوت زیاد ساختاری با گونه‌های مرسوم دنیا بلا استفاده شده است. ساختار معیوب صندوق زمین و ساختمان که با گذشت ۴ سال تنها ۲ پروژه ساختمانی را تأمین مالی نموده است، از جمله موفقیت‌های این شرکت محسوب می‌شود! بحثی هم از ابزارهای نوین تأمین مالی مانند اوراق تجاری که برای تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها در دنیا شناخته شده است، در میان نیست.

در این مقطع زمانی مسئولین سازمان بورس باید از خود سوال کنند اگر ساختار و مدیریت در نظر گرفته شده برای فرابورس صحیح بود و این شرکت در راستای رسالت‌های اصلی خود عمل می‌کرد آیا قسمت عمده‌ای از مشکلات بنگاه‌های کوچک و متوسط کشور حل نمی‌شد؟ آیا با توجه به نقش این بنگاه‌ها در اشتغال و رشد اقتصادی کشور، وضعیت بهتری از نظر شاخص‌های اقتصادی نداشتیم؟ آیا طرح‌های نوآورانه و خلاقانه بیشماری از نعمت تأمین مالی بی‌بهره بودند؟

۲,۳,۳. فساد و رانت موجود در بازار سرمایه

مقررات پیچیده و ناکارآمد بازار سرمایه در کنار پتانسیل کسب سودهای بالا از طریق این بازار، ضمن صوری کردن رعایت قوانین در بخش‌های مختلف بازار از مقام ناظر گرفته تا بنگاه‌های بورسی، منجر به افزایش فساد ساختاری نیز شده است. به گونه‌ای که فساد سیستماتیک موجود نارضایتی بسیاری از فعالین بازار را موجب شده است.

وجود فساد و رانت اطلاعاتی بازار سرمایه کشور در چند لایه قابل بررسی است. در وهله اول با توجه به آنکه تصمیمات دفعتی کلان اقتصادی در سطح دولت و مجلس تاثیرگذاری معناداری بر میزان ریسک و ثروت سهامداران دارد، این شائبه را ایجاد می‌کند که عده‌ای در پس این تصمیمات به دنبال منافع شخصی و گروهی خود هستند. نقش بسیار پر رنگ نهادهای دولتی و شبه‌دولتی و حجم بالای سرمایه‌های این نهادها در بازار سرمایه به همراه توجه زیاد مقام ناظر به شاخص بورس گمانه‌زنی‌های موجود از میزان فساد را تقویت کرده است.

در لایه‌ای دیگر معاملات دارندگان اطلاعات نهانی شرکت‌های بورسی با وجود مقررات مربوط به افشای اطلاعات باعث بی‌اعتمادی بیشتر فعالین بازار شده است. معمولاً اطلاعات توسط شرکت‌ها با خطای نسبتاً بالا و تأخیر زیاد منتشر می‌شود. انحرافات اطلاعات مالی اعلام‌شده از سوی شرکت‌ها گاه آن قدر زیاد و تکرارشونده است که تصور غیرعمدی و اتفاقی بودن آن دور از ذهن به نظر می‌رسد. در اینجا که سازمان بورس به عنوان مقام ناظر بازار باید به اعمال سرسختانه مقررات اقدام کند، کارشناسان یا خواب هستند یا به صورت سلیقه‌ای و با استانداردهای چندگانه با شرکت‌های متخلف برخورد می‌کنند.

سیاسی‌کاری بورس‌ها و دستکاری‌های مدیریتی در جهت بالا یا پایین کشیدن قیمت‌ها، ارزش‌گذاری کارشناسی نشده سهام توسط مقام ناظر، خرید و فروش سهام توسط کارکنان بازارهای بورس، سوءاستفاده از موقعیت‌های معاملاتی توسط کارگزاران با دادن اعتبارات معاملاتی به افراد خاص و دور زدن نظارت سازمان بورس با روش‌های مختلف، لایه‌های دیگر از فساد این بازار را نشان می‌دهد.

به باور خبرگان بازار سرمایه فساد سیستماتیک این بازار در وهله اول ریشه در حضور نهادهای حاکمیتی و درگیری منافع آنان با جریان اطلاعاتی این بازار دارد. ساختار ناکارا و بزرگ و دیدگاه محافظه‌کارانه و رانتی دولت لاجرم به صورت سیستماتیک به ارگان‌های سیاست‌گذار بازار سرمایه ایران نفوذ کرده و باعث افزایش فساد و تضییع حقوق فعالان بخش خصوصی شده است. در وهله دوم این فساد به ضعف قوانین نظارتی باز می‌گردد. علی‌رغم آنکه در کشورهای توسعه‌یافته جرایم مالی از میزانی بالاتر معادل جرم جنایی هستند و جرایم سنگینی را در پی دارند، اما در ایران به دلیل ضعف قانون و مجازات‌های نامتناسب برخورد خفیفی با خاطیان می‌شود.

برای نمونه مطابق فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس، مجازات در نظر گرفته شده برای افشاکنندگان اطلاعات نهانی قبل از انتشار عمومی و یا استفاده‌کنندگان از اطلاعات نهانی، شامل حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال و یا محکومیت به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست آمده یا زیان متحمل نشده و یا هر دو مجازات می‌باشد.

در قانون تعریف مشخصی برای مصادیق دقیق افشای اطلاعات محرمانه وجود ندارد و تصمیم در رابطه با وقوع تخلف به نظر شخصی کارشناس بستگی پیدا می‌کند. همین امر باعث می‌شود تا مدیران به دلیل ترس از تسویه حساب‌های شخصی و اعمال نظر سلیقه‌ای کارشناس، نتوانند در طبقه‌بندی اطلاعات به درستی عمل کرده و بعضاً سبب می‌شود مدیران ارشد تصمیم‌های اشتباه و محافظه‌کارانه بگیرند که گاهی به ضرر شرکت تمام می‌شود.

از ضعف‌های دیگر قانون می‌توان به این مطلب اشاره نمود که به دلیل قدرت بالای مدیران شرکت‌های بزرگ، در صورتی که اطلاعات از طریق این افراد منتشر شود، به جای محاکمه آنان، عملاً کارگزار شرکت متهم می‌شود. چنین حکم‌های نامتناسبی مدیران و دارندگان اطلاعات نهانی شرکت‌ها را به قانون‌گریزی تشویق می‌کند. این در حالی است که در بازارهای توسعه‌یافته دنیا، نرم‌افزارهای هوشمندی وجود دارد که به وسیله بررسی رفتار کدهای معاملاتی تخلف‌ها را شناسایی می‌کند و باعث می‌شود تا سلیقه‌های شخصی در تصمیم‌گیری دخیل نشود.

نوع برخورد مقام ناظر با تخلفات، در بازگشت اعتماد مردم به سیستم بازار سرمایه بسیار تاثیرگذار است. برای نمونه می‌توان به ماجرای کنتورسازی و مقایسه آن با کلاهبرداری انرون در بورس امریکا اشاره نمود.^{۵۵} هر ماجرای انرون مقصر اصلی مدیران ارشد، هیأت‌مدیره و مؤسسه حسابرسی آرتور اندرسون بود که اگر حسابرسی درستی انجام می‌شد، شاید این اتفاق با شدت کمتری رخ می‌داد. پس از وقوع این کلاهبرداری، نهاد ناظر بورس امریکا مدیران شرکت‌ها را ملزم به ارائه تعهد و به دوش کشیدن بار مسئولیت انتشار گزارش‌های مالی کرد و در عین حال کمیته‌های حسابرسی و کنترل داخلی را تقویت نمود، اما در بورس ایران بجای تقویت بسترهای کنترلی و نظارتی به مردم گفته می‌شود که مراقب باشند در بازار سرمایه فریب نخورند!

۲,۳,۴. سهم زیاد بخش دولتی و شبه دولتی در بازار سرمایه ایران

فساد، بوروکراسی اداری، تمایل به تصدی‌گری نهاد حاکمیتی، در حاشیه بودن بخش خصوصی واقعی، ایفای نقش نهادهای حاکمیتی، نظامی و شبه‌دولتی از جمله مشکلات ریشه‌ای اقتصاد ایران هستند که در بازار سرمایه نیز وجود دارند. نقش دولت در بازار سرمایه به دو قسمت اصلی قابل تقسیم است. قسمت اول شامل نقش دولت در سیاست‌گذاری‌های حوزه بازار سرمایه و قسمت دوم به نقش بخش دولتی و شبه‌دولتی در بنگاه‌های اقتصادی کشور مربوط می‌شود.

فارغ از بحث‌های شکلی، در چیدمان حقیقی بازار بورس ایران، دولت نقشی بسیار پررنگ ایفا می‌نماید. در عالم واقع رئیس سازمان بورس توسط وزیر اقتصاد انتخاب شده و مدیران بورس نیز با اعلام نظر رئیس سازمان بورس انتخاب می‌گردند. واضح است که این معماری نتیجه‌ای جز غلبه نگاه محافظه‌کارانه و رانتهی دولتی بر بازار سرمایه کشور نخواهد داشت. در حالی که در دنیا بورس‌ها خود به عنوان یک نهاد مستقل مسئول پیگیری مطالبات فعالین بازار از دولت هستند، اما در ایران این نهاد به بازیگری فرعی برای اعمال خواست‌های و امیال دولت‌ها تبدیل شده است. به همین خاطر یکی از ضرورت‌های اصلاح بنیادین ساختار فعلی سازمان بورس،

۵۵. رجوع شود به گزارش "نشست نقد و بررسی چالش‌های شش دستورالعمل اصلاحی سازمان بورس و اوراق بهادار (بخش دوم)" به همت کانون نهادی سرمایه‌گذاری ایران مورخ ۱۳۹۶/۱۱/۰۳

ایجاد و تضمین استقلال سازمان از دولت است. باید صلاحیت مدیران سازمان بورس و بازارهای بورس زیرمجموعه توسط یک نهاد مستقل تعیین گردد تا از این طریق اعمال نفوذ و مداخلات دولت در بازار سرمایه کاهش یابد.

گونه‌ای دیگر از دخالت دولت در اقتصاد کشور که تاثیر مستقیمی بر بنگاه‌های بورسی می‌گذارد به دخالت دولت در قیمت‌گذاری کالاها مربوط می‌شود. علی‌رغم آنکه در کشورهای توسعه‌یافته دولت وظیفه سیاست‌گذاری را بر عهده داشته و تنها در مواقعی که بازار اصطلاحاً شکست می‌خورد، مانند تولید کالاهای عمومی، در اقتصاد دخالت می‌کند، اما در ایران دخالت‌های بی‌مورد دولت در همه زمینه‌ها اثرات جبران‌ناپذیری را بر اقتصاد کشور تحمیل نموده است.

تعیین قیمت مصوب علاوه بر ایجاد انحصار، کاهش رقابت و افزایش سودآوری دلال‌ها منجر به گرایش شرکت‌ها به ایجاد سود موهومی از طریق انجام فعالیت‌هایی غیر از فعالیت اصلی خود مانند فروش دارایی و زمین شده است. حال آنکه شواهد نشان می‌دهد در مورد کالاهایی مانند روغن‌نباتی و شوینده‌ها هر کجا دولت قیمت‌گذاری را رها کرده، رقابت و بهره‌وری در اقتصاد افزایش یافته و هر جا دولت در روند قیمت‌گذاری مداخله کرده شرکت‌های آن صنعت تا مرز ورشکستگی پیش رفته و یا کلاً ورشکست شده‌اند. در این زمینه می‌توان به تجربه کشت و صنعت شمال اشاره نمود.

از سوی دیگر همانگونه که در فصل اول گزارش مشاهده شد بیش از ۸۰ درصد بنگاه‌های بورسی به بخش دولتی یا شبه دولتی تعلق دارند. و بخش خصوصی سهم ناچیزی در بازار سرمایه ایران دارد. در حقیقت کمتر از ۲۰ درصد بازار در اختیار بخش خصوصی واقعی و اشخاص حقیقی است. با احتساب برخی شرکت‌ها مانند موسسه مالی و اعتباری کوثر که تنها به صورت اسمی به بخش خصوصی تعلق دارند و در اصل متعلق به بخش شبه‌دولتی هستند، میزان مشارکت بخش خصوصی در شرکت‌های بورسی به مراتب کمتر خواهد شد. اگرچه تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ در مجلس و واگذاری شرکت‌های دولتی در بورس زمینه مناسبی را برای توسعه بازار سرمایه فراهم نمودند اما به دلیل اصلاح نشدن قوانین بالادستی، حجم زیاد قوانین و واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش شبه‌دولتی عملاً نقش دولت در بازار سرمایه پررنگ‌تر شد. به دلیل آن که

مدیران شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی بیشتر از آن‌که دنبال سودآوری باشند به دنبال اهداف سیاسی هستند، این شرکت‌ها عملکرد پایینی داشته و از این رو باعث کاهش کارایی بازار می‌شوند. هم‌چنین تعداد بالای لایه‌های نظارتی و بوروکراسی‌های زیاد در این شرکت‌ها باعث شده فرآیندها از مرحله تصمیم‌گیری گرفته تا اجرا با کندی و پیچیدگی‌های فراوانی مواجه باشد.

۲,۳,۵. نبود موسسات اعتبارسنجی معتبر در کشور

یکی از ضعف‌ها ساختاری در اقتصاد کشور که مشکلات عدیده‌ای را برای سیستم بانکی و بازار سرمایه ایجاد کرده است، نبود موسسات اعتبارسنجی ملی می‌باشد. این امر در اکثر کشورهای پیشرفته پدیده‌ای مرسوم و با قدمت است و سایر کشورهای در حال توسعه یا توسعه نیافته نیز از خدمات موسسات اعتبارسنجی بین‌المللی استفاده می‌کنند. برای نمونه نبود این موسسات به عاملی برای عدم توسعه ابزارهای جدید تأمین مالی در بازار سرمایه مانند اوراق تجاری تبدیل شده است.

وجود موسسات بین‌المللی اعتبارسنجی در اقتصاد کشور، بازار سرمایه را شفاف کرده و درک فعالین این بازار را نسبت به ریسک افزایش می‌دهد. اگرچه امکان بهره‌گیری از تخصص موسسات بین‌المللی در شرایط فعلی کشور به دلیل تحریم‌ها فراهم نیست، اما رهیافت فعلی شورای عالی سازمان بورس در زمینه توسعه موسسات اعتبارسنجی داخلی، کارایی این رکن ضروری اقتصاد را با اما و اگرهای فراوانی مواجه نموده است.

براساس آمار منتشرشده تا کنون به ۲ موسسه اعتبارسنجی مجوز داده شده و براساس استراتژی شورای عالی بورس قرار است که این رقم به ۱۰ مجوز افزایش یابد. به باور کارشناسان با توجه به آنکه بیش از ۹۰ درصد اعتبارسنجی در دنیا توسط سه موسسه S&P, Moody's و Fitch انجام می‌شود، اقتصادی بودن ۱۰ موسسه با توجه به حجم پایین تولید ناخالص ملی کشور زیر سوال می‌رود و از سوی دیگر تعداد زیاد این موسسات باعث افزایش خطا و فساد سیستماتیک خواهد شد.

۲,۳,۶. کیفیت پایین فعالیت‌های کارشناسی و ساختار سنتی استخدام در بازار سرمایه

کیفیت فعالیت‌های کارشناسی در سازمان بورس پایین است. قسمتی از این کیفیت پایین ریشه در مقرراتی دارد که باعث شده کارشناس بورس از بحث نظارت، به جای اقناع، فقط اعمال زور را بلد باشد. برای مثال براساس ماده ۵۴ اساسنامه تیپ شرکت‌های ثبت شده بورسی، کلیه ارکان شرکت ملزم به رعایت مقررات ابلاغ شده توسط سازمان بورس هستند و در صورت درج سهام در بورس تهران یا فرابورس ایران کلیه ارکان باید از دستورات بازارهای مربوطه تبعیت کنند. با توجه به آن که کلیه ارکان شامل سهامداران نیز می‌شود، مفاد این ماده دخالت آشکار سازمان در امور شرکت‌ها محسوب شده و از طریق اعمال سلیقه‌ای دستورات زمینه افزایش فساد را فراهم آورده است. هم‌چنین عدم تجربه عملی کارشناسان منجر به ایجاد قوانین و ساختارهای نادرست و مخرب شده است. برای نمونه می‌توان به اطلاعات مربوط به صندوق زمین و ساختمان نسیم به عنوان اولین صندوق کشور اشاره نمود.

به دلیل عدم استفاده از نظر کارشناسان خبره بازار مسکن قسمت عمده‌ای از اطلاعات درآمدی و هزینه‌ای درج شده در اعلامیه پذیره‌نویسی اوراق اشتباه بود. اشتباهی که از دید فعالان بازار پنهان ماند و خود باعث عدم استقبال عمومی از این ساختار، علی‌رغم تبلیغات فراوان شد. به نحوی که حدود ۵ درصد از یونیت‌های صندوق نسیم هنگام عرضه اولیه از طرف سرمایه‌گذاران حقیقی خریداری گردید. نداشتن درک عملی کارشناسان سازمان بورس و عدم استفاده از مشاوران تخصصی برای بررسی پروژه‌های معرفی شده به سازمان در زمینه‌های مختلف علاوه بر ایجاد ابزارهای تأمین مالی بی‌خاصیت، امکان بهره‌گیری از ابزارهای موجود را نیز با تنگناهای زیادی مواجه نموده است.

از سوی دیگر ساختار سنتی استخدام در بازار سرمایه سبب شده که عملاً نیروهای متخصص در این بازار جایی نداشته باشند. نه تنها تعداد زیادی از افراد با رانت وارد ساختار شده و بعضاً مناصب بالایی را در سیستم اشغال کرده‌اند، بلکه دستمزدها به جای آنکه براساس کارایی و خروجی کارکنان تعریف شود براساس روند ثابتی پرداخت می‌گردد.

هم‌چنین برخلاف کشورهای پیشرفته که افراد متخصص از بدنه بازار سرمایه به نهاد ناظر وارد می‌شود، در ایران این روند برعکس می‌باشد، به نحوی که قانون‌گذاران زیادی وجود دارند که پس از مدتی فعالیت به عنوان مقام ناظر، وارد بازار سرمایه می‌شوند. همه این موارد علاوه بر کاهش کیفیت فعالیت‌های کارشناسی در سازمان بورس و بازارهای بورس زیرمجموعه، نوآوری و کارایی را در این بازار به شدت کاهش داده است.

۲,۳,۷. ضعف نهادهای مالی بازار سرمایه

قسمت عمده‌ای از ضعف نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه، مشاورین سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها به موانع قانونی بازار سرمایه مربوط می‌شود.

در شرایط فعلی منعی از لحاظ قانونی برای تأسیس کارگزاری‌های جدید وجود ندارد، اما با توجه به مشاهدات صورت گرفته در بازار، این‌طور استنباط می‌شود که صدور جوازهای جدید با مشکلات اداری زیادی روبه‌رو است. اعطای مجوزهای جدید به صورت سلیقه‌ای انجام می‌پذیرد به نحوی که برخی افراد با سابقه مدیریتی در رده‌های اول بازار پولی و مالی کشور برای دریافت جواز شرکت مشاور سرمایه‌گذاری که دریافت مجوز آن به مراتب آسان‌تر از کارگزاری است، بیش از ۱ سال درگیر فرایند مجوز ثبت بوده‌اند. همین امر باعث شده تا امکان تأسیس نهادهای مالی بویژه شرکت‌های کارگزاری از نسل جوان و افراد دهه ۱۳۶۰ به بعد سلب شود و بازار سرمایه ایران قدرت انطباق کمتری با بازار سرمایه کشورهای پیشرفته از لحاظ تکنولوژیکی داشته باشد. میانگین سنی افراد صاحب امتیاز کارگزاری‌ها حدود ۶۰ سال بوده و این امر کیفیت و کارایی این نهاد مالی را کاهش داده است.

هم‌چنین معیارهای در نظر گرفته شده برای صدور مجوزها صحیح نیست. برای نمونه می‌توان به دستورالعمل‌های موجود برای صدور مجوز تأسیس شرکت‌های تأمین سرمایه اشاره نمود. در حالی که عقلانی به نظر می‌رسد که در تعیین صلاحیت‌ها، وزن بیشتری به خوشنامی و اعتبار اشخاص در بازار سرمایه داده شود، با توجه به مجوزهای صادرشده چنین برداشت می‌گردد که مقام ناظر بیشتر به بحث‌های مالی و حداقل سرمایه تعیین‌شده اهمیت می‌دهد. بنابراین بازنگری اساسی در زمینه صدور مجوزها برای ورود نسل جدید و

تقویت رقابت بین کارگزاری‌ها و نیز شاخص‌های تایید صلاحیت متقاضیان تاسیس نهادهای مالی به کارایی بازار سرمایه کمک شایانی می‌نماید.

تعداد زیاد کارگزاری‌ها نسبت به حجم بازار کارایی این نهاد مهم مالی را زیر سوال برده است. در حال حاضر حدود ۱۰۸ شرکت کارگزاری^{۵۶} در کشور وجود دارد. به نظر می‌رسد که ادغام این کارگزاری‌ها به اقتصادی بودن و افزایش بیشتر کارایی آن‌ها کمک شایانی می‌کند.

لازم به ذکر است که مطلب فوق منافاتی با صدور مجوز برای کارگزاری جدید ندارد. سیاست‌گذار باید به شیوه‌ای عمل کند که نهادهای مالی نه به قدری زیاد شوند که فعالیت آن‌ها صرفه اقتصادی نداشته باشد و نه به قدری محدود باشند که در بازار انحصار به وجود بیاید. نکته بسیار مهمی که باید به آن توجه کرد این است که شرایط باید به گونه‌ای باشد که جوازهای جدید بر اساس لیاقت افراد داده شود نه رفتارهای سلیقه‌ای. باید به این مطلب توجه داشت که کارگزاری‌هایی با عملکرد ضعیف به صورت خود به خود از بازار حذف می‌شوند.

۲,۳,۸. عدم ارتباط بازار سرمایه کشور با بازارهای جهانی

عدم ارتباط با بورس‌های معتبر دنیا زیان‌های زیادی را بر بخش‌های مختلف بازار سرمایه ایران وارد نموده و نوآوری و به‌روز بودن را به میزان قابل توجهی کاهش داده است. در این سال‌ها بازار سرمایه کشور از سیستم‌های روز دنیا برای اعمال نظارت توسط سازمان بورس، تکنولوژی‌های مدرن معاملاتی برای کارگزاری‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، موسسات اعتبارسنجی و حسابرسی معتبر جهانی و ایجاد ابزارهای نوین تأمین مالی بی‌بهره بوده است.

از سوی دیگر روند جذب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران در مقایسه با سایر کشورها حاکی از ناکارآمدی زیرساخت‌های فعلی در جذب سرمایه‌گذاری خارجی است، به طوری که می‌توان گفت سرمایه‌گذاری خارجی به مفهوم واقعی در بازار سرمایه ایران وجود ندارد. نگاهی به شاخص‌های کلان اقتصادی مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی جایگاه ایران را در وضعیتی بسیار نامناسب نشان می‌دهد. رتبه ۱۲۴ ایران از میان ۱۹۰ کشور در

۵۶. منبع: سازمان بورس

شاخص‌های سهولت کسب‌وکار بانک جهانی^{۵۷}، رتبه ۱۵۰ در میان ۱۵۹ اقتصاد دنیا در خصوص آزادی اقتصادی^{۵۸} و رتبه ۱۷۰ را در بین ۱۹۰ کشور از لحاظ حمایت از حقوق سهامداران خرد^{۵۹} عملاً اقتصاد ایران را اقتصادی بسته و برنامه‌ریزی‌های صورت گرفته را ناکارآمد نشان می‌دهد.

