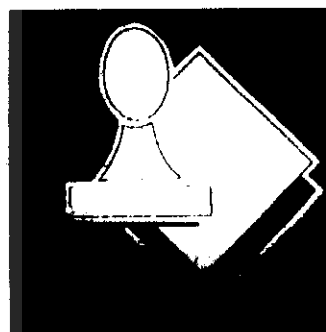




بازار سرمایه در ایران؛ امیدهای بزرگ، کاستی‌های بزرگتر

- از بازار سرمایه تا توسعه اقتصادی
- بازار سرمایه؛ چهرهٔ ماکنار چهرهٔ دیگران
- سرمایه‌گذاری نهادی و موقعیت صنعت بیمه
- تنوع اوراق در بازار سرمایه ایران؛ آری یا نه؟
- بازار سرمایه و مدیریت شرکت‌های عام
- تنگناهای ساختاری در بازار سرمایه ایران
- کاستی‌های مقرراتی در بازار سرمایه ایران
- یک مسئله و چند انگاره

(سیری در آرا)



گزارش ویژه

مدخل

بازار سرمایه، در ایران بازاری ناکاراست. سرمایه نمی‌تواند همسان یک کالا، چرخه عرضه - تقاضا داشته باشد و با خود رونق اقتصادی به بار آورد. بورس به‌عنوان یکی از عرضه‌های بازار سرمایه، با تنگنای ساختاری روبروست و همین امر باعث شده که کارکردی متزلزل، آشفته، غیرشفاف و رانتیر را به‌نمایش بگذارد. مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هر روز از کارآمدی کمتری برخوردار می‌شوند و روند جریان اطلاعات خصوصاً به سهامداران جزء، هر روز تیره‌تر می‌گردد. سهامداران جزء از حمایت کافی برخوردار نیستند و گزارش‌های بازرسان و حساب‌رسان قانونی، صرفاً شاخص‌های مالی را ارزیابی می‌کند و سهامداران جزء نمی‌توانند مطمئن باشند که منافع‌شان واقعاً تضمین می‌شود. مدیریت که خون رگ بورس‌های جهان است - تا آنجا که با جابجا شدن یک مدیر سرشناس از یک شرکت به شرکت دیگری، شاخص سهام آن شرکت‌ها تحت تأثیر قرار می‌گیرد - در اینجا عنصری متروک است و رقابتی هم در گزینش برترین‌های مدیریت در میان نیست. مخصوصاً اگر مدیران در پشت قباله «خصوصی سازی» به بورس آمده باشند؛ که در آن صورت، برای همیشه می‌مانند و اینها تنها گوشه‌هایی از تنگنای بورس ایران است. از نگاه عمیق‌تر، علاوه بر ضعف‌های اجرایی، ضعف‌های مقرراتی و قانونی نیز در بروز موانع یاد شده سهیم‌اند. اگرچه کمتر مورد توجه قرار دارند. این چنین است که نیازهای صنایع و تولیدگران به سرمایه، همچنان از سوی این بازار بلاجواب می‌ماند و لاجرم همه آنها «به بازار پول» و بانک‌ها روی می‌آورند و دور جدیدی از تنش‌های اقتصادی، تحرک می‌یابد. با این همه احیای کارکردهای سالم یک بازار سرمایه مظلوم، از حساسیت بخصوصی برخوردار است و دیر زمانی نیست که مورد توجه دست‌اندرکاران قرار گرفته است. گزارش ویژه این شماره در هفت بحث متنوع کوشیده است تا به نقش و جایگاه بازار سرمایه در توسعه اقتصادی پرداخته، از زوایای مختلف ننگنای موجود را شکافته و موانع قانونی و مقرراتی را برشمارد. گزارش ویژه با شرح گفت و شنود اعضای دو کمیسیون مجلس پیرامون مشکلات نقدینگی کارخانجات و نارسایی‌های موجود در این زمینه پایان می‌پذیرد.

بحثی در شاخص‌های ارزیابی بورس با نگاهی به ایران

■ از بازار سرمایه تا توسعه اقتصادی

دفتر بررسی‌های اقتصادی

پیش‌نوشتار

مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی و اقتصادی از طریق سازوکار اوراق بهادار تأمین گردد. در حال حاضر دیده می‌شود که سهم بازار سرمایه و سازوکار اوراق بهادار در تشکیل سرمایه تعدادی از کشورها در حد نیمی از منابع مالی مورد نیاز افزایش یافته است.

بازار سرمایه و تحولات مرتبط با آن به گونه‌ای هستند که تاکنون نتوانسته‌اند ریشه عمیقی در ساختار اقتصادی کشور بیابند. در نتیجه، سهم اوراق بهادار در تأمین منابع مالی مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های جدید تنها به حدود چهار درصد می‌رسد. چنین امری به طور مستقیم دارای بازتاب‌های غیر قابل اجتناب بر روی میزان سرمایه‌گذاری‌ها و ساختار تولیدی بوده است، به طوری که از یک طرف سهم سرمایه‌گذاری‌ها به تولید ناخالص ملی اندک است و از طرف دیگر، میزان تولید کالا و خدمات در کشور پایین می‌باشد.

تولید تابعی از عوامل گوناگون است که سرمایه یکی از آنها به شمار می‌رود. البته هر چند عواملی مانند نیروی انسانی، منابع طبیعی، تکنولوژی و مدیریت نیز دارای نقش‌های خاص خود می‌باشند، ولی همیشه اهمیت تجهیز سرمایه به گونه‌ای بوده که عوامل دیگر را تحت تأثیر خود قرار داده است. این مهم به ویژه در کشورهای در حال توسعه از درجه اهمیت بالاتری برخوردار است؛ زیرا از یک طرف منابع مالی به مقدار کافی در دسترس نیست و از سوی دیگر، تجهیز این وجوه محدود نیز به سمت بخش تولیدی و صنعتی به دلیل فقدان بازارهای مالی برای تسهیل این امر، به راحتی انجام نمی‌پذیرد. حال آن‌که در اکثر کشورهای پیشرفته صنعتی، توسعه بخش مالی و به دنبال آن بازار سرمایه موجباتی را فراهم ساخته تا بخش قابل توجهی از منابع مالی

بلند مدت مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی از این بخش از سیستم مالی تأمین می‌شود. نقش اولیه بازارهای مالی به طور اعم و بازار سرمایه به طور اخص عبارت است از: کمک به تبدیل پس‌اندازهای افراد و واحدهای تجاری به سرمایه‌گذاری که توسط واحدهای اقتصادی دیگر صورت می‌گیرد. بازار سرمایه امکانات لازم را برای انتقال وجوه پس‌انداز مردم به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری که برای واحدهای دیگر وجود دارد و در ضمن چنین واحدهایی نیازمند تأمین مالی بلند مدت می‌باشند فراهم می‌کند. ابزار اساسی چنین فرایندی نیز دارایی‌های مالی است که برای انتقال وجوه از یک شخص به شخص دیگر ایجاد می‌شود.

بازارهای سرمایه اصولاً به دو بخش اساسی تقسیم‌بندی می‌گردند: بازار اولیه و بازار ثانویه. فروش دارایی مالی که مستقیماً توسط صادرکننده آن صورت‌گیرد اصطلاحاً مبادلات بازار اولیه نامیده می‌شود که در واقع این بخش از بازار سرمایه، هسته اصلی فرایندی است که در بالا بدان اشاره گردید. به عبارت دیگر، اصولاً این بخش از بازار سرمایه است که می‌تواند فرایند پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را تسهیل نماید. از سوی دیگر، بازاری که در آن اوراق بهادار موجود مورد مبادله قرار گیرد بازار ثانویه نامیده می‌شود. در بازار ثانویه دارندگان اوراق بهادار می‌توانند در صورت تمایل، دارایی خود را به دیگران بفروشند. وجود بازارهای ثانویه

برای رویارویی با مشکلات فعلی و فراهم ساختن زمینه رشد اقتصادی که لازمه آن تجهیز منابع و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی می‌باشد، ضروری است تمهیداتی در نظر گرفته شود تا بازار سرمایه و امکانات مرتبط با آن گسترش یافته و به کمک ابزارهای سنتی فعلی درآیند. در این نوشتار سعی شده است ضمن بررسی نقش بازار بورس اوراق بهادار در فرایند توسعه اقتصادی کشور، به عملکرد این بازار پرداخته شود و در نهایت با استعانت از شاخص‌هایی مانند نسبت نقدینگی یا نسبت فعالیت، عملکرد این بازار مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

۱- بازار سرمایه و اهمیت بورس اوراق بهادار

یکی از ویژگی‌های اصلی کشورهای در حال توسعه، پراکندگی و نابسامانی پس‌اندازها و سرمایه‌هاست به نحوی که سرمایه‌ها به مسیرهای بهینه هدایت نمی‌شوند. به منظور بهینه‌سازی مسیر و گردش منابع مالی در این اقتصادها، لزوم تشکیل بازارهای کارآمد و قوی احساس می‌گردد. وجود بازارهای مالی قوی و کارآمد همراه با سازمان‌های مالی مناسب و فعال در این بازارها، از مهم‌ترین عوامل مؤثر در افزایش سرمایه‌گذاری و در پی آن رشد و توسعه اقتصادی است.

بازار سرمایه زیرمجموعه‌ای از بازارهای مالی تلقی می‌گردد، به طوری که منابع مالی

می‌تواند روند جریان وجوه را در بازارهای اولیه تضمین نماید.

ارکان اساسی بازارهای سرمایه بر دو بخش اصلی استوار است: بخش بانکی و بازارهای اوراق بهادار. بازارهای اوراق بهادار در مقایسه با بخش بانکی با سهولت بیشتری می‌توانند منابع مالی را به واحدهای مورد نیاز تخصیص دهند. این دو بخش از بازارهای سرمایه نه به عنوان رقیب، بلکه در واقع به عنوان مکمل یکدیگر در جهت تأمین نیازهای مالی بنگاه‌های تولیدی عمل می‌کنند، ولی از آنجا که بازار اوراق بهادار در چارچوب سازوکار بازار عمل می‌کند، می‌تواند در امر تخصیص بهینه منابع، کارا تر از سیستم بانکی باشد.

