

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

**بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ**

# نیاز به بورس اوراق بهادار برای توسعه اقتصاد تاجیکستان

جهت ارائه به نهاد ریاست جمهوری تاجیکستان

تاریخ ارائه: ۱۳۹۱/۰۱/۲۰

حسین عبده تبریزی - طهماسب مظاهری  
میثم رادپور

# فهرست مطالب

- مروری کوتاه بر اقتصاد تاجیکستان
- بورس اوراق بهادار و نقش آن در توسعه اقتصادی
- نقش تأسیس بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی تاجیکستان

# مروری کوتاه بر اقتصاد تاجیکستان

# تولید ناخالص داخلی- اشتغال

## تولید ناخالص داخلی

- تولید ناخالص داخلی تاجیکستان در سال‌های ۲۰۰۹، ۲۰۱۰، و ۲۰۱۱ به ترتیب معادل ۱۴٫۱۸، ۱۵٫۱ و ۱۶٫۰۱ میلیارد دلار بوده است.

## اشتغال:

- تعداد افراد شاغل در این کشور در سال ۲۰۰۹ به ۱/۲ میلیون نفر می‌رسد. به دلیل کمبود فرصت‌های شغلی در تاجیکستان حدود ۹۰۰ هزار نفر از شهروندان این کشور در روسیه یا سایر کشورهای خارجی کار می‌کنند.

# کشاورزی، صنعت، معدن

## ■ کشاورزی

- کمتر از ۷ درصد از خاک تاجیکستان قابل کشت است. کشاورزی حدود ۱۸٪ از تولید ناخالص داخلی تاجیکستان را شکل می‌دهد. کتان مهم‌ترین فراورده کشاورزی این کشور است. می‌توان گفت از هر ۳ شهروند مشغول به کار تاجیکی، ۲ نفر به کشاورزی اشتغال دارند.

## ■ صنعت

- صنعت در تاجیکستان شامل یک کارخانه بزرگ تولید آلومینیوم، ایستگاه‌های تولید انرژی برقی، صنایع غذایی و برخی صنایع سبک است. صنعت تنها ۲۳ درصد از تولید ناخالص داخلی تاجیکستان است.

## ■ معدن

- تاجیکستان معادنی غنی از نقره، مس، آنتیموان دارد. معادن تنگستن و اورانیوم نیز در تاجیکستان یافت می‌شود.

# صادرات - واردات

## صادرات

عمده صادرات تاجیکستان را آلومینیوم، برق، کتان، میوه، دانه‌های روغنی و پارچه تشکیل می‌دهد. ارزش صادرات این کشور در سال ۲۰۱۱، حدود ۱ میلیارد و ۸۰۰ میلیون دلار بوده است.

## واردات

عمده واردات تاجیکستان شامل فرآورده‌های نفتی، اکسید آلومینیوم، ماشین‌آلات و تجهیزات و مواد غذایی است. ارزش واردات تاجیکستان در سال ۲۰۱۱ به ۳ میلیارد و نهصد میلیون دلار می‌رسد.

# تولید انرژی

- مرتفع ترین سد دنیا به نام نورک (Nurek) که ایستگاه تولید انرژی برقابی است، در تاجیکستان است. به دلیل شمار زیاد و موقعیت مناسب رودخانه‌ها پتانسیل بالایی برای تولید انرژی برقابی موجود است که تنها کسری از این پتانسیل به بهره‌برداری رسیده است. دولت در حال جذب سرمایه‌گذاری برای تولید انرژی برقابی به منظور تأمین نیاز داخلی و صادرات به سایر کشورهاست.
- دولت از سال ۲۰۱۱ احداث سد راگون (Roghun) را در دستور کار خود قرار داده است که در صورت اتمام، به مرتفع ترین سد دنیا بدل خواهد شد. دولت در ژانویه ۲۰۱۲ به منظور تأمین مالی احداث سد یادشده حدود ۱۸۰ میلیون دلار سهم به مردم خود فروخت، با این وجود دولت برای اتمام کار سد به منابع مالی قابل توجهی نیاز دارد.



