مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹۰، صفحات ۲۷۵ - ۲۶۹

میز گرد

ساماندهی بازار طلا و نقش آن در بهبود نظام تأمین مالی

ورود به بحث: نجار فیروزجایی

در پنجمین نشست از مجموعه نشست‌هایی که در سال جاری به‌منظور بررسی موضوع تأمین مالی پیش‌بینی شده است، بحث "طلا و نقش آن در بهبود نظام تأمین مالی" است. بطورکلی از زمانی که استاندارد طلا در سیستم پول جهانی برداشته شده از اهمیت طلا کاسته شد، اما از جهاتی همواره طلا به عنوان ذخیره بانک مرکزی و ابزاری برای محافظت از ریسک بازارهای مالی و همچنین یک نهاده در صنعت طلا و جواهر و شاخص منزلت اجتماعی و ابزار سرمایه‌گذاری در کنار سایر دارایی‌ها دارای جایگاه ویژه‌ای می‌باشد. در ماه‌های اخیر سرمایه‌گذاری در طلا به دلیل بروز نوسان در اقتصاد جهانی و همچنین اقتصاد ملی بسیار مورد توجه بوده است. تقاضا برای نگهداری و ذخیره طلا به طورکلی در دو گروه طبقه‌بندی می‌شود یکی تقاضا طلا به صورت پرتفوی و دیگری تقاضا فیزیکی طلا که در هر صورت یک نوع سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود و از آنجایی که سرمایه‌گذاری یک فرایند است مسلماً به مدیریت نیاز دارد. مدیریت سرمایه‌گذاری هم از جنبه فردی و هم از جنبه حاکمیتی بسیار با اهمیت است و به‌طور قطع بر ساماندهی بازار اثرگذار می‌باشد. براین اساس، در این جلسه ابتدا جناب آقای محمود خواجه‌نصیری مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار و سپس آقای میثم بیات مدیرمهندس مالی شرکت سرمایه امین مطالب خود را پیرامون موضوع مطرح خواهند کرد و در ادامه آقای عباد محمدولی رئیس اتحادیه تولیدکنندگان و صادرکنندگان طلا، جواهر، نقره و سنگ‌های قیمتی و آقای محمد کشتی‌آرای رئیس اتحادیه کشوری طلا و جواهر نیز به ایراد سخن خواهند پرداخت و در نهایت میهمانان ارجمند به پرسش‌های حضار پاسخ خواهند گفت.

خواجه نصیری:

در ارتباط با بازار طلا به نظر می‌رسد که رویکرد ما به سمت بازاری است که از حالت غیرمتشکل و غیرمنسجم به حالت بازار نظام‌یافته حرکت می‌کند و این امر یک ضرورت در این بازار تلقی می‌گردد. درحال حاضر در مقطعی قرار داریم که بسیاری از شرکت‌ها حرکت به سوی بازارهای نظام‌یافته را در پیش‌گرفته و توانسته‌اند دستاوردهای بسیاری که به لحاظ مالی از بازار ایجاد شده داشته باشند. پیش از بحث پیرامون ابزارهای مالی مبتنی بر طلا و نقش آن در ساماندهی بازار ابتدا تعریفی از تأمین مالی ارائه می‌گردد. درواقع تأمین مالی جابه‌جایی منابع مالی از بخش دارایی مازاد به بخش کمبود وجه است و این جابه‌جایی در بخش واقعی اقتصاد آثار فراوانی را به دنبال دارد. در واقع، به منظور تعادل در بازار

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

می‌بایست یک ارتباط درونی صحیح بین بخش واقعی اقتصاد و بخش مالی ایجاد شود. با توجه به مشکلات موجود یعنی عدم شفافیت قیمت، عدم توانایی در تصمیم‌گیری صحیح می‌بایست بحث ریسک در بازار را مورد توجه قرار داد. در واقع، باید دید آیا ابزارهای مدیریت ریسک به مفهوم واقعی در این بازارها وجود دارند؟ لذا فعالیت در بازار با پشتوانه دانش مالی و توانایی‌های تخصصی به سرمایه‌گذاری صحیح تبدیل گردد درغیراینصورت سرمایه‌گذاری همراه با سفته‌بازی مواجه می‌گردد و نوسان‌های بالای قیمت‌ها و عدم اطمینان موضوع ریسک‌های قیمتی در بازار را نیز مطرح می‌کند. درواقع علاوه بر ریسک عادی و عملیاتی، ریسک‌های قیمتی نیز در بازار وجود دارد و مسلماً در چنین بازاری سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود، بنابراین نیاز به مدیریت ریسک مطرح می‌گردد.

