

## یادداشت



## شرکت‌های عام‌پروژه و بازار سرمایه



شرکت‌های عام‌پروژه بورسی در ایران همچون سایر شرکت‌های بورسی جزء شرکت‌های سهامی عام محسوب می‌شوند. تنها تفاوت یک شرکت سهامی عام بورسی با شرکت عام پروژه در این است که عموماً شرکت‌های بورسی در شمار شرکت‌های بالغی هستند که در پایان سال مالی درآمد مشخصی دارند و بر اساس مصوبه مجمع سود سهام را میان سهامداران خود توزیع می‌کنند، در حالی که یک شرکت پروژه همان‌طور که از نام آن نیز پیداست پروژه‌ای است که هنوز به اتمام نرسیده، لذا تا پایان پروژه نمی‌توان انتظار سودآوری از آن داشت. در واقع، سهامداران یک شرکت پروژه مالک سهام شرکتی می‌شوند که در طول زمان با طول دوره پروژه ارزش آن شرکت بر اساس پیشرفت پروژه اضافه می‌شود تا در پایان انجام پروژه به بهره‌برداری و نهایتاً سودآوری برسد. بنابراین مهمترین وظیفه مدیران شرکت پروژه‌ها تکمیل و افزایش درصد پیشرفت پروژه بر اساس زمان‌بندی است. این در حالی است که به‌طور کلی تأمین مالی پروژه‌ها در بازار سرمایه ایران از دو طریق صندوق پروژه و شرکت عام پروژه انجام‌پذیر است. از سوی دیگر، شرکت عام پروژه از سازوکار متفاوتی برخوردار است و اساس کار تأمین مالی در آن شامل دو روش پذیرهنویسی و افزایش سرمایه است. در روش پذیرهنویسی، ابتدا یک شرکت تأسیس و در فرایند تأسیس، ارزش کارشناسی پروژه به عنوان آورده غیرنقد مؤسسان لحاظ شده و در ادامه برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت تکمیل پروژه از پذیرهنویسی استفاده می‌شود. اگر چندین پروژه به‌طور همزمان وجود دارد که همگی آن‌ها نیاز به تأمین مالی دارند، می‌توان از ظرفیت تأسیس یک هلدینگ سهامی عام استفاده کرد. نوع دیگر شرکت پروژه، تأمین مالی یک پروژه از طریق افزایش سرمایه از سوی سهام باسلب حق تقدم است. در این روش، یک پروژه نیمه‌تمام وجود دارد که برای تکمیل آن نیاز به تأمین مالی است؛ لذا مالکان پروژه موجود ابتدا نسبت به ثبت پروژه خود در قالب شرکت سهامی عام اقدام و سپس با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار منابع مورد نیاز برای تکمیل پروژه را از محل افزایش سرمایه از صرف سهام با سلب حق تقدم تأمین می‌کنند. همچنین از مزایای شرکت پروژه‌ها می‌توان به موارد متعددی از جمله سرمایه‌گذاری مستقیم تمام آحاد مردم در پروژه، امکان جذب سپرده خرد و هدایت آن‌ها به پروژه‌های مختلف، توسعه و تنوع بخشی به ابزارهای نوین کنترل کمی و کیفی پروژه‌ها، تنوع‌بخشی به ذی‌نفعان پروژه‌ها، اعتباربخشی به پروژه‌ها، تسهیل در تأمین مالی آن‌ها و نهایتاً سرعت بخشی در تکمیل پروژه و بهره‌برداری از آن‌ها اشاره کرد. از طرفی، در خصوص تأثیر ابلاغیه اخیر سازمان بورس مبنی بر خرید سهام شرکت‌های پروژه‌ای توسط صندوق‌های سهامی و مختلط، می‌توان گفت هرچه تعداد و تنوع سرمایه‌گذاری که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار مجاز به خرید اوراق بهادار هستند بیشتر شود، حجم و ارزش معاملات آن ورقه بهادار نیز بیشتر می‌شود.