بورس اوراق بهادار یکی از اجزا و بخش‌های اصلی بازار متشکل سرمایه است که نقش اصلی آن جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در جامعه به سوی مسیرهای بهینه است، به گونه‌ای که با تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب، بخش عمده‌ای از سرمایه‌ها جذب سودآورترین فعالیت‌ها و پروژه‌ها شوند. بورس اوراق بهادار که در اکثر کشورهای اروپایی دارای پیشینه‌ای ۳۰۰ ساله می‌باشد، به عنوان یک ابزار مالی کارآمد در خدمت علاقمندان به ایجاد صنعت و ارائه‌کنندگان خدمات جدید درآمدی است، به نحوی که طی دهه ۱۹۹۴-۱۹۸۴ ارزش سهام در بازارهای دنیا پنج برابر شده و به رقم ۱۸ تریلیون دلار رسیده است. سهم ارزش کل سهام مبادله شده در GDP جهان، از کم‌تر از سه درصد در سال ۱۹۸۵

به ۱۷ درصد در سال ۱۹۹۵ رسیده است.^۱ توجه به بورس و راه‌اندازی آن با توجه به نقش بسیار مهم بازار متشکل سرمایه، از ضروریات ساختار اقتصادی هر کشور و لازمه حیات سالم اقتصادی هر جامعه محسوب می‌شود. در شرایط فعلی اقتصاد کشورمان که دولت سیاست فروش و واگذاری سهام برخی شرکت‌ها و واحدهای تحت پوشش خود را به مردم در پیش گرفته است، بورس اوراق بهادار می‌تواند ابزاری مؤثر در جهت اجرای این سیاست باشد و در عین حال آثار مثبت، مزایا و منافع قابل توجهی را از ابعاد مختلف اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در جامعه ایجاد نماید که برخی از آنها عبارت‌اند از:

- ۱- تجهیز پس‌انداز مردم و مشارکت مستقیم آنها در فعالیت‌های اقتصادی؛
- ۲- فراهم ساختن موجبات تأمین مالی و سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها و واحدهای تولیدی؛
- ۳- کنترل نقدینگی و بهره‌گیری از آثار ضد تورمی آن؛
- ۴- سالم‌تر کردن اداره واحدهای تولیدی از طریق گسترش مالکیت خصوصی؛
- ۵- نظارت و کنترل نحوه فعالیت شرکت‌های دولتی؛
- ۶- سالم‌سازی فعالیت‌های مختلف اقتصادی از طریق ایجاد تعادل در شرایط عرضه و تقاضا و به عبارتی

1. Levine, R. "Stock Markets: A Spur to Economic Growth", *Finance & Development*, (March 1996), P. 7.

افزایش می‌یابد و از سوی دیگر، کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها از سلامت بیشتری برخوردار شده و در چنین چارچوبی امکان افزایش رشد اقتصادی فراهم می‌گردد.

اگر چه بعضی از تحلیلگران اقتصادی معتقدند بازارهای سهام و بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه اثرات مثبت اندکی بر رشد اقتصادی دارند، اما شواهد و مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که بازارهای اوراق بهادار می‌توانند تأثیری عمیق بر رشد و توسعه اقتصادی بگذارند. این بازارها می‌توانند از طریق جمع‌آوری نقدینگی جامعه، در کنار تأمین سرمایه کوتاه‌مدت واحدهای نیازمند سرمایه بلندمدت، سرمایه‌گذاری‌های سودآور را نیز تأمین کنند. در کنار بازار بورس اوراق بهادار که نقش اساسی در تأمین منابع مالی مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های جدید دارند، بانک‌ها نیز منبع عمده تأمین مالی به شمار می‌روند. در کشورهای در حال توسعه به دلیل عدم آگاهی مدیران شرکت‌ها از ابزار کارآمدی مانند بورس برای تأمین حجم عمده سرمایه مورد نیاز خود، از طریق سیستم بانکی تأمین می‌گردد. از آنجا که استقرار از سیستم بانکی بازتاب‌های تورمی شدیدی دارد و بر اساس برآوردهای انجام شده در مقابل هر ۱۰ ریال افزایش بدهی دولت به سیستم بانکی، قیمت‌ها هفت ریال افزایش می‌یابند،^۱ لذا ضروری

۱. «نقش بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی»، اداره مطالعات و بررسی‌های بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۷۲).

بازاری کردن فعالیت‌های اقتصادی؛

۷- فراهم ساختن موجبات افزایش نرخ رشد پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری در کشور؛
۸- بهبود و سالم‌سازی هر چه بیشتر بافت مالی و ترازنامه‌های شرکت‌های تولیدی. بورس اوراق بهادار تهران که از اواسط بهمن ماه ۱۳۴۶ فعالیت خود را با انجام معاملات بر روی سهام «بانک توسعه صنعتی و معدنی» آغاز کرد، تا سال ۱۳۶۸ در حاشیه فعالیت‌های اقتصادی قرار داشت. از سال ۱۳۶۸ و با آغاز سیاست‌های نوین اقتصادی و شروع واگذاری سهام شرکت‌های دولتی، مجدداً بورس رونق گرفت، ولی به دلیل نبودن شرایط تا سال ۱۳۷۳ از کارایی لازم برخوردار نبود.

۲- تأثیر بازار بورس اوراق بهادار بر رشد اقتصادی

آیا بازارهای بورس اوراق بهادار تأثیری در توسعه اقتصادی یک کشور دارند؟ بر اساس تئوری‌های کلاسیک اقتصاد، چنانچه بخش‌های کارا در یک اقتصاد گسترش یابند، قادر به جذب عوامل تولید اضافی از بخش‌های غیرکارا خواهند بود. برای دستیابی به کارایی در جامعه باید شرکت‌ها و پروژه‌های کارا و سودآور را از شرکت‌ها و پروژه‌های غیر سودآور مشخص کرد. که این کار را می‌توان با در اختیار داشتن یک سازوکار کارا در بازار سرمایه به راحتی انجام داد. بنابراین، در اقتصادی که بازار سرمایه آن درست عمل می‌کند، از یک سو حجم سرمایه‌گذاری

جدول ۱ - تأثیر توسعه نظام بانکی بر رشد اقتصادی

وضعیت نظام بانکی در سال ۱۹۷۶	خیلی توسعه یافته	توسعه یافته	کم توسعه یافته	توسعه نیافته
کشورهای صاحب وضعیت در نمونه مورد بررسی	اتریش	کانادا	استرالیا	آرژانتین
	آلمان	فرانسه	بلژیک	برزیل
	هنگ کنگ	رژیم صهیونیستی	دانمارک	شیلی
	ژاپن	ایتالیا	یونان	کلمبیا
	پرتغال	اردن	مالزی	هند
	سنگاپور	کره جنوبی	فیلیپین	اندونزی
	اسپانیا	هلند	تایلند	مکزیک
	تایوان	نروژ	انگلستان	نیجریه
	فنلاند	سوئد	ونزوئلا	زیمبابوه
	۳/۴	۲/۷	۲	۱/۴
درصد رشد سالانه GDP سرانه طی دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶				

منبع: Finance & Development, (March 1996), P. 8

توسعه یافتگی نظام بانکی می‌تواند از رشد اقتصادی سریع‌تری نسبت به کشورهای فاقد دو مشخصه فوق‌برخوردار باشند، اما با این حال بازارهای اعتباری و به خصوص نظام بانکی جانشین نزدیک بازار سهام نیستند و در واقع این دو مکمل یکدیگر بوده و در یک کشور در حال توسعه نقش عوض می‌کنند. بر اساس گزارش مزبور طی سال‌های ۱۹۹۳-۱۹۷۶، کشورهای که دارای بازار سهام و نظام بانکی توسعه یافته بوده‌اند، رشد اقتصادی بسیار بیشتری نسبت به سایر کشورها داشته‌اند. جدول ۱ تأثیر توسعه نظام بانکی بر رشد اقتصادی ۲۸ کشور نمونه شامل کشورهای صنعتی و در

است موجباتی فراهم شود تا شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی نیازهای خود را مستقیماً از بازار پول و سرمایه کشور تأمین کنند که این امر اثرات ضد تورمی نیز به دنبال دارد. هم بورس اوراق بهادار و هم بانک‌ها در رشد اقتصادی یک کشور نقش دارند. بر اساس مطالعه‌ای که توسط «راس لیواین» در مرکز تحقیقات بانک جهانی انجام شده است، یک نظام بانکی توسعه یافته (برحسب درصدی از GDP در سال ۱۹۷۶) که تسهیلات بانکی به بخش خصوصی آن را تشکیل داده است) می‌تواند به‌رغم سطح پایین توسعه یافتگی بورس اوراق بهادار، رشد اقتصادی را فراهم سازد و همین‌طور کشورهایی که از یک بورس اوراق بهادار توسعه یافته برخوردارند به‌رغم سطح پایین

جدول ۲ - نسبت ارزش جاری سهام و رشد متعاقب آن

وضعیت نسبت ارزش جاری سهام در سال ۱۹۷۶	خیلی کم	کم	زیاد	خیلی زیاد
کشورهای صاحب وضعیت در نمونه مورد بررسی	آرژانتین	کنمیا	استرالیا	کانادا
	اتریش	دانمارک	بلژیک	شیلی
	هند	فنلاند	برزیل	هنگ کنگ
	اندونزی	فرانسه	یونان	ژاپن
	ایتالیا	آلمان	رژیم صهیونیستی	اردن
	نیجریه	کره	مالزی	نوکرآمورگ
	پرتغال	مکزیک	هند	سنگاپور
	سوئد	نروژ	اسپانیا	انگلستان
	تایلند	فیلیپین	تایوان	امریکا
		ونزوئلا	زیمبابوه	
درصد رشد سالانه GDP سرانه طی دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶	۲/۴	۲/۱	۲۱	۳/۴

منبع: Finance & Development, (March 1996), P. 8.

حال توسعه را نشان می‌دهد.

سه مورد از آنها اشاره می‌شود.

برای شناخت اهمیت نقش بورس اوراق بهادار در رشد اقتصادی و راه‌های افزایش این نقش ابتدا راه‌های تأثیرگذاری نقدینگی بر رشد بلند مدت اقتصادی را مرور می‌کنیم.

۳-۱- نسبت ارزش جاری سهام^۲

ارزش کل سهام منتشر شده در بازار بورس به GDP کشور در یک سال به خصوص را نسبت ارزش جاری سهام می‌گویند. در تحقیقی که در آن از اطلاعات ۳۸ کشور صنعتی و در حال توسعه استفاده شده است نتایج زیر به دست آمده است.