موضوع دیگر، بحث انحصار در بازار می‌باشد. تجربه کشورهایی مانند هند، چین و ترکیه نشان می‌دهد آنها به منظور ساماندهی بازارهای مالی خود ابتدا به رفع انحصارها و محدودیت‌ها مانند رفع مجوزها و حتی به حداقل رساندن مالیات‌ها اقدام کردند.

تنوع ابزارهای تأمین مالی و مبادلاتی در حوزه بازار سرمایه بحث دیگری است که به منظور ساماندهی بازار مالی مورد توجه قرار می‌گیرد. غیر از معاملات سلف و نسیه که حوزه فیزیکال کالا می‌باشد. سایر ابزارهای تأمین مالی در حوزه بازار سرمایه قراردادهای مبتنی بر کالاست یعنی کالا به عنوان مبنا و پایه قرار می‌گیرد و بر مبنای آنها معامله انجام می‌شود.

در تعریف ابزارهای مالی که در ساماندهی بازار نقش دارند، نگاه سریع به بازار طلا نشان می‌دهد افرادی که وارد بازار می‌شوند به منظور سفته‌بازی وارد این بازار می‌شوند و صرفاً دستیابی به سود مدنظر آنهاست. درکشور ما به دلیل تأثیرات تورمی و تأثیرات نوسانی نرخ ارز بسیاری از افرادی که در این بازار وارد می‌شوند می‌خواهند خود را مدیریت ریسک (Hedge) کنند. لازم به ذکر است که بحث مدیریت ریسک اصولاً در مورد کالاهایی مطرح می‌شود که متأثر از قیمت‌های جهانی هستند. نکته مهم دیگر آن است که اصولاً تعهدات مالی شکل‌دهنده ابزارهای مالی مبتنی بر طلا می‌تواند ما را به سمت تنظیم بازار نقدی سوق دهد. در بازار سرمایه اغلب معاملات مرتبط با قراردادهای آتی طلا است بدون اینکه تأثیری در بازار نقدی داشته باشند. البته اگر کارایی و شفافیت در بازار آتی طلا وجود داشته باشد سفته بازها کمتر می‌توانند وارد این بازار شوند. اختیار معامله نوع دیگری از ابزارهای معاملاتی است که ضمن داشتن مزایای قراردادهای آتی زیان معاملاتی آن محدود است و سود آن نیز نامحدود است.

صندوق‌های طلا نیز نوع دیگر ابزارهای معاملاتی می‌باشند که می‌توانند منابع را تجهیز کنند. این صندوق‌ها باعث می‌شوند منابع جدید ایجاد شود یعنی باز تولید سرمایه را فراهم می‌سازند. صندوق‌های طلا همچنین می‌توانند قابلیت مبادلات در بازار ثانویه را ایجاد نمایند یعنی هم کارکرد تأمین مالی و هم

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

کارکرد خرید و فروش دارند و می‌توانند به عنوان معاملات کاغذی امکان خرید و فروش در بازار ثانویه را فراهم نمایند.

دریک جمع‌بندی کلی می‌توان بیان کرد به منظور ساماندهی، ایجاد تشکل‌ها و همچنین شفافیت در بازارهای مالی و مدیریت صحیح این بازارها می‌بایست سه اقدام اساسی صورت گیرد. نخست اینکه پوشش ریسک توسط فعالان بازار صورت پذیرد و دیگر اینکه انحصار در بازار شکسته شود و اقدام سوم به منظور مدیریت صحیح بازار می‌بایست به‌عنوان بازارگردان بازار را مدیریت کرد تا بدین‌ترتیب در دو سمت عرضه و تقاضا در بازار تعادل ایجاد شود.

بیات:

مطالبی که قصد داریم در ارتباط با مبحث سرمایه‌گذاری در طلا مورد بررسی قرار دهیم شامل بررسی روند قیمت طلا، مبحث صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اوراق قرضه طلا و تبدیل طلا به اوراق‌بهادار است. می‌دانیم طلا با سایر دارایی‌ها همبستگی منفی دارد و به عنوان پرتفوی ابزار مناسبی است و به عنوان کم نوسان‌ترین فلز و در مقابل تورم نیز بهشت امن سرمایه‌گذاران تلقی می‌گردد، همچنین پوشش مناسبی در مقابل ریسک‌های مالی و اعتباری می‌باشد، همچنین حباب قیمتی طلا نسبت به سایر دارایی‌ها کمتر است و احتمال اینکه طلا کاملاً بی‌ارزش شود نامحتمل است.

