

## «در یک سال اخیر بنیادهای بورس بی تغییر مانده‌اند»

گفت و گوی ماهنامه «اقتصاد ایران» با دکتر حسین زارعی، استاد دانشگاه



اقتصاد ایران: آقای دکتر زارعی، بورس فعلی کشورمان را در یک نگاه کلی چگونه ارزیابی می‌کنید؟  
با توجه به این که مخاطبان ماهنامه از اقشار فهیم و مطلع در زمینه مسایل اقتصادی هستند، مایلم بررسی کلی بورس را از منظر تئوری مجموعه قراردادها نگاه کنیم. در ادبیات مالی مبتنی بر اقتصاد، بنگاه‌های اقتصادی و نهادها را به عنوان مجموعه‌ای از قراردادها (Set of Contracts) تلقی می‌کنند. با این توضیح که تصور می‌شود مجموعه طرف‌هایی که در یک بنگاه یا نهاد ذینفع هستند، دارای تضاد منافع اند و به منظور حل این تضاد، اقدام به انعقاد قراردادهای متفاوت کاری می‌کنند. برای مثال، در یک شرکت، مدیریت و کارکنان دارای منافع متفاوتی با سهامداران هستند که قراردادهای مکتوب و نامکتوب یا عرفی به منظور حل این تضاد منافع منعقد می‌شوند. لذا با توجه به تعریف تضاد منافع باید به این قضایا نگاه شود. متأسفانه وقتی در فرهنگ ما اسم تضاد مطرح می‌شود، تداعی‌گر چوب و چماق و خشونت در دو طرف است، در حالی که بحث ما بررسی تئوریک موضوع است. به هر حال، بورس را می‌توان یک مجموعه یا بنگاه تلقی کرد که با چهار نوع تضاد منافع اصلی روبه‌رو است.

● نخستین تضاد منافع بین سازمان تازه تأسیس بورس و اوراق بهادار با شرکت سهامی عام بورس و اوراق بهادار دیده می‌شود. روح قانونی که به عنوان قانون بازار اوراق بهادار کشور پس از ۴۰ سال در سال ۸۴ به تصویب رسید، آن بود که بین وظایف و اختیارات نهاد ناظر و نهاد مجری، تفکیک ایجاد کند. در حال حاضر وضعیت موجود نشان می‌دهد که هر نهادی زودتر تأسیس شده باشد، خواهان جذب کلیه منافع مرتبط است و نهاد جدید را تازه کار تلقی می‌کند.

متأسفانه عدم شفافیت قانون مذکور در خصوص تفکیک وظایف و اختیارات، این معضل را دامن زده است. به عبارت دیگر، در شرایط فعلی معلوم نیست که شرکت سهامی عام بورس چه اختیارات مشخصی دارد. کسی نمی‌داند که از این شرکت چه چیزی را بخواهد، چرا که حیطه اختیارات و مسؤلیت آن معلوم نیست. به نظر می‌رسد سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر تمامی حوزه‌های اقتدار را ربوده است. یکی از مهم‌ترین دلایل عمده آن هم این است که به طور طبیعی چون سازمان در سال گذشته تأسیس شد و طبیعتاً هر دو وظیفه نظارت و اجرا را تاکنون بر عهده داشته است، چندان تمایلی به واگذاری این اختیارات نشان نمی‌دهد. مهم‌ترین چالش بین این دو نهاد قطعاً موضوع ماده ۵۷ قانون بازار اوراق بهادار است که مسأله تقسیم میراث باقیمانده از سازمان کارگزاران بورس را تاریک باقی گذاشته است.