بر اساس مطالعه انجام گرفته توسط بانک جهانی، از این نسبت نمی‌توان به عنوان ابزاری مناسب برای پیش‌بینی رشد اقتصادی استفاده کرد، اگرچه بعضی محققان از آن

۳-۲- بررسی حجم معاملات در بازار بورس و تأثیر آن بر رشد اقتصادی

بر اساس شواهد تجربی مستدل، هر قدر نقدینگی^۱ بورس اوراق بهادار بیشتر باشد، رشد اقتصادی بیشتر خواهد بود. برای بررسی این نکته، کارشناسان بانک جهانی از شاخص‌های مختلفی استفاده کرده‌اند که به

1. Liquidity

2. Market Capitalization Ratio

استفاده می‌کنند. در ایران این نسبت از ۱/۲ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۵/۲ درصد در سال ۱۳۷۳ و ۱۲ درصد در سال ۱۳۷۴ رسیده است که نشان از روند رو به رشد بازار سهام در ایران دارد. در سال ۱۹۹۳ این نسبت برای کشورهای آمریکا ۸۲ درصد، آلمان ۲۴ درصد، ژاپن ۸۵ درصد، ترکیه ۲۹ درصد و کره جنوبی ۴۱ درصد بوده است که حاکی از گستردگی بازارهای بورس در این کشورها نسبت به ایران می‌باشد.

۳-۲- نسبت نقدینگی یا نسبت ارزش کل سهام مبادله شده به GDP^۱

نسبت نقدینگی یا توانایی خرید و فروش آسان اوراق بهادار، از تقسیم کل ارزش سهام معامله شده در بورس یک کشور به GDP کشور مزبور به دست می‌آید. براساس تحقیق بانک جهانی، کشورهایی که بازار بورس اوراق بهادار آنها از یک نسبت نقدینگی بالایی برخوردار باشند، رشد اقتصادی آنها بیشتر خواهد بود. این نسبت برای بعضی از کشورهای نظیر مالزی، هنگ‌کنگ و آفریقای جنوبی بزرگ‌تر از یک (در سال ۱۹۹۳) و برای کشورهای نظیر آرژانتین، اندونزی و نیجریه کم‌تر از یک بوده است. در ایران این نسبت از ۰/۰۴ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۰/۹۵ درصد در سال ۱۳۷۲ و ۱/۱ درصد در سال ۱۳۷۴ رسیده است که نشان از توسعه نیافتگی شدید بازار بورس تهران دارد. اگرچه نسبت مذکور برای سال‌های اخیر یک روند رو به رشدی را نشان می‌دهد، اما مقایسه نسبت مذکور در سال ۱۳۷۳ کشورمان با نسبت

مذکور در سال ۱۹۹۴ کشورهای مالزی (۱۸۵/۷ درصد)، ترکیه (۱۵/۹ درصد)، آمریکا (۶۰/۳ درصد) و کره جنوبی (۷۵/۹ درصد) ما را به این نتیجه رهنمون می‌سازد که بورس تهران برای دستیابی به جایگاه واقعی خود در اقتصاد کشور باید راه طولانی پیماید. جدول ۳ تأثیر بالا بودن نسبت نقدینگی بازار بورس یک کشور بر رشد اقتصادی را نشان می‌دهد.

۳-۳- نسبت ارزش سهام مبادله شده به ارزش جاری کل سهام یا نسبت فعالیت^۲ این نسبت، سطح مبادله اوراق بهادار را در مقابل اندازه بازار اوراق بهادار اندازه‌گیری می‌کند. به عبارت دیگر، درجه فعالیت بورس‌ها در ارتباط با حجم سهام معامله شده در مقایسه با ارزش جاری سهام بالقوه‌ای که توسط شرکت‌های عضو همان بورس وجود دارد، توسط این نسبت نشان داده می‌شود. بر اساس تحقیق بانک جهانی هر قدر نسبت فعالیت بازار بورس کشوری بیشتر باشد، رشد اقتصادی این کشور بیشتر خواهد بود. در جدول ۴ وضعیت نسبت فعالیت تعدادی از کشورها در سال ۱۹۷۶ و رشد اقتصادی آنها در دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶ نشان داده شده است.

نسبت فعالیت بورس تهران از ۳/۳ درصد در سال ۱۳۶۸ به حداکثر ۱۹/۴ درصد در سال ۱۳۷۰ رسیده است. این نسبت در سال ۱۳۷۲ به ۱۷/۸ درصد، در سال ۱۳۷۳ به ۱۱/۹ درصد و در سال ۱۳۷۴

1. Value-Traded Ratio
2. Turn over Ratio

جدول ۳- تأثیر بالا بودن نسبت نقدینگی بر رشد اقتصادی (۱۹۹۳-۱۹۷۶)

وضعیت نسبت نقدینگی	خیلی کم	کم	زیاد	خیلی زیاد
کشورهای صاحب وضعیت در نمونه مورد بررسی	اتریش	آرژانتین	برزیل	استرالیا
	کلمبیا	بلژیک	شیلی	کانادا
	دانمارک	یونان	فرانسه	هنگ کنگ
	فنلاند	اردن	آلمان	رژیم صهیونیستی
	اندونزی	لوکزامبورگ	هند	ژاپن
	نیجریه	مکزیک	ایتالیا	سنگاپور
	نروژ	اسپانیا	کره	تایوان
	پرتغال	سوئد	مالتزی	انگلستان
	ونزوئلا	تایلند	هلند	امریکا
		زیمبابوه	فیلیپین	
درصد رشد سالانه GDP سرانه طی دوره ۱۹۷۶-۱۹۹۳	۱/۷۵	۱/۷۵	۲/۷۵	۳/۴

منبع: Finance & Development, (March 1996), P. 8

جدول ۴- نسبت فعالیت در سال ۱۹۷۶ و رشد اقتصادی در دوره ۱۹۹۳-۱۹۷۶

نسبت فعالیت	خیلی کم	کم	زیاد	خیلی زیاد
کشورهای صاحب وضعیت در نمونه مورد بررسی	شیلی	اتریش	استرالیا	آرژانتین
	دانمارک	بلژیک	برزیل	هنگ کنگ
	یونان	کلمبیا	کانادا	هند
	اردن	فنلاند	فرانسه	رژیم صهیونیستی
	لوکزامبورگ	اندونزی	آلمان	ایتالیا
	نیجریه	مالتزی	هلند	ژاپن
	نروژ	مکزیک	سنگاپور	کره
	پرتغال	اسپانیا	تایلند	فیلیپین
	ونزوئلا	سوئد	انگلستان	تایوان
		زیمبابوه	امریکا	
درصد رشد سالانه GDP سرانه طی دوره ۱۹۷۶-۱۹۹۳	۱/۷۵	۱/۷۵	۲/۸	۳/۲۵

منبع: Finance & Development, (March 1996), P. 8

به ۸/۸ درصد کاهش یافته است. بر اساس مقایسه‌ای که توسط اداره مطالعات و بررسی‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۲ انجام گرفته است، عملکرد بورس تهران از نظر نسبت فعالیت در ماه مارس ۱۹۹۳ در میان ۵۱ کشور مورد بررسی شامل بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها و تعدادی از بورس‌های کشورهای در حال توسعه، در ردیف چهل و هشتم قرار گرفته است که نسبت فوق‌العاده ضعیفی است و باید از طریق افزایش حجم معاملات نسبت فوق‌را به سطح قابل قبولی افزایش داد.

۴- عوامل مؤثر در حجم معاملات بورس

چنان که مشهود است، بازار بورس اوراق بهادار کشور از درجه نقدینگی بالایی برخوردار نیست و اگر چه گردش کار آن سرعت بیشتری یافته است، ولی در مقام مقایسه با کشورهای پیشرفته آن چنان نیست که بتوان آن را بازاری تکامل یافته و گسترده نامید. از سوی دیگر، عوامل مختلفی در توسعه بازار بورس دخالت دارند که موارد ذیل از جمله مهم‌ترین آنها به شمار می‌آیند.

۴-۱- درجه آشنایی مردم با بورس و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار

در کشورهایی که بورس به تازگی تأسیس یافته است، اکثر مردم با بورس و نحوه کار کردن آن آشنا نیستند و از این رو تمایلی به خرید سهام و سایر اوراق بهادار در بورس ندارند. همچنین عدم آشنایی مردم با حقوق

ناشی از مالکیت اوراق بهادار باعث می‌شود که کم‌تر به سرمایه‌گذاری در این نوع اوراق بهادار روی آورند.

۴-۲- وجود مؤسسات خدمات امور مالی و مؤسسات مشاوره سرمایه‌گذاری

فعالیت عمده این گونه مؤسسات، گردآوری و پردازش اطلاعات به منظور اتخاذ تصمیم در زمینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. این مؤسسات معمولاً مردم را در مورد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار راهنمایی می‌کنند و به مردم کمک می‌کنند تا راحت‌تر اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار نمایند.

۴-۳- وجود نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری

مؤسساتی همچون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها، پس‌اندازهای کوچک تعداد کثیری از مردم را جمع‌آوری می‌نمایند و از این رو قادرند حجم زیادی از منابع مالی را در امر خرید و فروش اوراق بهادار به کار اندازند. هر چه تعداد این مؤسسات در یک کشور بیشتر باشد، بورس اوراق بهادار فعال‌تر خواهد شد. همچنین هر چه سهام اوراق بهادار در سبد دارایی‌های مالی این مؤسسات بیشتر باشد، گردش کار بورس وسیع‌تر خواهد شد.

۴-۴- وجود مقررات جامع و کامل

بورس اوراق بهادار در کشورهایی فعال‌تر شده است که در آنها قوانین و مقررات اطمینان بخش وجود داشته است. منظور از قوانین اطمینان بخش، قوانینی است که

در فاصله زمانی بسیار کوتاه مالکیت اوراق بهاداری را به دست آورد و در فاصله چند دقیقه بعد از خرید، آن را بفروشد. سرعت انجام معامله بستگی دارد به این که چقدر طول می کشد تا سفارش یک مشتری توسط کارگزار آماده شده و برای انجام معامله به تالار بورس و یا ترمینال معاملات بورس منتقل گردد. همچنین سرعت تسویه معامله بستگی دارد به این که بورس اوراق بهادار چه سازوکاری را برای انجام معامله و تسویه آن به کار می برد. در حال حاضر در بیشتر کشورهای جهان مبادله فیزیکی اوراق بهادار، یعنی کارگزار، خریدار و فروشنده در بورس های دنیا منسوخ شده و اوراق بهادار پس از سپرده شدن به خزانه بورس، براساس رسید کامپیوتری مورد معامله قرار می گیرند.