به باور کارشناسان بازار سرمایه فساد سیستماتیک، رانت اقتصادی، تغییر مداوم قوانین، نگرانی‌های سیاسی و فرهنگی و عدم تقارن اطلاعاتی، عدم توجه مستقیم به سرمایه‌گذاری خارجی در قوانین بازار سرمایه و نبود برنامه راهبردی برای حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، کوچک بودن ابعاد بازار سرمایه و بدهی ایران و عدم تناسب اندازه بازار با تولید ناخالص داخلی کشور، عدم وجود زیرساخت‌ها و ابزار مناسب جهت پوشش ریسک نرخ ارز، بالا بودن ریسک تسویه وجوه ارزیابی شده در سیستم پایاپای شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ایران، عدم اجرای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی و حسابرسی مستقل، وضعیت سنتی بورس تهران در بخش ریزساختارها، عدم تنوع ابزارهای معاملاتی، فقدان یا محدودیت زیرساخت‌های الکترونیکی بازار سرمایه و عدم اتصال به بازارهای سرمایه دنیا، فرآیند طولانی اخذ مجوز و اخذ کد سهامداری به‌خاطر عدم یکپارچگی میان سازمان‌های ذیربط، فقدان نظام بانکی با معیارهای بین‌المللی، تناقض مقررات در خصوص افتتاح حساب بانکی ریالی برای سرمایه‌گذار خارجی، رویه سخت احراز هویت سرمایه‌گذاران خارجی مطابق قانون مبارزه با پولشویی و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری و خروج سرمایه برای سرمایه‌گذاران خارجی از جمله مشکلاتی هستند که تنگناهای جدی را برای سرمایه‌گذاری بخش خارجی در بازار سرمایه کشور ایجاد نموده است.

۲،۳،۹. نقش بسیار کمرنگ قانون نهادهای سرمایه‌گذاری (صنف مالی) در بازار سرمایه

به باور کارشناسان تغییر دیدگاه سیاست‌گذاران بازار سرمایه نسبت به اهمیت و جایگاه قانون نهادهای سرمایه‌گذاری به عنوان صنف مالی و اصلاح ساختاری این نهاد، به بهبود روندهای نظارتی و سیاست‌گذاری این بازار کمک زیادی می‌نماید. در این راستا استفاده بیشتر از تجربیات بزرگان بازار به همراه تفویض اختیاراتی

۵۷. منبع: گزارش سال ۲۰۱۸ بانک جهانی از شاخص سهولت کسب و کار

۵۸. منبع: گزارش سال ۲۰۱۵ موسسه کانادایی فریزر (<https://www.fraserinstitute.org/economic-freedom/dataset>)

۵۹. منبع: گزارش سال ۲۰۱۸ بانک جهانی در مورد شاخص حمایت از حقوق سهامداران خرد

مانند تایید صلاحیت متقاضیان تاسیس شرکت‌های کارگزاری، تأمین سرمایه و یا مشاور سرمایه‌گذاری از جانب سازمان بورس به کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، به تقویت هر چه بیشتر جایگاه این نهاد صنفی در بازار سرمایه کشور می‌انجامد.

۲,۳,۱۰. عدم همکاری بازار سرمایه با فعالین بخش خصوصی مخصوصاً اتاق‌های بازرگانی

در شرایطی که به دلیل عدم وجود فاینانس خارجی و همچنین محدودیت منابع بانکی، نقش بازار سرمایه کشور در تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های مختلف باید بسیار پررنگ می‌بود، عملاً شاهد منفعل بودن این بازار در اقتصاد کشور هستیم. عدم فرهنگ‌سازی و سخت‌بودن فرآیند تأمین مالی در بازار سرمایه باعث شده قسمت زیادی از فعالان بخش خصوصی نسبت به بازار سرمایه یا بی‌اطلاع باشند و یا روی‌گردان از آن.

در حال حاضر در سازمان بورس ۱۴۳ آیین‌نامه و دستورالعمل وجود دارد و کتاب قانون و مقررات بازار سرمایه نزدیک به ۲۴۰۰ صفحه است. به دلیل وجود چنین مقررات و مجوزهای سخت‌گیرانه‌ای، تاسیس شرکت‌های سهامی عام در بورس عملاً متوقف شده است. همچنین در سال‌های گذشته به دلیل بهره‌گیری از تأمین مالی ارزان‌تر بازار پول نسبت به بازار سرمایه (با ایجاد رابطه با مدیران بانک‌ها و دور زدن ضوابط یا با استفاده از تسهیلات تکلیفی دولت به بانک‌ها)، انگیزه مالی سهامی عام‌شدن شرکت‌ها و تأمین مالی از طریق بورس‌ها بسیار کاهش یافته است.

از سوی دیگر تعیین رئیس اتاق بازرگانی ایران به‌عنوان عضو شورای عالی بورس، رابطه سرد بازار سرمایه را با پارلمان بخش خصوصی گرم ننموده است. سازمان بورس و شرکت‌های بورسی زیرمجموعه باید با تهیه چارچوب همکاری متقابل و ایجاد کارگروه‌های مشترک با اتاق‌های بازرگانی ضمن فرهنگ‌سازی و معرفی پتانسیل‌های بازار سرمایه به فعالان بخش خصوصی، از نقطه نظرات آن‌ها در راستای حل مشکلات و چالش‌های روز بازار سرمایه استفاده نمایند.

۲,۴. ضعف‌های اجرایی بازار سرمایه

بازار سرمایه از طریق تسهیل و تنوع دسترسی شرکت‌ها به منابع تأمین مالی نقشی کلیدی در توسعه و رشد اقتصادی کشور ایفا می‌نماید. اگرچه بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار کشور در سال ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸، بازار سرمایه ایران از نظر تعداد ابزارهای تأمین مالی با رشد مواجه بوده، اما به باور کارشناسان سختگیری‌های ناموجه در مسیر پذیرش اوراق بهادار در کنار ساختار غیرمنعطف و ناکارای ابزارهای تأمین مالی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری عملاً بهره‌گیری از پتانسیل بازار سرمایه ایران را برای بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی بسیار سخت و در پاره‌ای موارد ناممکن ساخته است. علاوه بر موارد بالا عدم تجربه عملی مقام ناظر، نبود نظارت دقیق بعد از پذیره‌نویسی، سیستم ارزش‌گذاری نادرست اوراق بهادار و تشویق مردم به سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سرمایه از جمله منابع ایجاد چالش‌های اجرایی بازار سرمایه به شمار می‌آید. بدیهی‌است سازمان بورس می‌تواند از طریق کاهش مقررات به منظور تسهیل فرآیند تأمین مالی، تمرکززدایی در حوزه اجرا، برون‌سپاری و استفاده از تجربیات متخصصان حوزه‌های مختلف، اصلاح و آسان‌سازی ساختار ابزارهای تأمین مالی و فرهنگ‌سازی و تشویق مردم به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم نقش مفیدی در بهبود فرآیندهای اجرایی بازار سرمایه کشور ایفا نماید.

۲,۴,۱. سختگیری‌های اعمال شده در فرآیند پذیرش

هم‌اکنون اگر شرکتی بخواهد سهام خود را در بازار عرضه نماید و با فرض آن که همه مدارکش آماده باشد حداقل ۱ سال فرآیند آن به طول می‌انجامد. لازم به ذکر است که صف طولانی هیأت پذیرش و زمان‌بر بودن فرآیند ثبت شرکت‌ها در سازمان ثبت، حداقل زمان مورد نیاز را به مراتب افزایش داده است. این در حالی است که در بورس استانبول متوسط زمان مورد نیاز برای عرضه سهام ۶ هفته می‌باشد.^{۶۲}

۶۱. این آمار مبتنی بر تجربه کارشناسان بازار سرمایه در زمینه عرضه عمومی سهام شرکت‌های مختلف در بورس تهران و فرابورس ایران می‌باشد.
۶۲. منبع: بورس استانبول

هم‌چنین عملکرد ابزارهای موجود به دلیل بوروکراسی زیاد و حجم بالای مقررات به شدت کاهش یافته است. فرآیند صدور مجوز یک ابزار تأمین مالی آن قدر طولانی است که هنگام پذیره‌نویسی موضوعیت اصلی آن ابزار به عنوان وسیله‌ای برای تأمین نیازهای مالی شرکت مربوطه از بین رفته و عملاً ابزار بی‌خاصیت می‌شود. برای نمونه اگر شرکتی همه صلاحیت‌های موردنظر سازمان را برای انتشار صکوک داشته باشد، حداقل ۶ ماه فرآیند انتشار به طول می‌انجامد.^{۶۳}

زمان طولانی و هزینه زیاد بهره‌گیری از ابزارهای مختلف تأمین مالی سبب شده تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی کشور، مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط، نسبت به حضور در بازار سرمایه رغبتی نداشته باشند. همانگونه که پیش‌تر نیز بیان گردید قسمت زیادی از این مقررات ریشه در دید سنتی و محافظه‌کارانه سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر دارد که گویی می‌خواهد همه ریسک‌های موجود در بازار سرمایه را پوشش دهد. حال آنکه رسالت اصلی سازمان بورس تأمین مالی بوده و موفقیت بازار سرمایه نه در رشد شاخص بلکه در رشد ارزش پایه بازار و بهبود نظام تأمین مالی کشور به‌خصوص برای بخش خصوصی است.

بنابراین در زمینه ورود شرکت‌ها به بازار بورس، سازمان باید انعطاف بیشتری به خرج داده و حجمی از اشتباه و ریسک را بپذیرد. در ضمن قسمت دیگری از این سختگیری‌ها به اصرار مسئولین سازمان بورس به انجام فعالیت‌های اجرایی و نظارتی برمی‌گردد.

با توجه به آنکه طبق قانون، فرآیندهای اجرایی مانند پذیرش بنگاه‌ها به شرکت‌های بورسی زیرمجموعه سازمان بورس واگذار گردیده، وارد شدن سازمان به این وادی جز اتلاف وقت و هزینه، نتیجه دیگری به دنبال نداشته است. سازمان باید در دوره‌ای میان‌مدت ضمن تفکیک فرآیندهای نظارتی از اجرایی، وظایف اجرایی را به شرکت‌های بورسی و نهادهای مالی واگذار نماید.

۶۳. این آمار مبتنی بر تجربه کارشناسان بازار سرمایه در زمینه انتشار انواع صکوک در بورس تهران و فرابورس ایران می‌باشد.

۲,۴,۲. عدم تجربه عملی قانونگذار

سرنوشت صندوق‌های زمین و ساختمان تنها یک نمونه از بیشمار مثالی است که تاثیر مخرب نبود تجربه عملی کارشناسان سازمان بورس بر کارکردهای ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه را به خوبی نشان می‌دهد. این طرح که قدمت آن به ابتدای دهه ۱۳۷۰ خورشیدی بر می‌گردد، پس از گذشت حدود ۲۰ سال، در سال ۱۳۹۳ با آغاز پذیره‌نویسی صندوق زمین و ساختمان نسیم در فرابورس ایران عملیاتی شد.

با گذشت ۴ سال تعداد صندوق‌های فعال زمین و ساختمان کشور به ۲ عدد، صندوق نسیم و سرمایه‌گذاری مسکن شمال غرب، محدود می‌شود. ^۴به باور کارشناسان اصلی‌ترین دلیل این شکست به عدم آشنایی مسئولین بازار سرمایه با ساختارهای موجود در بازار مسکن، که این امر خود در ارزش‌گذاری واحدهای صندوق و سایر موارد فنی نمایان می‌شود، بازمی‌گردد.

سرمایه‌گذاران و متخصصان بازار مسکن به خوبی این نواقص را می‌دانستند و همانطور که پیش‌تر نیز بیان شد در زمان پذیره‌نویسی صندوق نسیم کمتر از ۵ درصد واحدهای آن از سوی سرمایه‌گذاران حقیقی خریداری گردید. از سوی دیگر عدم شناخت صحیح سازمان بورس از پیشران‌های سمت عرضه بازار مسکن خود نیز دلیل دیگری برای عدم رونق این ابزار در میان سازندگان مسکن بر شمرده می‌شود. این مهم سبب شد زمین‌های نامرغوب و ارکان دارای کیفیت پایین در ساختار صندوق زمین و ساختمان جذب شده و عملاً اثرگذاری مثبتی در اقتصاد کلان کشور از این حیث صورت نگیرد.

از جمله نمونه‌های دیگری که عدم تجربه عملی قانون‌گذار را نشان می‌دهد، انتشار اسناد خزانه اسلامی می‌باشد. علی‌رغم آنکه در سه سال گذشته از طریق انتشار اسناد خزانه امکان تحول زیادی در بازار اوراق بدهی ایران فراهم آمد، اما به دلیل عدم فرهنگ‌سازی و انجام ندادن اقدامات اولیه‌ای مانند برگزار کردن کارگاه‌های تخصصی و با کیفیت برای عموم سرمایه‌گذاران، مخصوصاً پیمانکاران، در فرابورس ایران، عملاً بازار دست واسطه‌ها افتاد و در نهایت منجر به تبلیغات منفی و کاهش اعتبار بازار سرمایه گردید.

دولت یازدهم از اسناد خزانه اسلامی برای پرداخت بدهی خود به پیمانکاران استفاده نمود و به دلیل عدم اطلاع رسانی درست، پیمانکاران از سر بی‌اطلاعی این اسناد را بعضاً با ۴۰ درصد تنزیل به نهادهای مالی می‌فروختند. همین نهادهای مالی بدون این که پیمانکاران را از بازار جاری و نقدشونده اوراق مطلع کنند، اسناد را با قیمت‌هایی بسیار بالاتر در بازار معامله می‌کردند و از این اختلاف سودهای نامشروع عاید نمودند.

۲,۴,۳. عدم نظارت بعد از فرآیند پذیره‌نویسی

عدم نظارت و پیگیری‌های مستمر بر روی ابزارها و ساختارهای تأمین مالی در مرحله بعد از پذیره‌نویسی یکی از دلایل شکست آن‌ها و عدم استقبال فعالین بازار برشمرده می‌شود. به دلیل روند فعلی ارزیابی مدیران در بازار سرمایه که کیفیت را فدای کمیت می‌کند، انگیزه اصلی مسئولین امر تنها به معرفی ابزار جدید تأمین مالی در یک شو تبلیغاتی محدود می‌شود.

قطعاً در همه دنیا ابزارهای تأمین مالی جدید در ابتدا خالی از اشکال نیستند، اما قسمت خوب ماجرا در کشورهای دیگر آن است که این ابزارها پس از معرفی به بازار، توسط متخصصین بررسی شده و با شناسایی کمبودها و نواقص و تدوین قوانین جدید سعی در برطرف نمودن مشکلات و تسهیل تأمین مالی ابزار مربوطه دارند. اما در ایران روند بر عکس است. سال‌های زیادی صرف مطالعات تحقیقی در زمینه ابزارهای مالی جدید می‌شود. پس از طی مراحل طولانی قانونگذاری، طی یک شو تبلیغاتی ابزار مورد نظر به بازار معرفی شده و دیگر کسی سراغی از شناسایی و رفع نواقص آن ابزار و مواخذه کردن مسئولین امر نمی‌گیرد.

به عنوان مثال، می‌توان به صندوق زمین و ساختمان اشاره نمود که جزو ابزارهای تأمین مالی نوین است، اما به دلیل سازوکار اشتباه تدوین شده در آن، مورد استقبال عموم قرار نگرفته و عمده مشارکت در ۴ صندوق زمین و ساختمان موجود، توسط سازمان‌های دولتی و شبه دولتی انجام شده است. اگر این سازوکار به تأمین مالی صنعت ساختمان کمک می‌کند، چرا در چند سال گذشته حتی یک گروه کاملاً خصوصی از این ابزار مالی بهره نبرده است؟ طبیعی است که نهادهای تجاری از جمله ساختارهای شرکتی برای تسهیل کسب و کار ایجاد شده و قطعاً در هر ساختاری اشتباهات و تخلفاتی نیز صورت می‌گیرد. اگر سازمان بورس بخواهد

ساختارها و نهادهای تحت کنترل خود را آنچنان سفت و سخت طراحی کند که عاری از هر تخلف احتمالی باشد، طبیعتاً این سخت‌گیری توجیه کسب‌وکار را برای فعالین بازار از میان خواهد برد. فعالین صنعت ساختمان که می‌توانند پروژه‌های چندصد میلیاردی را در قالب ساختارهای سنتی تأمین مالی و مدیریت کنند، چرا باید تن به رویه‌های دست و پا گیر صندوق زمین و ساختمان بدهند؟ آیا صندوق زمین و ساختمان برای آنان مزیت جدیدی ایجاد می‌کند یا صرفاً رویه‌های اداری و بروکراتیک بی‌شماری را پیش پای آنان قرار می‌دهد؟!

۲,۴,۴. مشکلات اجرایی انتشار اوراق بدهی

علاوه بر زمان بر بودن فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی که پیش‌تر بدان اشاره شد، در شرایط فعلی بنگاه‌ها در زمینه استفاده از این ابزار با چالش‌ها فراوانی دست‌وپنجه نرم می‌کنند. از یک سو هزینه تأمین مالی بالاست، به نحوی که اگر نرخ بهره بلندمدت بانکی ۲۰ درصد باشد هزینه تأمین مالی از طریق این روش به ۲۸ درصد می‌رسد. از سوی دیگر به دلیل وجود رکن متعهد پذیره‌نویس در ساختار فعلی، عملاً شرکت‌ها به انتشار این اوراق رغبت چندانی ندارند.

هم‌چنین تغییر نرخ بهره به صورت دستوری، بهره‌گیری از این ابزار را برای تأمین مالی بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی با مشکل مواجه نموده است. همه این موارد ریسک را برای عوامل اقتصادی بازار سرمایه افزایش می‌دهد.

برای نمونه توان شرکت تأمین سرمایه در زمینه انتشار اوراق بدهی به دلیل کنار گذاشتن قسمتی از منابع برای تضمین نقدشوندگی اوراق به میزان قابل توجهی کاهش می‌یابد. در همین زمینه بررسی‌ها نشان می‌دهد که قسمت عمده اوراق بدهی منتشر شده با ارقام بالا یا مربوط به بانکی است که کسری نقدینگی دارد و از طریق شرکت تأمین سرمایه زیرمجموعه و با پرداخت چند درصد نرخ بهره بالاتر اقدام به انتشار اوراق می‌نماید، مانند انتشار اوراق بدهی بانک ملت توسط تأمین سرمایه ملت در سال ۱۳۹۵. و یا متعلق به دولت است که به منظور تأمین کسری بودجه، بانک‌ها را مجبور به انتشار اوراق بدهی می‌کند، مانند انتشار اوراق توسط بانک کشاورزی به منظور تأمین نقدینگی دولت در پایان سال ۱۳۹۶.

۲,۴,۵. مشکلات اجرایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

همان‌طور که در قسمت‌های قبل اشاره شد، با گذشت ۴ سال از افتتاح اولین صندوق زمین و ساختمان کشور در فرابورس ایران تنها ۲ صندوق به بهره‌برداری رسیده است. از دید تحلیل‌گران مشکلاتی همچون بوروکراسی‌های جدید در مسیر اخذ مجوز راه‌اندازی صندوق‌های زمین و ساختمان، مشکلات حقوقی و ثبتی اراضی برخی مالکان متقاضی تاسیس این صندوق‌ها، لزوم انتقال مالکیت زمین به صندوق براساس ضوابط، هزینه‌های مربوط به ارکان، عدم تمایل بسیاری از سازندگان به شفاف‌سازی هزینه‌های ساختمانی، نگرانی از مشارکت با سرمایه‌گذاران و عدم تمایل به تقسیم سود با آن‌ها، امکان دریافت تسهیلات بانکی راحت‌تر و کف ریالی تعیین‌شده به‌عنوان حداقل هزینه ساخت پروژه‌های ساختمانی مشمول راه‌اندازی صندوق، مسیر اتصال بازار ساخت‌وساز به بازار سرمایه از طریق این ابزار نوین تأمین مالی را مسدود ساخته است.

با توجه به آن‌که از ۷ مانع بیان‌شده ۴ مانع به صورت مستقیم به مقررات سازمان بورس و ساختار طراحی‌شده برای صندوق‌های زمین و ساختمان برمی‌گردد، لزوم اصلاحات بنیادین در قوانین و دستورالعمل‌های مربوط به این صندوق‌ها از جانب سازمان امری گریزناپذیر به نظر می‌رسد.

براساس ضوابط مربوط به راه‌اندازی صندوق‌های زمین و ساختمان، برای استفاده از این روش نوین تأمین مالی باید مالکیت زمین به صندوق منتقل شود. همین موضوع باعث می‌شود برخی سازندگان و مالکان تمایلی به راه‌اندازی صندوق برای تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی نداشته باشند. از سوی دیگر براساس همین ضوابط تنها پروژه‌هایی مجاز به تاسیس و راه‌اندازی صندوق زمین و ساختمان هستند که هزینه ساخت آن‌ها (بدون لحاظ قیمت زمین و هزینه اخذ مجوز ساخت)، حداقل ۱۰ میلیارد تومان باشد و پروژه‌هایی که برآورد هزینه ساخت آن‌ها از این میزان کمتر باشد، مشمول راه‌اندازی صندوق نخواهند شد.

بنابراین بخش زیادی از پروژه‌های مسکونی در شهرهایی که هزینه ساخت آن‌ها به مراتب کمتر از ۱۰ میلیارد تومان است در سال‌های اخیر از منافع راه‌اندازی صندوق‌های زمین و ساختمان محروم بوده‌اند.

هم‌چنین هزینه‌های مربوط به ارکان صندوق بالا است. در صندوق‌های زمین و ساختمان به‌طور کلی علاوه بر مجمع صندوق، سه گروه ارکان اداره‌کننده (شامل هیأت‌مدیره، مدیر و مدیر ساخت)، ارکان نظارتی (شامل

ناظر، متولی و حسابرس) و ارکان تضمین‌کننده (شامل متعهد پذیرهنویس و بازارگردان) فعالیت می‌کنند که استقرار آنها مستلزم پرداخت هزینه است.

برآوردها نشان می‌دهد هزینه‌های مربوط به فعالیت ارکان صندوق‌های زمین و ساختمان حدود ۴ تا ۵ درصد، هزینه ساخت را در مقایسه با سایر پروژه‌هایی که از روش‌های دیگری تأمین مالی شده‌اند افزایش می‌دهد و همین عامل یکی از موانع موجود در مسیر استقبال سازندگان از این روش نوین تأمین مالی در ساخت‌وسازهای مسکونی است.