در این میان، تلاش برای تعیین حوزه‌های مسؤلیت و اختیار، مهم‌ترین چالش این دو نهاد

اصلی بورس ظرف سال آینده خواهد بود.  
● دومین تضاد منافع در بورس کشور در وضعیت کنونی، تضاد منافع دولت با نمایندگی سازمان خصوصی‌سازی و سهامداران در قالب اشکال حقیقی یا حقوقی است. سازمان خصوصی‌سازی در پی اجرایی کردن سیاست‌های کلان اقتصادی دولت مندرج در قوانین برنامه توسعه و به ویژه ابلاغیه اصل ۴۴ قانون اساسی، در حال آماده‌سازی شرکت‌های بزرگ مانند شرکت صنایع ملی مس و فولاد مبارکه برای عرضه سهام آنها به سهامداران بورس است. در این میان، مهم‌ترین چالش مسأله قیمت‌گذاری است. قطعاً هرگونه قیمت‌گذاری نادرست - متفاوت از ارزش ذاتی سهام شرکت‌های یاد شده - می‌تواند به جابه‌جایی ثروت عظیمی میان سهامداران و دولت منجر شود. تأخیر چند ماهه پذیرش شرکت‌های مذکور در بورس و عرضه سهام آنها، از چنین موضعی قابل توجیه است. در واقع، حوزه قیمت‌گذاری شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی، نبردگاه تضاد منافع دولتی‌ها و سرمایه‌گذاران بورسی می‌باشد.

● سومین تضاد منافع در مجموعه بورس اوراق بهادار تهران به مثابه مهم‌ترین رکن بازار سرمایه کشور، تضاد میان کارگزاران جدید و قدیم است. واقعیت این است که تعداد کارگزاری‌های موجود هیچ تناسبی با میزان گردش معاملات در بورس تهران ندارد. به عنوان یک نمونه ساده به این آمار توجه کنید که در بورس مالزی برای ۱۸۰ میلیارد دلار مجموع سرمایه بازار تنها ۳۵ کارگزاری وجود دارد، در حالی که در بورس اوراق بهادار تهران برای ۳۵ میلیارد دلار سرمایه بازار، حداقل ۹۱ تا ۱۰۰ کارگزاری وجود دارد. قطعاً هنگامی که تعداد مهمان‌ها بیش از میزان کیک شود، نحوه استفاده از کیک چندان مدتی نخواهد بود. در حال حاضر مجموع

سرعت گردش معاملات در بورس تهران ۱۵ درصد است که در مقایسه با حجم سرعت گردش بیش از ۶۰ درصد بورس‌های کشورهای همسایه می‌تواند به خوبی مشکلی را که کارگزاران با آن مواجهند، نشان دهد. برخی از کارگزاران (قریب به ۵۰ درصد آنها) ظرف سال گذشته دخل و خرج نکرده‌اند. به عبارت دیگر، درآمدهای معاملاتی کارگزاران نتوانسته هزینه‌های جاریشان را پوشش دهد، چه رسد به هزینه سرمایه عظیمی که کارگزاری‌های جدید به عنوان سرمایه ثبت شده خود به بازار آورده‌اند که غالباً بین ۲ تا ۵ میلیارد تومان است و محدودیت‌هایی برای استفاده از آن در معاملات بورس و دیگر معاملات سودآور وجود دارد. کارگزاران قدیم می‌توانند کارگزاران جدید را به مثابه مهمان‌های ناخوانده‌ای تلقی کنند که صاحبخانه دیگر نمی‌تواند آب آنگوشت را زیاد کند. در حال حاضر کارگزاران به شدت علاقه مندند تا قانون کارگزاری را به سرعت تأسیس نمایند تا بتوانند بر فرآیند اعطای مجوزهای جدید نظارت کنند. به نظر اینجانب، این معضل ظرف ماه‌های آینده به اوج خود خواهد رسید و باید در انتظار راهکارهای معقولی چون ادغام شرکت‌های کارگزاری و راهکارهای نامعقولی چون ایجاد موانع برای یکدیگر باشیم.

