

www.ketab.ir

بحران های مالی و
آینده سرمایه گذاری بلند مدت

سرشناسنامه	.....	علیپور، هوشنگ، ۱۳۵۵ -
عنوان و نام پدیدآور	.....	بحران های مالی و آینده سرمایه گذاری بلند مدت/ تحقیق و نگارش هوشنگ علیپور
مشخصات نشر:	.....	تهران: شهر یاس، ۱۳۹۷.
مشخصات ظاهری:	.....	۱۱۲ص: جدول ۵/۱۴ × ۵/۲۱ س.م.
شابک:	.....	۹۷۸-۶۰۰-۸۳۳۷-۰۲-۷ ریا ۱۵۰۰۰
چاپ:	.....	آبنوس
وضعیت فهرست نویسی	.....	فیبا
موضوع	.....	سرمایه گذاری
موضوع	.....	Investments
موضوع	.....	سرمایه گذاری - آینده نگری
موضوع	.....	Investments - Forecasting
رده بندی کنگره	.....	HG ۴۵۲۱ ب ۳ ۱۳۹۷ ع ۸ /
رده بندی دیویی	.....	۳۲۲/۶
شماره کتابشناسی ملی	.....	۵۲۸۷۳۴۹

عنوان کتاب: بحران های مالی و آینده سرمایه گذاری بلند مدت

تحقیق و نگارش: دکتر هوشنگ علیپور

مدیر تولید: امیر گرجی

ویراستار: زهرا خانیانی

صفحه آرای و طراحی روی جلد: زهرا خلیفه

حروف چین: مهکامه وفایی

ناشر: شهر یاس

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۸۳۳۷-۰۲-۷

چاپ: آبنوس

مرکز پخش:

تهران، خیابان انقلاب، پیچ شمیران، ساختمان تنکابن، طبقه پنجم، واحد ۲۵

تلفن: ۰۲۱۷۷۶۴۷۳۰۳

حق چاپ محفوظ و مخصوص مولف است

این نوشتار فقط بر روی دستمای کلی درباره موضوعات مورد نظر تهیه شده است و دیدگاه‌های ابراز شده در آن مبتنی بر کارگاه‌ها، مصاحبه‌ها و تحقیقات بوده و لزوماً بازتاب‌دهنده دیدگاه‌های نویسنده است. ولی توصیه‌های حرفه‌ای ارائه نمی‌کند. خواننده نباید، بدون کسب توصیه‌های تخصصی، بر اساس اطلاعات مندرج در این کتاب عمل کند. اطلاعات ارائه شده در این نوشتار، از منابعی کسب شده‌اند که قابل اتکا و دقیق هستند. با این حال این اطلاعات مستقلاً راستی‌آزمایی نشده و هیچ ضمانتی (به صورت صریح یا ضمنی) درباره دقت و کاستی بودن اطلاعات مندرج در این نوشتار ارائه نمی‌شود.

اینجانب ضمن پذیرش کاستی‌های این کار، یادآور می‌شوم به دلیل عدم دسترسی کافی به منابع مشابه در داخل کشور برای تهیه این پژوهش مجبور به رجوع به منابع خارجی رجوع شده که ممکن است در برخی موارد با سلاقی و ذهن‌زدایی خواننده ایرانی همخوانی نداشته باشد. با این حال هدف از نگارش این کتاب گامی هرچند کوچک در جهت تقویت و غنای ادبیات این حوزه و بهبود فضای اقتصادی کشور است.

دکتر هوشنگ علیپور

● مقدمه ۸

● فصل اول: مبانی سرمایه گذاری بلندمدت ۱۴

مروری بر سرمایه گذاری و سرمایه گذاران بلندمدت
محدودیت های کلیدی برای سرمایه گذاری بلندمدت
تفاوت های میان انواع سرمایه گذاران بلندمدت

● فصل دوم: معیارهای سرمایه گذاری بلندمدت ۴۸

تاثیر بر سرمایه گذاران

تاثیر بر نگاه ها

تاثیر بر جامعه

● فصل سوم: سرمایه گذاری بلندمدت پس از بحران های مالی ۶۸

تغییرات چارچوب سرمایه گذاری و فرایند حاکمیت

تغییر استراتژی های سرمایه گذاری

تاثیر کلی روندهای سرمایه گذار بلندمدت

● فصل چهارم: توصیه ها ۱۰۴

بحران‌های مالی و اقتصادی همیشه بنیان معماری مالی جهانی را به لرزه در آورده و پرسش‌های چالش‌برانگیزی را درباره آینده اقتصاد جهانی پیش کشیده است. یکی از پرسش‌های کلیدی این است که آیا اهداف و ملاحظات کوتاه‌مدت به طرز فزاینده‌ای بر تمرکز بر رشد بلندمدت و خلق ثروت چربیده‌اند؟

کاهش دوره‌های نگهداری برای موجودی عمومی، افزایش داد و ستد کامپیوترهای فرانسه بالا، کوتاه شدن متوسط دوره تصدی مدیران عامل و تمرکز بی‌تناسب بر عواید سه ماهه مرتباً به عنوان شواهد رشد کوتاه‌مدت‌گرایی در بازارهای سرمایه ذکر شده است. در نتیجه، نقش سرمایه‌گذاری بلندمدت مورد توجه فزاینده‌ای قرار گرفته است.