متاسفانه سازمان بورس همانند موارد بی‌شمار گذشته به جای بررسی و حل این تنگناها، با تصویب مقررات جدید مسیر راه‌اندازی این صندوق‌ها را با معضلات بیشتری مواجه نموده است. به نحوی که به باور کارشناسان بوروکراسی‌ها و الزام دریافت مجوزهای جدید از سازمان برای راه‌اندازی صندوق زمین و ساختمان به مثابه تیر خلاصی بر پیکر نیمه‌جان این صندوق‌ها بود.^{۶۵}

از دیگر نمونه‌های ناموفق صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توان به صندوق‌های جسورانه فرابورس ایران اشاره نمود. ساختار غیرمنعطف صندوق‌های جسورانه، وجود ارکان زیاد، در نظر گرفتن ارکان مشابه برای حوزه‌های مختلف و فاصله زیاد ساختار آن با ساختارهای روز دنیا سبب عقیم ماندن این ابزار نوین تأمین مالی در بازار سرمایه ایران شده است.

۲,۴,۶. ضعف زیرساخت‌های فنی بازار سرمایه و سیستم ارزشگذاری اشتباه سهام

از جمله اشکالات سیستم معاملات بازار سرمایه می‌توان به تعیین سقف خرید برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اشاره نمود. در حال حاضر سقف خرید برای سرمایه‌گذار حقیقی که برای چند روز قصد خرید سهام را دارد با صندوق‌های سرمایه‌گذاری که براساس نگاه درازمدت به انجام تحلیل‌های تخصصی سهام می‌پردازند، تفاوت معناداری ندارد.

۶۵. رجوع شود به گزارش "۷ مانع اتصال مسکن به بورس، دنیای اقتصاد، مورخ ۱۳۹۷/۰۴/۰۳"

هم‌چنین به گفته کارشناسان بازار سرمایه سیستم ارزش‌گذاری فعلی اوراق بهادار کاملاً اشتباه است. در این سیستم با تعیین قیمت و حجم خرید، عملاً اختیارات معامله‌گری سهامدار از او سلب می‌شود. روش قیمت‌گذاری سهام در ایران به صورت اسمی **book building** است^{۶۴} اما در عمل با آن فاصله زیادی دارد. اگرچه سازمان بورس در ظاهر شرکت مورد نظر را ملزم به ارائه گزارش ارزش‌گذاری می‌کند اما در نهایت قیمت سهام بدون هیچ پشتوانه علمی و به صورت کدخدانمشی تعیین می‌گردد.

۲,۴,۷. سیاست‌گذاری نادرست سازمان بورس مبنی بر تشویق سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازار

سرمایه

به گفته کارشناسان بازار سرمایه مدل توسعه بورس در سال‌های اخیر به دلیل تشویق مردم به سرمایه‌گذاری مستقیم در این بازار مدل صحیحی نبوده است. براساس آمار در ایران حدود ۱۰ میلیون کد سهامداری وجود دارد که از این تعداد، ۵۰۰ هزار معامله‌گر فعال حداقل ۴ بار در سال خرید و فروش انجام می‌دهند. برآوردها نشان می‌دهد که ۱ میلیون کد مشارکت‌کننده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد که قسمت عمده این صندوق‌ها در قالب شبکه بانکی و برای برطرف‌نمودن محدودیت پرداخت سود بیشتر به سپرده‌گذاران شکل گرفته است.^{۶۷} حال آنکه در کشور ترکیه با جمعیت مشابه ایران بازار بورس برای قسمت عمده مردم ناشناخته بوده و فقط بورس استانبول در این کشور فعال می‌باشد.

در بازار سرمایه ترکیه ۲۰۰ هزار نفر به صورت مستقیم و ۴ میلیون نفر از طریق سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشارکت دارند.^{۶۸} به منظور حل این مشکل و ترغیب مردم به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه، باید صندوق‌های سرمایه‌گذاری احیا و تقویت شود. در این راستا سازمان بورس

۶۶. بوک بیلدینگ (Book Building) فرآیندی است که توسط شرکت‌هایی که می‌خواهند سرمایه خود را از طریق عرضه عمومی ارائه نمایند به کار گرفته می‌شود تا از آن طریق قیمت و میزان درخواست سهام را به دست آورند. مکانیزم بدین شکل است که در طول یک دوره زمانی که دفترچه سفارشات خرید (Book) باز است، تمامی سفارشات خرید از تمامی سرمایه‌گذاران با قیمت‌های مختلف (در محدوده قیمتی تعیین شده توسط ناشر) جمع‌آوری می‌گردد. این فرآیند برای افراد حقیقی و حقوقی یکسان می‌باشد.

۶۷. منبع: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات)

۶۸. منبع: بورس استانبول

می‌تواند با تسهیل نمودن قوانین و روند صدور مجوزهای مربوط به شرکت‌های تأمین سرمایه، کارگزاری‌ها و مشاورین سرمایه‌گذاری و الزام این شرکت‌ها به بالا بردن کیفیت ارائه خدمات، زمینه کانالیزه کردن سرمایه‌های عمومی و مشارکت غیرمستقیم مردم در بازار سرمایه را فراهم آورد.

در کشورهای توسعه‌یافته قسمت زیادی از خدمات بازار سرمایه توسط بانک‌ها به عامه مردم معرفی شده و معماری نهادهای مالی سرمایه‌گذاران زیادی را به خود جذب می‌کند. اما در ایران متأسفانه عکس این روند وجود دارد. برای نمونه بانک مرکزی سال گذشته با اعلام بخشنامه‌ای شعبات بانک‌ها را از ارائه خدمات بازار سرمایه منع کرد. از طرف دیگر اخبار مبنی بر اینکه مدیران صندوق منابع را در راستای منافع خودشان استفاده می‌کنند، بر اعتماد مردم اثر منفی می‌گذارد. به منظور رفع این مشکل باید مقام ناظر از سیستم‌های روز دنیا جهت نظارت بر صندوق‌ها استفاده نماید.

۳. فصل سوم: ناهمگرایی مقررات مالیاتی و استانداردهای حسابرسی

۳,۱. مقدمه

به باور کارشناسان، اقتصاد مبتنی بر نفت، غیرشفاف، غیررقابتی و رانتی ایران با مفاهیم اساسی بازار سرمایه که شفافیت و رقابت را تشویق می‌کند در تضاد و تعارض است. در اقتصاد ایران شفافیت و اطلاع‌رسانی مزیت نیست و به دلیل رقابتی نبودن اکثر کسب‌وکارها و امکان تأمین مالی راحت‌تر و ارزان‌تر از طریق بانک‌ها یا بازار غیر رسمی پول، عرضه عمومی سهام بنگاه‌ها با وجود مقررات زیاد و فرآیند سخت پذیرش کاری بسیار دشوار می‌باشد. از سوی دیگر مفاهیمی مانند فرهنگ مشارکت در کسب‌وکار، گزارش‌دهی شفاف و به‌موقع به صدها و هزاران شریک در یک شرکت، اجرای دقیق اصول حاکمیت شرکتی و رعایت حقوق سهامداران خرد و عموم پذیرهنویسان در بافت اقتصادی و فرهنگ سرمایه‌گذاری ایران محلی از اربعاب ندارد. برخلاف ساختار پویای بازار سرمایه که طی یک دهه گذشته تحولات بسیاری را به خود دیده و نهادها و ابزارهای جدیدی را پذیرا بوده است، استانداردهای حسابرسی و حسابداری و قوانین مالیاتی از یک طرف نتوانسته‌اند خود را به‌صورت کامل با واقعیات بازار تطبیق دهند و از طرف دیگر نحوه عملکرد ممیزان مالیاتی و حسابرسان در ارتباط با شناسایی هزینه‌ها و درآمدهای مرتبط با ابزارهای جدید با یکدیگر هماهنگ نبوده و باعث ایجاد مشکلات و ابهاماتی در سطح نهادهای مالی (نظیر شرکت‌های تأمین سرمایه، مشاورین سرمایه‌گذاری و...) و همچنین سایر شرکت‌ها و موسسات متقاضی بهره‌گیری از ابزارهای نوین بازار سرمایه شده است. شناسایی نقایص موجود و تحلیل نحوه اثرگذاری آن بر بازار سرمایه و فعالان اقتصادی اولین گام در مسیر بهبود قوانین و مقررات مربوطه است. به همین خاطر در این فصل ابتدا ضعف‌های سیستم مالیاتی کشور از دو منظر قانون‌گذار و بنگاه‌های اقتصادی به همراه راه‌حل‌های پیشنهادی برای برون‌رفت از وضع موجود معرفی شده و در ادامه مشکلات استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی و چالش‌های استفاده از استانداردهای بین‌المللی (IFRS) در ایران مورد بحث قرار می‌گیرد.

۳,۲. وضعیت موجود سیستم مالیاتی کشور

به دلیل اهمیت مالیات در جبران مخارج عمومی و اثرگذاری آن بر بخش‌های مختلف اقتصادی یک کشور، همواره درآمدهای مالیاتی مورد توجه سیاستمداران و اقتصاددانان کشورهای مختلف بوده است. در کشورهای توسعه‌یافته درآمدهای مالیاتی به عنوان عمده‌ترین منبع مالی دولت بخش قابل توجهی از هزینه‌های عمومی را پوشش می‌دهد؛ به گونه‌ای که در این کشورها در سال ۲۰۱۶ به‌طور متوسط ۸۷ درصد هزینه‌های عمومی از طریق درآمدهای مالیاتی تامین شده است.^{۶۹} این در حالی است که در ایران به دلیل اتکای مخارج دولتی به درآمدهای حاصل از فروش منابع طبیعی و زیرزمینی هم‌چون نفت‌خام که در حقیقت فروش سرمایه محسوب می‌شود، نسبت درآمدهای مالیاتی به منابع عمومی دولت در سال ۱۳۹۶ حدود ۳۶/۲ درصد می‌باشد.^{۷۰} همچنین به دلیل شفاف نبودن درآمدها و عدم توانایی ممیزان مالیاتی در شناسایی صحیح درآمدها، میزان مالیات تشخیصی ناچیز بوده کما اینکه بخش قابل توجهی از همین مالیات تشخیصی نیز به مرحله وصول نمی‌رسد و اگر هم وصول شود از کارایی پایینی برخوردار است.

از سوی دیگر بررسی‌های صورت‌گرفته نشان می‌دهد که میزان فرار مالیاتی^{۷۱} در ایران روند روبه رشدی داشته و میزان قابل توجهی را به خود اختصاص می‌دهد. از سال ۱۳۴۹ تا ۱۳۸۸، برآوردهای مختلف، نسبت فرار مالیاتی به تولید ناخالص داخلی را، بین ۹ تا ۳۱ درصد به‌صورت متغیر نشان می‌دهند.^{۷۲} هنوز مخفی کردن درآمدها و سودها و فرار مالیاتی یک عرف قابل قبول عمومی می‌باشد. از این‌رو شرکت‌های زیادی در کشور رغبتی به پذیرش در بورس‌ها و پذیرفتن نظارت‌های سخت سازمان بورس و استفاده از ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه ندارند. لازم به ذکر است که عامل اصلی ایجاد عارضه‌های یادشده تنها بازار سرمایه کشور نیست، بلکه قسمتی از مشکلات ریشه در فرهنگ گریز از مالیات و ضعف سازمان مالیاتی در شناسایی درآمدهای

۶۹. منبع: بانک جهانی

۷۰. منبع: وزارت امور اقتصادی و دارایی

۷۱. به‌طور کلی فرار مالیاتی به عدم پرداخت غیرقانونی تمام یا قسمتی از مالیات اطلاق می‌گردد.

۷۲. رجوع شود به مقاله "امیری، میثم (۱۳۹۵). اقتصاد رفتاری و فرار مالیاتی، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۶۴، صفحات ۹۵ تا ۱۳۰."

۷۳. رجوع شود به مقاله "صمدی، علی حسین، تابنده، راضیه (۱۳۹۳). فرار مالیاتی در ایران (بررسی علل و آثار و برآورد میزان آن)"

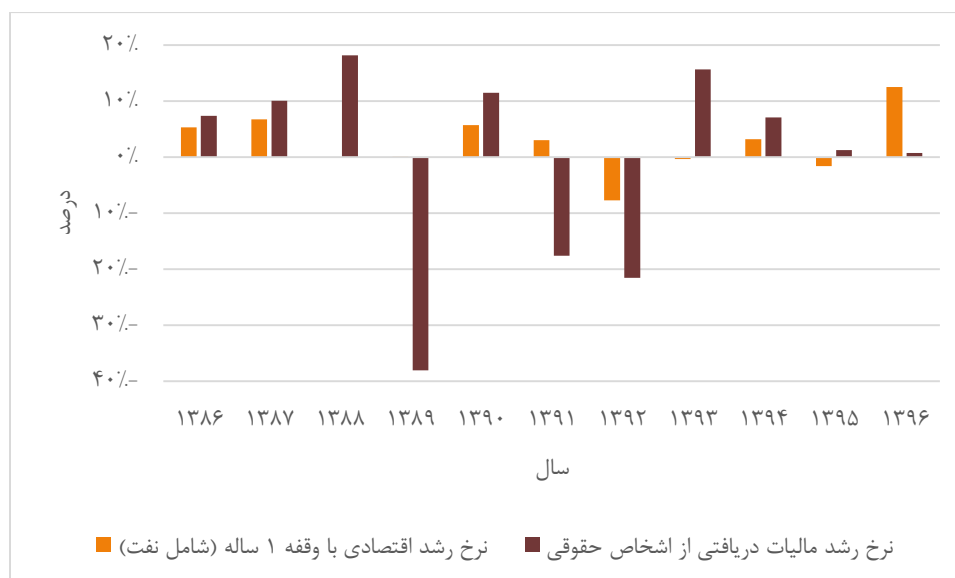
بخش خصوصی دارد. هرچند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس معافیت مالیاتی دارند، اما نرخ فرار مالیاتی در شرکت‌های غیربورسی آنچنان جذاب‌تر است که این نرخ تخفیف انگیزه‌ای جدی در بنگاه‌های اقتصادی برای ورود به بازار سرمایه ایجاد نمی‌کند.

۳,۲,۱. ضعف‌های سیستم مالیاتی از منظر بنگاه‌های اقتصادی

آمارها نشان می‌دهند که علی‌رغم رکود اقتصادی کشور در سال‌های اخیر،^{۷۴} تنها مالیات بخش‌های تولیدی-صنعتی بر اساس شرایط روز مورد بازنگری قرار نگرفته بلکه بخش‌هایی که به‌نوعی از پرداخت مالیات معاف هستند یا به دلیل شفاف نبودن سیستم درآمدزایی (مثل فعالیت‌های دلالی، سوداگری و ...) مالیاتی پرداخت نمی‌کنند، به‌صورت باید و شاید شناسایی نشدند. همان‌طور که در نمودار شماره ۱ مشاهده می‌شود، در ایران میان نرخ رشد مالیات دریافتی از اشخاص حقوقی و نرخ رشد اقتصادی سال قبل که گویای وضعیت فعالین اقتصادی است، در بسیاری از سال‌ها مثل ۱۳۸۸ و ۱۳۹۳ تناسبی وجود ندارد.

نمودار شماره ۱۸. نرخ رشد اقتصادی و نرخ رشد مالیات اشخاص حقوقی طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ (بر اساس ارقام

ثابت ۱۰۰=۱۳۹۰)



منبع: بانک مرکزی، نماگرهای اقتصادی شماره ۵۹، ۶۷ و ۹۱ و همچنین فایل اکسل از داده‌های آماری بانک مرکزی

۷۴. بر اساس داده‌های سال ۲۰۱۶ بانک جهانی، در ۵ سال اخیر، اقتصاد ایران در ۳ سال رشد اقتصادی منفی را تجربه کرده است.

* لازم به ذکر است، نرخ رشد مالیات دریافتی از اشخاص حقوقی با نرخ رشد اقتصادی در سال قبل آن مقایسه شده است. این در حالی است که تجربه سایر کشورها گویای آن است که دولت‌ها در زمانی که با رکود اقتصادی مواجه هستند با تعدیل مالیات‌های دریافتی و در عوض، با تسهیل در پرداخت مالیات‌ها به واسطه گسترش خدمات الکترونیک و ساده‌سازی پرداخت‌ها به حمایت از تولید خود می‌پردازند. بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی، کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)، نرخ‌های مالیات اشخاص حقوقی خود را کاهش دادند که در این میان برخی نظیر کانادا، یونان، اندونزی و انگلستان به صورت تدریجی اقدام به کاهش نرخ‌های مزبور نمودند و مابقی، تنزل این نرخ‌ها را به صورت موقت و با شدت بیشتری دنبال کردند.

در کره جنوبی، نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها از ۲۵ درصد در سال ۲۰۰۸ به ۲۲ درصد در سال ۲۰۰۹ میلادی، معادل ۳ واحد درصد، کاهش یافت و مجدداً در سال ۲۰۱۸ به ۲۵ درصد تغییر داده شد. در تایوان نیز به دنبال حمایت از بنگاه‌های کوچک و متوسط در شرایط بحران، نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها در سال ۲۰۰۹، معادل ۸ درصد تنزل پیدا کرد و بعد از رکود به نرخ عادی خود بازگشت.^{۷۵}

از دیگر مشکلات نظام مالیاتی کشور از منظر بنگاه‌های اقتصادی می‌توان به پیچیدگی و دست‌وپاگیر بودن قوانین مالیاتی، نبود سیستم نظارت و حسابرسی کارآمد در اخذ مالیات، عدم اعتماد به دولت در استفاده از درآمدهای مالیاتی، وجود استانداردهای چندگانه نظام مالیاتی در برخورد با نهادهای متخلف مالیاتی هم‌چون آستان قدس رضوی، عادلانه نبودن مالیات و بالا بودن نرخ مالیات بر شرکت‌ها، عدم وجود جریمه‌های سازمان‌یافته برای فراریان مالیات، فساد سیستماتیک مأموران دولتی، عدم وجود پایگاه اطلاعات اقتصادی و مالی جامع و شفاف و فقدان نظام پاسخگویی و حساب‌خواهی از دولت اشاره نمود.^{۷۶}

۷۵. رجوع شود به گزارش موانع تولید و سرمایه‌گذاری در ایران (۱۳۹۶)، مرکز تحقیقات و بررسی‌های اقتصادی اتاق بازرگانی ایران
۷۶. رجوع شود به "سلطانی، لیلا (۱۳۹۰)، سنجش و بررسی عوامل مؤثر بر فرار مالیاتی در شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران"

۳,۲,۲. راه‌کارهای حل مشکلات سیستم مالیاتی کشور

جهت برون‌رفت از مشکلات عدیده ذکر شده باید در گام اول ساختار نهادی ضد تولیدی اقتصاد ایران اصلاح گردد. اصلاح ساختار نهادی باید به‌گونه‌ای باشد که از یک سو با بالا بردن هزینه فعالیت‌های غیرمولد، راه را برای دستیابی به درآمدهای سهل‌الوصول و بی‌زحمت ناشی از فعالیت‌های سوداگرانه، رانت‌جویانه و فسادآلود مسدود کند و از سوی دیگر به تقویت هر چه بیشتر بخش تولیدی کشور مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط کمک نماید. راه‌کارهای حل مشکلات نظام مالیاتی کشور به شرح زیر می‌باشد:

- با توجه به پتانسیل بالای بنگاه‌های کوچک و متوسط در بهبود شاخص‌های رشد اقتصادی و اشتغال کشور، طراحی قوانین مالیاتی متناسب با شرایط آن‌ها اهمیتی دو چندان می‌یابد. به همین منظور استفاده از تجربیات کشورهای موفق در زمینه تدوین قوانین حمایتی از بنگاه‌های SME بسیار مفید خواهد بود. بطور کلی مهم‌ترین رویکرد در مالیات شرکت‌های SME، رویکرد خوداظهاری است که کشورهای توسعه‌یافته نیز این شیوه را اعمال می‌کنند. در اقتصادهای توسعه‌یافته، شرکت‌های بزرگ فعال در اقتصاد هر ساله یک به یک از سوی سازمان مالیاتی مورد بررسی قرار می‌گیرند، زیرا بخش عمده‌ای از اقتصاد کشورها در انحصار این شرکت‌ها است. در مورد شرکت‌های SME اما رسیدگی به صورت‌های مالی بطور اتفاقی (Random) انجام می‌شود و چنان‌چه این شرکت‌ها با اظهارات خود تفاوت فاحشی داشته باشند، جرایم سنگینی برای آن‌ها اعمال می‌شود. البته، توجه به این نکته ضروری است که منظور از رسیدگی به حساب‌ها، بررسی صحت و سقم ارقام از طریق موشکافی (Due Diligence) ارقام مندرج در صورت‌های مالی است. بجز این روش، بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و حتی در حال توسعه مثل گرجستان، درآمد و هزینه شرکت‌ها را از طریق شماره اقتصادی شرکت بصورت برخط (Online) کنترل می‌کنند و در هر لحظه تمام پرداخت‌ها و دریافت‌های شرکت در اداره مالیات ثبت و ضبط می‌شود مگر آن که شرکت از طریق معاملات نقدی و روش‌های غیرعرف سعی در انحراف ارقام داشته باشد.

- پژوهش‌ها نشان می‌دهند که در کشورهای مختلف دنیا مخصوصاً کشورهای در حال توسعه مانند ایران پیچیدگی قوانین و افزایش مقررات دست‌وپاگیر منجر به تقویت فساد سیستماتیک نظام مالیاتی و بالا رفتن آمار فرار مالیاتی خواهد شد. از این‌رو باید طی برنامه‌ای مشخص بازبینی و اصلاح قوانین و مقررات مالیاتی کشور از جانب مسئولین امر صورت پذیرد.
- در حال حاضر شرکت‌های فعال در بورس تهران و فرابورس ایران هزینه زیادی را بابت شفافیت می‌پردازند و در عوض چیزی دریافت نمی‌کنند. سازمان بورس می‌تواند از طریق اعطای معافیت مالیاتی بیشتر به شرکت‌هایی که شفافیت را رعایت می‌کنند، زمینه مناسبی را برای تقویت شفافیت بازار و افزایش حضور شرکت‌ها در بازار سرمایه کشور فراهم نماید. طبیعتاً تشویق مالیاتی با توجه به شرایط اقتصادی کشور تعیین خواهد شد. بعنوان مثال، معافیت از معاملات فیزیکی در بورس‌های کالایی یا ضریب بخشودگی در مالیات بر عملکرد پایان سال نمونه‌ای از معافیت‌هایی است که قانون‌گذار می‌تواند برای تشویق و توسعه شفافیت با توجه به فضای حاکم بر اقتصاد کلان اعمال کند.
- انتظار می‌رود در شرایطی که بخش‌های تولیدی کشور درگیر رکود هستند، همانند تجربه کشورهای موفق در این امر و در شرایط مشابه، مالیات‌ها به گونه‌ای تنظیم گردد که کمترین آسیب را به بخش‌های تولیدی وارد کند. لذا در راستای بازتعریف و برقراری نظام مالیاتی انعطاف‌پذیر متناسب با چرخه‌های تجاری، کاهش نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها، اجرای طرح جامع مالیاتی، گسترش پایه‌های مالیاتی و تسهیل در پرداخت مالیات‌ها به واسطه گسترش خدمات الکترونیک از جمله اقداماتی است که در این ارتباط توصیه می‌شود.
- دولت باید طی سلسله پژوهش‌های کارشناسی شده، به جای بالا بردن مالیات، میزان آن را به صورت بهینه تعیین کند تا از یک سو وابستگی خود را به درآمدهای نفتی کاهش دهد و از سوی دیگر زمینه حضور بخش خصوصی در اقتصاد کشور را تقویت نماید.
- یکی از پیش‌زمینه‌های اصلی پذیرش و اجرایی نمودن استانداردهای IFRS و پیوستن به جریان سرمایه‌گذاری خارجی اصلاحات در قوانین و مقررات مالیاتی کشور و جهانی نمودن آن‌ها می‌باشد. در

این راستا نهادهایی مانند وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس، سازمان امور مالیاتی، سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی ایران می‌توانند با تشکیل کارگروه‌های تخصصی زمینه تدوین نقشه راه و اعمال تغییرات مد نظر را فراهم آورند.