۵-۲- عادلانه بودن قیمت اوراق بهادار

منظور از قیمت عادلانه، قیمتی است که نزدیک یا برابر با ارزش واقعی یا ذاتی اوراق بهادار باشد. ارزش اوراق بهادار متناسب با میزان سود و عایدات مورد انتظار و درجه اطمینان نسبت به کسب این عایدات تعیین می شود. در مورد بعضی از اوراق بهادار مانند سهام عادی، تعیین ارزش ذاتی کار بسیار مشکلی است؛ زیرا افراد می توانند پیش بینی ها و انتظارات متفاوتی در مورد سودهای آتی ناشی از سهام عادی داشته باشند. اگر این امکان برای همه وجود داشته باشد که بر اساس ارزیابی شخصی خود اقدام به خرید یا فروش سهم عادی

حافظ منافع سرمایه گذاران در اوراق بهادار باشد. این قوانین به جنبه های مختلف سرمایه گذاری در اوراق بهادار نظارت می کند. نظیر قوانین مربوط به چگونگی انتشار و توزیع عمومی اوراق بهادار، قوانین مربوط به معاملات در بورس، قوانین مربوط به افشای اطلاعات توسط شرکت هایی که اوراق بهادار آنها در بورس معامله می شود، مقررات مربوط به معاملات توسط اشخاصی که رابطه نزدیکی با شرکت منتشرکننده اوراق بهادار دارند و غیره.

مقایسه وضعیت حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار کشور و میزان آشنایی جامعه با این بازار مختوم به این نکته کلی است که بازار بورس کشور برای رشد و توسعه مورد نظر، نیازمند انسجام بیشتر نهادهای مالی و مؤسسات مشاوره ای فعال کنونی و گسترش آتی آنها و نیز آگاهی بیشتر افراد جامعه و بخش های تولیدی با تسهیلات ناشی از فعالیت این بازار است.

۵- سایر معیارهای سنجش درجه فعالیت بازار بورس اوراق بهادار

صرف نظر از درجه نقدینگی بازار بورس به عنوان معیاری برای سنجش درجه فعالیت بازار بورس، معیارهای دیگری برای تشخیص این مقوله وجود دارند.

۵-۱- سرعت انجام و تسویه معاملات در بورس

سرعت انجام و تسویه معاملات، زمانی ایده آل خواهد بود که یک سرمایه گذار بتواند

ج - اجتناب از نوسان‌های موقت قیمت سهام: قدرت‌های با نفوذ در بازار اوراق بهادار وجود نداشته باشند؛ زیرا قیمت‌ها زمانی عادلانه خواهند بود که هیچ معامله‌گری قادر نباشد با معاملات بزرگ و کوچک، قیمت بازار را تحت نفوذ خود قرار دهد. به عبارت دیگر، بورس باید دارای چنان عمقی باشد که کلیه مشارکت‌کنندگان در آن قادر به تغییر قیمت سهام نباشند. شرط لازم برای این وضعیت آن است که تعداد مشارکت‌کنندگان در بورس بسیار زیاد بوده و تمامی آنها در کلیه ساعاتی که بورس باز است در جریان قیمت‌ها باشند و در صورت مشاهده تغییر قیمت‌ها اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار نموده و نگذارند کسی قیمت اوراق بهادار را از ارزش ذاتی آن دور نماید. در بورس‌های معروف دنیا وجود تعداد زیادی معامله‌گر^۱، بازارساز^۲ و متخصص^۳ امکان این که کسی بتواند قیمت‌ها را منحرف نماید ضعیف می‌کند. بورس اوراق بهادار نوعی بازار است که معاملات در آن براساس سفارش‌های خرید و فروش که به آن می‌رسد انجام می‌شود. با توجه به این که ورود سفارش‌های خرید و فروش به بازار به صورت نامنظم و تصادفی است، احتمال دارد که میزان عرضه اوراق بهادار با تقاضای آن برابر نباشد. لازم به یادآوری

نمایند، در این صورت می‌توان امیدوار بود که قیمت سهام در بازار منعکس‌کننده ارزیابی کلیه کسانی است که در بازار اقدام به معامله این اوراق نموده‌اند. برای نزدیک شدن قیمت سهام به ارزش ذاتی سهام، ضروری است که شرایط زیر در بازار وجود داشته باشد.

الف - شفافیت اطلاعاتی: کلیه افراد به اطلاعات منتشره در مورد شرکت و اوراق بهادار دسترسی داشته باشند؛ زیرا هر چه شفافیت اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، قیمت بازار به ارزش ذاتی آن نزدیک‌تر خواهد بود. بورس‌های معروف جهان تأکید فراوانی به انتشار سریع اطلاعات داشته و از شرکت‌ها و سازمان‌هایی که اقدام به انتشار و فروش اوراق بهادار در بازار نموده‌اند می‌خواهند که بازار را به‌طور مرتب و به سرعت در جریان کلیه رویدادهای مهم مربوط به شرکت قرار دهند. الزامات گزارشگری یکی از ویژگی‌های بورس کاراست.

ب - قابلیت تجدید نظر در ارزش اوراق بهادار:

در بازار سرمایه باید تعداد زیادی از خبرگان مالی و اقتصادی وجود داشته باشند تا بتوانند گزارش‌های منتشر شده را مورد مطالعه و ارزیابی قرار دهند و براساس اطلاعات وارده اقدام به تجدید نظر در مورد ارزش اوراق بهادار نمایند. به عبارت دیگر، هر چه تعداد افراد خیره در بازار بیشتر باشد، اطلاعات سریع‌تر در قیمت بازار منعکس می‌گردد و قیمت به ارزش ذاتی نزدیک‌تر می‌شود.

1. Traders
2. Market Makers
3. Specialists

و فاش نشده دسترسی دارند تشکیل گردد. اطلاعات در بورس می‌تواند نقش مهمی در ایجاد ثروت‌های بادآورده ایفا نماید. از این رو بر اساس قانون جدید باید شرکت‌ها را مجبور کرد که کلیه رویدادهای مهم را از طریق رسانه‌های جمعی به سرعت به اطلاع عموم برسانند و از انجام معامله روی سهامی که در مورد آنها اطلاعاتی افشا نشده است، خودداری نمایند.

۴-۵- تلاش مسئولان بورس برای تقویت

شرایط رقابتی در بورس

بورس به عنوان مظهر یک بازار رقابتی باید براساس سازوکار عرضه و تقاضا فعالیت کند. لذا مسئولان باید هر نوع مانعی را که از عملکرد صحیح بازار جلوگیری می‌کند مرتفع نمایند. به طور کلی، مسئولان بورس نباید در تعیین قیمت اوراق بهادار اعمال نظر شخصی نمایند و اگر احساس می‌کنند که قیمت‌ها بی‌رویه بالا یا پایین می‌رود، ضروری است معایب کارکرد بازار را شناسایی نموده و از طریق رفع آن موانع، از بالا و پایین رفتن قیمت جلوگیری کنند.

۶- روند فعالیت‌های بورس تهران از

ابتدای تأسیس تا پایان سال ۱۳۷۴

سابقه تأسیس بورس اوراق بهادار در ایران به سال ۱۳۴۶ برمی‌گردد، ولی باید توجه نمود که به‌رغم طولانی بودن مدت فعالیت این نهاد، فراز و نشیب‌های بسیار زیادی برفعالیت‌های آن تأثیر گذاشته است.

است که این عدم تعادل عرضه و تقاضا معمولاً موقتی است، لذا قیمت اوراق بهادار نباید به دنبال این عدم تعادل موقت تغییر یابد.

برای جلوگیری از نوسان‌های موقت قیمت سهام در بورس معمولاً از افرادی به نام بازارساز یا متخصص استفاده می‌کنند که وظیفه آنها متعادل کردن عرضه و تقاضا است. این افراد بخشی از سهامی را که مسئول ایجاد بازار برای آن هستند به عنوان موجودی نگه می‌دارند تا در صورت نبود عرضه، آن را فروخته و در صورت نبود تقاضا، اقدام به خرید آن سهام نمایند. بنابراین، مجموعه این عوامل به عنوان متعادل کننده بازار عمل می‌کنند و از نوسان شدید قیمت سهام جلوگیری می‌نمایند.

۳-۵- عدم وجود تقلبات، تبانی‌ها و زد و

بندها

این عوامل منجر به ضرر و زیان عامه مردم و سود سرشار گروه معدودی می‌شود؛ زیرا مردم هنگامی به بورس اعتماد می‌کنند که احساس نمایند منافع آنها در مقابل اعمال گروه‌های متقلب و ریاکار محفوظ می‌ماند. برای حصول این امر، ضروری است ابتدا مقررات و قوانین اطمینان بخش وضع شود و براساس آن کلیه اعمال ناشایست، غیرقانونی اعلام گردد. همچنین سازمانی جدا از بورس به منظور نظارت بر کارکرد مسئولان بورس، کارگزاران و معامله‌گران عمده و کلیه کسانی که به اطلاعات محرمانه

۱-۶- قبل از پیروزی انقلاب اسلامی (۱۳۵۷ - ۱۳۴۶)

در طول این دوره ۱۲ ساله عوامل متعددی بر عدم تکامل این نهاد و استفاده بهینه از آن تأثیر گذاشته که به طور عمده شامل موارد زیر است:

- ۱- اتکای دولت و بخش خصوصی به درآمدهای ناشی از صادرات نفت؛
- ۲- عدم تکامل کافی بخش صنعت و کشاورزی صنعتی در کشور؛
- ۳- پرداخت اعتبارات بانکی با نرخهای یارانه‌ای.

این عوامل به همراه خانوادگی بودن مالکیت کارخانه‌ها و تأسیسات ایجاد شده و بالا بودن سودآوری در سایر فعالیت‌های اقتصادی، زمینه‌ای را به وجود آورده بود تا فعالیت‌های بورس اوراق بهادار طی دوره پیش از انقلاب اسلامی از رونق مورد نظر برخوردار نباشد؛ زیرا سهم حجم معاملات در بورس تهران حتی در سال ۱۳۵۶ که به بیشترین میزان خود یعنی ۲۴/۳ میلیارد ریال افزایش یافته بود، نتوانست از ۰/۸ درصد تولید ناخالص ملی فراتر رود. در سال ۱۳۵۶ حدود ۸۵ درصد از حجم معاملات منحصر به معامله اوراق قرضه دولتی و سهام بانک‌های خصوصی بود. به هر حال مجموع این شرایط، زمینه‌ای را فراهم ساخت تا سازوکار بازار سرمایه نتواند از توانایی‌های خود بهره کافی ببرد. نتیجه این که در سال ۱۳۵۷ تعداد کل شرکت‌ها و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس از تعداد ۱۰۵ مؤسسه فراتر نرفت.