در حالی که پذیرفته شده است سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، با فراهم‌سازی نقدینگی و تضمین پاسخگویی کوتاه‌مدت، نقشی مهمی را در بازارهای سرمایه بازی می‌کنند، ولی مطالعات اخیر گویای آن هستند که یک نیاز جهانی فزاینده به سرمایه‌اندخت در بازارهای خصوصی و دولتی وجود دارد. امروزه، تخمین زده می‌شود که نیاز زیرساخت جهانی در حدود سالانه ۳ تریلیون دلار آمریکا باشد که منابع مالی عمومی به شکلی فزاینده در رفع این نیازها عاجز می‌شوند.

افزون بر این، جمع‌بندی گزارش «سرمایه‌گذاری سبز مجمع جهانی اقتصاد» این است که، اگر می‌خواهیم کاهش انتشار CO2 تا بیست سال آینده و اجتناب از پیامدهای زیست‌محیطی قابل توجه باشیم، تا آن سال به‌طور متوسط به سرمایه‌گذاری سالانه ۵۰۰ میلیارد دلار نیاز خواهد بود.^۱ علاوه بر این، بحران مالی نقش مهمی را که سرمایه‌گذاران بلندمدت می‌توانند در ثبات بخشیدن به بازارها در زمان آشفتگی و فراهم‌سازی امکان تمرکز بنگاه‌ها بر تصمیمات استراتژیک بلندمدت ایفا کنند، برجسته‌سازی کرده است.

این نوشتار، با به رسمیت شناختن اهمیت فزاینده سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، به کنکاش درباره نقش سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه‌گذاران بلندمدت در سیستم مالی جهانی پرداخته است. به‌طور خاص هدف آن ارائه آگاهی بیشتر درباره پرسش‌های این چنینی است: سرمایه بلندمدت جهان از کجایی است، چه چیزی می‌تواند جریان آن را محدود کند، چگونه و به چه سمتی جهت‌دهی می‌شود و انتظار چه نوع مناسباتی را می‌توانیم در طی یک دهه آینده داشته باشیم. بر مبنای این آنالیز، این کار همچنین دربرگیرنده شش توصیه به‌منظور کاستن از محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و افزایش مزایای نشأت گرفته از آن است.

سرمایه‌گذاری بلندمدت همیشه و همه جا به ویژه بعد از بحران‌های مالی مورد توجه قرار گرفته است. بحث ما بر سرمایه‌گذاران بلندمدت، کمک به ثبات بخشیدن به بازارهای مالی، تاثیرگذاری بر افق زمانی مدیران شرکتی و تامین مالی پروژه‌های بلندمدت مهم همچون زیرساخت و توسعه یک اقتصاد کمتر آلاینده متمرکز است. با

1- As cited in Paving the Way: Maximizing the Value of Private Finance in Infrastructure. August, 2010. New York: World Economic Forum USA Inc.

2- Green Investing: Towards a Clean Energy Infrastructure, 2009. New York: World Economic Forum USA Inc.

این حال ظرفیت سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری بلندمدت و توانایشان برای ایفای این نقش های اقتصادی حساس در سال های اخیر کمرنگ شده است.

- سرمایه گذاری بلندمدت دقیقاً چیست؟ سرمایه گذاران بلندمدت چه کسانی هستند؟ چه چیزی مانع از انجام سرمایه گذاری های بلندمدت توسط این سرمایه گذاران می شود؟ (فصل اول این نوشتار)
- تاثیر سرمایه گذاری بلندمدت بر سرمایه گذاران، بنگاه ها و جامعه چیست؟ (فصل دوم)
- دورنمای پیشرفت سرمایه گذاری بلندمدت چیست؟ (فصل سوم)

هدف این کتاب پرداختن به این پرسش ها و فراهم سازی مبنایی برای دامن زدن به بحث درباره سرمایه گذاری بلندمدت است. در این راستا، این کتاب آخرین تحقیق آکادمیک درباره سرمایه گذاری بلندمدت را با یافته های حدود ۵۰ کارشناس، دانشمند و صنعتی ترکیب کرده است.