شرکت پروژه‌ها نیز این قاعده مستثنی نیستند، لذا هرچه تعداد ذی‌نفعان و معامله‌گران و به‌طور کلی سهامداران این نمادها بیشتر باشد تأمین مالی این شرکت‌ها تسهیل‌تر می‌شود. از آنجا که عرضه سهام شرکت پروژه‌ها به عموم فعالان بازار به معنای تأمین مالی برای پروژه‌ها محسوب می‌شود، بنابراین عرضه موفقیت‌آمیز شرکت پروژه به معنای ورود نقدینگی به پروژه است که مطمئناً رشد تولید و افزایش تولید ناخالص را در پی دارد. در خصوص تجارب سایر کشورها در حوزه شرکت‌های عام پروژه نیز باید به این نکته اشاره کرد که تأمین مالی پروژه‌ها در دنیا در قالب ابزارهای مختلفی از جمله ابزارهای تأمین مالی از طریق بدهی، حقوق صاحبان سهام مانند اعطای کمک‌های مالی دولتی، تأمین مالی جمعی، حمایت‌های شرکتی، سرمایه‌گذاری خطرپذیر و سرمایه‌گذاری فردی صورت می‌گیرد و هر یک از این ابزارها برای یک نوع پروژه قابل استفاده است.

## اقتصاد

### تاصیکو دومین شرکت پروژه بورس را معرفی کرد

# برق طلای تفتان بر قامت بازار سرمایه

که عملیات ساخت و تکمیل آن‌ها به انتها نرسیده، بتوان جریان نقدینگی در آن‌ها را تکمیل کرد. در همین رابطه در جلسه هیأت پذیرش فرابورس، شرکت پروژه استحصال طلای تفتان شرکت سرمایه‌گذاری صدر تأمین به‌عنوان شرکت سهامی عام در شرف تأسیس مورد بررسی قرار گرفت و با کلیات طرح کسب‌وکار این شرکت پروژه موافقت شد تا این معدن طلا به عنوان دومین شرکت پروژه محور در بازار سرمایه پذیرش شود.

هم می‌تواند دست‌به‌دست جابه‌جا شود و هم اینکه جذابیت جدیدی برای آن‌ها ایجاد شده است. به بیان دیگر، با وجود بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای، ظرفیتی برای ابزارهای مالی صندوق‌های خصوصی ایجاد شده، چرا که هر یک از آن‌ها در گذشته قابلیت معامله‌پذیری را ثانویه نداشته‌اند و کمتر مورد استقبال قرار می‌گرفتند، اما امروز با توجه به این انشقاق، ظرفیت تأمین مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط و پروژه‌های موردی صنایع و تولیدکنندگان در این بازار ایجاد شده تا بتوانند معاملات خود را انجام دهند. شرایط خوبی برای فعالیت سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در این بازار ایجاد شده، چرا که هدف نهایی بازار سرمایه و بورس بحث تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها است.

### عرضه در بورس کالا

با توجه به برنامه‌ریزی‌هایی که در مورد پذیرش شرکت‌های عام پروژه در بازار سرمایه گرفته شده، آن‌ها ابتدا در بازار سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تأمین مالی می‌شوند و بعد سهام آن‌ها مورد داد و ستد قرار می‌گیرد، در ادامه این زنجیره نیز بعد از وارد شدن این شرکت‌ها به فاز تولید، محصولات آن‌ها در بورس کالا پذیرش و عرضه می‌شود و قیمت آن نیز به صورت رقابتی تعیین خواهد شد که همین موضوع سودآوری آن‌ها را تضمین خواهد کرد.

در همین رابطه، محمود گودرزی مدیرعامل بورس تهران ماهیت بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای را تأمین مالی دانست و گفت: «ابزارهای مالی قابل معامله در بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای عمدتاً ماهیت تأمین مالی دارند و از این رو امید می‌رود راه‌اندازی و گسترش این بازار به رشد و توسعه پایدار اقتصاد ایران یاری رساند.» گودرزی گفت: «بورس کالا بهترین بازار برای فروش محصولات است و سال‌ها نیز این موضوع را ثابت کرده است. بر این اساس نظام حکمرانی اقتصادی کشور بپذیرد که بورس کالا بهترین بازار برای تعیین قیمت است. چون اگر غیر از این اتفاق بیفتد تمام سلسله زحماتی که برای ایجاد این بازار و تأمین مالی از طریق شرکت‌های سهامی عام پروژه شروع شده، به سرانجام نخواهد رسید.»