این در حالی بود که حجم معاملات در دوره یاد شده حدود ۱۵۰/۲۷ میلیارد ریال بود.

به موازات شرایط بالا دولت وقت در یک اقدام قانونی، تحرکی دیگر به بورس بخشید؛ زیرا پس از تصویب قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی و واگذاری ۴۹ درصد سهام شرکت‌ها به کارگران، کشاورزان و عامه مردم و تشکیل سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی و شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران که ظاهراً به منظور تشویق سرمایه‌گذاری‌ها و گسترش فرهنگ سهامداری ایجاد شدند. در خلال سال‌های ۱۳۵۵-۱۳۵۷ معاملات رونق نسبی یافت، به طوری که بیش از ۵۰ درصد معاملات بورس تهران از بدو تأسیس تا سال ۱۳۵۷، مربوط به دو سال یادشده است.

۱-۶-۲- بعد از پیروزی انقلاب اسلامی (۱۳۶۸-۱۳۵۸)

این دوره که دربرگیرنده پیامدهای طبیعی پس از پیروزی انقلاب اسلامی و نیز جنگ تحمیلی بود، فضای کافی و لازم را برای تداوم فعالیت‌های بورس فراهم نساخت. به موازات شرایط حاکم بر فعالیت‌های اقتصادی، تغییر بافت ساختار تولیدی کشور و تملک‌های گسترده در بخش صنعت و به دنبال آن اعمال اصل ۴۴ قانون اساسی که فعالیت بانک‌ها و شرکت‌های بیمه را تنها تحت پوشش کامل بخش دولتی مجاز می‌شمرد، زمینه‌ای را فراهم ساخت تا به تدریج شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کاهش یابند. در نتیجه، به دنبال ملی شدن بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و مشمولیت

جدول ۵ - حجم دادوستد سهام و اوراق قرضه ۷۵ - ۱۳۴۶

(میلیارد ریال)

سال	حجم کل داد و ستد سهام	حجم کل دادوستد اوراق قرضه	جمع کل داد و ستد سهام و اوراق قرضه
۱۳۴۶	۰۰۱۵	-	۰۰۱۵
۱۳۴۷	۰۰۳	۰۰۹	۰۱۲
۱۳۴۸	۰۰۹	۰۰۴	۰۱۳
۱۳۴۹	۰۱۰	۰۰۲	۰۱۲
۱۳۵۰	۰۱۴	۰۲۵	۰۳۹
۱۳۵۱	۰۳۳	۰۸۶	۱۱۹
۱۳۵۲	۱۳۲	۱۴۵	۲۷۷
۱۳۵۳	۶۵	۴۴۶	۱۰۹۶
۱۳۵۴	۱۰۷	۷۳	۱۸
۱۳۵۵	۲۱۱	۱۷۲	۳۸۳
۱۳۵۶	۱۹۵	۲۴۹	۴۴۴
۱۳۵۷	۲۳۴	۱۰۸	۳۴۲
جمع کل	۸۳/۲۲	۶۷/۳۷	۱۵۰/۵۹

منابع: سازمان بورس اوراق بهادار.

فعالیت بورس انجامید، به طوری که در سال ۱۳۶۲ حجم معاملات بورس به ۹/۲ میلیون ریال رسید که حتی از حجم معاملات یک بنگاه فروش اتومبیل نیز کم تر بود. این امر تأثیر زیادی بر نقش بورس در تولید ناخالص ملی گذاشت و میانگین سهم معاملات بورس در تولید ناخالص ملی را به کم تر از یک صدم درصد رساند که عملاً رقمی قابل اغماض است. حجم معاملات بورس تهران طی دوره مورد نظر در جدول ۶ منعکس شده است.

قانون حفاظت و توسعه صنایع که بخش قابل توجهی از شرکت های بخش خصوصی را تحت کنترل ارگان های دولتی قرار می داد، تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس به شدت کاهش یافت و از ۱۰۵ شرکت در پایان سال ۱۳۵۷ به ۵۶ شرکت در طول دوره مورد بررسی رسید.

اعمال قانون بانکداری بدون ربا و ممنوعیت معامله اوراق قرضه، مشکلی دیگر بر سر راه فعالیت بورس به وجود آورد که در نهایت به کاهش شدید حجم

جدول ۶ - حجم معاملات بورس تهران
(۱۳۶۸ - ۱۳۵۸) (میلیارد ریال)

سال	حجم معاملات	درصد تغییرات
۱۳۵۸	۴۱	-
۱۳۵۹	۰۵	(۸۸)
۱۳۶۰	۰۰۴	(۹۲)
۱۳۶۱	۰۰۵	۲۵
۱۳۶۲	۰۰۰۹	(۸۲)
۱۳۶۳	۱۱	۱۲۱۲۲
۱۳۶۴	۱۲	۹
۱۳۶۵	۱۷	۴۱
۱۳۶۶	۱۶	(۶)
۱۳۶۷	۹۹	۵۱۹
جمع کل	۲۰،۱۹۹	

* ارقام داخل پرانتز به مفهوم منفی بودن آن ارقام است.
مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار.

نمی‌گرفت. از سوی دیگر، در سال ۱۳۶۷ حجم معاملات بورس به ۹/۹ میلیارد ریال کاهش پیدا کرده بود. بنابراین، نخستین مرحله گسترش فعالیت بورس تهران، افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده بود؛ بدین منظور تعداد شرکت‌ها به طور مداوم در طول دوره مورد بررسی افزایش یافت که جدول زیر نمایانگر این واقعیت است.

جدول ۷ - تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

سال	تعداد	میزان رشد
۱۳۶۸	۶۷	-
۱۳۶۹	۷۹	۱۸
۱۳۷۰	۱۰۸	۳۷
۱۳۷۱	۱۴۰	۳۰
۱۳۷۲	۱۵۱	۸
۱۳۷۳	۱۶۳	۸
۱۳۷۴	۲۰۱	۲۳

مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار.

البته هر چند تعداد شرکت‌ها در طی دوره مورد بررسی به شدت افزایش یافته است، ولی بورس تهران همچنان با نهادهای مشابه در سایر کشورها فاصله بسیار زیادی دارد. داد و ستد سهام نیز در بورس تهران با افزایش روند خصوصی‌سازی و همچنین تمایل مردم به سرمایه‌گذاری افزایش یافت، به طوری که میزان داد و ستد سهام در سال ۱۳۷۴ به تنهایی ۱۶۹ برابر حجم معاملات در سال ۱۳۶۸ است. این نرخ رشد نشانه پررنگ‌تر شدن نقش و اهمیت بورس تهران

۶-۳- دوره تجدید فعالیت (۱۳۶۸-۱۳۷۴)

به دنبال استقرار نخستین دولت پس از جنگ، فعالیت‌های بازسازی اقتصاد کشور آغاز شد و به دنبال آن به منظور اصلاح ساختار بخش دولتی و به اجرا گذاشتن فرایند خصوصی‌سازی، بورس اوراق بهادار تهران مجدداً فعالیت خود را آغاز کرد.

بورس تهران در مدت تعلیق فعالیت‌ها به شدت محدود و کوچک شده بود، به طوری که از نظر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده یکی از ضعیف‌ترین بورس‌های جهان تلقی می‌شد. در سال ۱۳۶۸ تنها ۶۷ شرکت در بورس تهران پذیرفته شده بودند که در عمل معامله‌ای بر روی سهام آنها انجام

جدول ۸ - حجم دادوستد در بورس تهران

سال	حجم معاملات (میلیارد ریال)	میزان تغییرات (درصد)
۱۳۶۸	۱۱۱	-
۱۳۶۹	۶۴۹	۴۸۵
۱۳۷۰	۴۷۸۳	۶۳۷
۱۳۷۱	۳۵۲	۲۶
۱۳۷۲	۵۱۵۷	۴۶
۱۳۷۳	۷۹۳۴	۵۴
۱۳۷۴	۱۸۸۰۶	۱۳۷
جمع کل	۴۰۹۶	

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

جدول ۹ - میزان منابع مالی تأمین شده از طریق بورس اوراق بهادار

سال	مبلغ افزایش سرمایه (میلیارد ریال)	میزان تغییرات (درصد)
۱۳۶۸	..	-
۱۳۶۹	۱۷۰۲۲	-
۱۳۷۰	۵۸۱	۲۳۷
۱۳۷۱	۶۸۷	۱۸
۱۳۷۲	۸۲۴	۲۰
۱۳۷۳	۲۸۵۵	۲۴۶
۱۳۷۴	۱۹۲۴۲	۵۷۴
جمع کل	۲۴۳۶/۱۲	

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

آن است که در سال ۱۹۹۵ در ایران ۱۱۴ میلیون دلار اوراق بهادار جدید منتشر شده، در حالی که در ژاپن ۱۰۳۰/۵ میلیارد دلار سهام و سایر گونه‌های اوراق بهادار جدید به

در جذب، به کارگیری و به گردش درآوردن سرمایه‌های کوچک و بزرگ است. لازم به ذکر است که در سال ۱۳۷۴، نسبت نقدینگی به ۱/۱ درصد رسیده که نسبت به سال ۱۳۷۳، معادل ۸۳ درصد رشد داشته است. همچنین نسبت ارزش جاری سهام در سال ۱۳۷۴ به ۱۲/۴ درصد رسیده که نسبت به سال گذشته آن رشدی معادل ۱۳۸ درصد نشان می‌دهد. با این حال نسبت فعالیت در سال ۱۳۷۴ نسبت به سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ بسیار کم‌تر بوده و به رقم ۸/۸ درصد رسیده است که نسبت به سال ۱۳۷۳، ۲۶ درصد و نسبت به سال ۱۳۷۲ نیز ۵۰/۵ درصد کاهش نشان می‌دهد. جدول ۸ میزان معامله بورس تهران در دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد.

میزان تشکیل سرمایه از طریق سازوکار اوراق بهادار که یکی از ویژگی‌های عمده و شاخص بورس‌های اوراق بهادار است نیز به تدریج افزایش یافت، به طوری که بر اساس اطلاعات مندرج در جدول زیر، مبلغ سهام جدید منتشره توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در سال ۱۳۷۴ به ۱۹۲۴/۲ میلیارد ریال رسیده است.

البته هر چند روند تأمین منابع از طریق سازوکار اوراق بهادار افزایش یافته است، با این وجود سهم اوراق بهادار در تشکیل سرمایه ملی پایین (حدود چهار درصد) می‌باشد و بورس تهران در این زمینه نسبت به سایر نهادهای مشابه دارای عملکرد پایینی است. آمار موجود در این زمینه مؤید

فروش رسیده است.