- در مورد اصلاح قوانین مالیاتی متناسب با SMEها پیش‌تر نکاتی ذکر شد. در مورد اصلاح قانون تجارت اما مسأله به مراتب فراتر از اصلاح بخش‌ها یا موادی از این قانون است. قانون تجارت ایران مصوب سال ۱۳۱۱ بوده و اصلاحیه آن نیز در سال ۱۳۴۷ تصویب شده، یعنی به ترتیب ۸۶ و ۵۰ سال قبل. بنابراین، به نظر می‌رسد قانون تجارت با تحولات صورت گرفته در سطح اقتصاد جهانی و اقتصاد ملی به هیچ عنوان هم‌خوانی نداشته و نیازمند نه‌بازنگری که بازنویسی است. البته، پیش‌نویس قانون تجارت جدید سال‌ها پیش تهیه شده، ولی متأسفانه هنوز در مجلس شورای اسلامی به تصویب نرسیده است. در طول مجلدهای مختلف این پژوهش به موارد متعددی از تناقضات قانون تجارت اشاره شده است. بعنوان مثال، صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار سرمایه با آن که بر اساس قانون ابزارهای نوین مالی در سازمان ثبت شرکت‌ها به ثبت می‌رسد، ولی در هیچ‌کجای قانون تجارت مورد اشاره قرار نگرفته است. بعنوان نمونه‌ای دیگر می‌توان به شرکت‌های مخاطره‌پذیر (VC) اشاره کرد. این شرکت‌ها عموماً در کشورهای توسعه‌یافته دارای ساختار GP-LP هستند که چنین ساختاری اصولاً در قانون تجارت ایران تعریف نشده و خود مانع حقوقی بزرگی بر سر راه توسعه این شرکت‌ها است.

۳,۳. ضعف سیستم حسابداری و حسابرسی موجود کشور و مشکلات ایجاد شده در

بازار سرمایه

صورت‌های مالی شرکت‌ها و گزارش‌های حسابرسان اهمیت و جایگاه خاصی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان ایفا می‌نمایند. پژوهش‌های داخلی و خارجی زیادی نیز دلالت بر وجود چنین رابطه‌ای دارند.^{۷۷} آرایش صورت‌های مالی در شرکت‌ها و تایید آن‌ها توسط حسابرسان، عدم بررسی صحیح صورت‌های مالی و عدم رعایت رویه یکسان در بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های مختلف فعال در یک صنعت، شائبه فساد سیستماتیک در این موسسات کلیدی بازار سرمایه ایران را ایجاد نموده است. برای نمونه می‌توان به رفتارهای دوگانه موسسات حسابرسی در صنعت بانکداری کشور اشاره نمود. قسمت زیادی از مشکلات بانک‌های تازه خصوصی‌شده در بورس متعلق به اشکالات صورت‌های مالی می‌باشد؛ این در حالی است که سازمان حسابرسی به عنوان معتبرترین ارگان حسابرسی کشور مسئولیت حسابرسی صورت‌های مالی قسمت عمده‌ای از بانک‌ها را بر عهده دارد. در یک مورد علی‌رغم تفاوت در طبقه‌بندی مطالبات معوق سر رسید گذشته بانک‌های تجارت و ملت، صورت‌های مالی هر دو بانک توسط سازمان حسابرسی تایید شده است.

به عنوان نمونه‌های دیگری از ضعف‌های سیستم حسابداری و حسابرسی موجود کشور می‌توان به مشکلات پیش‌آمده برای سهام شرکت‌های «الف» و «ب» اشاره نمود؛ شرکت الف در حالی اوایل شهریور ماه ۱۳۹۵ صورت‌های مالی حسابرسی‌شده سال مالی ۱۳۹۴ خود را در سامانه کدال منتشر کرد که گویا سازمان بورس بعد از این رویداد به شواهدی دسترسی یافت که حاکی از تناقض و مغایرت جدی در ارائه اطلاعات مالی با اهمیت بود، از این رو نام حسابرس شرکت «الف» که یکی از حسابرسان بخش خصوصی بود از لیست حسابرسان معتمد سازمان بورس حذف شد و بسیاری از سهامداران شرکت الف به واسطه معاملاتی که بر اساس صورت‌های مالی غلط مورد تأیید حسابرس و مدیران شرکت انجام داده بودند، با خسارت‌هایی مواجه شدند.

۷۷. رجوع شود به مقاله «ویدیعی، محمدحسین (۱۳۹۶)، ارزیابی و مقایسه گزارش حسابرس شرکت‌های فعال و لغو پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابرسی، شماره هفدهم»

با دچار شدن حسابرسی شرکت «ب» به سرنوشت حسابرس شرکت الف، این سؤال ذهن میلیون‌ها سهامدار بازار سرمایه را مشغول کرده که تا چه حد می‌توانند بر گزارش‌های حسابرسی بنگاه‌های حاضر در بازار سرمایه اعتماد و بر این اساس برای سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری کنند. به منظور جلوگیری از وقوع اتفاقات مشابه و بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه، سازمان بورس باید ضمن تغییر رویکردهای فعلی در زمینه اعطای مجوز به موسسات حسابرسی، به اعمال نظارت حرفه‌ای و دقیق بر عملکرد حسابرسان در طول زمان بپردازد. چراکه اخراج حسابرس یا مؤسسه حسابرسی یک شرکت از لیست معتمدین این سازمان، بعد از آنکه فجایی مانند کنتورسازی خلق کردند، درد چندانی را دوا نمی‌کند. هم‌چنین به باور کارشناسان مالی عدم حضور موسسات حسابرسی معتبر بین‌المللی در کشور و عدم انتقال دانش و تجربیات آن‌ها قسمت عمده‌ای از مشکلات موجود در بازار سرمایه ایران را ایجاد نموده است. در غیاب موسسات حسابرسی بین‌المللی می‌توان راه‌کار حل مشکلات فعلی را در انسجام سیستم حسابرسی کشور دید. هم‌اکنون ۲۴۲ مؤسسه حسابرسی در کشور وجود دارند، در حالی که قسمت عمده‌ای از فعالیت‌های حسابرسی در سطح دنیا توسط ۴ مؤسسه بین‌المللی صورت می‌گیرد. در این راستا می‌توان با ادغام موسسات داخلی علاوه بر کاهش تعداد، از طریق بالا بردن ریسک انجام رفتارهای غیرحرفه‌ای و سلیقه‌ای بر کارایی این موسسات افزود.

۳,۳,۱. چالش‌های استفاده از استانداردهای بین‌المللی (IFRS)

استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی (IFRS)^{۷۸} به مجموعه‌ای از استانداردهای حسابداری گفته می‌شود که توسط هیات استانداردهای حسابداری بین‌المللی (IASB)^{۷۹} تدوین شده‌اند. هدف این استانداردها، تهیه صورت‌های مالی شرکت‌های سهامی در قالب یک استاندارد جهانی است. امروزه با گسترش سریع بازارهای سرمایه کشورهای مختلف و نقش بی‌بدیل آن‌ها در تأمین مالی بنگاه‌ها و نیز با وجود افزایش تعداد شرکت‌های چند ملیتی در سطح دنیا لزوم هماهنگ‌سازی استانداردهای حسابداری اهمیتی دو چندان دارد. تا به امروز بیش از ۱۳۰ کشور شامل اعضای گروه ۲۰ و ۱۱۰ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه استانداردهای گزارشگری

^{۷۸}International Financial Reporting Standards

^{۷۹}International Accounting Standards Board

مالی بین‌المللی را پذیرفته‌اند. از این تعداد نزدیک به ۱۰۵ کشور به‌طور کامل استانداردهای بین‌المللی را اعمال کرده و مابقی کشورها این استانداردها را برای گزارشگری تمام یا اغلب شرکت‌های بورسی الزامی کرده‌اند.^{۸۰} در ایران نیز مطابق با مقررات و دستورالعمل‌های موجود^{۸۱} بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های بزرگ برخوردار از سرمایه بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان باید در کنار گزارشگری معمول خود بر اساس استانداردهای مالی داخلی به‌طور مجزا صورت‌های مالی دوره عملکرد سالیانه خود را با استانداردهای بین‌المللی (IFRS) به حساب‌رسان ارائه دهند. با وجود آن‌که ابلاغیه مربوطه تاکنون دو بار تمدید شده، هنوز هیچکدام از شرکت‌های واجد شرایط، به دلیل مشکلات مالیاتی، گزارش خود را بر اساس استانداردهای IFRS ارائه نکرده و به گونه‌ای این استاندارد جهانی نادیده گرفته شده است. با توجه به حجم محدود سرمایه‌گذاری خارجی در کشور و نیز عدم حضور شرکت‌ها و موسسات ایرانی در بازارهای خارجی که در نمونه اخیر آن می‌توان به عدم امکان فعالیت بانک‌های ایرانی بعد از برجام در کشورهای اروپایی و نیز واجد شرایط نبودن شرکت غدیر برای پذیرش در بورس لندن به دلیل رعایت نکردن استانداردهای بین‌المللی اشاره نمود، لزوم توجه ویژه به این استانداردها و پیاده‌سازی آن‌ها در شرایط حساس فعلی اقتصاد کشور ضرورتی دو چندان دارد.

رعایت استانداردهای IFRS علاوه بر فراهم نمودن قابلیت اعتماد و اطمینان به صورت‌های مالی شرکت‌ها برای همه سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان، باعث ایجاد تقارن اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری و ایجاد مبنای مناسب برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خواهد شد. از سوی دیگر با توجه به آن‌که پیش‌زمینه جذب سرمایه‌گذاران خارجی و مشارکت آن‌ها در فعالیتهای اقتصادی کشور و حضور در بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی ایجاد زیرساخت‌های مورد تایید مجامع جهانی می‌باشد، تهیه گزارش‌های مالی بر اساس استانداردهای IFRS به عنوان اولین گام در این مسیر تلقی می‌گردد.

^{۸۰}Pacter, P (2016). Pocket Guide to IFRS Standards: The Global Financial Reporting Language. London: IFRS Foundation.

^{۸۱} رجوع شود به اطلاعیه " الزام شرکت‌ها به رعایت استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (IFRS) در تهیه صورت‌های مالی " مورخ ۱۳۹۵/۰۸/۲۵ سازمان بورس

پژوهش‌های داخلی و خارجی زیادی در مورد چالش‌های استفاده از استانداردهای IFRS و مزایا و معایب این استانداردها صورت گرفته است.^{۸۲} با توجه به اجرایی شدن IFRS در تعدادی از کشورهای در حال توسعه، در ادامه با اقتباس از نتایج تحقیقات صورت گرفته در این کشورها و نیز نظر داشت به شرایط اقتصادی ایران، چالش‌ها و تاثیرات اجرایی شدن این استانداردهای بر روی وضعیت بنگاه‌های اقتصادی و بازار سرمایه کشور خواهیم پرداخت. چالش‌های پیاده‌سازی IFRS در ایران را می‌توان در سه لایه موانع کلان اقتصادی (شامل کار نبودن قوانین بالادستی مانند قوانین تجارت و مالیات، عدم ثبات اقتصادی و سیاست‌گذاری‌های اقتصادی غلط نهادهای مربوطه)، محدودیت‌های بنگاه‌ها و سازمان‌های اقتصادی کشور (هزینه بالا و نداشتن آشنایی با استانداردهای بین‌المللی) و مشکلات سیستم حسابداری و حسابرسی (فاصله زیاد استانداردهای ملی با استانداردهای IFRS، نبود آموزش مناسب و عدم وجود نیروی متخصص در حوزه‌های قانون‌گذاری، اجرایی و نظارت بر استانداردهای بین‌المللی) طبقه‌بندی نمود. در ادامه تعدادی از این چالش‌ها از منظر خبرگان مالی و اقتصادی کشور بیان شده است.

- به باور کارشناسان در اقتصاد رانتهی و غیر رقابتی و وابسته به نفت ایران شفافیت محلی از ارباب ندارد. نوسانات زیاد نرخ ارز در سال‌های پس از انقلاب و پایداری نرخ‌های تورم بالا از جمله ابر چالش‌های اقتصاد ایران هستند که پیروی از استانداردهای بین‌المللی را برای بنگاه‌های کشور با موانع زیادی مواجه نموده است. برای نمونه اصلی‌ترین تفاوت استانداردهای مالی داخلی و بین‌المللی در نحوه گزارش‌دهی اقلام موجود نهفته است. در سیستم حسابداری داخلی ارزش تاریخی اقلام بیان می‌شود، حال آن‌که بر اساس استانداردهای بین‌المللی شرکت‌ها متعهد به ارائه صورت‌های مالی مبتنی بر ارزش روز هستند. در شرایطی که نرخ تورم بالا بیماری مزمن اقتصاد ایران است، تبعیت از چنین شرایطی برای شرکت‌ها ناممکن خواهد بود. از این‌رو یکی از انتقادهای به جای کارشناسان به پیاده‌سازی IFRS در کشورهای در حال توسعه، توسعه‌نیافتگی زیرساخت‌های اقتصادی و بازارهای

۸۲. رجوع شود به مقاله "شبهه، سکینه (۱۳۹۴)، حسابداری بین‌الملل و کشورهای در حال توسعه"

مالی این کشورها می‌باشد. با توجه به آن که استانداردهای مالی بین‌المللی توسط کشورهای توسعه‌یافته و منطبق با شرایط اقتصادی آن‌ها تدوین شده، احتمال اجرایی شدن موفق این استانداردها در کشورهای در حال توسعه با اما و اگرهای فراوانی مواجه است. به عبارت دیگر اتخاذ این استانداردها، سطح بالایی از توسعه اقتصادی را به منظور بازدهی مطلوب و اجرای موفقیت‌آمیز می‌طلبد و این در حالی است که کشورهای در حال توسعه با ویژگی‌هایی هم‌چون نقش پر رنگ دولت، فساد و رانت اقتصادی و توسعه‌نیافتگی منابع انسانی شناخته می‌شوند. بنابراین اجرایی شدن موفق این استانداردها در گرو ایجاد فضای با ثبات اقتصادی است که در شرایط فعلی اقتصاد ایران از آن فاصله زیادی دارد. از سوی دیگر حتی در صورت وجود قوانین مربوط به افشا و ضمانت اجرایی اصول و استانداردهای بین‌المللی، رانت و فساد سیستماتیک در کشورهای در حال توسعه مانع از این می‌شود که شرکت‌ها در برابر این قوانین به عنوان یک مکانیزم اجرایی از جایگاه برابری برخوردار باشند و لازم‌الاجرا بودن آن‌ها برای شرکت‌های مختلف دارای شدت و ضعف است. این عامل منجر می‌شود که علی‌رغم پذیرش استانداردهای بین‌المللی، اجرای آن در چنین کشورهایی با محدودیت همراه باشد و از کارایی و هماهنگی لازم برخوردار نباشد. در حقیقت، روابط سیاسی منجر به سطوح متفاوت رعایت در میان شرکت‌ها شده و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد که نتیجه آن عدم دستیابی به اهداف و مزایای هماهنگ‌سازی استانداردهاست.^{۸۴} توجه به وجود فساد سیستماتیک در اقتصاد ایران، چنین مسئله‌ای قطعاً پیاده‌سازی IFRS را در آینده با موانع جدی روبه‌رو خواهد نمود. هم‌چنین قدیمی بودن قانون تجارت و ضعف‌های قوانین مالیاتی کشور که در قسمت‌های قبلی به آن‌ها اشاره گردید از جمله موانع پیاده‌سازی استانداردهای بین‌المللی در ایران هستند.

^{۸۴}Mir, M. Z., & Rahaman, A. S. (2005). The adoption of international accounting standards in Bangladesh: An exploration of rationale and process. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 18(6), 816–841.

^{۸۵}Poudel, G., Hellman, A., & Perera, H. (2014). The adoption of International Financial Reporting Standards in a non-colonized developing country: The case of Nepal. *Advances in Accounting Incorporating Advances in International Accounting*, 30, 209-216.

- در کنار موانع مقرراتی، پاره‌ای از مشکلات فنی نیز پیاده‌سازی IFRS در ایران را با چالش مواجه کرده‌اند. از جمله موانع اصلی فنی به کارگیری IFRS در ایران موضوع ارزش منصفانه (Fair Value) است. مطابق با IFRS، ابزارهای مالی (دارایی‌ها و بدهی‌های مالی) باید بر اساس ارزش منصفانه در صورت‌های مالی منعکس شود. طبق بند ۴۶ استاندارد سرمایه‌گذاری‌ها (IAS ۳۹)، در صورتی که برای سرمایه‌گذاری در سهام بازار فعالی وجود نداشته باشد و ارزش منصفانه آن‌ها را نتوان به نحوی قابل اتکا اندازه‌گیری کرد، آن سرمایه‌گذاری‌ها باید به بهای تمام‌شده در صورت‌های مالی منعکس شوند. همان‌گونه که پیش‌تر نیز گفته شد، در شرایط پایداری نرخ‌های تورم بالا در اقتصاد ایران اجرایی شدن چنین اصلی بنگاه‌های اقتصادی کشور را با مشکلات فراوانی مواجه می‌نماید. هم‌چنین پیاده‌سازی استانداردهای بین‌المللی منوط به استفاده از نرم‌افزارها و تکنولوژی‌های جدید می‌باشد؛ این در حالی است که در بسیاری از شرکت‌های بزرگ ایرانی سطح مکانیزاسیون فرآیندها پایین بوده و نوعی مقاومت در برابر استفاده از سامانه‌های اطلاعاتی یکپارچه وجود دارد.
- علاوه بر چالش‌های فنی و مقرراتی یادشده، در بحث فرهنگ‌سازی و آموزش استانداردهای بین‌المللی نیز فعالیت قابل توجهی در کشور صورت نگرفته است. هنوز بخش بزرگی از مدیران بنگاه‌های خصوصی و سازمان‌های دولتی و شبه‌دولتی، فعالین بازار سرمایه، مشاوران حقوقی، قضات و وکلای دادگستری شناخت کافی نسبت به این استانداردها ندارند. همین امر با افزایش ابهامات در ذهن مدیران سبب‌شده عموم بنگاه‌های اقتصادی از پیاده‌سازی IFRS خودداری کنند. برای نمونه بانک‌های کشور که خود باید طلبه‌دار و پیش‌رو در بهره‌گیری از استانداردهای بین‌المللی باشند، اما به دلیل ناطمینانی فراوان مدیران آن‌ها نسبت به آینده و شرایطی که بعد از تبعیت از استانداردها برای آن‌ها رخ خواهد داد، علی‌رغم وجود الزام قانونی، این مهم را اجرایی نکرده‌اند. از سوی دیگر استانداردهای بین‌المللی کاملاً پیچیده بوده و فهم آن مستلزم دانش کافی نه تنها در زمینه حسابداری بلکه در سایر رشته‌ها از جمله محاسبات آماری، مالی و... می‌باشد. به باور کارشناسان اتخاذ استانداردهای بین‌المللی به عنوان یک تصمیم استراتژیک اجتماعی مطرح می‌باشد که فهم، تفسیر و کاربرد آن‌ها نیازمند سطح مشخصی از

تحصیلات و آموزش دانشگاهی است؛ به‌طوری‌که فقدان آن به یک چالش عمده در اجرای استانداردهای بین‌المللی در میان کشورهای در حال توسعه بدل شده است.^{۵۵} به مانند کشورهای یادشده ایران نیز با نبود نیروی متخصص کافی و با کیفیت در حوزه استانداردهای IFRS مواجه است. برای نمونه بر اساس IFRS17 به منظور شناسایی درآمد ناشی از سرویس‌های ارائه‌شده مطابق قراردادهای بیمه‌ای از مدل عمومی اندازه‌گیری GMM استفاده خواهد شد که یک مدل جدید و جامع برای اندازه‌گیری در حسابداری است. این مدل بر مبنای رویه کامل شدن جریان و تعهدات یک قرارداد و بر اساس فرضیات جاری بنا شده و معرف یک اصول واحد برای شناسایی درآمدهای حاصل از سرویس‌های ارائه‌شده است. این در حالی است که هیچ نیروی تخصصی و آشنا به این مفاهیم در سیستم مالی کشور تربیت نشده است.

علی‌رغم وجود موانع و محدودیت‌های پیاده‌سازی IFRS در ایران، عموم کارشناسان اقتصادی و مالی کشور بر لزوم تهیه صورت‌های مالی بر اساس این استانداردها تاکید می‌ورزند. اما این مهم از یک سو زمان‌بر بوده و از سوی دیگر منوط به ایجاد پیش‌زمینه و زیرساخت‌های مربوطه است. اصلاح مقررات مالیاتی کشور، به‌روز نمودن قوانین کشور مخصوصاً قانون تجارت و جهانی شدن این قوانین و نیز بحث‌های مربوط به آموزش و فرهنگ‌سازی از جمله زیرساخت‌هایی هستند که برای اجرایی نمودن موفق IFRS الزامی به نظر می‌رسند. در ضمن به منظور فراهم آوردن شرایط لازم برای پیاده‌سازی این استانداردها در ایران، استفاده از تجربیات کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه بسیار مفید خواهد بود. برای نمونه می‌توان در زمینه اجرایی کردن اصل لزوم گزارشگری صورت‌های مالی به قیمت روز، از تجربیات کشور آمریکا بهره‌گیری نمود. در ایالات متحده به منظور جا انداختن این مقوله برای چند سال متوالی شرکت‌ها ملزم به نمایش صورت‌های مالی خود به قیمت روز شدند. این امر صرفاً برای نمایش بوده و شرکت‌ها معاف از پرداخت مالیات اضافی بودند. پس از

ⵀZehri, F., & Chouaibi, J. (2013). Adoption determinants of the International accounting standards IAS/IFRS by the developing countries. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 18, 56-62.

مدتی که تورم این کشور به زیر ۵ درصد رسید، آنگاه بر اساس صورت‌های مالی تورمی منتشر شده، از شرکت‌ها مالیات دریافت گردید.

خبرگان بازار سرمایه کشور بر این باورند که در صورت فراهم شدن زیرساخت‌های تهیه صورت‌های مالی بر اساس استانداردهای IFRS، سازمان بورس باید به جای الزام و به منظور تشویق شرکت‌ها، بخشی از هزینه مربوطه را تقبل نماید. چون هزینه تهیه گزارش‌های مالی بر اساس استانداردهای بین‌المللی بالا است. از این‌رو، سازمان بورس با چنین رویکردی خواهد توانست شرکت‌ها را به سمت بهره‌گیری از استانداردهای IFRS سوق دهد. طبیعتاً منظور از این پیشنهاد آن نیست که سازمان برای همیشه هزینه تهیه صورت‌های مالی را عهده‌دار شود، ولی می‌توان برای دوره‌ای یک یا دو ساله جهت آموزش شرکت‌ها و بویژه بانک‌ها (که حسابداری دشواری دارند) این فرایند را همکاری سازمان بورس و سازمان حسابرسی انجام شود. در سال دوم یا سوم، می‌توان برای شرکت‌هایی که هنوز با IFRS منطبق نشده‌اند جرایمی در نظر گرفت که این جرایم خود می‌تواند بخشی از هزینه‌های تشویقی آموزش IFRS را نیز پوشش دهد. برای سایر هزینه‌ها نیز می‌توان با هماهنگی سازمان مالیاتی، بخشودگی‌های دوره‌ای برای شرکت‌ها در نظر گرفت. هزینه این فرایندها با توجه به ابعاد شرکت می‌تواند بسیار متفاوت باشد. بعنوان مثال، این رقم برای شرکت‌های کوچک ممکن است بین ۵۰ تا ۱۰۰ میلیون تومان و برای شرکت‌های بزرگ تا بیش از ۵۰۰ میلیون تومان باشد.