می‌شد و میزان گردش مالی، انگیزه و جذابیت برای ورود افراد به این شرکت‌ها بسیار کم بود، اما اکنون با فراهم شدن زیرساخت‌های لازم، ارائه خدمات به حوزه تأمین مالی و حوزه بازارهای ثانویه در اقتصاد کشور تسهیل می‌شود. در حال حاضر در کنار بورس، فرابورس و بازار پایه، بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای ایجاد شده است، در گذشته شرکت‌های کوچک و متوسط فرابورسی در بازار (SME) ها معامله می‌شدند و تعداد شرکت‌ها در بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای محدود بود، اما اکنون با ایجاد ظرفیت‌های لازم به صورت مستقل و در چارچوب مشخصی فعالیت می‌کنند. این بازار ظرفیتی برای تسهیل ورود شرکت‌های پروژه سهامی عام به مجموعه بازار سرمایه و معاملات ثانویه آن‌ها است. در گذشته ظرفیتی برای معاملات و پروژه‌های صندوق‌های جسورانه وجود نداشت، اما در حال حاضر سلیقه بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در قالب یک ابزار جدید و شفاف با رعایت ریسک‌ها در قالب معاملات روان

را در میزان تولید طلای کشور خواهد داشت. همچنین طلای استحصال شده در این کارخانه از طریق بورس کالا عرضه خواهد شد.»

### محور تأمین مالی پروژه‌ها

کارشناسان بورسی معتقدند بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به افرادی که خواهان ورود به حوزه‌های سرمایه‌گذاری جدید هستند، کمک خواهد کرد. می‌توان گفت به نوعی با وجود بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای، ظرفیتی برای ابزارهای مالی شرکت پروژه عام، صندوق‌های جسورانه و خصوصی ایجاد شد؛ چرا که یونیت‌های آن‌ها در گذشته قابلیت معامله‌پذیری ثانویه را نداشت، اما امروز با توجه به این اتفاق، ظرفیت تأمین مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط در این بازار ایجاد شده تا بتوانند معاملات خود را انجام دهند. بر این اساس در گذشته خلاء بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در اقتصاد کشور بسیار احساس

### یک کارگزار قدیمی بازار سهام:

## تأمین مالی پروژه‌ها با راه‌اندازی بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای امکان‌پذیر است

درجه ریسک بالا و حرفه‌ای و دیگری با ریسک بالا و غیرحرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. انتخاب با سرمایه‌گذار است. اگر یک گروه سرمایه‌گذاری محدود را در اختیار طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران قرار دهیم، برای برخی از سرمایه‌گذاران چندان خوشایند و دلچسب نخواهد بود. به عنوان مثال سیستم سرمایه‌گذاری فردی که سرمایه‌گذاری خطرپذیر با درصد بالا انجام می‌دهد، با فردی که دوست دارد درآمد ثابتی با ریسک‌پذیری بسیار پایین انجام دهد، متفاوت است. بنابراین ایجاد تنوع در ابعاد و انواع سرمایه‌گذاری، گام‌رو به جلویی است. مادر حقیقت باید زنجیره خدمات مالی و زنجیره سرمایه‌گذاری را آن چنان گسترده کنیم که انواع و اقسام سرمایه‌گذاری‌ها با منابع مالی متنوع در اختیار خود سرمایه‌گذاران قرار دهیم، تا آن‌ها بسته به استراتژی خود این مسأله را انجام دهند. بنابراین نمی‌توانیم یک بسته یا یک نوع سرمایه‌گذاری را برای تمامی افراد در نظر بگیریم. انتخاب با سرمایه‌گذاران است. مانند آن که یک گروه را در سرمایه‌گذاری در صنعت پتروشیمی محدود کنیم، اما اگر صنایع پالایشگاهی، خودرویی، غذایی، سیمانی و... اضافه شود، تعداد بیشتری سرمایه‌گذار با منابع مالی بیشتر به سمت بازار سرمایه حرکت می‌کنند و جذب می‌شود و ما شاهد انباشت منابع بهتر و بیشتری برای تجهیز تولید و صنعت هستیم، با این مقدمه می‌توان به این پرسش اینطور پاسخ داد که تابلوی سرمایه‌گذاری حرفه‌ای برای آن دست از سرمایه‌گذاری که می‌خواهند به صورت حرفه‌ای اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، بهتر می‌کان است که می‌توانند از امتیازات گوناگونی نیز برخوردار شوند، از سویی، چون این سرمایه‌گذاری به نوعی در یک بازه بلندمدت نیز انجام می‌شود، مختص همه افراد نیست، بنابراین این تابلو مخاطبان خاص خود را طلب می‌کند، اما در مقابل ریسک سرمایه‌گذاری نیز به نسبت کنترل شده و قابل قبول است که این مسأله به نوعی یک مزیت بزرگ برای سهامداران خرد قلمداد می‌شود.