یکی دیگر از ویژگی‌های بازار سرمایه در دوره مسورد بررسی، عرضه سهام شرکت‌های دولتی (خصوصی‌سازی) از طریق بورس اوراق بهادار بوده است. طی این دوره به دلیل فقدان برنامه مدون و از پیش تعیین شده، عرضه سهام شرکت‌های دولتی از انضباط خاصی برخوردار نبوده و با نوسان زیادی همراه بود. جدول ۱۰ میزان عرضه سهام شرکت‌های دولتی طی دوره مسورد بررسی را نشان می‌دهد.

جدول ۱۰ - عرضه سهام شرکت‌های دولتی

سال	تعداد سهام و حق تقدم عرضه شده	ارزش سهام عرضه شده (میلیارد ریال)
۱۳۶۸	-	-
۱۳۶۹	۱,۹۱۱,۰۰۴.۹	۱۱
۱۳۷۰	۳۱,۷۶۶,۱۲۲.۰۵	۲۳۰.۷
۱۳۷۱	۱۷,۸۴۳,۰۰۰	۱۱۹.۳
۱۳۷۲	۳۱,۱۱۶,۴۶۳	۱۷۱.۹
۱۳۷۳	۴۶,۶۳۴,۶۹۹	۲۶۱.۶
۱۳۷۴	۲۵,۹۰۱,۲۲۷	۱۹۲
جمع کل	۱۵۵,۱۷۲,۵۱۵/۹۵	۹۸۶/۵

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

شرکت‌های جدید دولتی به استثنای یک مورد به بازار عرضه نگردیدند. البته سازمان‌های عرضه کننده عمده دولتی به منظور حل مشکل عرضه سهام شرکت‌های دولتی اقدام به عرضه حق تقدم شرکت‌های تحت پوشش نمودند. در سال ۱۳۷۴ در مجموع تعداد ۴,۵۰۱,۸۸۶ مورد حق تقدم به ارزش ۳۹/۷ میلیارد ریال از طریق بورس عرضه گردید. با این وجود، ارزش سهام و حق تقدم شرکت‌های دولتی برابر ۴۴ درصد نسبت به سال ماقبل کاهش نشان می‌دهد. شایان ذکر است که مقادیر قابل توجهی از عرضه‌های مربوط به سال‌های پس از سال ۱۳۷۳ به طور عمده مربوط به عرضه شرکت‌هایی از سازمان صنایع ملی بوده که در اختیار بخش خصوصی بوده است.

۷- نقش بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی غیر بانکی در بازار سرمایه

بازار بورس اوراق بهادار تنها یکی از نهادهای بازار مالی است. از این رو پرداختن به سایر نهادهای بازارهای مالی و در نهایت بازار سرمایه هر چند به طور اجمال، مفید به نظر می‌رسد، به ویژه آن که این نهادها در بازار بورس نیز نقشی فعال دارند. جریان منابع مالی به سوی بازار سرمایه اصولاً از راه‌های گوناگونی انجام می‌گیرد که به طور عمده شامل موارد زیر است:

- ۱- بانک‌ها؛
- ۲- شرکت‌های اوراق بهادار؛
- ۳- شرکت‌های بیمه؛
- ۴- شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛
- ۵- اشخاص حقیقی.

پس از تصویب قانون اولویت واگذاری سهام به ایثارگران و جانبازان در مرداد ماه ۱۳۷۳، روند عرضه سهام شرکت‌های دولتی شد، به طوری که رقم عرضه مربوط به سال ۱۳۷۳ که معادل ۲۶۱/۶ میلیارد ریال گزارش شده، تنها مربوط به پنج ماه اول سال ۱۳۷۳ بوده است و در سال ۱۳۷۴ سهام

گردید. به ناچار بانک‌های تجاری به منظور ایجاد تعادل لازم اقدام به دخالت در بازار سرمایه نمودند و بخشی از سهام موجود را خریداری کردند. به منظور بررسی بیشتر موضوع، جدول ۱۱ که دربرگیرنده میزان سرمایه‌گذاری‌های سیستم بانکی در بازار سرمایه کشور است، ارائه می‌شود.

همان گونه که مشاهده می‌گردد اوج حضور بانک‌ها در فعالیت‌های بازار سرمایه مربوط به سال‌های ۱۳۷۱ و ۱۳۷۲ است که میزان عرضه سهام بر تقاضای آن فزونی گرفته بود. به تدریج با کاهش جذابیت در سایر گونه‌های سرمایه‌گذاری مانند طلا، ارز و کالاهای مصرفی بادوام، جریان منابع مالی بخش خصوصی به سوی بورس اوراق بهادار تشدید گردید و بدین ترتیب حجم سرمایه‌گذاری‌های سیستم بانکی در بورس اوراق بهادار کاهش یافت، به طوری که از سال ۱۳۷۴ هیچ‌گونه خرید عمده‌ای توسط بانک‌ها در بازار سرمایه صورت نگرفت. بنابراین، از مجموع ۴۰۹۶ میلیارد ریال سهام عرضه شده در بورس تهران، ۲۵۲/۱ میلیارد ریال توسط سیستم بانکی خریداری گردید که برابر ۶۲ درصد از سهام عرضه شده است.

۷-۲- شرکت‌های اوراق بهادار

در بازارهای سرمایه پیشرفته مؤسسه‌های ویژه‌ای به نام شرکت‌های اوراق بهادار وجود دارند که اقدام به تضمین خرید، پذیره نویسی و سایر مسئولیت‌ها و اقدام‌های مرتبط با اوراق بهادار می‌کنند. از آنجاکه در قانون بورس اوراق بهادار تهران

پیچیده بودن معامله در بورس اوراق بهادار و مخاطرات آن موجب شده است تا به تدریج سهم اشخاص حقیقی در معاملات سهام بورس کاهش یابد و سرمایه‌گذاری مردم از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری (سهامی عام) که مؤسسه‌هایی کاملاً تخصصی بوده و بر روی مجموعه‌ای از سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند افزایش یابد شاهد مدعا این که تعداد سهامداران این گونه شرکت‌ها که در اصطلاح مالی بین‌المللی از آنان تحت عنوان MUTUAL FUND نام می‌برند حتی به چند صد هزار نفر نیز می‌رسد. در عمل، جریان عمده منابع مالی به سوی بازار سرمایه از طریق نهادهای خاص صورت می‌گیرد که در زیر به اهم آنان پرداخته می‌شود.

۷-۱- بانک‌ها

بانک‌های تجاری به منظور تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری‌های خود معمولاً علاوه بر انجام فعالیت‌های بانکی اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نیز می‌نمایند. چنین شیوه‌ای توسط بانک‌های تجاری جمهوری اسلامی ایران نیز مورد استفاده قرار گرفته است. البته نوع سرمایه‌گذاری بانک‌های تجاری ایرانی در بازار سرمایه از یک منطق اقتصادی پیروی نکرده است، بلکه به دلیل دولتی بودن بانک‌ها، میزان سرمایه‌گذاری آنان متأثر از سیاست‌های کلان کشور بوده است. برای مثال در سال‌های ۱۳۷۱ و ۱۳۷۲ که بورس اوراق بهادار تهران مواجه با مازاد عرضه سهام

جدول ۱۱ - میزان سهام خریداری شده توسط بانک‌ها

(میلیارد ریال)

سال	حجم معاملات سهام	مبلغ خریداری شده سهام توسط بانک‌ها	درصد نسبت به کل معاملات
۱۳۶۸	۱۱۱	۰/۴	۳/۶
۱۳۶۹	۶۴۹	۷/۱	۱۱
۱۳۷۰	۴۷۸۳	۲۸۱۸	۶
۱۳۷۱	۳۵۲	۶۰۴	۱۷۲
۱۳۷۲	۵۱۵۷	۹۳۱	۱۸
۱۳۷۳	۱۹۳۴	۱/۴	۰/۲
۱۳۷۴	۱۸۱۰۶	۶۱	۳/۲
جمع کل	۴۰۹۶	۲۵۲/۱	۶/۲

منبع: سازمان بورس اوراق بهادار.

به جای این که به سوی سرمایه‌گذاری‌های مولد و از جمله بازار سرمایه هدایت شوند، راهی سیستم بانکی گردند. در نتیجه، بر اساس مطالعات صورت گرفته، از پایان سال ۱۳۶۸ تا سال ۱۳۷۲ از مجموع منابع مالی شرکت‌های بیمه که برابر ۲۸۷۵/۳ میلیارد ریال برآورد شده‌اند تنها ۵۷/۶ میلیارد ریال به سوی بازار سرمایه هدایت گردید که میزان اندکی برابر با دو درصد را نشان می‌دهد. به منظور بررسی بیشتر این موضوع، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه در بازار سرمایه در جدول ۱۲ ارائه شده است.

همان گونه که از موارد مندرج در این جدول برداشت می‌شود، شرکت‌های بیمه در ابتدا حضور مشخصی در بازار سرمایه نداشتند، ولی به تدریج با گسترش بازار سرمایه و افزایش جذابیت آن، حجم سرمایه‌گذاری‌های خود را در بازار سرمایه

هیچ گونه اشاره‌ای به چنین نهادهایی نشده است. بازار سرمایه از در اختیار داشتن چنین نهاد‌های اساسی محروم است و این گونه نهادها دارای هیچ گونه نقشی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران نیستند.