نمودار شماره ۱۹. مزایا و معایب استفاده از استانداردهای بین‌المللی IFRS

معایب

- هزینه بالای تهیه گزارش‌های مالی بر اساس IFRS برای بنگاه‌های اقتصادی کشور مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط
- زیان‌ده نمودن بنگاه‌های کشور به دلیل پایداری نرخ‌های تورم بالا در اقتصاد ایران که در شرایط فعلی امکان اجرای این رویه را مشکل می‌سازد.
- ایجاد پیامدهای منفی پیش‌بینی‌نشده با توجه به شرایط اقتصادی ایران، بطور خاص افزایش زیان گسترده نظام بانکی ایران که هم‌اکنون در صورت‌های مالی آرایش‌شده بانک‌ها پنهان شده و ممکن است تبعات سیاسی و اجتماعی به همراه داشته باشد.
- با توجه به عدم دسترسی به شرکت‌های اعتبارسنجی و منابع تأمین مالی بین‌المللی، پیاده‌سازی این سیستم برای بسیاری از شرکت‌ها صرفاً تحمیل هزینه اضافی است و منافع روشنی به دنبال ندارد. از منظر فرهنگی نیز شرکت‌ها دائماً ترس از آن دارند که ممیزهای مالیاتی حداقل در سال‌های اولیه صورت‌های جدید را نپذیرفته و برای شرکت‌ها مشکل ایجاد نمایند.
- کارا نبودن استانداردهای بین‌المللی به دلیل وجود فساد سیستماتیک در اقتصاد ایران که در شرایط فعلی امکان اجرای این رویه را مشکل می‌سازد.
- خروج راحت‌تر سرمایه از کشور در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی
- افزایش ریسک برای عوامل اقتصادی
- وقت‌گیر بودن و هزینه‌بر بودن فرآیند اجرایی کردن استانداردهای بین‌المللی به دلیل فاصله زیاد قوانین و زیرساخت‌های ایران با سطح جهانی

مزایا

- جلب سرمایه‌گذاری خارجی و متعاقباً کاهش بار تحریم‌های اقتصادی
- فراهم آوردن امکان حضور شرکت‌های ایرانی در بازارهای بورس کشورهای مختلف
- افزایش شفافیت، دقت و سازگاری صورت‌های مالی و کاهش موانع ناشی از نبود تقارن اطلاعاتی در حوزه تأمین مالی
- کاهش فساد سیستماتیک
- کاهش هزینه‌های تطبیق صورت‌های مالی
- افزایش مقایسه‌پذیری صورت‌های مالی و کاهش هزینه‌های معاملاتی
- کمک به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های مالی آگاهانه و پیش‌بینی عملکرد مالی آینده شرکت
- بهبود کیفیت و انطباق اطلاعاتی گزارش‌های مدیریتی بنگاه‌های اقتصادی کشور
- فراهم آوردن ایجاد روابط جدید با مشتریان و تأمین‌کنندگان مالی در سراسر جهان
- تاثیر مثبت بر رتبه‌بندی اعتباری یک شرکت و متعاقباً کاهش هزینه‌های دریافت وام داخلی و خارجی
- تسریع خصوصی‌سازی
- افزایش دقت ارزیابی ریسک در بازار پول، سرمایه و بیمه کشور

نتایج نظرسنجی از کارشناسان اقتصادی و مالی کشور در مورد مزایای و معایب اجرایی نمودن IFRS در ایران

مطابق نمودار شماره ۱۹ خلاصه شده است. گرچه نمودار فوق شاید نتواند به روشنی مزیت اجرای IFRS در

ایران را در مقایسه با معایب آن روشن نماید، ولی چندین دلیل محکم برای بکارگیری این روش وجود دارد که به آن‌ها اشاره می‌شود: ۱. IFRS روشی جهانی است که در کشورهای مختلف آزموده شده و نتایج موفقیتی به همراه داشته است. بنابراین، به نظر می‌رسد ایران نیز نباید به دنبال اختراع مجدد چرخ باشد و باید از تجربیات اقتصادی و حسابداری دنیا بهره‌برداری کند. ۲. برای ارتباط با بانک‌های بین‌المللی و شرکت‌های بزرگ در بلندمدت، چاره‌ای جز هماهنگی با استانداردهای آن‌ها نیست. در غیر این صورت، شرکت‌های ایرانی تمام مزایای همکاری اقتصادی با دنیای توسعه‌یافته را از دست خواهند داد. ۳. عدم تبعیت از IFRS مستلزم استقرار استاندارد جایگزینی (مانند GAAP در آمریکا) است که این فرایند بسیار زمان‌بر، پرهزینه و دشوار به نظر می‌آید. به منظور افزایش احتمال اجرای موفقیت‌آمیز استانداردهای بین‌المللی در کشور و در راستای کاهش معایب و پیامدهای منفی، رعایت نمودن تعدادی نکات از جانب مسئولین امر ضروری به نظر می‌رسد. باید سیاست‌گذاران به این نکته توجه کافی را مبزول دارند که اجرایی کردن استانداردهای بین‌المللی در کشور به مثابه انقلابی است که ممکن است پیامدهای پیش‌بینی‌نشده را به دنبال داشته باشد. از این‌رو به منظور کاهش ریسک ناشی از این پیامدها، مقام ناظر باید ابتدا با ایجاد فضای طبیعی در بلندمدت، فعالین اقتصادی را به پیروی از این استانداردها ترغیب نموده و پس از آن الزام اجرایی‌شدن اصول را پیگیری کند. چون هنوز چنین شرایطی در اقتصاد ایران ایجاد نشده (شرایطی مانند ثبات در شاخص‌های کلان اقتصادی)، الزاماتی که تا کنون در این زمینه اعمال شده عملاً کارایی نداشته است. برای مثال الزامی کردن بانک‌ها به تبعیت از استانداردهای IFRS قریب به دو سال است که هنوز اجرایی نشده است. توقف ۱۰ نماد بانکی شامل بانک‌های صادرات، ملت و تجارت که بیش از نیمی از ارزش بازار این صنعت بزرگ را شامل می‌شدند، به‌دلیل تهیه نکردن صورت‌های مالی بر اساس IFRS، و متعاقباً بلوکه شدن حجم زیادی از نقدینگی سهامداران در این صنعت و کاهش نقدشوندگی بازار نمونه‌ای از رویکرد نادرست سازمان بورس در زمینه پیاده‌سازی IFRS است. سازمان بورس باید در وهله اول زیرساخت‌ها و پیش‌زمینه‌های لازم پیش‌تر گفته‌شده مانند اصلاح قوانین و مقررات داخلی و نیز آموزش و فرهنگ‌سازی را فراهم آورده و آن‌گاه با ایجاد فضای طبیعی، بنگاه‌های اقتصادی کشور را به سوی ارائه گزارش‌های مالی بر اساس IFRS ترغیب نماید.

۴. فصل چهارم: طرح پیشنهادات اصلاحی و معرفی ابزارهای مالی جدید

۴,۱. خلاصه‌ای از مشکلات مورد بحث در گزارش به همراه پیشنهادات اصلاحی

در مقطع حساس کنونی کشور و در شرایطی که بازار سرمایه می‌توانست با وجود مشکلات عدیده سیستم بانکی، نقشی کلیدی در حل مشکلات اقتصاد ایران ایفا نماید، به دلیل پاره‌ای مشکلات از این مهم باز مانده است. از یک طرف موانع و محدودیت‌های بازار سرمایه از فضای اقتصاد کلان کشور مانند بی‌ثباتی در حوزه قوانین و مقررات، به‌روز نبودن قوانینی هم‌چون قانون تجارت و قانون بازار اوراق بهادار، نوسانات نرخ ارز و پایداری نرخ تورم بالا نشأت می‌گیرد. و از سوی دیگر به دلیل عدم بهره‌برداری یا بهره‌برداری‌های نادرست از پتانسیل‌های بازار سرمایه، وجود مقررات دست‌وپاگیر و رویکردهای نادرست سازمان بورس، این بازار خود به عامل مولد قسمتی از مشکلات اقتصادی جامعه تبدیل شده است. به باور کارشناسان هنوز هم امید برای بهبود وضع موجود و اصلاح روندهای بازار سرمایه وجود دارد. اما این امر به مثابه انقلابی بنیادین در وهله اول اراده پولادین مسئولین امر در همه سطوح تصمیم‌گیری اقتصاد کشور را می‌طلبد و در وهله‌های بعدی به طراحی نقشه راه در قالب برنامه‌های مشخص، دقیق و جامع نیاز دارد. این گزارش به نوبه خود کوشیده تا ضمن معرفی چالش‌های بازار سرمایه و مشکلات تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، مخصوصاً بنگاه‌های کوچک و متوسط، به ارائه راه‌کارهای برون‌رفت از وضع موجود و معرفی اصلاحات مورد نیاز بپردازد. از این‌رو در این فصل ابتدا برای هر کدام از مشکلات مورد بحث در گزارش، پیشنهادات اصلاحی در قالب چک لیست‌ها و بسته‌های سیاستی مشخص به منظور حل آن‌ها بیان شده و در نهایت نیز تعدادی ابزار نوین تأمین مالی به همراه نکاتی در مورد بهره‌گیری از پتانسیل بازار سرمایه برای ساماندهی سهام عدالت معرفی شده است.

۴,۱,۱. ضعف‌های مقرراتی، ساختاری و اجرایی بازار سرمایه به همراه پیشنهادات اصلاحی

- **بی‌ثباتی و تغییر روزانه قوانین کشور:** باید دولت مقررات خود را حداقل به صورت سالانه تعیین کرده و از تغییرات پی‌درپی آن‌ها در طول سال خودداری کند و زمانی که اقتصاد کشور به پایداری و ثبات برسد باید برخی از قوانین به صورت ۵ و یا ۱۰ ساله وضع شوند، در این صورت فعالین بازار با دریافت سیگنال صحیح از سوی دولت امکان برنامه‌ریزی بلندمدت پیدا می‌کنند.
- **عدم بازنگری قوانین مربوط به بازار سرمایه مانند قانون تجارت و قانون بازار اوراق بهادار:** پیگیری لایحه اصلاح قانون تجارت کشور از مجلس توسط مسئولین وزارت امور اقتصادی و دارایی و ایجاد کارگروه تخصصی در سازمان بورس به منظور اصلاح قانون بازار اوراق بهادار بر اساس شرایط روز اقتصادی کشور، از جمله وظایفی هستند که در راستای حل این مشکلات باید انجام شوند.
- **نقش قوانین اسلامی در توسعه ابزارهای نوین مالی:** با توجه به تجربه منحصر به فرد مالزی در زمینه بهره‌گیری از ابزارهای تأمین مالی اسلامی، استفاده از تجربیات و درس‌آموخته‌های این کشور در بهبود جایگاه و نقش ابزارهای تأمین مالی اسلامی در ایران بسیار مثمر ثمر خواهد بود. تغییر بنیادین نگرش نسبت به قوانین اسلامی حاکم بر بازار سرمایه و ایجاد کارگروه مشترک بین مسئولین بازار سرمایه ایران و مالزی برای تبادل اطلاعات در راستای حل مشکلات یادشده می‌باشد.
- **عدم هماهنگی مقام ناظر در بخش‌های مختلف اقتصادی:** باید نهادهای تصمیم‌گیر بپذیرند که بخش‌های مختلف اقتصادی کشور با هم مکمل بوده و باز شدن گره مشکلات بازار سرمایه و فراهم آمدن امکان رشد و توسعه اقتصادی منوط به طراحی یک سازوکار منظم و هماهنگ مابین مقام ناظر بخش‌های مختلف اقتصادی مانند سازمان بورس، بانک مرکزی، بیمه مرکزی و سازمان مالیات می‌باشد.
- **تلاش مقام ناظر برای پوشش همه ریسک‌های موجود بازار سرمایه:** در این مورد سازمان بورس می‌تواند به جای حجم زیاد مقررات با تغییر دیدگاه خود و قبول درصدی از ریسک و اشتباه در وهله اول و اعمال نظارت کارشناسی شده، به‌موقع و بهینه و شفاف نمودن محیط برای عموم فعالین بازار و

نیز ترغیب مشارکت غیرمستقیم مردم از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در وهله‌های بعدی، زمینه مناسبی را برای مشارکت بخش خصوصی واقعی و متخصص فراهم نماید.

- **پایبند نبودن مقام ناظر به مقررات مصوب خود:** شائبه دستکاری صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی زیر مجموعه سازمان بورس و افشا شدن اطلاعات به صورت رانتی، فعالین بازار را با این تضاد مواجه نموده که آیا مقام ناظر واقعاً به اصول تعیین‌شده خود معتقد است. به همین منظور سازمان بورس باید قوانین و مصوبات خود را به سمتی سوق دهد که باعث بالارفتن شفافیت و اعتمادسازی بین سرمایه‌گذاران این بازار شود.
- **مقررات نظارتی ناکارآمد:** با توجه به آن که سازمان بورس به عنوان مقام ناظر در نهایت می‌تواند سهم شرکت متخلف را ببندد به جای نگاه قانون‌مدارانه، با دیدی صلاح‌دید می‌تواند ضمن واسپاری قسمتی از ریسک‌های بازار سرمایه به صورت شفاف به بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی و نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاری‌ها، ریسک اشتباه خود را به میزان قابل توجهی کاهش دهد.
- **انجام وظایف اجرایی و نظارتی توسط سازمان بورس:** به منظور اصلاح روند فعلی باید در یک دوره ۵ ساله سازمان بورس وظایف نظارتی و اجرایی را از هم تفکیک نموده و با واگذاری وظایف اجرایی به شرکت‌های بورسی زیرمجموعه صرفاً به انجام فعالیت‌های نظارتی مصوب پردازد.
- **ارزیابی عملکرد مقام ناظر بر اساس سنجه‌های نادرست:** باید با تغییر رویکرد عملکرد مدیران سازمان بورس بر اساس معیارهایی مانند تعداد عرضه عمومی اولیه (IPO) و ایجاد ابزارها و روش‌های تأمین مالی جدید سنجیده شود.
- **نظارت فرد محور و کیفیت پایین فعالیت‌های کارشناسی:** بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مربوط به سیستم نظارتی بازار سرمایه مبتنی بر نظرات و سلايق شخصی کارشناسان این سازمان است و این مطلب کاملاً بر خلاف عرف بین‌المللی است. سازمان بورس باید با تصویب قوانین روشن و مشخص

نظارتی، چهارچوب مشخصی برای کارشناسان فراهم کند تا از اعمال نظر سلیقه‌ای جلوگیری شود. یا حداقل تصمیمات تنبیهی و تشویقی مهم بصورت گروهی و در فضای علنی اتخاذ شود تا روابط شخصی افراد تأثیر فاحشی بر تصمیمات نداشته باشد. همچنین، سازمان بورس باید با برگزاری دوره‌های آموزشی ممتد، سطح فنی و اطلاعاتی کارشناسان این سازمان را افزایش دهد.

- **فرآیند دشوار اعطای مجوز نهادهای مالی بازار سرمایه و مباحث مربوط به نرخ کارمزدها:**
سازمان بورس باید با تسهیل مجوزها امکان ورود نهادهای مالی بیشتر و افزایش رقابت را فراهم آورد. در عوض سیستم‌های نظارتی خود را به‌روز کرده و از راه دور به صورت دقیق بر آنها نظارت کند.
- **اعمال محدودیت‌های معاملاتی مانند حجم مبنا و دامنه نوسان:** برداشتن این محدودیت‌ها در گام اول ریشه در اصلاح تفکر شاخص محوری حاکم بر سازمان بورس دارد و در گام دوم باید به مرور زمان اتفاق بیافتد. در این راستای می‌توان از تجربه کشورهای موفق مانند ترکیه استفاده نمود.
- **ساختار بزرگ و ناکارای سازمان بورس:** تغییر چینش اعضای شورای عالی بورس و حضور افراد متخصص تمام‌وقت از ارگان‌های مربوطه به مراتب به سازوکار شورایی این نهاد و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌ها کمک خواهد نمود.
- **رقابت بورس تهران و فرابورس ایران:** وضع موجود در گام اول در گرو پذیرفتن این است که راه را اشتباه رفته‌ایم. و در گام بعدی در بازگشت به اصالت‌هاست. باید سازمان به جای تعریف دو ماهیت جداگانه با وظایف یکسان و ایجاد رقابت بین آنها که ارزش افزوده‌ای را در بازار سرمایه کشور ایجاد نکرده، با تعیین حوزه‌های تخصصی برای هر کدام از شرکت‌های بورسی زیرمجموعه، ساختار را از نو بازتعریف نماید.
- **فساد و رانت موجود در بازار سرمایه:** به منظور کاهش و از بین بردن فساد سیستماتیک بازار سرمایه، سازمان بورس در کوتاه‌مدت می‌تواند با استفاده از تکنولوژی‌های روز به نظارت دقیق‌تری

پرداخته و با تعیین جرم‌های سنگین، به‌صورت جدی با خاطیان برخورد کند. در بلندمدت نیز این سازمان باید با وضع مقررات زمینه کاهش مداخلات دولت در بازار سرمایه را فراهم نماید.

- **سهم زیاد بخش دولتی و شبه‌دولتی در بازار سرمایه ایران:** کاهش مقررات و تسهیل مشارکت بخش خصوصی، تقویت نهادهای متخصص و حرفه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تشویق مشارکت غیرمستقیم مردم در بازار سرمایه به کاهش نقش نهادهای دولتی و شبه‌دولتی در بازار سرمایه کمک زیادی می‌نماید.

- **نبود مؤسسات اعتبارسنجی معتبر در کشور:** ایجاد بستر مناسب برای فعالیت شرکت‌های اعتبارسنجی بین‌المللی و کاهش تعداد مؤسسات اعتبارسنجی داخلی توأم با بالا بردن کیفیت آن‌ها، یکی از مواردی است که باید در برنامه‌های آتی سازمان بورس گنجانده شود. در میان مصاحبه‌شوندگان در این گزارش، کسانی هستند که موفق به اخذ مجوز موسسه رتبه‌بندی شده‌اند. این افراد خود تأکید داشتند که با قوانین مصوب برای این مؤسسات، فعالیت آن‌ها هرگز اقتصادی نخواهد بود و آن‌ها صرفاً بخاطر کسب ارزش آتی از مجوز فعالیت اقدام به اخذ آن کرده‌اند. بنابراین، تسهیل فعالیت این مؤسسات، مقررات زدایی و ایجاد بستر برای حضور و رقابت شرکت‌های خارجی در این موضوع حائز اهمیت است.

- **ضعف نهادهای مالی بازار سرمایه:** بازنگری اساسی در زمینه صدور مجوزها برای ورود نسل جدید و تقویت رقابت بین کارگزاری‌ها و نیز اصلاح شاخص‌های تایید صلاحیت متقاضیان تاسیس نهادهای مالی به کارایی بازار سرمایه کمک شایانی می‌نماید. هم‌چنین تعداد زیاد کارگزاری‌ها نسبت به حجم بازار، کارایی این نهاد مهم مالی را زیر سوال برده است. در حال حاضر حدود ۱۰۸ شرکت کارگزاری در کشور وجود دارد. به نظر می‌رسد که ادغام این کارگزاری‌ها به اقتصادی‌بودن و افزایش بیشتر کارایی آن‌ها کمک شایانی می‌کند. در این راستا سازمان بورس می‌تواند با در نظر گرفتن امتیازاتی همچون اعطای اختیارات تأمین سرمایه به کارگزاری‌های ادغام‌شده، شرایط مناسبی برای ادغام کارگزاری‌ها فراهم نماید.

- **عدم ارتباط بازار سرمایه کشور با بازارهای جهانی:** اصلاح دیدگاه‌ها و رویکردهای فعلی سازمان بورس به عنوان مقام ناظر به همراه تدوین قوانین جامع و شفاف به منظور حمایت و تسهیل حضور سرمایه‌گذاران خارجی می‌تواند زمینه مناسبی برای رشد و توسعه پایدار بازار سرمایه کشور فراهم نماید. بعنوان مثال، سرمایه‌گذاران خارجی برای افتتاح کد بورسی فرایند به مراتب پیچیده‌تری از سرمایه‌گذار ایرانی دارند و باید قرارداد نسبتاً عریض و طولی را منعقد نمایند و این مشکلات برای افتتاح حساب بانکی حتی سخت‌تر هم می‌شود. گذشته از این، هیچ شرکت ایرانی در بازارهای بین‌المللی پذیرش نشده و هیچ شرکت بین‌المللی هم در بازار ایران نیست. پیش از تحریم‌های مجدد امریکا، یکی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ بورسی تلاش‌هایی برای حضور در بورس لندن انجام داد که متأسفانه بدون نتیجه ماند.
- **نقش بسیار کم‌رنگ کانون نهادهای سرمایه‌گذاری (صنف مالی) در بازار سرمایه:** استفاده بیشتر از تجربیات بزرگان بازار به همراه تفویض اختیاراتی مانند تایید صلاحیت متقاضیان تاسیس شرکت‌های کارگزاری، تأمین سرمایه و یا مشاور سرمایه‌گذاری از جانب سازمان بورس به کانون نهادهای سرمایه‌گذاری، به تقویت هر چه بیشتر جایگاه این نهاد صنفی در بازار سرمایه کشور می‌انجامد.
- **عدم همکاری بازار سرمایه با فعالین بخش خصوصی مخصوصاً اتاق‌های بازرگانی:** سازمان بورس و شرکت‌های بورسی زیرمجموعه باید با تهیه چارچوب همکاری متقابل و ایجاد کارگروه‌های مشترک با اتاق‌های بازرگانی ضمن فرهنگ‌سازی و معرفی پتانسیل‌های بازار سرمایه به فعالان بخش خصوصی، از نقطه نظرات آن‌ها در راستای حل مشکلات و چالش‌های روز بازار سرمایه استفاده نمایند.
- **سختگیری‌های اعمال شده در فرآیند پذیرش:** به منظور تسهیل فرآیند پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه باید سازمان بورس انعطاف بیشتری به خرج داده و حجمی از اشتباه و ریسک را بپذیرد. هم‌چنین تفکیک فرآیندهای نظارتی از اجرایی و واگذار نمودن وظایف اجرایی سازمان بورس به

شرکت‌های بورسی زیرمجموعه و نهادهای مالی به تسریع فرآیندهای اجرایی در سازمان بورس کمک زیادی می‌نمایند.