از سال ۱۸۳۳ تا ۱۹۰۰ قیمت طلا حدود ۱۸دلار بوده است. طی سال‌های (۱۹۲۲ – ۱۹۰۰)، ۲۰ تا ۳۵ دلار قیمت طلا دچار نوسان شده است و از زمان برتون‌وودز که طلا به عنوان پشتوانه پول مطرح گردید قیمت طلا به ۳۵ دلار رسید، اما از زمان لغو قانون برتون‌وودز تا سال ۱۹۷۴ به بعد نوسان‌های قیمت طلا آغاز شد و حرکت قیمتی طلا تابع نظرات سرمایه‌گذاران قرار گرفت، به طوری که می‌توان گفت قیمت طلا دستوری نبود و در بازار مشخص می‌گردید. درحال حاضر، ۶۷ سال از برتون‌ووذر می‌گذرد یعنی از سال‌های (۱۹۷۴ – ۱۹۴۴) میانگین قیمت طلا ۳۵ دلار بوده است و پس از آن آزادسازی قیمت طلا براساس نرخ تورم به رقم ۱۷۳۶ دلار رسید. طی سال‌های زیادی این رقم تقریباً ثابت بود و ارزش ذاتی طلا با ارزش بازاری آن برابر بود، اما از اواخر سال ۲۰۰۷ در قیمت طلا تغییراتی به وجود آمد و در واقع پس از بحران جهانی خاصیت بهشت امن بودن طلا تغییر یافت و قیمت آن رو به افزایش گذاشت.

طی سال‌های اخیر نوسان‌ها در قیمت طلا بسیار شدید بوده است، به طوری‌که در ۳۶ ماه اخیر براساس تحلیل تکنیکال طلا خط روندی را طی نموده است و هنوز احتمال اینکه نزول قیمتی داشته‌باشد وجود دارد و مسلماً تحولات سیاسی و حتی بلایای طبیعی بر قیمت طلا بسیار اثرگذار است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

نکته‌دیگری که مطرح می‌شود عوامل تأثیرگذار بر قیمت طلای می‌باشد. این عوامل شامل عرضه و تقاضا، تورم، قیمت نفت، سفته‌بازی‌ها، سیاست‌های بانک‌مرکزی در خرید طلا، پیش‌بینی وضعیت‌اقتصادی ، نرخ بهره و تغییرات آن، جنگ و بحران‌های سیاسی بین‌المللی، برگزاری فستیوال‌های طلا در هند، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های طلا و... می‌باشد. این عوامل در کنار یکدیگر با توجه به تحلیل نکنیکال بر سرمایه‌گذاری طلا اثرگذار است.

ابزارهای سرمایه‌گذاری در طلا شامل قراردادهای آتی طلا، صندوق‌های قابل معامله طلا، اوراق قرضه طلا و صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا می‌باشد. قراردادهای آتی دارای ریسک بالایی است. در اوراق قرضه طلا روش خرید از طریق کارگزار است، قیمت‌گذاری این اوراق متناسب با روند بازار می‌باشد. هزینه‌های مدیریت نیز در اوراق قرضه طلا از دیگر ابزارها پایین‌تر است. صندوق‌های قابل معامله طلا نیز ابزار مالی دیگری برای سرمایه‌گذاری است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار طلا است. در این نوع از سرمایه‌گذاری مالکان در سود و زیان مشارکت دارند و سهام آنها در بورس قابل معامله است و نیاز به مرجع قیمتی ندارند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در طلا نیز ابزارسرمایه‌گذاری دیگری درطلا است که در آن مدیریت حرفه‌ای طلا و سهام در کنار یکدیگر قرار دارد، هرچه طلا بیشتر باشد مدیریت منفعل‌تر می‌شود. از جمله مزایای این صندوق‌ها، عدم نگرانی برای نگهداری فیزیکی طلا همچنین تنوع سازی ابزارها، وجود بازار ثانویه مطمئن، کاهش هزینه‌ها و افزایش بازدهی آنها می‌باشد. این صندوق‌ها دارای ارکانی هستند. نخستین رکن صندوق امین که در واقع بانکی است که طلا را نگهداری می‌کند و دیگری بازگردان‌ها که معاملات این واحدها را در بورس انجام می‌دهد و دیگر ارکان صندوق، مدیر صندوق کارگزاری است که معاملات واحدهای صندوق زیرنظر او انجام می‌گردد. رکن دیگر صندوق حسابرس است که بر فرایند صندوق نظارت دارد البته سازمان‌بورس از طریق بازاربورس و به صورت نرم‌افزاری بر فعالیت‌های صندوق نظارت دارد.