۷-۳- شرکت‌های بیمه

شرکت‌های بیمه به منظور ایجاد پوشش کافی برای هزینه‌های خود به گونه‌ای مستمر در بازار سرمایه حضور دارند، به طوری که بر اساس آمار موجود، شرکت‌های بیمه در کشورهای پیشرفته صنعتی ۸۰ درصد از منابع مالی خود را به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اختصاص می‌دهند. عدم تکامل بازار سرمایه در جمهوری اسلامی ایران و دولتی بودن شرکت‌های بیمه و عدم تمایل طبیعی این شرکت‌ها به افزایش میزان سودآوری خود موجب شد تا بخش عمده منابع مالی متمرکز شده نزد شرکت‌های بیمه

جدول ۱۲- سهام خریداری شده توسط شرکت های بیمه

(میلیارد ریال)

سال	حجم معاملات	خرید توسط شرکت های بیمه	درصد نسبت به کل معاملات
۱۳۶۸	۱۱.۱	۲۳	۲۱
۱۳۶۹	۶۴.۹	۲.۶	۴
۱۳۷۰	۴۷۸.۳	۷.۴	۱/۵
۱۳۷۱	۳۵۲	۱۰.۸	۳
۱۳۷۲	۵۱۵.۷	۳۴/۵	۷
جمع کل	۱۴۲۲	۵۷/۶	۴

مآخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

در جدول ۱۳ آورده شده است. سابقه تاسیس شرکت های سرمایه گذاری سهامی عام در ایران به سال ۱۳۴۵ که نخستین شرکت سرمایه گذاری (سهامی عام) تاسیس شد، باز می گردد. تا پیروزی انقلاب اسلامی در کشور تنها ۴ شرکت سرمایه گذاری (سهامی عام) وجود داشت. با استقرار نظام جمهوری اسلامی و آغاز جنگ تحمیلی و رکود فعالیت های بورس اوراق بهادار، روند تاسیس شرکت های سرمایه گذاری متوقف شد، ولی با استقرار نخستین دولت پس از جنگ و بازگشایی بازار سرمایه، روند تاسیس شرکت های سرمایه گذاری (سهامی عام) از سر گرفته شد، به طوری که تاکنون تعداد ۱۰ شرکت سرمایه گذاری سهامی عام جدید تاسیس گردیده اند که دارای سرمایه ثبت شده ای برابر با ۱۴۷۲ میلیارد ریال می باشند. هر چند

افزایش دادند، به طوری که در سال ۱۳۷۲ در مجموع ۳۴/۵ میلیارد ریال از منابع خود را به خرید سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران اختصاص دادند. میزان سرمایه گذاری شرکت های بیمه در خرید سهام هر چند روندی رو به افزایش داشته است، ولی نه تنها متناسب با عملکرد شرکت های بیمه در کشورهای صنعتی و در حال رشد نیست، بلکه سهم اندکی از داد و ستد سهام را به خود اختصاص داده است.

۴-۷- شرکت های سرمایه گذاری

شرکت های سرمایه گذاری سهامی عام نقشی اساسی در بازار سرمایه دارند. آمار موجود حکایت از نقش رو به تزاید شرکت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه دارد. به منظور بررسی این موضوع، شرکت های سرمایه گذاری سهامی عام پذیرفته شده در بورس و میزان سرمایه آنها

جدول ۱۳ - شرکت های سرمایه گذاری در کشور

(میلیارد ریال)

ردیف	نام شرکت	سرمایه فعلی
۱	سرمایه گذاری بانک ملی	۹۰۰
۲	سرمایه گذاری سپه	۲۸۳۲
۳	سرمایه گذاری ملی ایران	۱۸۰
۴	توسعه صنایع بهشهر	۱۶۵
۵	سرمایه گذاری منت	۱۴۰
۶	سرمایه گذاری صنایع پتروشیمی	۱۲۵
۷	سرمایه گذاری بانک صادرات	۱۰۰
۸	سرمایه گذاری البرز	۲۲۰۹
۹	سرمایه گذاری رنا	۴
۱۰	سرمایه گذاری پارس توشه	۳
۱۱	گروه صنعتی ملی	۳
جمع کل		۱۹۲۶/۱

منبع: سازمان بورس اوراق بهادار.

روند تأسیس شرکت های سرمایه گذاری در جمهوری اسلامی تشدید شده است، با این وجود، تعداد این گونه نهادها با سایر کشورهای صنعتی و در حال رشد قابل مقایسه نیست؛ زیرا به طور مثال در انگلستان و کانادا حدود ۱۰۰۰ شرکت سرمایه گذاری سهامی عام وجود دارند و یا در کشورهای در حال رشدی مانند مالزی و ترکیه، تعداد ۸۰ شرکت سرمایه گذاری سهامی عام با سرمایه های بسیار بالا فعالیت می کنند.

تجدید فعالیت بورس تهران و همچنین تأسیس شرکت های سرمایه گذاری وابسته به بانک های تجاری، موجب افزایش تعداد شرکت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه کشور گردید، به طوری که در سال ۱۳۷۴، ۱۱/۴ درصد از حجم معاملات بورس تهران از طریق شرکت های سرمایه گذاری صورت گرفته است. به منظور بررسی بیشتر موضوع به جدول ۱۴ می توان مراجعه کرد. همان گونه که مشاهده می گردد، به تدریج با افزایش تعداد شرکت های سرمایه گذاری، حجم معاملات آنان نیز افزایش یافته است، به طوری که ۱/۲۹ درصد از کل داد و ستد سهام در ابتدای دوره مورد بررسی به ۱۱/۴۳ درصد در پایان سال ۱۳۷۴ رسیده است. نقش شرکت های سرمایه گذاری در کنترل سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس افزایش یافته است، ولی بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران با سایر نهادهای مشابه جهانی هماهنگی و

روند تأسیس شرکت های سرمایه گذاری در جمهوری اسلامی تشدید شده است، با این وجود، تعداد این گونه نهادها با سایر کشورهای صنعتی و در حال رشد قابل مقایسه نیست؛ زیرا به طور مثال در انگلستان و کانادا حدود ۱۰۰۰ شرکت سرمایه گذاری سهامی عام وجود دارند و یا در کشورهای در حال رشدی مانند مالزی و ترکیه، تعداد ۸۰ شرکت سرمایه گذاری سهامی عام با سرمایه های بسیار بالا فعالیت می کنند.

تجدید فعالیت بورس تهران و همچنین تأسیس شرکت های سرمایه گذاری وابسته به بانک های تجاری، موجب افزایش تعداد شرکت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه کشور گردید، به طوری که در سال ۱۳۷۴،

جدول ۱۴ - حجم کل خرید سهام توسط شرکت های سرمایه گذاری در بورس

(میلیارد ریال)

درصد سهم شرکت های سرمایه گذاری به کل حجم معاملات	حجم معاملات سهام	درصد سرمایه گذاری به کل ارزش	درصد سهم شرکت های سرمایه گذاری به کل ارزش	کل خرید سهام توسط شرکت های سرمایه گذاری	کل ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده*	سال
۱/۲۹	۱۱/۱	NA	NA	۰/۱۴۳	NA	۱۳۶۸
۳/۱۷	۶۴/۷	۰/۲۸	۰/۲۸	۲/۰۵	۷۷۵/۵	۱۳۶۹
۲۱/۸۰	۴۷۸/۳	۴/۲۵	۴/۲۵	۱۰۴/۳	۲,۴۵۸/۵	۱۳۷۰
۲۲/۱۵	۳۵۲	۳/۵۴	۳/۵۴	۷۷/۹۶	۲,۲۰۷/۲	۱۳۷۱
۲۷/۲۲	۵۱۵/۷	۴/۸۶	۴/۸۶	۱۴۰/۳۳	۲,۸۹۱/۶	۱۳۷۲
۲۰/۵۶	۷۹۳/۴	۲/۴۵	۲/۴۵	۱۶۴/۱۲	۶,۶۶۶/۷	۱۳۷۳
۱۱/۴۳	۱۸۸۰/۶	۱/۰۱	۱/۰۱	۲۱۴/۸	۲۱,۴۳۵/۶	۱۳۷۴
۱۷/۱۶	۴۰۹۶	-	-	۷۰۲/۷۰	-	جمع کل

* کل ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده از اطلاعات سالنامه های بورس استخراج شده است.
 مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

جدول ۱۵- نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری در داد و ستد سهام پاره‌ای از کشورهای صنعتی و در حال رشد (میلیارد دلار)

نام شرکت	کل قیمت بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	ارزش سهام خریداری شده توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری	سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به کل قیمت سهم (درصد)
الف - گروه کشورهای صنعتی			
ایتالیا	۱۴۸	۲۱	۲۷/۷۰
آلمان	۳۷۹	۸۲	۲۱/۶۴
ژاپن	۲۹۱۷	۳۵۳	۱۲/۱۰
انگلستان	۸۶۷	۹۱	۱۰/۵۰
جمع و میانگین کشورهای صنعتی	۴۳۱۱	۵۶۷	۱۳/۱۶
ب - گروه کشورهای در حال رشد			
هندوستان	۳۸	۱۲	۳۱/۵۸
کره جنوبی	۱۱۰	۳۲	۲۹/۰۹
جمع و میانگین کشورهای در حال رشد	۱۴۸	۴۴	۲۹/۷۳

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

سهامی عام نکته مثبتی تلقی می‌شود، ولی از آنجاکه سهم شرکت‌های بخش دولتی در اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام بالاست، در اختیار داشتن سهام شرکت‌ها توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام نوعی مالکیت عمومی همانند آنچه در سایر کشورها وجود دارد تلقی نمی‌شود. به منظور بررسی بیشتر این موضوع می‌توان به جدول ۱۶ مراجعه کرد.

همان گونه که از موارد مندرج در جدول ۱۶ برداشت می‌گردد، کنترل اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام در اختیار نهادهای دولتی است. این در حالی است که

همخوانی لازم را ندارد و میان آنها تفاوت فاحشی به چشم می‌خورد. در حالی که خرید سهام توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای صنعتی برابر ۱۳/۱۶ درصد کل ارزش جاری سهام است، این نسبت برای کشورهای در حال رشد برابر ۲۹/۷۳ درصد می‌باشد. این در حالی است که خرید سهام توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران در سال ۱۳۷۴ تنها به یک درصد کل ارزش جاری سهام بالغ شده است.

البته هر چند در اختیار داشتن مالکیت سهام توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری

در عمل هیچ گونه تمایلی به کاهش سهم شرکت‌های دولتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام در طول دوره مورد بررسی مشاهده نمی‌شود.