- **عدم تجربه عملی قانونگذار:** سازمان بورس با برون‌سپاری و استفاده از تجربیات متخصصان حوزه‌های مختلف می‌تواند بر مشکلات مرتبط فایق آید.
- **عدم نظارت بعد از فرآیند پذیره‌نویسی:** سازمان بورس باید با گسترش دامنه نظارت خود بر تمامی مراحل پذیرش یک ابزار تأمین مالی نظارت کرده و با شناسایی و اصلاح نقاط ضعف آن در راستای بهبود فرآیند تأمین مالی گام بردارد.
- **مشکلات اجرایی انتشار اوراق بدهی:** سازمان بورس می‌بایست قوانین مربوط به انتشار اوراق بدهی را تغییر دهد و موانع سر راه این روش تأمین مالی را برطرف نماید. یکی از مواردی که باید به آن توجه ویژه داشت این است که با توجه به تعیین سقف برای نرخ بازدهی این اوراق، عملاً فرصت رقابت از شرکت‌ها گرفته می‌شود. به همین دلیل نرخ بازدهی باید بر اساس انتظارات بازار از اوراق باشد. یعنی شرکت‌هایی با ریسک کمتر به تشخیص بازار نرخ بهره کمتری پرداخت کنند و بالعکس. یکسان‌سازی نرخ‌ها نه تنها جفا در حق شرکت‌های موفق است بلکه هزینه تأمین مالی را نیز برای کل بازار افزایش می‌دهد.
- **مشکلات اجرایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری:** سازمان بورس می‌بایست طیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری را از حیث ریسک و نوع فعالیت گسترش دهد تا متناسب با هر سلیقه‌ای ابزاری برای سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. بعنوان مثال، صندوق‌های حفظ ارزش^{۸۶} یکی از انواع مهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که سرمایه‌گذاران پریسک معمولاً جذب آن می‌شوند. در بازار سرمایه ایران با توجه به فقدان این نوع صندوق، گاهی افراد از طریق سایر ابزارها دست معاملات پریسک می‌زنند که عمدتاً با واکنش‌های تندی از سوی سازمان بورس مواجه می‌شود.

^{۸۶}Hedge Fund

گذشته از این، ارکان متعدد صندوق‌ها و سازکار نظارتی آن‌ها در بسیاری از موارد با ذات پروژه‌ها هم‌خوانی ندارد. مثال‌های این موضوع در مورد صندوق زمین و ساختمان و عدم استقبال بخش خصوصی واقعی از آن تشریح شد. سازوکار اجرایی این صندوق با واقعیت‌های صنعت ساختمان هم‌خوانی ندارد. مثلاً پیش‌فروش واحدهای ساختمانی که بخش لاینفک تأمین مالی صنعت ساختمان است، در این صندوق‌ها مغفول مانده یا در عمل با مخالفت سازمان مواجه می‌شود.

- **ضعف زیرساخت‌های فنی بازار سرمایه و سیستم ارزشگذاری اشتباه سهام:** نرم‌افزارهای متعددی در بازارهای سرمایه توسعه‌یافته وجود دارد که در بازار ایران به دلیل منابع مالی محدود یا موازی کاری شرکت‌های بورسی این نرم‌افزارها و زیرساخت‌ها تأمین نشده است. نرم‌افزارهای تشخیص معاملات خرابکارانه یا پولشویی در بازار نمونه‌هایی از این زیرساخت‌هاست.

گذشته از این، یکی از مشکلات عمده بازار در سازوکارهای ارزشیابی است. عمده فعالین حرفه‌ای بازار در معاملات خود صرفاً EPS و ضرایب ارزشیابی مثل P/E را مدنظر قرار می‌دهند و همین طرز فکر شرکت‌های بورسی متمایل می‌کند که سود سالیانه خود را با انتظارات سهامداران آرایش کنند. واقعیت آن است که اگر سهامداران بزرگ از قبیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی معاملات خود را مبتنی بر جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها صورت داده و صرفاً EPS فعلی شرکت را مدنظر قرار ندهند، منطق بازار تا حد زیادی اصلاح خواهد شد. این موضوع در گرو آموزش بیشتر این نهادها و تعمیق دانش تخصصی ارزشیابی در سطح بنگاه‌های سرمایه‌گذاری است.

- **سیاست‌گذاری نادرست سازمان بورس مبنی بر تشویق سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازار سرمایه:** سازمان بورس می‌بایست با اطلاع‌رسانی دقیق و فرهنگ‌سازی عمومی، تلاش کند تا از ورود مستقیم افراد بی‌تجربه و فاقد تخصص کافی به بازار سرمایه جلوگیری کند و مشتاقین سرمایه‌گذاری در بازار بورس، از طریق افراد دارای صلاحیت این کار را انجام دهند. تجربه سال ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ در بورس که پس از افزایش قیمت دلار با هجوم سرمایه‌های خرد مردم و متعاقباً زیان گسترده آنان روبرو شد، ممکن است در سال جاری و در پی افزایش مجدد قیمت دلار تکرار شود. این فرایندها

بسیاری از سهامداران خرد را برای همیشه از بازار جدا خواهد کرد. متأسفانه به‌رغم تکرار این تجربیات تلخ، عملاً اقدامات جدی از سوی بازار برای نهادسازی به چشم نمی‌خورد. بعنوان مثال، توسعه طیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر حسب میزان ریسک‌پذیری افراد یکی از اقدامات مهمی است که در این راستا قابل اجراست. در حال حاضر اما کم و بیش همه صندوق‌ها سازوکارهای یکسانی دارند و قوانین نسبتاً دست و پاگیری بر آن‌ها حاکم است. مثلاً، در ایران صندوقی برای جذب سرمایه‌های پرریسک (مشابه hedge fund) وجود ندارد و سازوکاری هم برای تعیین افراد حائز صلاحیت سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها مشاهده نمی‌شود.

۴،۱،۲. راه‌کارهای حل مشکلات سیستم مالیاتی کشور

- طراحی قوانین مالیاتی متناسب با شرایط بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME).
- کاهش پیچیدگی قوانین و مقررات دست‌وپاگیر طی برنامه‌ای مشخص از جانب سازمان امور مالیاتی کشور.
- اعطای معافیت مالیاتی بیشتر از جانب سازمان بورس به شرکت‌هایی که شفافیت را رعایت می‌کنند. طبیعتاً تشویق مالیاتی با توجه به شرایط اقتصادی کشور تعیین خواهد شد. بعنوان مثال، معافیت از معاملات فیزیکی در بورس‌های کالایی یا ضریب بخشودگی در مالیات بر عملکرد پایان سال نمونه‌ای از معافیت‌هایی است که قانون‌گذار می‌تواند برای تشویق و توسعه شفافیت با توجه به فضای حاکم بر اقتصاد کلان اعمال کند.
- انعطاف‌پذیر نمودن نرخ مالیات متناسب با چرخه‌های تولیدی و تجاری، کاهش نرخ مالیات بر درآمد شرکت‌ها، اجرای طرح جامع مالیاتی، گسترش پایه‌های مالیاتی، تسهیل در پرداخت مالیات‌ها به‌واسطه گسترش خدمات الکترونیک.

- تشکیل کارگروه‌های تخصصی توسط نهادهایی مانند وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس، سازمان امور مالیاتی، سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی ایران برای تدوین نقشه راه و اعمال تغییرات مد نظر در قوانین مالیاتی به منظور اجرایی نمودن استانداردهای IFRS.

۴,۱,۳. راه‌کارهای ارائه‌شده جهت حل مشکلات حسابداری و حسابرسی و اجرایی‌شدن استانداردهای

IFRS

- سازمان بورس باید پیشگیری را در دستور کار قرار داده و بر عملکرد حسابرسان و بازرسان در زمان پذیرش شرکت‌ها و در طول زمان حضور آن‌ها در بازار سرمایه توجه بیشتری داشته باشد.
- ایجاد مشوق توسط سازمان بورس به منظور تشویق فرآیند ادغام موسسات حسابرسی.
- فراهم آوردن شرایط اقتصادی و فرهنگی لازم جهت پیاده‌سازی استانداردهای IFRS.
- اصلاح و به‌روز نمودن قوانین بالادستی مانند قانون تجارت و قانون مالیات کشور.
- طراحی مشوق‌هایی مانند معافیت مالیاتی و پرداخت هزینه‌های مرتبط با تهیه صورت‌های مالی بر اساس IFRS توسط سازمان بورس به بنگاه‌های اقتصادی کشور.
- فرهنگ‌سازی و معرفی استانداردهای بین‌المللی به مدیران و فعالین بازار به همراه آموزش نیروی متخصص مربوطه در دانشگاه‌های کشور.

۴,۲. معرفی ابزارهای نوین تأمین مالی

در این قسمت به معرفی قسمتی از ابزارهای تأمین مالی کاربردی خواهیم پرداخت. لازم به ذکر است که پاره‌ای از این ابزارهای جهت توسعه بخش‌های مختلف بازار سرمایه و قسمتی دیگر انحصاراً برای تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور معرفی می‌شوند. به منظور فهم آسان‌تر مفاهیم، تعاریف عنوان‌شده در رابطه با ساختار ابزارهای نوین تأمین مالی در قالب دو جدول شماره ۱۰ و ۱۱ خلاصه شده است.

جدول شماره ۱۰. تعاریف مورد نظر در ساختار اوراق بدهی معرفی‌شده

بانی	شخص حقوقی متقاضی تأمین مالی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی اقدام به انتشار صکوک می‌نماید.
ناشر یا نهاد واسط	شرکتی است با مسئولیت محدود که توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه تشکیل گردیده و به عنوان عامل انتشار انواع صکوک، تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار منتشر نماید.
ضامن	شخصیت حقوقی است که وجوه پرداختی بانی به نهاد واسط را در سررسید یا سررسیدهای معین تعهد و تضمین می‌نماید.
نهاد ناظر	به‌عنوان امین و وظیفه تأسیس و راهبری نهادهای واسط را در بازار سرمایه عهده‌دار است.
عامل پرداخت	شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق بهادار اسلامی در سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.
بازارگردان	کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوزهای لازم؛ افزایش نقدشوندگی، تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه نوسان قیمت‌ها را متعهد شده و به معامله اوراق می‌پردازد.
متعهد پذیرهنویس	شخصیتی است حقوقی که در مهلت پذیرهنویسی متعهد به خرید اوراق بهادار فروش‌نرفته می‌شود.

جدول شماره ۱۱. تعاریف مورد نظر در ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری معرفی شده

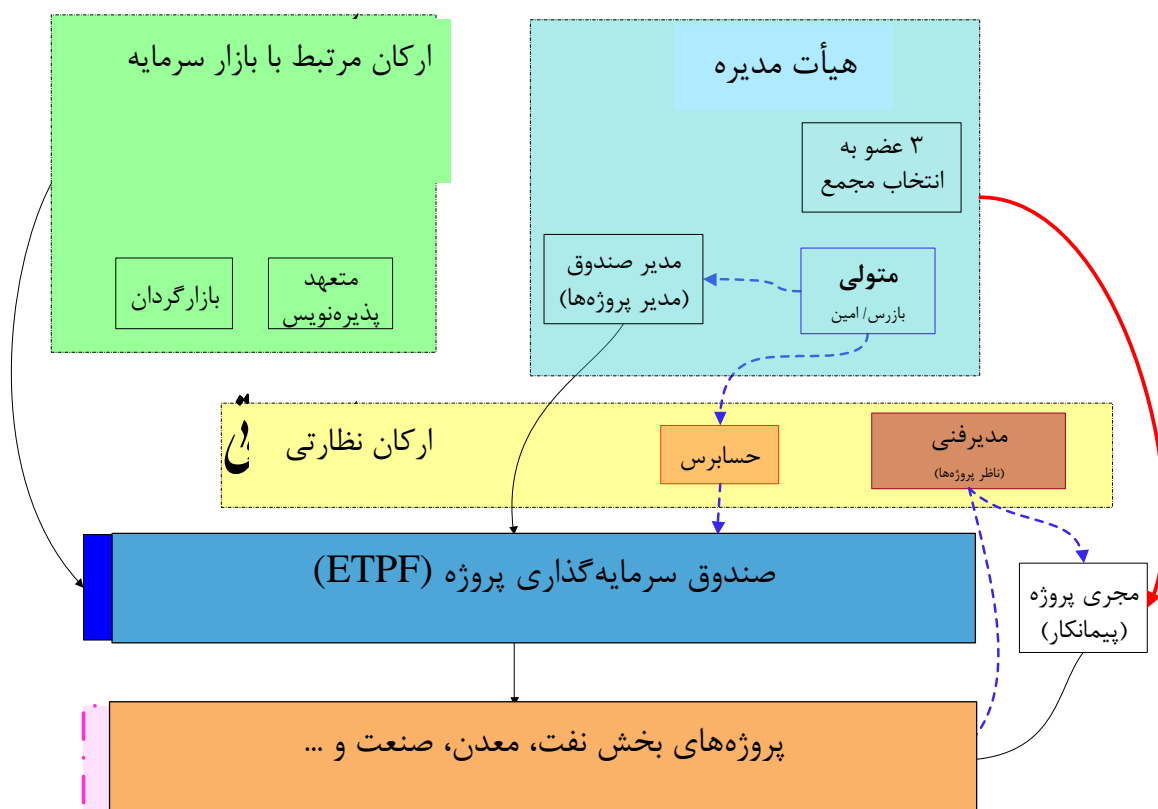
ارکان	وظایف	افراد حقیقی و حقوقی واجد شرایط
مجمع صندوق	تعیین و یا تغییر سایر ارکان، تصمیم‌گیری راجع به انحلال صندوق	<ul style="list-style-type: none"> دارندگان بیش از یک درصد کل واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و متولی به نمایندگی از سایر سهامداران خرد، مجمع صندوق را تشکیل می‌دهند.
مدیر صندوق	امور مالی، مدیریت پروژه	<ul style="list-style-type: none"> شرکت‌های تأمین سرمایه شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری
حسابرس	حسابرسی صورت‌های مالی	<ul style="list-style-type: none"> حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار
متولی (بازرس)	نظارت بر کلیه ارکان و نمایندگی از طرف سهامداران خرد در مجمع	<ul style="list-style-type: none"> حسابرسان معتمد بورس شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری مؤسسات حقوقی
بازارگردان	تنظیم عرضه و تقاضا با خرید و فروش مستمر در بازار، تحدید دامنه نوسان قیمت و حفظ نقدشوندگی واحدهای صندوق	<ul style="list-style-type: none"> شرکت‌های تأمین سرمایه کارگزاری‌ها، شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری بانک‌ها
متعهد پذیرهنویس	تأمین منابع مالی پروژه در صورت عدم تأمین توسط سرمایه‌گذاران	<ul style="list-style-type: none"> بانک‌ها و مؤسسات مالی معتبر (دارای مجوز بانک مرکزی) شرکت‌های تأمین سرمایه
مدیر فنی	بسته به ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری وظایف متفاوت است. برای مثال در مورد صندوق زمین و ساختمان انجام عملیات پیمانکاری و ساخت	وابسته به ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری
ناظر	نظارت بر اجرای صحیح پروژه	وابسته به ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری

- **صندوق سرمایه‌گذاری پروژه^{۸۷}**: نهاد مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده و به جمع‌آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه‌گذاری در ساخت و تکمیل پروژه‌های مختلف می‌پردازد. با توجه به ویژگی‌هایی مانند کاهش زمان افزایش سرمایه و جدایی مدیریت از مالکیت در ساختار صندوق پروژه، بنگاه‌های اقتصادی کشور می‌توانند از این ابزار جهت

^{۸۷}Project Investment Fund

تسهیل تأمین مالی پروژه‌های خود استفاده نمایند. این ابزار در بازار سرمایه مورد مطالعه قرار گرفته و صرفاً در یک مورد عملیاتی شده و کاربرد گسترده پیدا نکرده است.

نمودار شماره ۲۰. ساختار پیشنهادی صندوق سرمایه‌گذاری پروژه



نمودار شماره ۲۱. فرآیند شروع فعالیت صندوق پروژه



- **صندوق‌های سهام خصوصی**^۸: این صندوق‌ها نهادهای مالی نوینی هستند که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های خارج از بورس در کشورهای توسعه‌یافته و بسیاری از کشورهای در حال توسعه را بر عهده دارند. حوزه تمرکز اصلی این صندوق‌ها، انجام سرمایه‌گذاری در توسعه ایده‌های نو، کسب‌وکارهای در حال رشد، شرکت‌های کوچک و متوسط نیازمند سرمایه و همچنین شرکت‌های دارای موقعیت سودآوری می‌باشد. مدل رایج برای صندوق‌های سهام خصوصی به صورت ساختار شراکت با مسولیت محدود (LP) است. در ساختار شراکت با مسولیت محدود (LP)، سهامداران (شرکا) به دو گروه اصلی شرکای فعال^۹ و شرکای غیر فعال^{۱۰} (سرمایه‌گذاران) تقسیم می‌شوند.

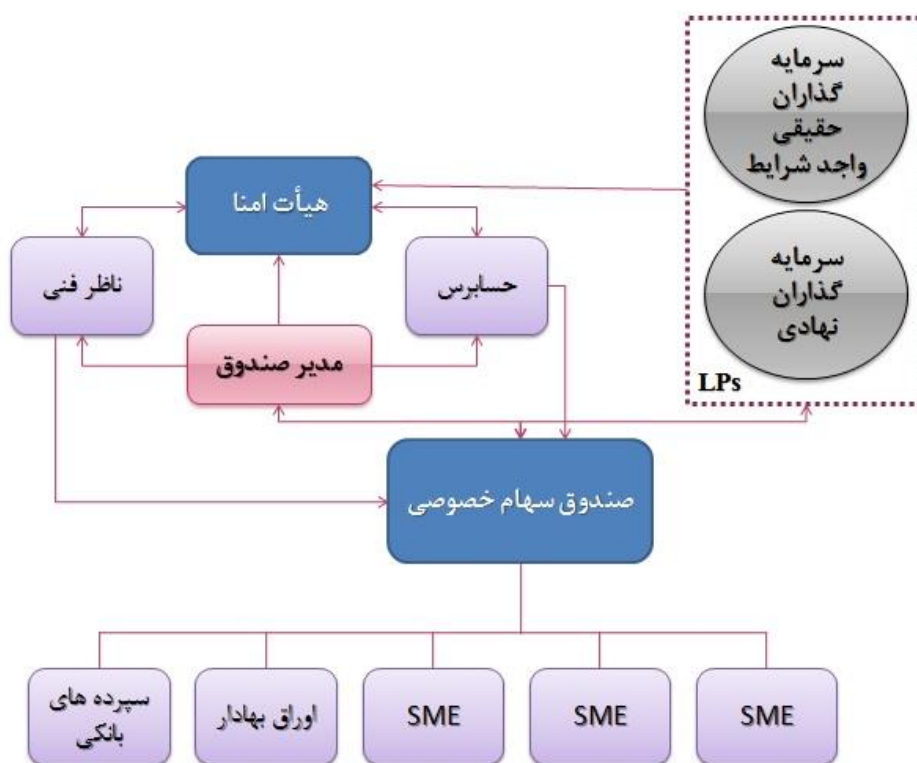
^۸Private Equity Fund

^۹General Partners

^{۱۰}Limited Partners

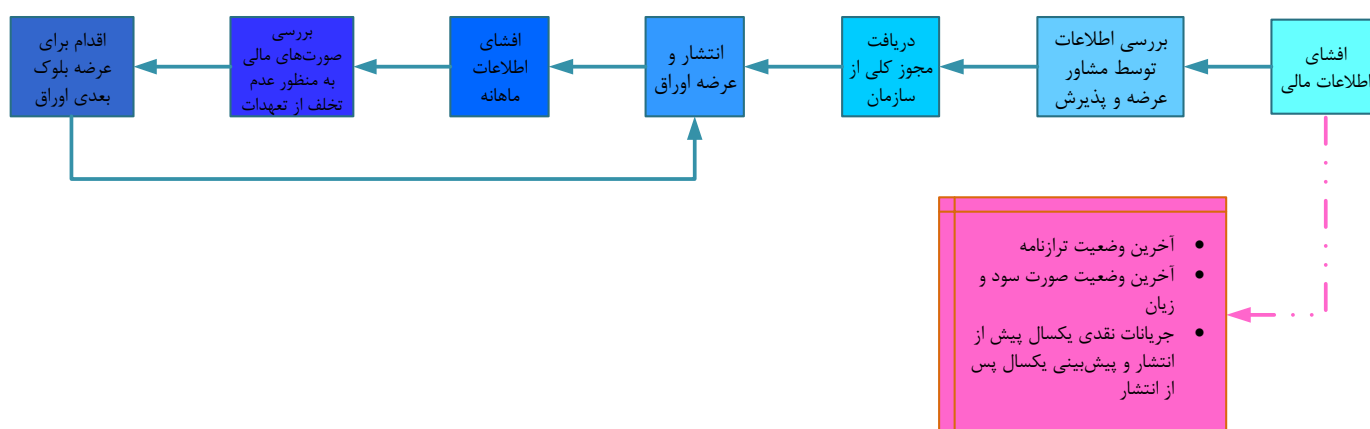
شرکای فعال که سهم اندکی در تأمین سرمایه صندوق دارند، مسولیت اعمال مدیریت بر منابع را به عهده می‌گیرند. در تقسیم‌بندی مسولیت‌ها و اختیارات، شرکای فعال دارای اختیارات گسترده در اداره منابع صندوق و تصمیم‌گیری در خصوص انجام و مدیریت سرمایه‌گذاری می‌باشند. مطالعه اهداف سرمایه‌گذاری، جمع‌آوری سرمایه و مدیریت عملیات سرمایه‌گذاری توسط یک تیم مجرب و متخصص انجام می‌پذیرد که توسط شرکای فعال تعیین و مدیریت می‌شوند. شرکای غیر فعال، سهامداران عمده صندوق محسوب می‌شوند که تأمین‌کننده سرمایه صندوق هستند و بر اساس قراردادی که با شرکای فعال امضا می‌کنند، مسولیت مدیریت بر منابع را به‌طور کامل به شرکای فعال واگذار می‌نمایند. این ابزار حداقل از سال ۱۳۹۰ مورد مطالعه بوده ولی عملیاتی نشده است.