● آخرین تضاد منفعی که در بورس از منظر تئوری مجموعه قراردادها می‌توان شناسایی کرد، تضاد بین سهامداران انفرادی و سهامداران حقوقی یا شرکتهای است. یکی از چالشگاه‌های قدیمی این دو گروه، مسأله تقسیم سود شرکت‌ها می‌باشد. به دلایل مشخصی، سهامداران حقیقی خواهان دریافت سود سهام نقدی بیشتری از شرکت‌ها هستند، در حالی که سهامداران

سرمایه‌گذاران نیز در مراجعه به آنها در نقطه بی تفاوتی هستند. از سوی دیگر، ارایه محصول یکسان در شرایط کمبود تقاضای می‌تواند به برخی تخلفات منجر شود.

### اقتصاد ایران: در خصوص مشکل تضاد میان سهامداران انفرادی و سهامداران حقوقی چه راه حلی پیشنهاد می‌کنید؟

این مسأله نیازمند تمهیدات متعددی است، اما در شرایط کمبود سود سرمایه‌ای، باید سود سهام بالاتر را پذیرفت. به هر حال، باید این تضاد را در چنین بازاری به رسمیت شناخت. قوانین و مقررات هم تنها در شرایط معینی باید دخالت کنند که احتمال پایمال شدن حقوق سهامداران جزء وجود دارد.

**اقتصاد ایران: روند شاخص کل را چگونه ارزیابی می‌کنید؟**  
در یک نگاه، شاخص کل سهام می‌تواند به سؤال شما پاسخی کلی ارایه کند. در اواخر سال گذشته شاخص بورس کمتر از ۹۴۰۰ بود که روند نزولی آن تا اوایل تابستان سال جاری ادامه داشت و به ۹۰۶۹ رسید. سپس روند

برای حل تضاد منافع دولت و سهامداران تنها یک راه معقول وجود دارد و آن، اعتماد به تحلیل‌گران مالی خبره و بازار است. در صورتی که بپذیریم قیمت‌گذاری از طریق بخشنامه فاقد وجهت تئوری‌های اقتصادی است، باید به نقش رقابت و دست‌نمائی آدم اسمیت در بازار سرمایه اعتماد کنیم.

در مورد مشکلات کارگزاران نیز بزرگ شدن و ارایه خدمات متنوع می‌تواند بخش عمده‌ای از مشکل را حل کند. ادغام به معنای ترکیب دو یا چند کارگزاری به منظور افزایش سهم بازار و افزایش توان رقابتی است. خدمات متنوع هم به معنای آن است که کارگزاران بتوانند از ابزارهای متعدد برای ارایه خدمت به عاملان بازار و کسب درآمد استفاده کنند. متأسفانه در شرایط کنونی تنها تمایز حدود ۹۱ کارگزار بورس با یکدیگر، تفاوت مکان آنها می‌باشد، در حالی که در اکثر بازارهای سهام کشورهای در حال توسعه، کارگزاران خدمات متفاوت و گوناگونی ارایه می‌کنند. این که در یک بازار معین برای انجام یک فعالیت مشخص ۱۰۰ شرکت تأسیس شده باشد، چندان معقول به نظر نمی‌رسد.

حقوقی که کنترل‌کننده شرکت هدف هستند، غالباً به دنبال اجرای طرح‌های توسعه و تکمیل یا تأمین کمبود نقدینگی شرکت‌ها از محل سود داخلی شرکت‌ها می‌باشند. هرچند این تضاد منافع پدیده‌ای قدیمی است، اما به دلیل تمرکز سهامداران بر سود سهام طی سال آتی این موضوع تشدید خواهد شد.