پرتفوی صندوق با پشتوانه طلا اغلب بیش از ۹۵ درصد طلا را شامل می‌شود و غالباً با سرمایه بسته‌است یعنی صدور و ابطال در آنها رخ نمی‌دهد و واحدهای آنها در بورس خرید و فروش می‌شوند.

لازم به ذکر است صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری طلا، واحدهای آنها را در بورس معامله نمی‌شود. ۵۱ درصد دارایی‌های آنها در طلا و ۴۹ درصد در اوراق بهادار است. واحدهای صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری طلا در بانک معامله می‌شود و سرمایه این صندوق‌ها باز است و صدور وابطال در طی دوره صندوق ممکن است اتفاق بیفتد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

آخرین موضوع مورد بحث اوراق قرضه طلا می‌باشد. معامله این اوراق در کمیته فقهی سازمان بورس به تصویب رسیده است. مکانیزم معامله با این اوراق بدین‌صورت است که سرمایه‌گذاران به ناشر اوراق طلا قرض می‌دهند و در قبال آن اوراق از شرکت دریافت می‌کنند. این اوراق در بورس قابل‌معامله است به این معنا که براساس قیمت طلا می‌توانند گواهی‌های خود را در بورس معامله کنند و می‌توانند در زمان سررسید به شرکت مراجعه کرده طلا و یا معادل پولی طلا به قیمت روز را از شرکت تحویل بگیرند. از جمله مزایای این اوراق آن است که مالیات به آن تعلق نمی‌گیرد و مشمول توسعه ابزارهای مالی می‌شود، همچنین نقدشوندگی آن بالاست. از جمله معایب این اوراق سرمایه‌گذاری آن به صورت خاص در طلا می‌باشد، البته لازم به ذکر است که اصولاً طلا به صورت فیزیکی معامله نمی‌شود تنها اوراق آن در بورس معامله می‌گردد.

نکته دیگری که ذکر آن لازم است آن است که در بازارهای بین‌المللی طلای معادن را نیز به اوراق تبدیل می‌کنند یعنی شرکت‌های معدنی طلا یا فروش اوراق سرمایه‌گذاران را در سود و زیان طلای استخراج شده مشارکت می‌دهند.

محمدولی:

اتحادیه تولیدکنندگان و صادرکنندگان طلا، جواهر و سنگ‌های قیمتی زیرنظر اتاق ایران فعالیت می‌کند. هدف این اتحادیه ساماندهی واحدهای تولیدی و بهبود بازار داخلی، رفاه مصرف‌کننده، ایجاد اشتغال و ایجاد برند برای کالاهای تولید شده می‌باشد. در حال حاضر، ۱۵۰۰ واحد تولیدی شناسایی و ساماندهی شده است و تقریباً در تولید طلا و جواهر ۱۰۰۰۰ کارگر مشغول به کار هستند.

کشتی‌آرای:

یکی از مباحثی که در بازار طلا در کشور مطرح است، بحث انحصار در بازار است. مبحث طلا در دو حوزه مطرح می‌گردد یکی صنعت طلا و دیگری حوزه سرمایه‌گذاری. بحث سرمایه‌گذاری شامل مباحثی است که دوستان مطرح نمودند، اما در حوزه صنعت طلا در تمام دنیا بخش سنتی در حوزه صنعت طلا دخیل است که شامل تولید و اشتغال در این صنعت است و استفاده‌کنندگان زیورآلات را شامل می‌شود. اصولاً مباحث مرتبط با سوداگری طلا و سکه به صنف ما مربوط نمی‌شود. موضوع اصلی ما بحث انحصار ضرب سکه طلا است که در اختیار بانک‌مرکزی است که خود باعث سوداگری در این صنعت شده است. لازم به ذکر است ما درحال حاضر ۲۵۰۰۰ واحد صنفی در کشور داریم و ۵۰۰ هزار نفر به صورت مستقیم درگیر این صنعت هستند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