...، در راستای هدف اولیه بورس برای تأمین مالی است که همگی در بازار اولیه صورت می‌گیرد. بنابراین شرکت‌های پروژه محور، دانش بنیان، صندوق‌های پروژه و جسوانه و... که تحت نام بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای و با هدف تأمین مالی پروژه‌های نیمه‌تمام یا شرکت‌های در شرف تأسیس، ایجاد شده، همگی در راستای اهداف اولیه شکل‌گیری بورس که همانا تأمین مالی بوده، حرکت کرده است که این موضوع را باید به فال نیک گرفت و از آن استقبال کرد.

### چرا تأمین مالی به این شکل تاکنون در بازار سرمایه اجرایی نشده؟

این واقعاً نکته درستی است! متأسفانه بورس نسبت به این موضوع در گذشته عملکرد مناسبی نداشت. این مسأله خود جای بحث فراوان دارد که چرا محور کارها در بازار سرمایه باید تأمین مالی پروژه‌هایی باشد که می‌توانند به راحتی اشتغال‌زایی کنند، اما این موضوع رخ نداد. بنابر آمار و ارقام، بیش از ۷۰ درصد منابع مالی در بازار سرمایه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت و ۱۵ درصد نیز مربوط به بازارگردانان و صندوق‌های مختلط و سهام بود. اما تنها دو درصد منابع مختص صندوق‌های پروژه، صندوق‌های بخشی و صندوق در صندوق است. بنابراین تصور من این است که تشکیل چنین بازارها، ابزارها و صندوق‌هایی مانند بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای نه تنها می‌تواند منابع مالی پروژه‌های نیمه‌تمام و در شرف تأسیس را تأمین کند، بلکه یک نوع هدفگذاری و سیاستگذاری در بازار سرمایه محسوب می‌شود و به نوعی تمامی توجه را از بازار ثانویه به سوی بازار اولیه و واقعی بورس ما جلب می‌کند. به بیان دیگر، تمامی این سازوکارها برای این است که تجهیز مالی پروژه‌ها را با کمترین میزان هزینه مالی برای تولید تأمین کنیم. از سویی این دو شرکت پروژه‌ای که اخیراً پذیرش شده‌اند، امیدواریم در عرصه عمل نیز بتوانند با موفقیت اقدام به تأمین مالی کنند.

**گفت‌وگو**  
به تازگی بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای در بازار سرمایه راه‌اندازی شده که هدف از آن، تأمین مالی پروژه‌های نیمه‌تمام و شرکت‌های در شرف تأسیس است تا به صورت مستقیم از بورس این اقدام را انجام دهند. تاکنون دو پروژه در این بازار پذیرش شده‌اند؛ یکی از آن‌ها معدن طلای تفتان در سیستان و بلوچستان است که از زیرمجموعه‌های شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی است. حال در مورد مزایا و چگونگی تأمین مالی از بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای بورس به سراغ فردین آقابرگی کارگزار قدیمی بازار سهام و یکی از خبرگان این بازار رفتیم. او در گفت‌وگو با «آتیبه‌نو» به بررسی و تحلیل این رویداد تازه بازار سرمایه پرداخت.

**شرکت‌هایی به تازگی در بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای پذیرش شده‌اند. با توجه به اینکه برای ایجاد رونق اقتصاد و صنعت، یکی از اهداف اصلی بازار سرمایه تأمین مالی بخش تولید کشور است، این تابلو و بازار چگونه می‌تواند برای پروژه‌های نیمه‌تمام و در شرف تأسیس که در کشور زیاد است مثرتر باشد و تأمین مالی انجام دهد؟**

هدف از تمامی بازارهای مالی و بورس‌ها از بدو تأسیس، تأمین مالی بنگاه‌ها، صنعت و بخش تولید است که مستقیماً منابع مالی را به شرکت، پروژه‌های نیازمند برای اجرای طرح‌های توسعه و تولیدی تزریق کند، که این کار در بازار اولیه انجام می‌شود. اما به مرور زمان شکل، ظاهر و ویرترین کار بورس به بازار ثانویه است، جلوه کرد، یعنی همان مکانی که سهام به صورت خرد خرید و فروش می‌شود. این در حالیکست بازاری که در اغلب بورس‌های دنیا و بورس ایران دیده می‌شود. تغییرات شاخص، افزایش و کاهش قیمت‌ها را نشان می‌دهد بازار ثانویه قلمداد می‌شود. اما فلسفه وجودی بورس برای تأمین مالی پروژه‌ها، استفاده از ابزارهای مشتقه، امکانات، انواع صندوق‌ها