# خدمات

## خدمات بانکی

- بانک‌ها خدمات محدودی ارائه می‌دهند که از جمله آن‌ها ارائه اعتبار به شرکت‌های دولتی است. بر اساس برآوردها تنها ۱۰ درصد از سرمایه‌ها از طریق تسهیلات بانکی تأمین می‌شود. قسمت عمده سرمایه بر منابع عمومی متکی است.

## گردشگری

- با وجود پتانسیل بالایی که برای توسعه صنعت گردشگری وجود دارد، به دلایلی از جمله عدم توسعه زیرساخت‌ها و عدم کفایت منابع مالی صنعت گردشگری رونق چندانی ندارد.

# بورس اوراق بهادار و نقش آن در توسعه اقتصادی

# بازارهای مالی

بازار پول

بانک‌ها و  
مؤسسات مالی  
و اعتباری

بازار سرمایه

بورس اوراق  
بهادار و  
فرا بورس

## بورس اوراق بهادار (security exchange)

شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و ...) تأمین مالی می‌کنند. سرمایه‌گذاران به منظور مشارکت در سود شرکت‌ها، اوراق بهادار شرکت‌ها را می‌خرند. بورس اوراق بهادار بازاری است که اوراق بهادار شرکت‌ها در آن بازار معامله می‌شود.

# کارکردهای بورس اوراق بهادار

## فراهم آوردن نقدینگی (liquidity)

- بورس اوراق بهادار بازاری برای معامله اوراق بهادار است. انتقال مالکیت اوراق بهادار از یک سرمایه گذار به سرمایه گذار دیگر از طریق بورس تسهیل می شود. بدون وجود بورس، سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار با مشکل مواجهند و بنابراین، جذابیت سرمایه گذاری در اوراق بهادار به دلیل کاهش نقدشوندگی آنها کاهش می یابد.

## کشف قیمت (price discovery)

- تحلیل گران اوراق بهادار از جمله بازیگران بورس اند. آنها با تجزیه و تحلیل شرکت ها، قیمت اوراق بهادار آنها را برآورد می کنند، چنین تحلیل هایی به سرمایه گذاران در کشف قیمت اوراق بهادار کمک می کند. در واقع معاملات پی درپی اوراق بهادار که براساس تحلیل های حرفه ای هاست، معامله گران را به سمت قیمت واقعی اوراق بهادار راهنمایی می کند.

## کاهش هزینه معاملات (transaction cost)

- بورس با جلب خریداران و فروشندگان اوراق بهادار، هزینه جستجوی طرف معامله را به شدت کاهش می دهد. هم چنین بورس از طریق کمک به کشف قیمت اوراق بهادار، هزینه دسترسی به اطلاعات برای برآورد قیمت اوراق را کاهش می دهد.

# بورس از دیدگاه سرمایه‌گذاران

■ سرمایه‌گذاران اوراق بهادار شرکت‌ها یعنی همان کسانی که وجود لازم را برای تأمین مالی پروژه‌های شرکت‌ها فراهم می‌کنند به کار کرده‌ای بورس بسیار علاقه‌مندند. آن‌ها علاقه‌مندند که سرمایه‌گذارای‌هایشان نقدشونده باشد تا در صورت لزوم با فروش اوراق، وجوه خود را آزاد کنند. آن‌ها هم‌چنین علاقه‌مندند نگرانی‌هایشان از بابت قیمت اوراق بهادار کاهش یابد. در نهایت سرمایه‌گذاران می‌خواهند بدون تحمل هزینه‌های قابل ملاحظه، اوراق بهادار شرکت‌ها را معامله کنند. بورس اوراق بهادار با تأمین خواسته‌های سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌ها را برای آن‌ها جذاب می‌نماید و بدین ترتیب فرآیند تشکیل سرمایه را تسهیل می‌کند.