سرمایه گذاری بلندمدت را به شکلی مفید می توان به عنوان سرمایه گذاری با انتظار حفظ یک دارایی برای یک دوره زمانی نامحدود تعریف کرد. سرمایه گذاران دخیل در سرمایه گذاری بلندمدت در پی دستیابی به سودهای بلندمدتی در زمینه های مختلف هستند. در عوض بر رشد درآمد بلندمدت یا افزایش ارزش سرمایه بلندمدت در زیبایی اولیه و افزایش تعامل با سرمایه گذاری هایشان متمرکز هستند.

سرمایه گذاری بلندمدت برای تمام سرمایه گذاران مناسب نیست. با این حال، سرمایه گذاری بلندمدت وقتی به درستی توسط سرمایه گذار مناسب به اجرا درآید، می تواند برای طرف مفید واقع شود:

- سرمایه گذاران، که به طور بالقوه از طریق دسترسی به ارزیابی، یک بازار بازدهی بهتری (مثلاً برای بر عهده گرفتن ریسک نقدشوندگی) و اجتناب از هزینه هایی که گاهی با استراتژی های کوتاه مدت مرتبط هستند (مثلاً هزینه های معاملاتی، فروش اجباری، جهت گیری های کوتاه مدت رفتاری سرمایه گذار) برخوردارند.
- شرکت ها، که به شکلی راحت تر می توانند ابتکارات استراتژیک با پتانسیل درازمدت و پیش از این هزینه ها را دنبال کنند.

- جامعه، که می تواند از ثبات بازارهای مالی توسط سرمایه گذارانی که سلاقی متفاوتی دارند و جهت سرمایه به سمت پروژه هایی که در افق های بلندمدت تر به سوددهی می رسند، منتفع شود.

با اینکه تمرکز این کتاب بر سرمایه گذاری بلندمدت است، ذکر این نکته حائز اهمیت است که مزایای مهمی همچون تامین نقدینگی برای بازار و کسب اطمینان از پاسخگویی کوتاه مدت از سوی مدیران شرکت ها نیز در سرمایه گذاری کوتاه مدت وجود دارد و به نظر نمی رسد که بازار از سرمایه کوتاه مدت بی بهره باشد.

این نوشتار بر مالکان دارایی های نهادی متمرکز است که ظرفیتی برای سرمایه گذاری در بلندمدت دارند، از جمله دست اندرکاران بیمه عمر، صندوق های بازنشستگی، صندوق های ثروت ملی، موقوفات، بنیادها و صندوق

های خانوادگی. در نتیجه، دربرگیرنده بحثی درباره سرمایه‌گذاران در خرده‌فروشی‌ها یا مدیران صندوق‌ها همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری خصوصی نمی‌شود. در سال ۲۰۱۵، مالکان دارایی‌های نهادی بلندمدت، مالک اندکی کمتر از نیمی از دارایی‌های دارای مدیریت حرفه‌ای جهان بودند - که تقریباً ۲۷ تریلیون دلار از ۶۵ تریلیون دلار را شامل می‌شود. با این حال، تحقیقات نشانگر آن است که محدودیت‌هایی که این سرمایه‌گذاران با آن‌ها مواجهند امکان استفاده از تقریباً ۲۵ درصد از دارایی‌هایشان (۶.۵ تریلیون دلار) را برای بلندمدت به آن‌ها می‌دهد.

محدودیت‌هایی که سرمایه‌گذاران بلندمدت با آن‌ها مواجهند یک محرکه کلیدی درباره میزان سرمایه بلندمدت در دسترس برای سرمایه‌گذاری است. در بحرانی‌ترین حالت، این محدودیت‌ها شامل موارد ذیل برای یک نهاد می‌شوند:

- پروفایل تعهد: مقدار الزامی برای سرویس‌دهی کوتاه‌مدت به سرمایه‌گذار، همچون پرداخت‌های آتی به ذینفعان
- باورهای سرمایه‌گذاری: داشتن یا نداشتن نهاد به اینکه سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌تواند عواید بهتری در پی داشته باشد

- میل به ریسک: توانایی و تمایل نهاد پذیرش ریسک‌های قابل توجه بالقوه
 - ساختار تصمیم‌گیری: توانایی تیم سرمایه‌گذاری برای رای یک استراتژی سرمایه‌گذاری بلندمدت
- سرمایه‌گذاران بلندمدت از نظر نحوه مدیریت این مسائل و در نتیجه از نظر توانایی‌شان برای اجرای سرمایه‌گذاری بلندمدت با هم فرق می‌کنند. به‌عنوان مثال، حقوق‌های بازنشتی و بیمه‌گران عمر سرمایه‌گذاران بلندمدت هستند، ولی آن‌ها محدودیت‌های سنگینتری نسبت به اعطاکندگان کمک مالی به دانشگاه‌ها و صندوق‌های خانوادگی دارند.