نمودار شماره ۲۲. ساختار پیشنهادی صندوق سهام خصوصی

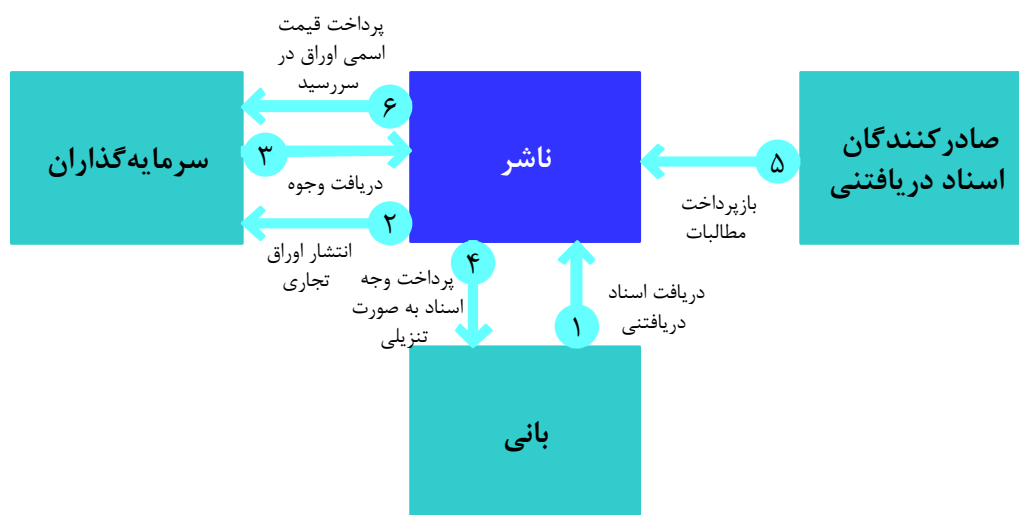


- **اوراق تجاری اسلامی!** اوراق تجاری اسلامی، ابزارهای بدهی هستند که توسط شرکت‌ها به منظور انجام کارها (پیشبرد فعالیت‌ها) و تأمین نیازهای سرمایه‌ای منتشر می‌شوند. این اوراق دارای سررسید کوتاه‌مدت (۱، ۳، ۶، ۹، ۱۲ ماه یا بیشتر) می‌باشند. این ابزار بر اساس عقد مرابحه، و برپایه خرید دین برای معاملات دست دوم، منتشر و به کسر فروخته می‌شوند و سود پرداختی ندارند. در ضمن پشتوانه انتشار اوراق تجاری اسلامی دارایی می‌باشد. این ابزار نیز در بازار سرمایه عملیاتی نشده است.

نمودار شماره ۲۳. فرآیند انتشار اوراق تجاری اسلامی

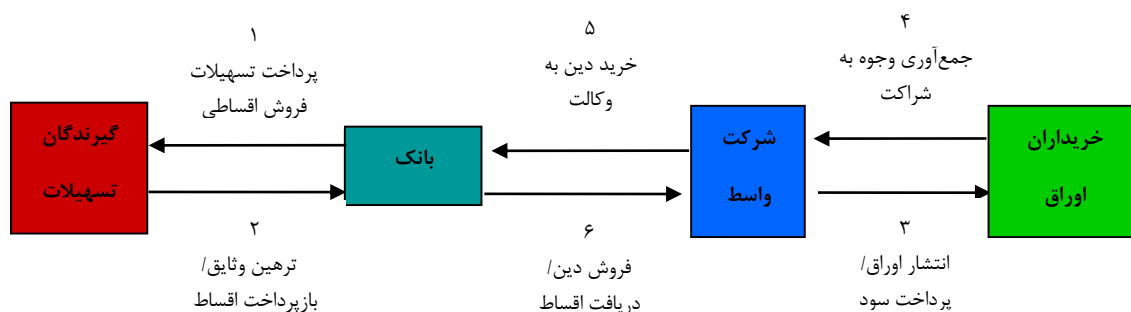


نمودار شماره ۲۴. ساختار پیشنهادی اوراق تجاری اسلامی

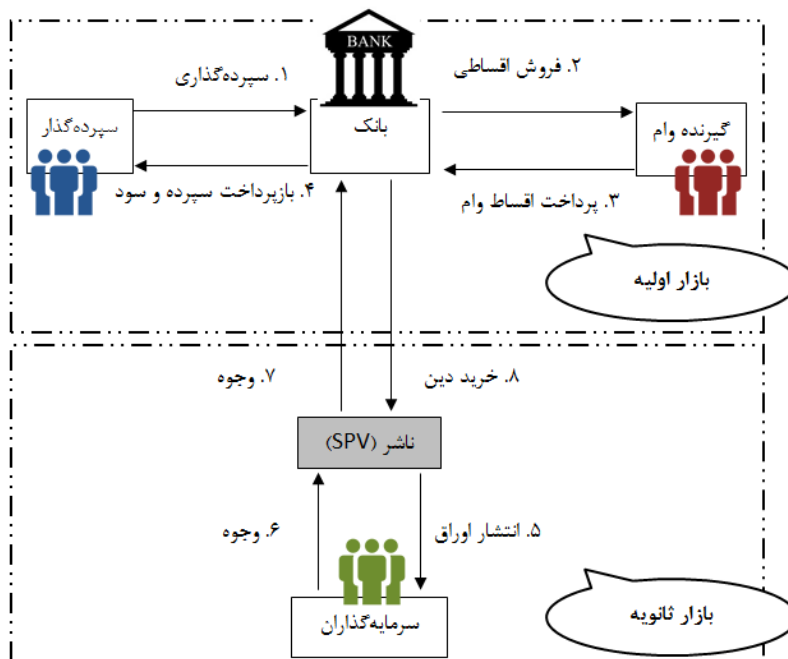


- **اوراق رهنی:** در این نوع از اوراق که در بانکداری غربی بسیار متداول بوده و در بانکداری اسلامی معمولاً از نوع اوراق مرابحه و اجاره می‌باشند، شرکت بانی (بانک، موسسه مالی یا شرکت لیزینگ) با ارائه درخواست یا طرح توجیهی خواستار جمع‌آوری منابع مالی از سرمایه‌گذاران توسط شرکت واسط و منتشرکننده اوراق (Special purpose vehicle - SPV) می‌شود. شرکت واسط پس از جمع‌آوری منابع مالی از سرمایه‌گذاران و به وکالت از طرف آن‌ها دارایی‌های تسهیلاتی شرکت بانی (بانک) را خریداری کرده و بر اساس این دسته از دارایی‌های خریداری‌شده اوراق منتشر می‌نماید. این دارایی‌ها تسهیلاتی هستند که بانک به نهادها و خانوارها اعطا کرده است. از آنجایی که این دارایی‌ها (تسهیلات) در رهن بانک می‌باشد دارایی‌های رهنی و اوراقی که به پشتوانه آن منتشر می‌شود اوراق رهنی نام دارند. به‌رغم مطالعات گسترده در مورد این اوراق از دهه ۱۳۸۰ در شرکت تامین سرمایه نوین، این ابزار صرفاً یک مرتبه بصورت نمادین مورد بهره‌برداری قرار گرفت که طرفین عرضه‌کننده و خریدار اوراق هر دو از نهادهای وابسته به دولت بودند و عملاً بخش خصوصی هیچ نقشی در آن نداشته است. در مورد صندوق زمین و ساختمان نیز تقریباً شرایط مشابهی حاکم بوده و بخش خصوصی واقعی عملاً مشارکت چندانی در این صندوق‌ها نداشته و صندوق‌های موجود عمدتاً به نهادهای دولتی و شبه دولتی وابسته‌اند.

نمودار شماره ۲۵. فرآیند کلی انتشار اوراق رهنی

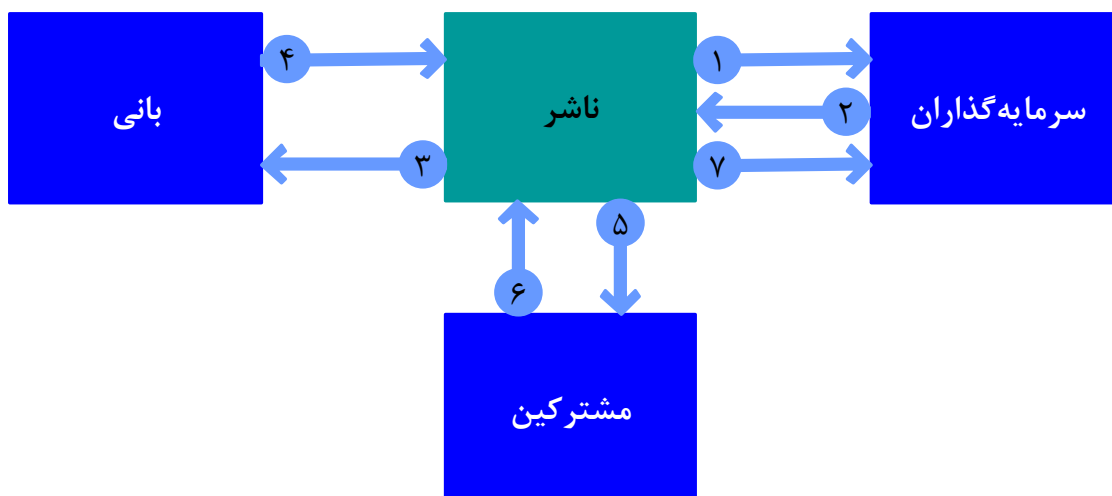


نمودار شماره ۲۶. اوراق رهنی مرابحه یا فروش اقساطی



- **اوراق منفعت:** اوراق بهادار بانام یا بی‌نام قابل نقل و انتقالی که بر اساس عقود اسلامی منتشر گردیده و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر منافع آینده دارایی‌های بادوام است که در ازای پرداخت مبلغی معین منتقل شده است و دارندگان اوراق می‌توانند از عین یا معادل مالی منافع بهره‌مند گردند. این ابزار نیز پس از حدود یک دهه انتظار برای اولین بار در سال ۱۳۹۶ یک مرتبه به بازار عرضه شد.

نمودار شماره ۲۷. مدل عملیاتی اوراق منفعت



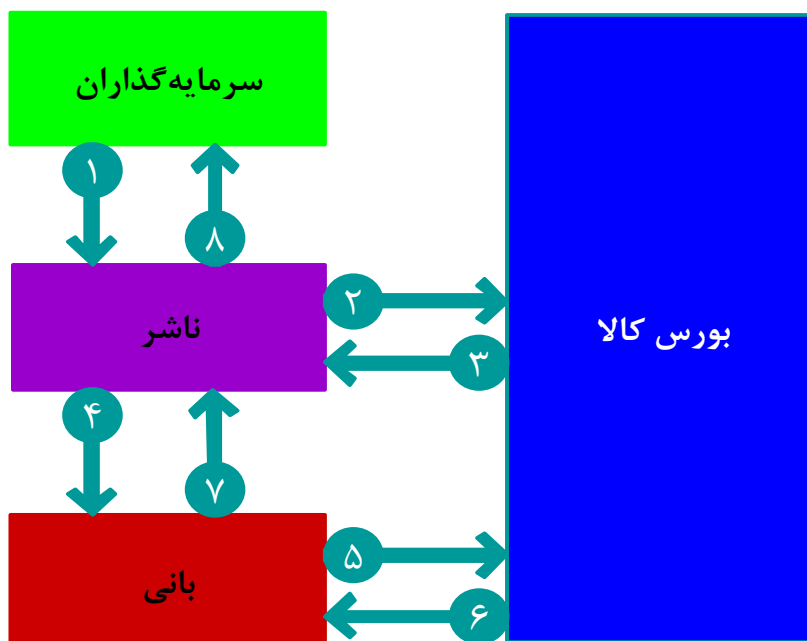
۱. واسط (ناشر)، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق منفعت کرده و در این مرحله سرمایه‌گذاران مستاجر منفعت‌های دارای بادوام یا خدمات آتی خواهند شد.
۲. ناشر وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.
۳. ناشر به وکالت از سرمایه‌گذاران وجوه جمع‌آوری شده از واگذاری اوراق منفعت را جهت در اختیار گرفتن منافع یا خدمات آتی به بانی می‌پردازد.
۴. بانی (موسسه خدماتی یا صاحب دارایی) طی قراردادی منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط (که از طرف صاحبان اوراق نقش وکیل را دارد) طبق عقد اجاره واگذار می‌کند و در واقع بانی به عنوان موجر فعالیت می‌کند.
۵. واسط، به وکالت از صاحبان اوراق، خدمات و منافع دارایی مورد نظر را در طول مدت زمان مشخص شده در اختیار مشتریان واقعی این منافع قرار می‌دهد.
۶. واسط، جریان نقدینگی ایجاد شده از فروش منافع و خدمات به مشتریان را دریافت و مدیریت می‌نماید.
۷. واسط، طبق مدل از قبل تعیین شده سود حاصل از فروش منافع و خدمات را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

- **اوراق تورق:** اوراق تورق به عنوان یکی از ابزارهای بدهی در صنعت مالی کشورهای اسلامی نقش بسزایی در تأمین نقدینگی شرکت‌ها و مؤسسات مالی ایفا می‌کند. بر اساس عقد تورق فرد نیازمند به پول با خرید کالا در ازای پرداخت مبلغ معینی در آینده و فروش همزمان آن کالا به دیگری با قیمت کمتر، به نقدینگی مورد نیاز خود دست می‌یافت. این ابزار مالی تا کنون در بازار سرمایه مورد استفاده قرار نگرفته است.

نمودار شماره ۲۸. مراحل انتشار اوراق تورق



نمودار شماره ۲۹. ساختار پیشنهادی برای انتشار اوراق تورق



۱. خرید اوراق تورق و قبول وکالت ناشر، آغاز سرمایه‌گذاری

۲. خرید کالا از تاجر اول در بورس کالا

۳. دریافت کالا (قبض رسید پرداخت)

۴. فروش کالا توسط ناشر به صورت نسیه به بانی

۵. فروش کالا به تاجر دوم در بورس کالا
۶. دریافت نقدینگی مورد نیاز پس از فروش کالا به تاجر دوم
۷. پرداخت ثمن معامله به ناشر در اقساط مشخص در تاریخ‌های معین
۸. انتقال وجه از ناشر به سرمایه‌گذاران

- **اوراق خزانه مصون از تورم:**^{۴۲} اسناد خزانه مصون از تورم اوراقی با سررسیدهای ۵، ۱۰ و ۳۰ ساله هستند که توسط خزانه‌داری آمریکا منتشر می‌شوند. ارزش اسمی این اوراق به‌صورت دوره‌ای با تغییرات نرخ تورم تعدیل شده و خزانه‌داری بر اساس ارزش اسمی تعدیل‌یافته، بهره اوراق را پرداخت می‌کند. جریان‌های پرداختی بهره اوراق به تدریج در طول مدت افزایش نرخ تورم، افزایش می‌یابد. در سررسید، یک سرمایه‌گذار در اوراق TIPS اصل ارزش اسمی سرمایه‌گذاری به اضافه مجموع تمامی تعدیلات تورمی از زمان انتشار اوراق را دریافت خواهد کرد. به عنوان مثال، اگر ۱۰۰۰ دلار در TIPS ۱۰ ساله با نرخ کوپن ۲ درصد سرمایه‌گذاری گردد، با فرض نرخ تورم ۳ درصد در سال آینده، ارزش اسمی اوراق به ۱۰۳۰ دلار افزایش می‌یابد و بهره پرداختی سالانه ۲۰/۶۰ دلار (۲٪ اصل تعدیل یافته) خواهد بود. در فضای تقلیل سطح عمومی قیمت‌ها، عکس این قاعده برقرار می‌باشد و ارزش اسمی و بهره پرداختی همگام با افت هزینه کالا و خدمات کاهش می‌یابد. انتشار این اوراق باعث توسعه بازار سرمایه و تسهیل تأمین مالی پروژه‌های بخش عمومی در ایران خواهد شد. این ابزار مالی گرچه در دنیا بسیار پرکاربرد است و در واقع مبنای اصلی محاسبات ارزشیابی شرکت‌های بزرگ به حساب می‌آید، ولی تا کنون در بازار ایران عرضه نشده است.
- **قرارداد یا توافق‌نامه بازخرید:**^{۴۳} توافق‌نامه بازخرید، توافقی بین دو طرف است به نحوی که یک طرف اوراق بهادار خود را به قیمت مشخص به طرف دیگر می‌فروشد (پول قرض می‌کند) و به طور

^{۴۲}Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

^{۴۳}REPO

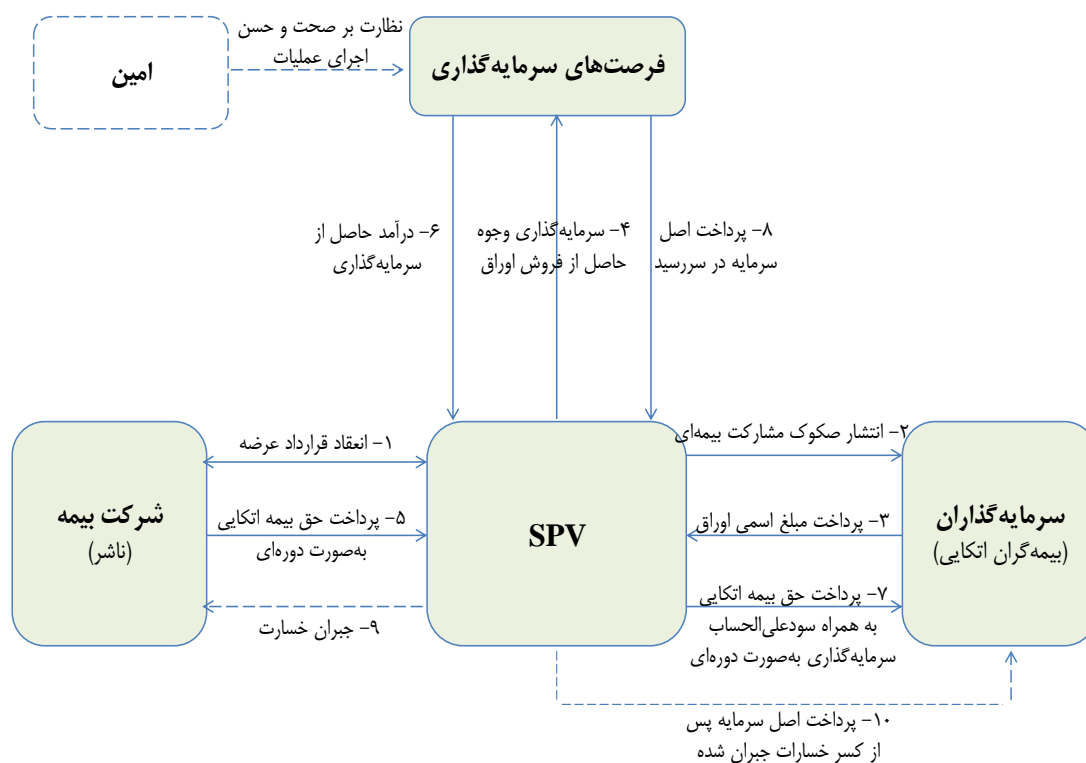
همزمان تعهد می‌کند که همان اوراق بهادار را به قیمت مشخص و در تاریخ مشخص در آینده بازخرد نماید. نرخ بهره‌ای که در قرارداد ذکر می‌گردد نرخ بهره ریو نامیده می‌شود. این ابزار مالی بانک‌ها، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری را قادر ساخته تا از طریق قراردادن وجوه نقد مازاد خود، سود کوتاه‌مدت به دست آورند. این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به دلیل وجود وثیقه، نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها، ایمنی بالاتر، ریسک نکول کمتری دارند. دریافت‌کنندگان وجوه در توافق‌نامه‌های بازخرد به منظور تأمین مالی کوتاه‌مدت و دسترسی به وجوه با هزینه کمتر به این بازار مراجعه می‌کنند که می‌توان شرکت‌ها و بانک‌ها را در این زمره قرار داد. همچنین بانک‌های مرکزی از توافق‌نامه بازخرد به عنوان جزیی از عملیات بازار آزاد استفاده می‌کنند. این ابزار تأمین مالی ضمن کانالیزه کردن اعمال سیاست‌های پولی بانک مرکزی از طریق بازار سرمایه، زمینه توسعه پایدار این بازار را فراهم خواهد کرد. این ابزار تا کنون در بازار ایران عرضه نشده است.

- **اختیار معامله اوراق بدهی:**^۴ اختیار معامله اوراق بدهی، اختیاری است برای خرید یا فروش یک ورقه بدهی در قیمتی مشخص در تاریخ انقضای اختیار معامله و یا قبل از آن. در حقیقت قرارداد اختیار معامله اوراق بدهی، اختیار معامله‌ای است که دارایی پایه آن، اوراق بهادار با درآمد ثابت باشد. این ابزار مالی عموماً در بازارهای خارج از بورس^۵ معامله می‌شود. یک اختیار قرضه به سرمایه‌گذار این اجازه را می‌دهد تا ریسک سبد سرمایه‌گذاری قرضه خود را پوشش دهد و یا با ریسک کمی روی اوراق بهادار با درآمد ثابت به سفته‌بازی بپردازد. تقریباً هیچ نوعی از اختیار معامله بدهی در بازار کشور عرضه نشده است.

^۴Bond Option

^۵OTC

نمودار شماره ۳۰. ساختار پیشنهادی انتشار صکوک مشارکت بیمه‌ای



- **صکوک مشارکت بیمه‌ای:** صکوک بیمه‌ای اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند که برای تجمیع وجوه لازم جهت پوشش ریسک بیمه‌نامه‌های منتشرشده از سوی شرکت‌های بیمه، مبتنی بر عقد شرکت، استفاده می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از شرکت، در سود و یا زیان ناشی از پوشش بیمه‌ای ارائه‌شده شریک می‌باشند. به عبارت دیگر دارندگان این اوراق به صورت مشترک عهده‌دار بیمه اتکایی هستند. این ابزار تا کنون در بازار سرمایه عرضه نشده است. هم‌چنین ایجاد صندوق‌های بازنشستگی خصوصی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طلا و احداث بازار ارز در بورس از جمله مواردی هستند که به رشد و توسعه بازار سرمایه و بهبود و ثبات شاخص‌های کلان اقتصادی کمک زیادی می‌نمایند.

۴,۳. ساماندهی سهام عدالت در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری

بر اساس آمار در ایران حدود ۱۰ میلیون کد سهامداری وجود دارد که از این تعداد، ۲ میلیون معامله‌گر فعال حداقل ۴ بار در سال خرید و فروش انجام می‌دهند. بنابراین مدیران بازار باید خط‌مشی‌های بورس را با در نظر گرفتن ۲ میلیون سهامدار حقیقی فعال و البته نرخ رشد آنان در آینده تعیین کنند. همچنین برآوردها نشان می‌دهد که ۱ میلیون کد مشارکت‌کننده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد که قسمت عمده این صندوق‌ها در قالب شبکه بانکی و برای برطرف نمودن محدودیت پرداخت سود بیشتر به سپرده‌گذاران شکل گرفته است.^{۹۶}

موضوع دیگر این روزها معامله ثانویه سهام عدالت است که می‌تواند حدود ۴۵ میلیون نفر به آمار سهامداران حقیقی بازار سرمایه بیفزاید. در صورت تحقق این موضوع، بورس اوراق بهادار تهران به زودی باید میزبان ۵۵ میلیون سهامدار باشد که این امر ضریب نفوذ بازار سرمایه کشور را تا ۶۸ درصد افزایش می‌دهد. این رقم نه تنها در میان کشورهای همسایه و منطقه، که در دنیا بی‌نظیر است. این فرصت استثنایی پیش‌روی مدیران بازار، در صورت عدم برنامه‌ریزی صحیح، به راحتی می‌تواند به بزرگ‌ترین معضل سال‌های آتی بورس بدل شود. می‌دانیم که سهامدار حقیقی به‌طور عام و صاحبان سهام عدالت به‌طور خاص از اطلاعات مالی و قدرت تجزیه و تحلیل شرکت‌ها بی‌بهره‌اند. بخش عمده سهامداران حقیقی در زمره معامله‌گران نوفه^{۹۷} طبقه‌بندی می‌شوند. این گروه از سرمایه‌گذاران اخبار حائز اهمیت را از اخبار نامربوط تشخیص نمی‌دهند، با هر خبر مثبتی اقدام به خرید کرده و در برابر اخبار منفی عکس‌العمل‌های بیش از حد نشان می‌دهند، آنان وزن اطلاعات را نمی‌دانند و معمولاً داده‌های اخیر خود را بسیار با اهمیت تلقی می‌کنند، این گروه درک درستی از انتظارات بازار ندارد و اخبار تحقق‌یافته را مهم‌تر از اخبار مورد انتظار در نظر می‌گیرد. نهایتاً، در اثر خرید و فروش‌های بی‌هدف، برآیند ارقام واقعی بازده کل این سهامداران معمولاً در حد صفر است. وقتی آنان پس از مدتی به این موضوع پی می‌برند، یا آنگاه که در برابر سقوط‌های ناگهانی بازار بی‌پناه می‌مانند، یا زمانی که نمی‌توانند در مجامع

۹۶. منبع: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات)

^{۹۷}noise trader

عمومی شرکت‌ها از حقوق خود دفاع کنند، یا هنگامی که متوجه می‌شوند گروه‌هایی از بازار به اطلاعات نهانی دسترسی دارد؛ دیگر هیچ چیز و هیچ کس جلودار این سهامداران زیان‌دیده نیست. در این شرایط سهامداران نوفه آن‌چنان دچار خشم می‌شوند که به همه چیز و همه کس اتهام می‌زنند، در مجامع عمومی فریاد می‌کشند، اگر بتوانند جلوی سازمان بورس تجمع کرده و اگر نتوانند حداقل بازار را برای مدتی هم که شده با دلخوری ترک می‌کنند.