## بورس اوراق بهادار از نظرگاه اقتصاد خرد

با وجود بورس اوراق بهادار خرید اوراق بهادار را برای سرمایه گذاران به یک سرمایه گذاری نسبتاً جذاب تبدیل می شود. با وجود جذابیت هایی که از مجرای بورس حاصل می شود، سرمایه گذاران آمادگی دارند که با نرخ های بازده نسبتاً پایین تری در اوراق بهادار شرکت ها سرمایه گذاری کنند. به عنوان مثال در صورت وجود بورس، سرمایه گذاران ممکن است اوراق قرضه شرکت معینی را با نرخ بهره ۱۵٪ خریداری کنند و در صورتی که بازاری برای اوراق قرضه موجود نباشد، ممکن است به نرخ بهره کمتر از ۲۰٪ رضایت ندهند. بنابراین بورس اوراق بهادار با کاهش هزینه تأمین مالی شرکت ها، هزینه های مالی تولید را کاهش می دهد و بدین ترتیب با افزایش سودآوری شرکت ها، منطقه موجه تولید را افزایش می دهد و به توسعه تولیدات شرکت ها کمک می کند. بنابراین با وجود بورس، برخی از پروژه هایی که قبلاً به دلیل هزینه های تأمین مالی صرفه اقتصادی نداشتند، قابل اجرا می شوند و اندازه شرکت ها افزایش می یابد. هم چنین بورس اوراق بهادار با تخصیص بهینه منابع مالی به شرکت هایی که برای دریافت منابع شایسته ترند، به افزایش بهره وری تولید کمک می کند.

## بورس اوراق بهادار از نظرگاه اقتصاد کلان

- بورس اوراق بهادار با افزایش جذابیت‌های سرمایه‌گذاری، فرآیند تجهیز سرمایه را تسهیل می‌کند و به افزایش سطح سرمایه‌گذاری در کشور کمک می‌کند. این به نوبه خود تولید ناخالص داخلی کشور را افزایش می‌دهد. ره‌آوردهای اقتصادی افزایش تولید ناخالص داخلی نیز مشخص است: کاهش نرخ بیکاری و افزایش سطح رفاه



# نقش تأسیس بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصاد تاجیکستان

## از بررسی اجمالی اقتصاد تاجیکستان نتیجه می‌شود:

تاجیکستان در مرحله اجرای اصلاحات اقتصادی و خصوصی سازی شرکت های دولتی است. نحوه تأمین مالی خرید شرکت های دولتی مسأله عمده ای در جهت تسریع فرآیند خصوصی سازی است.

## از بررسی اجمالی اقتصاد تاجیکستان نتیجه می‌شود:

بسیاری از صنایع تاجیکستان مانند صنایع سدسازی به‌طور جدی با مسأله تأمین مالی مواجهند.

بسیاری از صنایع مانند صنایع آلومینیوم به‌طور قابل توجهی پایین‌تر از ظرفیت واقعی تولید کار می‌کنند. سرمایه کافی برای بهره‌برداری از ظرفیت‌های خالی تولید در دسترس نیست.

## از بررسی اجمالی اقتصاد تاجیکستان نتیجه می‌شود:

- بسیاری از صنایع مانند صنعت تولید برق نیازمند جلب سرمایه‌های خارجی است. در واقع پایهٔ سرمایهٔ کشور برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌بر کافی نیست. نیاز به سرمایه‌گذاری خارجی در این صنایع احساس می‌شود.
- برخی صنایع مانند صنعت گردشگری در تاجیکستان به طور بالقوه بسیار قابل توسعه‌اند. تأمین مالی ایجاد زیرساخت‌های لازم برای چنین صنایعی از مسائل عدم توسعهٔ چنین صنایعی است.

از بررسی اجمالی اقتصاد تاجیکستان نتیجه می‌شود:

بانک‌های تاجیکستان در جهت  
تأمین نیازهای مالی صاحبان  
کسب و کار چندان کارآمد  
نیستند.

## نتیجه‌گیری

- ✓ شاید بتوان گفت یکی از مسائل عمده اقتصاد تاجیکستان چه در سطح خرد و چه در سطح کلان مسأله تأمین مالی است.
- ✓ بدیهی است که نظام مالی کنونی که عمدتاً شامل بانک‌های دولتی است، راه حل کافی ارائه نمی‌دهد.
- ✓ با ایجاد بازار متشکل سرمایه نظام مالی تاجیکستان برای جلب سرمایه‌های داخلی و خارجی توانمندتر می‌شود.
- ✓ بورس اوراق بهادار از ارکان اصلی بازار سرمایه است که بر اساس این مستند تأسیس آن برای توسعه اقتصاد تاجیکستان توصیه می‌شود.

بَا تَشْكُر