### اقتصاد ایران: برای حل تضادهای یاد شده چه راهکارهایی وجود دارد؟

مجموعه چهار تضاد منافع یاد شده، بیانگر نیاز به تنظیم قراردادهای معقول و موجه است. حل تضاد اول یعنی تضاد تعیین حوزه نظارت و دخالت سازمان، نیازمند توجه به الگوهای فوق در بازارهای منطقه و داشتن سعه صدر است. در غیر این صورت، تفکیک یک نهاد به دو نهاد ناظر و مجری، تنها زمینه‌ساز کشمکش‌های آتی می‌شود. به عبارت دیگر، سازمان باید بپذیرد که دخالت در اجرا تمام شده و شرکت هم باید بداند که تنها مجری دستورالعمل‌ها و قوانین بازار می‌باشد.

## سقوط مس

### بازار جهانی فلزات در ماه گذشته تحت تأثیر افت قیمت مس قرار داشته است.

بزرگ‌ترین مصرف‌کنندگان مس در جهان، از میزان تقاضای خود کاسته و آلومینیوم را جایگزین آن کرده‌اند. از سوی دیگر، با توجه به افزایش ارزش دلار و تعطیلات سال جدید میلادی، حجم معاملات طلا و نقره در پایان سال ۲۰۰۶ با کاهش چشمگیری روبه‌رو گردید. به دنبال کاهش قیمت جهانی نفت خام، ارزش طلا و نقره نیز روند نزولی در پیش گرفته‌اند.

در ماه گذشته به دنبال رکود بازار مسکن در آمریکا که مصرف مس در آن چشمگیر است و نیز کاهش اکثر تولیدات صنعتی آمریکا، ارزش مس با افت محسوسی مواجه گردید، هرچند افزایش نگرانی‌ها در مورد رکود اقتصادی کشورهای توسعه یافته و کاهش تقاضای مس این گروه نیز بر روند نزولی بهای مس در بازارهای جهانی تأثیرگذار بوده است. این در حالی است که در ماه‌های اخیر چین به عنوان یکی از

#### قیمت جهانی آلومینیوم

هر تن به دلار



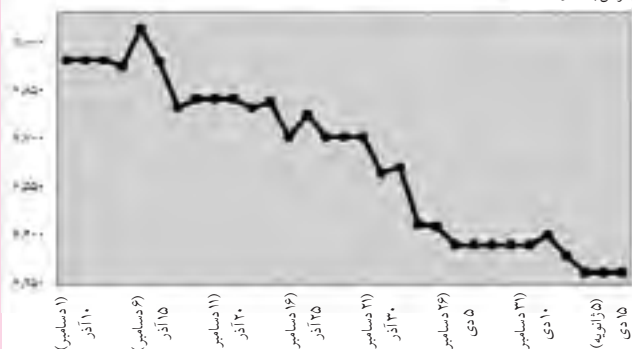
#### قیمت جهانی طلا

هر اونس به دلار



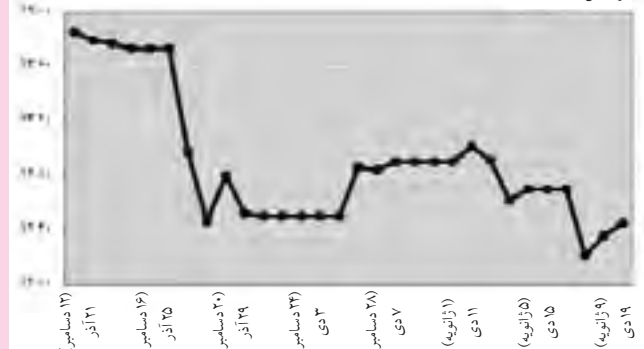
#### قیمت جهانی مس

هر تن به دلار



#### قیمت جهانی نقره

هر اونس به دلار



استخراج: واحد اطلاعات و اخبار ماهنامه «اقتصاد ایران» از بازارهای بین‌المللی.

معادن و ذخایر ارزشمندی است.