توسعه ابزارهای سرمایه‌گذاری جمعی هم‌چون صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تشویق سرمایه‌گذاری غیر مستقیم مردم در بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین راه‌کارهای بلندمدت برای حفاظت از منافع سهامداران خرد حقیقی است. کشورهای توسعه‌یافته به کمک این ابزار توانسته‌اند منابع بخش بزرگی از جوامع خود را جذب بازار سرمایه کنند. به‌عنوان مثال، در سال ۲۰۱۷ میلادی، ۵۴ درصد شهروندان ایالات‌متحده (۱۷۶ میلیون نفر) در بازارهای بورس این کشور سرمایه‌گذاری کرده‌اند.^{۹۸} برای پاسخگویی به نیاز این سرمایه‌گذاران، در این سال ۱۷ هزار صندوق سرمایه‌گذاری در بازار ایالات‌متحده ارائه خدمت کرده است،^{۹۹} یعنی یک صندوق حدوداً در ازای هر ۱۰ هزار نفر. اگر آمار ۲ میلیون سهامدار فعال در بازار ایران را بپذیریم، با احتساب ۲۱۴ صندوق فعال در بازار سرمایه کشور، نسبت اخیر برای بازار ایران معادل یک صندوق در ازای هر ۹,۵۰۰ نفر خواهد بود. به فرض آن‌که تنها پنج درصد صاحبان سهام عدالت بعد از دریافت کد بورسی به جمع سهامداران فعال بازار سرمایه بپیوندند، به زودی نسبت یادشده به یک صندوق در ازای هر ۱۹ هزار نفر تنزل خواهد یافت.

به هر حال، توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری الزاماتی دارد. باید سازوکارهایی تعبیه شود که سهامدار حقیقی برای تشخیص صندوق مورد نظر خود مجدداً گرفتار پیچیدگی‌های ارزشیابی دارایی‌های مالی نباشد. حداقل، سهامدار خرد باید بتواند به‌سادگی ریسک مورد نظر خود را به صندوق‌ها ارتباط دهد. به‌علاوه، مدیران صندوق‌های کم‌ریسک نیز باید بتوانند ارزش دارایی‌های صندوق خود را در برابر تلاطم‌های شدید بازار پوشش

Source: CNN Money- <https://money.cnn.com/2017/02/17/investing/trump-stock-market-americans/index.html>

^{۹۹} بر اساس آمارهای مؤسسه شرکت‌های سرمایه‌گذاری (Investment Company Institute):

http://www.ici.org/pdf/industry_stats_national.pdf

^{۱۰۰} مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران: <http://www.fipiran.com>

دهند. یکی از راه‌کارهای دستیابی به این مهم در دنیا، استفاده از اختیار فروش^۱ است. بسیاری از شرکت‌ها برای ایجاد اطمینان در میان سهامداران خود، اقدام به انتشار اختیار فروش می‌کنند تا در صورت سقوط ارزش سهام آن‌ها، صاحبان اختیار فروش بتوانند سهام خود را به قیمت اعمال آن به شرکت فروخته یا اختلاف آن را از سهام خزانه شرکت برداشت کنند. گرچه در قانون بازار سرمایه ایران هنوز سهام خزانه و حق انتشار اختیار فروش برای شرکت‌ها دیده نشده، ولی اوراق اختیار تبعی این امکان را برای سهامداران عمده شرکت‌ها فراهم آورده است. اگر سهامداران عمده شرکت‌ها که اطلاعات دقیق‌تری از اوضاع مالی شرکت دارند، اختیار تبعی سهم خود را به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذار ارائه کنند، آنگاه با روشن شدن حداقل بازده دارایی‌های صندوق برای سهامداران خرد، جذب منابع آنان چندان دشوار نخواهد بود. این اقدام می‌تواند بخشی از برنامه ضروری توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور باشد.

^۱put option

^۱exercise price

۴,۴. جمع‌بندی کلی از اوضاع بازار سرمایه کشور

در سال‌های اخیر بازار سرمایه کشور رشد بسیار چشم‌گیری داشته است. ورود بسیاری از صنایع مادر از قبیل صنایع پتروشیمی و فلزی به بازار سرمایه در کنار بهبود روز افزون زیرساخت‌ها و ابزارهای مالی، بازار سرمایه را در کنار نظام بانکی به یکی از ارکان مهم پولی و مالی کشور تبدیل کرده است. در عین حال، بسیاری از فعالان بازار هم‌چنان از شرایط حاکم بر آن رضایت کامل ندارند. این عدم رضایت نه به معنای نفی پیشرفت‌های حاصل‌شده بلکه به دلیل فاصله میان وضع موجود و ظرفیت‌های بالقوه است. متأسفانه بازار سرمایه نیز مانند بسیاری از ارکان کشور از آثار سیاست‌زدگی و عوام‌فریبی مصون نمانده است. در طول فصول مختلف این گزارش مثال‌های متعددی برای تبیین این موضوعات بیان شده، صرفاً برای یادآوری به نمونه دیگری اشاره می‌شود تا مطالب فوق برای خواننده به درستی روشن شود.

در سال‌های گذشته توسعه ابزارهای با درآمد ثابت با سرعت خوبی در کشور شکل گرفت و ابزارهای متعددی از قبیل اوراق صکوک و اسناد خزانه اسلامی به بازار معرفی شد. هم‌زمان، زیرساخت‌های بازار نیز متناسب با این عرضه‌ها توسعه یافت و حجم قابل توجهی از صندوق‌های با درآمد ثابت و نهادهای سرمایه‌گذار در این حوزه فعال شدند. از این رو، موفقیت‌های زیادی حاصل شده که مایه مباهات بازار سرمایه است. در عین حال، همان‌طور که می‌دانیم، در کشورهای توسعه‌یافته بار عمده تأمین مالی بنگاه‌های بزرگ بر عهده بازار سرمایه بوده و نظام بانکی بیشتر تأمین مالی در حجم اندک یا مرتبط با سرمایه در گردش را انجام می‌دهد. وقتی به بازار ایران نگاه می‌کنیم، آن‌چه مشهود است به‌رغم پیشرفت‌های حاصل‌شده، بازار هنوز نتوانسته حتی گوشه‌ای از ظرفیت واقعی خود را عملیاتی سازد. هم‌چنان بار عمده تأمین مالی بر عهده نظام بانکی است و گویا اندک تأمین مالی (نسبت به ظرفیت کشور) از جنس بدهی در بازار سرمایه بیشتر برای نمایش است تا رفع نیاز واقعی.

البته، طبیعی است که با سازوکار جاری مصوب برای انتشار اوراق بدهی نمی‌توان انتظار بیش از این را داشت. در سازوکارهای فعلی، ناشر اوراق باید ارکانی از قبیل ضامن و متعهد پذیره‌نویس را برای اوراق خود بیابد. در این فرایند ریسک نکول اوراق بکلی بر دوش ضامن خواهد بود که خود معمولاً یک بانک است و توان ترازنامه‌ای

محدودی دارد. بنابراین، طبیعی است که بانک‌ها با ظرفیت محدود خود نمی‌توانند بیش از حد مشخصی ضمانت اوراق بدهی منتشره در بازار سرمایه را تحمل کنند. از این رو، انتظار انتشار اوراق بدهی در ابعاد وسیع با سازوکار فعلی، انتظاری دور از ذهن است. وقتی در جلسات رسمی و غیررسمی این مشکلات برای تصمیم‌گیران بازار سرمایه تشریح می‌شود، به درستی می‌توان تشخیص داد که آنان خود نسبت به این معضلات آگاهی کامل دارند، ولی بیم آنان عمدتاً از تبعات بعدی است. مثلاً، اگر اوراقی نکول کند و ضامنی برای پرداخت تعهدات وجود نداشته باشد و خریداران اوراق متعاقباً جلوی سازمان بورس تحسن کنند، تبعات سیاسی آن برای مسولین مرتبط بسیار پرهزینه خواهد بود و آنان باید در مقابل انواع نهادهای امنیتی و اطلاعاتی پاسخگو باشند. حال آن که اگر سازوکار فعلی موجب شود حجم تأمین مالی در کشور سقف کوتاهی داشته باشد، کسی متعرض تصمیم‌گیران این حوزه نخواهد بود.

سایر ارکان بازار سرمایه نیز وضعیت مشابهی دارد. ذات بازار سرمایه اقتضا می‌کند که عملیات آن توأم با ریسک باشد، ولی آنچه در تار و پود بازار سرمایه فعلی کشور مشاهده می‌شود محافظه‌کاری بیش از حد است. هدف از مطالعه حاضر کشف مشکلات واقعی پیش‌روی بنگاه‌های اقتصادی بویژه شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه بوده است. از مجموع مطالعات و مصاحبه‌های صورت‌گرفتن در این پژوهش می‌توان جمع‌بندی بسیار روشنی از مشکلات یادشده ارائه کرد:

هدف اصلی و مهم‌ترین انگیزه شرکت‌های کوچک و متوسط برای جذب و ادامه فعالیت در بازار سرمایه بهره‌بردن از امکان تأمین مالی است. این تأمین مالی برای آن که مورد قبول بخش خصوصی قرار گیرد باید حداقل ۳ ویژگی داشته باشد:

- در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی و بویژه نظام بانکی سریع‌تر باشد.
 - شفافیت بالایی داشته باشد و هزینه‌های پنهانی به صاحبان کسب‌وکار تحمیل نکند.
 - سازوکار مشخصی داشته باشد و فرایند بروکراتیک پیچیده‌ای نداشته باشد.
- واقعیت آن است که تأمین مالی در بازار سرمایه کشور بکلی فاقد هر ۳ ویژگی یادشده است. اولاً، در نظام بانکی و بویژه در ارقام کوچک مدنظر شرکت‌های SME، بسیاری از تصمیمات در سطح شعب اتخاذ می‌شود

و ارتباط طولانی مدت مدیران شعب با مدیران کسب‌وکارها سبب می‌شود فرایند تأمین مالی با سرعت بهتری انجام شود. ثانیاً، گرچه هزینه‌های پنهانی در سازوکارهای بورسی معمولاً کمتر است، ولی هم‌چنان این هزینه‌ها به شرکت‌ها تحمیل می‌شود. بعلاوه، فرایندهای سازمان بورس برای تایید یا رد تقاضاهای دریافتی در بسیاری از موارد مبتنی بر نظارت شخصی است. نهایتاً، فرایندهای اداری در سازمان بورس معمولاً بسیار طولانی و پیچیده است. بعنوان مثال اگر صرفاً چک لیست اقدامات مورد نیاز برای انجام پذیرش شرکت‌ها با مراحل آن بصورت گام به گام تهیه شود، این چک لیست خود در حدود ۱۰ صفحه است که اقدامات آن در بسیاری از موارد مستلزم رعایت تقدم و تاخرهای متعدد نیز می‌باشد.

با این توضیحات، در این فصل به گردآوری مشکلات بازار سرمایه خواهیم پرداخت و مطالبی که در فصول قبلی بصورت جسته و گریخته در مورد معضلات بازار ارائه شد، در این فصل بصورت یکپارچه و در برخی موارد همراه با راهکارهای عملیاتی آن تشریح می‌شود. هم‌چنین بخشی از این فصل به معرفی ابزارهای مالی جدید قابل بهره‌گیری در بازار سرمایه خواهد پرداخت و نهایتاً این فصل با پیشنهاد راهبردهایی برای بازار سرمایه به پایان می‌رسد.

۴,۵. بسته سیاستی پیشنهادی برای شرکت‌های SME

در ابتدای انجام این مطالعات، تیم مجری طرح پژوهشی بر این باور بود که می‌توان برای بازار سرمایه کشور راهبردهای کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تدوین کرد. از این رو، این اهداف در قالب بخشی از پروپوزال مصوب طرح پژوهشی نیز ذکر شده است. فرض کنید این مطالعات در سال ۱۳۹۶ انجام شده بود و با فضای پسابرجامی آن روزها و سیل خوش‌بینی نسبت به آینده کشور، تمرکز راهبردهای کوتاه‌مدت خود را بر جذب سرمایه‌های خارجی برای توسعه SMEها قرار داده بود. احتمالاً در آن زمان کسی این رویکرد را دور از ذهن یا غیرعملیاتی تلقی نمی‌کرد، ولی با تغییر فضای سیاسی حاکم بر کشور اکنون حتی تصور جذب منابع خارجی در اقتصاد غیرممکن شده است. در آن زمان بحث هر روز محافل بورسی حول راه‌اندازی بازار نقدی یا آتی ارز بود، حال آن که در حال حاضر کشور دچار نظامی چند نرخ شده که حتی معاملات فی‌مابین اشخاص حقوقی را به رسمیت نمی‌شناسد. در آن زمان بزرگان اقتصادی کشور متفق القول بحث از پایان طرح یارانه‌های نقدی داشتند، چیزی که هم‌اکنون مجلس شورای اسلامی به دنبال افزایش آن است.

البته، منظور از مطالب یادشده در بالا این نیست که اساساً تدوین راهبرد برای بازار سرمایه یا برای SMEها کاری بیهوده است و در هیچ کجای دنیا چنین اتفاقی نمی‌افتد، بلکه منظور آن است که در دنیای کنونی قرن بیست و یکم و بویژه در کشوری با مقتضات سیاسی ایران و در صنعت پرتلاطمی مثل صنعت مالی، متغیرها با سرعت بسیاری بالایی تغییر می‌کنند. اگر برنامه‌ها و راهبردهای ما برای پاسخگویی به این تغییرات انعطاف کافی را نداشته باشد، محکوم به شکست است.

بازار سرمایه ایران برای آن که بتواند بستر تأمین مالی شرکت‌های SME باشد، بیش از راهبرد نیاز به چابکی دارد. فرهنگ چابکی از سازمان بورس اوراق بهادار بکلی رفته است. اگر بازار سرمایه واقعاً می‌خواهد بستر رونق SMEها باشد، باید هر هفته یا حداقل هر ماه چند شرکت کوچک و متوسط جدید در بازارهای مختلف بورس و فرابورس عرضه شود. چرا بعد از گذشت مدت‌ها از راه‌اندازی بازار SME در شرکت فرابورس تا کنون ۳-۴ شرکت بیشتر در این بازار پذیرش نشده‌اند؟ آن‌چه در بازار بورس مورد نیاز است، بیش از برنامه میان‌مدت و

بلندمدت، فرهنگ بهبود مستمر است. طبیعتاً در یک سازمان چابک اگر بازاری (مثل SME) نتوانست در کوتاه‌مدت موفقیتی به همراه داشته باشد، رویه‌ها تغییر می‌کند.

با این همه، در ادامه این متن، نکاتی هر چند کوتاه برای تسهیل ورود و ماندگاری شرکت‌های SME به بازار سرمایه مورد اشاره قرار گرفته که شاید بتوان آن‌ها را در حکم راهبردهایی برای بازار تلقی کرد. راهبردهایی که باید بطور مستمر مورد بازبینی قرار گرفته و متناسب با شرایط بازار تغییر کند:

• شرکت‌های SME باید در فضای بازتری وارد بازار سرمایه شوند. این فضای بازتر شامل تمام ابعاد مقرراتی و نظارتی خواهد بود. مثلاً:

○ زمان درج نام شرکت برای ورود به هیات پذیرش اعلام عمومی شود و از آن زمان حداکثر طی مدت ۲ ماه پرونده شرکت در هیات بررسی شود.

○ هیات پذیرش برای شرکت‌های SME صرفاً شفافیت در ارائه اطلاعات را ملاک عمل قرار دهد و تصمیم‌گیری در مورد سایر موضوعات منحصرأ به سرمایه‌گذاران واگذار شود. مثلاً، اگر شرکت پرونده مالیاتی بلا تکلیفی دارد یا دعاوی حقوقی مهمی دارد، هیات پذیرش صرفاً آن شرکت را ملزم به افشای اطلاعات مربوطه بداند و تصمیم برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی را به سهامداران واگذار کند.

○ هر گونه دامنه نوسان قیمت و حجم مبنا برای معاملات شرکت‌های SME حذف شود.

○ نظرات شخصی ناظر بازار در باز کردن سهم، بستن آن یا هر چیز مشابه حداقل در مورد شرکت‌های SME فاقد اعتبار باشد.

○ فرایند افزایش سرمایه شرکت‌های SME صرفاً با ارائه مستندات و بدون اخذ تاییدیه از سازمان بورس در مدت زمانی مشخص انجام شود. طبیعتاً سهامداران جدید و قبلی خود با داشتن اطلاعات کافی می‌توانند تصمیم بگیرند که نسبت به افزایش سرمایه باید چه برخوردی داشته باشند و لزومی ندارد کارشناس سازمان برای همه آنان تصمیمات سلبی بگیرد و در نقش مدعی‌العموم رفتار کند.

- فرایند انتشار اوراق بدهی برای شرکت‌های SME بدون ارکان رایج (بویتزه ضامن) انجام شود و نرخ بهره آن‌ها امکان نوسان را داشته باشد.
- مالکان شرکت مجاز باشند هر درصدی از سهام خود را به دلخواه در بازار عرضه کرده یا حتی از بازار جمع‌آوری کنند. بعبارت دیگر، هیچ گونه محدودیت برای میزان سهام شناور شرکت‌های SME وجود نداشته باشد.
- شرکت‌های SME از اساسنامه تیپ پیروی نکرده و امکان تنوع در اساسنامه برای این شرکت‌ها فراهم باشد.
- معامله بلوکی سهام SMEها بدون مجوز از سوی سازمان انجام شود.
- آموزش برای تمام ذی‌نفعان بصورت مجانی و حداکثری وجود داشته باشد. مجریان این پژوهش در حین انجام این مطالعات در ارتباط با سندیکاهای بزرگی از صنایع (از جمله سندیکای برق و مخابرات) متوجه شدند که صاحبان این صنایع که بعضاً شرکت‌های چند هزار میلیارد تومانی را مدیریت می‌کنند، تقریباً هیچ اطلاع حتی اولیه‌ای از سازوکار بازار سرمایه ندارند. گرچه سازمان بورس برای توسعه دانش مالی حقیقتاً اقدامات مفیدی انجام داده، اما حتی برگزاری دوره‌های آموزشی نیز باید با مجوز این سازمان صورت پذیرد!
- پیچیده کردن یا پیچیده نشان دادن سازوکارهای بورسی فقط برای عده اندکی سودمند است که می‌خواهند با تکیه بر دانش بروکراتیک یا مجوزهای دستوری خود عوایدی حاصل کنند، حال آن که طیف گسترده‌ای از افراد را از بازار به دور نگاه می‌دارد. افراد و شرکت‌هایی که باید با ورود خود به گسترش بازار کمک کنند.
- ریسک‌های بازار سرمایه و منافع آن بطور شفاف برای عموم مردم بازگو شده و لایه‌های اطلاعاتی و امنیتی کشور از تبعات آن حمایت کنند. اگر اولین بار که یک بانک یا موسسه مالی در کشور ورشکست شده بود، بجای نجات مالی آن از منابع بیت‌المال، دادگاه رسمی ورشکستگی منافع ذی‌نفعان را تعیین می‌کرد، احتمالاً در سال‌های متعاقب آن شاهد دومینوی ورشکستگی بانک‌ها و موسسات مالی نبودیم.

در مورد بازار سرمایه هم وضعیت مشابه است. وقتی یکی از اوراق نکول می‌کند یا یکی از شرکت‌ها به تعهدات خود عمل نمی‌کند، مقصر این وضع مدیران سازمان نیستند. سهامداران عاقلانه و آگاهانه اقدام به خرید سهام یا اوراق کرده‌اند و اگر غیر از این بوده باید زیان ناشی از آن را بپذیرند. اگر لایه‌های امنیتی کشور این موضوعات روشن و جهان شمول را نپذیرند، خواه ناخواه مدیران بازار سرمایه به سمت محافظه‌کاری بیش از حد سوق پیدا خواهند کرد. محافظه‌کاری که نتیجه آن عدم تأمین مالی برای صنایع کشور خواهد بود.

- نظارت‌های سازمان بورس و شرکت‌های بورس تهران و فرابورس ایران از فرد محور به نظارت سیستمی تغییر روش یابد. سامانه‌های متعددی در دنیا ایجاد شده که می‌توان آن‌ها را برای بسیاری از نظارت‌ها مورد بهره‌برداری قرار داد که البته برخی از آن‌ها تا حدی نیز در کشور عملیاتی شده است. از آن جمله:

○ نظارت آنلاین بر کارگزاری‌ها (بویژه بخش مالی)

○ سامانه نظارت بر اعتبار خریداران (که اخیراً نرم‌افزار آن توسعه یافته)

○ سامانه بررسی معاملات تبهکارانه و منحرف‌کننده بازار

○ و امثال آن

- شرکت‌های بورسی با یکدیگر ادغام شوند یا در صورت باز شدن فضای سیاسی با شرکت‌های بین‌المللی دارای نرم‌افزارهای بروز دنیا وارد مشارکت شوند.

در مورد نهادهای مالی سیاست تمرکزگرایی بیشتری لحاظ شود تا تعداد نهادها کمتر ولی توان آن‌ها برای امور توسعه‌ای بیشتر باشد. این موضوع نباید با سخت‌گیری‌های نامربوط برای اعطای مجوز به اشتباه گرفته شود. در اعطای مجوز همه افراد باید بتوانند با شرایط شفاف و روشن وارد بازار شوند و نباید نظرات شخصی مسولان ذی‌ربط مانع فعالیت آنان باشد. در عین حال، ضوابط اعطای مجوز مثل حداقل سرمایه نهاد مالی می‌تواند طوری طراحی شود که هر بازیگری نتواند به راحتی به بازار ورود کند و پس از آن نیز رقابت واقعی موجب



شود شرکت‌های موفق در بازار مانده و رشد کنند. تعدد نهادهای مالی از کیفیت آن‌ها کاسته و فعالیت‌های توسعه‌ای و R&D را بطرز چشم‌گیری کاهش داده و موجب می‌شود نظارت بر آن‌ها زمان‌بر و دشوار شود.