وجود بحران‌های مالی جهانی همچنین باعث شده است که بیشتر سرمایه‌گذاران بلندمدت در اینباره که چه مقدار سرمایه می‌توانند به سرمایه‌گذاری بلندمدت اختصاص دهند بازنگری کنند. بسیاری از نهادها دریافته‌اند که تعهدات بلندمدتشان یا به شکلی غیرمنتظره در مواجهه با بحران افزایش یافته یا به مراتب بیش از آنکه تصورش را می‌کردند غیر انعطاف‌پذیر از کار در آمده است. در این میان، ارزش منصفانه پرتفولیوهایشان به میزانی به‌مراتب بیشتر از آنچه توسط مدل‌های متنوع‌سازی پرتفولیو پیش‌بینی شده بود کاهش یافت، که باعث شد تا برخی از موسسات سرمایه‌شان را پیش از موعد خارج کنند.

با اینکه این بحران به‌طور کلی باورهای آن‌ها به مزایای سرمایه‌گذاری بلندمدت را از بین نبرد، ولی بسیاری از سرمایه‌گذاران بلندمدت را به ارزیابی مجدد تاثیر پروفایل مسئولیت‌هایشان، میل به ریسک و فرایند تصمیم‌گیری بر توانایی‌شان برای سرمایه‌گذاری بلندمدت سوق داده است. این دربرگیرنده کسب اطمینان از مسئولیت‌پذیری در طیف زنجیره تصمیم به سرمایه‌گذاری، بهبود ارتباط بین ذینفعان، توسعه سیستم‌های اندازه‌گیری مناسب‌تر

و تطبیق دادن موثرتر مشوق‌های جبران‌سازی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود.

برخی از سرمایه‌گذاران بلندمدت همچنین در حال پیاده‌سازی چارچوب‌های تخصیص دارایی جدید کمتر دانه‌بندی شده‌ای هستند که بر معیارهای مستقیم‌تر ریسک و بازدهی تمرکز داشته و اتکای کمتری بر مزایای بالقوه متنوع‌سازی بین کلاس‌های متمایزسازی شده دارایی‌ها دارند. این رویکردهای نوظهور تخصیص دارایی می‌توانند سرمایه‌گذاران را قادر به درک بهتر منبع بازدهی‌های مالی بالقوه و تخصیص دارایی‌ها به ریسک‌هایی کنند که به نظرشان ارزش بر عهده گرفتن را دارند.

البته اهمیت بلاواسطه بازارهای مالی این است که بسیاری از سرمایه‌گذاران بلندمدت پرتفولیوهایشان را در واکنش به تغییرات قانونی و حسابداری ریسک‌زدایی کرده‌اند، از جمله از طریق حرکت به سمت حسابداری ارزش منصفانه. برامات سرمایه‌ای سختگیرانه‌تر و همچنین تحمل نهادهای کمتر برای ریسک. این تغییرها بسیاری از نهادها را به سمت افزایش تمهیدات حفاظتی‌شان در سرمایه‌گذاری‌های سیال - به‌طوری که برخی از موسسات کالا از سرمایه‌گذاری‌های غیرسیال طفره می‌روند - و کاهش سرمایه تخصیص داده شده به دارایی‌های ریسک‌دار و متلاطم سوق داده است. اثر این تغییر در تخصیص دارایی‌ها از هم اکنون قابل مشاهده است و مشخصاً نشانگر فاصله گرفتن از سرمایه‌گذاری در بازار سهام به سمت سرمایه‌گذاری‌ها در دیون سیال است. علاوه بر این، مقدار منابع تحت مدیریت در بین شرکت‌هایی به خاطر فاکتورهای همچون تغییر جهانی از مزایای مستمری تعریف شده به سمت بازنشستگی با سهم تعریف شده تحت فشار است.

جمع‌بندی ما این است که یک کاهش مضاعف در سرمایه‌گذاری بلندمدت توسط بیمه‌گران عمر و صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود خواهد داشت. این کاهش تا حدی با افزایش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های خانوادگی، اعطاکندگانی کمک‌های مالی، بنیادها و برخی از صندوق‌ها، به سمت ملی جبران خواهد شد. در غیاب تغییرات در محیط سرمایه‌گذاری، هم در داخل و هم در خارج موسسات ما انتظار داریم که یک کاهش کلی در نسبت دارایی‌های جهانی قابل سرمایه‌گذاری جهت‌دهی شده به سمت سرمایه‌گذاری بلندمدت، با دلالت‌های اقتصادی به‌طور بالقوه قابل توجه، به وجود بیاید.

در نتیجه، شش توصیه را ارائه می‌کنیم که می‌توانند به کاهش محدودیت‌ها روی سرمایه‌گذاری بلندمدت و افزایش مزایای ناشی از آن‌ها کمک کنند.