۷-۵- خرید سهام توسط اشخاص خصوصی
عدم تکامل ابزارهای بازار سرمایه مانند شرکت‌های اوراق بهادار. شرکت‌های

جدول ۱۶ - ترکیب مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌ها

نام شرکت	سهامداران	درصد مالکیت سهامداران
سرمایه‌گذاری سپه	بانک سپه	۶۰/۱۸
	صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها	۵
	بیمه مرکزی ایران	۳/۲۶
	سایر	۳۱/۵۶
سرمایه‌گذاری ملت	بانک ملت و چهار شرکت تابعه	۵۲/۸۹
	سازمان تأمین اجتماعی	۲۰
	کارکنان بانک ملت	۱۱/۵۷
	سایر اشخاص حقیقی و حقوقی	۱۵/۵۴
سرمایه‌گذاری بانک صادرات	بانک صادرات	۹۷/۳
	سایرین	۲/۷
سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران	بانک ملی ایران	۶۷/۹۶
	اشخاص حقیقی	۲۲/۵۷
	مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی	۹
	صندوق بازنشستگی کشوری	۰/۱۲
	صندوق تأمین معذوریت جهاد سازندگی	۰/۱
	شرکت بیمه ایران	۰/۱
	شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران	۰/۰۶
	شرکت سیمان کرمان	۰/۰۶
	سایر اشخاص حقوقی	۰/۰۱
	شاهد اصفهان	۰/۰۱
	شرکت تعاونی عطاران تهران	۰/۰۱

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

جدول ۱۷ - خرید سهام توسط بخش خصوصی (میلیارد ریال)

ردیف	حجم کل معاملات	خرید سهام توسط بخش خصوصی	درصد نسبت به کل معامله
۱۳۶۸	۱۱/۱	۸/۳	۷۴/۸
۱۳۶۹	۶۴/۷	۵۳	۸۲
۱۳۷۰	۴۷۸۳	۲۹۲/۹	۶۱/۳
۱۳۷۱	۳۵۲	۱۲۹/۶	۳۶/۹
۱۳۷۲	۵۱۵/۷	۱۶۰/۳	۳۱/۱
۱۳۷۳	۷۹۳/۴	۵۶۸/۶	۷۱/۷
۱۳۷۴	۱۸۸۰/۶	۱۵۹۷/۳	۸۵
جمع کل	۴۰۹۶	۲۸۱۰	۶۸/۶

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار.

حجم معاملات در بازار سرمایه توسط بخش خصوصی صورت گرفته است. این در حالی است که نقش صنعت بیمه بسیار اندک و حدود ۱/۴ درصد بوده است.

۸ نتیجه گیری و پیشنهادها

بورس اوراق بهادار در سراسر دنیا طی یک دهه اخیر رشد چشمگیری داشته و سهم کشورهای در حال توسعه در این رشد بسیار بیشتر از کشورهای توسعه یافته بوده است. اهمیت نقش بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از منابع تأمین مالی واحدهای نیازمند سرمایه گذاری در مطالعات انجام شده بانک جهانی به خوبی نشان داده شده است. بر اساس یکی از نتایج مطالعات مذکور، افزایش معادل یک انحراف معیار در نسبت های اندازه گیری فعالیت بورس و نسبت اندازه گیری فعالیت بانکی (که قبلاً به آنها اشاره شد) می تواند رشد سالانه ۱/۶

سرمایه گذاری سهامی عام و شرکت های بیمه بخش خصوصی موجب شده است تا جریان منابع مالی به سوی بورس اوراق بهادار در مقیاس گسترده ای متأثر از عرضه و تقاضای سهام توسط اشخاص حقیقی و به تعبیری عامه مردم باشد. به منظور بررسی بیشتر این موضوع می توان به جدول ۱۷ مراجعه کرد.

همان گونه که مشاهده می شود به علت خلأ ناشی از فقدان نهادهای سرمایه گذاری، سهم اشخاص حقیقی در معاملات بورس افزایش یافته است که این نشانه مناسبی در روند تحولات بورس اوراق بهادار نیست. از سوی دیگر، نهادهای گوناگون، نقش های متفاوتی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران دارند. جدول ۱۸ اطلاعات مفصل تری را در این مورد ارائه می کند.

همان گونه که مشاهده می شود بیشترین

(میلیارد ریال)

جدول ۱۸ - جریان منابع مالی به سوی بورس اوراق بهادار تهران

بخش	سال	۱۳۶۸	۱۳۶۹	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	جمع کل	درصد
اشخاص خصوصی		۸۳	۵۳	۲۹۲۹	۱۲۹۰۶	۱۶۰۰۳	۵۶۸۶	۱۵۹۷۳	۷۸۱۰	۶۸.۶
	شرکت‌های سرمایه‌گذاری	۰.۱۴۳	۲۰.۵	۱۰۴.۳	۷۷.۹۶	۱۴۰.۳۳	۱۶۳.۱۲	۲۱۴.۸	۷۰۲.۷۰	۱۷.۲
بانک‌ها		۰.۴	۷.۱	۲۸.۷	۶۰.۴	۹۳.۱	۱۴	۶۱	۲۵۲.۱	۶.۲
	صنعت بیمه	۲۳	۲.۶	۷.۴	۱۰.۸	۲۴.۵	*	*	۵۷.۶	۱.۴
بخش عمومی		-	-	۴۵	۷۳.۳	۸۷.۵	۶۰.۳	۷.۵	۲۷۳.۶	۶.۷
	جمع کل	۱۱/۱	۶۴/۷	۴۷۸/۳	۲۵۲/۱	۵۱۵/۷	۷۹۳/۴	۱۸۸۰/۶	۴۰۹۶	۱۰۰

* امر شرکت‌های بیمه در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ در دسترس نبوده است.
 منبع: سازمان بورس اوراق بهادار.

ندارند. به همین دلیل، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران نسبت به سایر نهادهای مشابه بسیار محدود است. دست‌اندرکاران و کارشناسان بازار سرمایه محدود بودن تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را ناشی از مجموعه قوانین مالیاتی فعلی که ضد انگیزشی است می‌دانند. این در حالی است که ابهام‌های موجود در زمینه انتشار اوراق قرضه توسط شرکت‌های سهامی عام و عدم کارایی اوراق مشارکت موجب شده است شرکت‌ها استفاده از تسهیلات سیستم بانکی را بر استفاده از امکانات بازار سرمایه ترجیح دهند.

۳- بررسی عوامل شرکت‌کننده در بازار سرمایه نشان دهنده این واقعیت است که جریان منابع مالی به سوی بازار سرمایه از انسجام مشخصی برخوردار نیست و شباهتی به نهادهای فعال در بازار سرمایه سایر کشورها ندارد. خلأ ناشی از عدم وجود شرکت‌های اوراق بهادار، محدود بودن تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و عدم استفاده شرکت‌های بیمه از امکانات بازار سرمایه، به ناکامی چنین نهادهایی کمک بسیار زیادی کرده است.

۴- برای رونق بخشیدن هر چه بیشتر به بورس تهران، شایسته است که هر چه سریع‌تر مشکل سرمایه‌گذاری خارجی و خرید سهام توسط اتباع خارجی حل گردد. براساس مطالعات انجام شده، با

درصدی را در GDP سرانه کشور در پی داشته باشد.

با توجه به نقش بسیار مؤثر یک بورس اوراق بهادار توسعه یافته در کنار مؤسسات مالی کارا در رشد اقتصادی لازم است که ضمن حذف موانع حقوقی، قانونی و سیاسی بر سر راه توسعه بورس، اقدام به آزادسازی ورود و خروج سرمایه خارجی و بهبود نظام اطلاعاتی موجود در بورس‌ها نمود. بابررسی بازارهای مالی کشور به طور اعم و بازار سرمایه به طور اخص و با در نظر داشتن بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای فعال در این بازار نتایج زیر به دست می‌آیند:

۱- بررسی موارد مرتبط با بازار سرمایه نشان دهنده محدود بودن ابعاد و عدم کارایی آن است، به طوری که شاخص‌های عدده نشان از کاستی‌های اساسی آن دارد. شاهد مدعا این که سهم سازوکار اوراق بهادار نه تنها در تولید ناخالص ملی و تشکیل سرمایه اندک است، بلکه حجم داد و ستد سهام در بورس اوراق بهادار هیچ‌گونه تناسبی با میزان نقدینگی موجود در سیستم اقتصادی ندارد. چنین امری موجب شده است امکان تأمین منابع مالی بلند مدت که از جمله وظایف اصلی بازار سرمایه است نتواند به راحتی برای بنگاه‌های اقتصادی فراهم گردد.

۲- بر خلاف سایر کشورها، شرکت‌های بخش خصوصی تمایلی برای حضور در بازار سرمایه و استفاده از امکانات آن

بهادار به مردم، افشای اطلاعات، کارکرد بازار معاملات اوراق بهادار، جلوگیری از سوءاستفاده‌های مالی در بازارهای مالی و ... باشد.

۱۰- ایجاد تسهیلاتی برای تأسیس شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری.

۱۱- ایجاد سازمان نظارت بر بازار سرمایه که هدف اصلی آن تقویت شرایط رقابتی در بازار سرمایه و حفاظت از منافع خریداران اوراق بهادار باشد.

۱۲- استفاده از بازارسازان در بورس اوراق بهادار تهران به منظور جلوگیری از نوسان‌های موقت قیمت سهام، ایجاد تعادل در عرضه و تقاضا، سرعت بخشیدن به انجام معاملات و هدایت قیمت به سوی ارزش ذاتی آن.

فهرست منابع

- ۱- آرمان، بهمن. گزارش منتشر نشده تحت عنوان: عملکرد بازار سرمایه و جریان منابع مالی آن، مرداد ماه ۱۳۷۵.
- ۲- بهکیش، محمد مهدی. چگونگی افزایش نقش مکانیزم اوراق بهادار در توسعه اقتصادی، خلاصه مطالب عنوان شده در سخنرانی در سومین گردهمایی مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، ۱۳۷۵.
- ۳- جهان‌خانی، علی. گزارش منتشر نشده تحت عنوان: پیشنهادهایی جهت کارآمدن بورس اوراق بهادار تهران، تیر ماه ۱۳۷۵.

حذف موانع موجود بر سر راه سرمایه‌گذاری‌های خارجی. شاخص‌های توسعه بورس اوراق بهادار بهبود یافته و همان‌طور که پیشتر عنوان شد، از این طریق می‌توان رشد معقولی برای اقتصاد کشور پیش‌بینی نمود.

۵- افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به منظور تغییر در حالت انحصاری عرضه سهام.

۶- برای اصلاح روش‌های قیمت‌گذاری به گونه‌ای که تغییرات قیمت سهام، بیشتر بر اساس عملکرد واحدهای تولیدی پذیرفته شده در بورس باشند. لازم است که بازارسازها در بورس تهران به فعالیت پردازند و علاوه بر این، نظام کنترل بر بورس نیز سازمان یابد.

۷- آموزش مردم از طریق رسانه‌های جمعی و انتشار کتب و مجلات مرتبط با بورس اوراق بهادار، در مورد مسائلی نظیر چگونگی خرید و فروش سهام، روش‌های انتخاب سهام و محاسن و معایب سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار.

۸- تشریح نهادهای مالی نظیر صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه به اختصاص قسمت بزرگ‌تری از پرتفوی خود به سرمایه‌گذاری در سهام.

۹- ایجاد چارچوب قانونی برای کل بازار سرمایه ایران؛ این چارچوب باید شامل مقررات مربوط به عرضه عمومی اوراق