عظیمی:

یکی از وظایف بانک‌مرکزی، اختیارات آن در حوزه بازار طلا است که منشأ آن از سال‌های قبل به نظام پایه‌پولی استاندارد طلا برمی‌گردد و همواره بانک‌مرکزی در مقاطعی که بازارطلا با نوسان مواجه بوده است به نوعی وظایف تصدی‌گری خود را در ارتباط با ضرب سکه انجام داده است، اما این مسئله که آیا این امر همواره باید از اختیارات بانک‌مرکزی باشد یا خیر نیازمند ایجاد سازوکارهایی است.

ساماندهی بازار طلا با توجه به مبحث تأمین‌مالی بازار طلا از دو جنبه مورد توجه است، یکی معاملات فیزیکی طلا و دیگری معاملات کاغذی که هر دو بر نظام تأمین مالی اثرگذار است. درحال حاضر، ما تنها بازار آتی سکه را داریم. دلایل عدم شکل‌گیری دیگر مصادیق ابزارهای سرمایه‌گذاری در طلا چیست؟ در خصوص انحصار ضرب سکه و ایجاد راه‌های جایگزین آن نیازمند بررسی این موضوع هستیم.

مبصر:

ساختار مدیریت در بازار طلا چگونه است و چه محدودیت‌های قانونی دارد؟ جایگاه بانک‌مرکزی دراین ساختار مدیریت چگونه است؟ به‌نظر بنده مدیریت بر قیمت سکه دراین بازار صحیح نیست. میزان تولید و اطلاعات مرتبط با طلا ارائه شود، همچنین قیمت برآوردی با قیمت بازاری در این بازار تفاوتی ندارد و لذا قوانین پولی و مالی نیازمند بازنگری است تا قیمت‌های واقعی شفاف‌تر شود.

پلیمی:

محصولات صنعت طلا در سه‌گروه طبقه‌بندی می‌شود: محصولات ساخته شده، سکه و کاغذ. بازار این سه نوع محصول متفاوت است. در گروه اول هدف استفاده از محصولات است نه حفظ ارزش‌پول، درگروه دوم هدف حفظ ارزش پول است و در گروه سوم بحث سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود.

نکته مهم آن است که قیمت طلا خارج از ایران تعیین می‌شود یعنی کنترل غیرممکن است. بانک‌مرکزی در تعیین قیمت طلا نقشی ندارد. در معاملات کاغذی درصورتی که الزام به فروش نباشد در سمت تقاضا اخلال ایجاد می‌شود و لذا لازم است ساماندهی بازار طلا به‌گونه‌ای باشد که موجب هدایت طلا به سمت تولید و سرمایه‌گذاری و اشتغال گردد و در ارتباط با ضرب سکه به نظر می‌رسد که واحدهای صنفی باید بتوانند اجازه ضرب سکه را داشته باشند تا از بروز نوسان در بازار جلوگیری گردد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]

پاسخ‌ها:

آمار درخصوص میزان تولید طلا توسط گمرک و بانک مرکزی منتشر می‌شود. گمرک طی چندسال گذشته میزان واردات طلا را برحسب تعرفه تجمیع عوارض اعلام می‌کرد بعد ممنوعیت انتشار پیدا کرد. از زمان تشکیل اتحادیه کشوری یعنی حدود ۲ سال است که یکی از فعالیت‌های اصلی آن ایجاد بانک‌اطلاعاتی در خصوص میزان تولید طلا بوده است.

درخصوص دخالت بانک‌مرکزی و کنترل در بازار طلا لازم است اختیارات بانک‌مرکزی موردبازنگری قرار گیرد و بیشتر به صورت بازگردان وارد بازار شود. به منظور جلوگیری از واردات قاچاق طلا نیز لازم است این بازار نظام‌یافته گردد و درخصوص معاملات کاغذی طلا نیز نکته مهم پوشش ریسک نوسانات موجود در این بازار است که مورد توجه قرار می‌گیرد و این‌امر دردنیا وجود دارد. در واقع به هنگام نوسان قیمت طلا مکانیزم صندوق‌ها به‌گونه‌ای است که ریسک موجود در این بازار پوشش داده می‌شود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-02]