### اقتصاد ایران: عملکرد بورس را در یک سال اخیر چگونه ارزیابی می‌کنید؟

مهم‌ترین وظیفه بورس اوراق بهادار، تأمین و تشکیل سرمایه برای صنایع و شرکت‌ها می‌باشد. حال اگر این مهم‌ترین وظیفه را ملاک قرار دهیم، قطعاً سال گذشته کاری نکرده‌ایم، چراکه نه تنها تشکیل سرمایه‌ای در بورس انجام نشده است، بلکه متجاوز از ۱۰۰ شرکت با عنوان تابلوی چهارمی، عملاً از بورس خارج شده‌اند. با وجودی که در قانون بازار اوراق بهادار تشکیل ساختار سازمانی و اداری بورس ظرف ۴ ماه پیش‌بینی شده بود، متأسفانه مشکلات و موانع اجرایی موجب شده که بورس درگیر ساختار اداری شود. امیدوارم ظرف دو ماه باقیمانده از سال جاری، این بسترسازی‌ها تمام شود و بورس در حوزه مسئولیت‌های اصلی خود که خصوصی‌سازی، کمک به افزایش سرمایه شرکت‌ها جهت اجرای طرح‌های توسعه‌ای و پذیرش شرکت‌های جدید است، همت گمارد.

■ اقتصاد ایران: متشکریم.

بر گروه معدنی‌ها بود. افزایش قیمت نفت و تثبیت آن در حدود هر بشکه ۶۰ دلار و به دنبال آن افزایش قیمت مواد اولیه صنایع پتروشیمی نیز بر شاخص بورس اثرگذار بوده است، به ویژه این که ضریب P/E صنعت پتروشیمی از ۶ به ۸ افزایش یافته است.

### اقتصاد ایران: برخی از کارشناسان معتقدند قیمت‌ها از رشد حبابی برخوردارند. نظر شما در این خصوص چیست؟

با توجه به مطالب یاد شده، افزایش قیمت سهام شرکت‌های بورسی، حبابی نبوده و دارای ماهیت است. اما این موضوع که افزایش قیمت‌ها فاقد استمرار است، شکی در آن نیست. در واقع، این ادعا که افزایش فوق‌العاده‌ای در اقتصاد تنها بخشی از مجموعه صنایع بورس را تحت تأثیر قرار داده است، حرف کاملاً درستی می‌باشد، زیرا ما چندان تحرک اقتصادی چشمگیری نداشته‌ایم که بتواند موجب افزایش شاخص شود. رشد سهام گروه‌های یاد شده نیز عمدتاً مربوط به افزایش قیمت مواد اولیه بوده است. لذا سهامداران ما باید خدا را شکر کنند که در کشوری زندگی می‌کنند که دارای

صعودی بورس، شاخص را به عدد بالای ۱۰ هزار رساند. محاسبات نشان می‌دهد که بازدهی کل بازار در پنج ماهه اخیر حدود ۱۱ درصد بوده است. میانگین شاخص قیمت به عایدی هر سهم (P/E) کل بازار که در سال گذشته ۵/۸۸ بوده است، در سال جاری به ۶/۶۷ واحد رشد کرده که در حدود ۱۳/۴ درصد رشد نشان می‌دهد.

### اقتصاد ایران: دلیل رشد ۱۳ درصدی P/E یا بازدهی ۱۱ درصدی بازار چیست؟

دلیل این امر عمدتاً ناشی از رشد صنایع معدنی و گروه نفت و پتروشیمی بوده است. ظرف یک سال گذشته دو صنعت مهم بورس یعنی صنعت خودرو و صنعت سیمان همچنان با کاهش قیمت روبه‌رو بوده‌اند. بنابراین افزایش شاخص کل ناشی از افزایش جهش دو گروه صنایع معدنی و نفت و پتروشیمی بوده است. رشد گروه صنایع معدنی در وهله نخست، به دلیل جهش فوق‌العاده صنعت روی در بورس بوده است که عمدتاً ناشی از افزایش قیمت جهانی این محصول می‌باشد. قیمت هر تن روی در سال گذشته در بازارهای بین‌المللی سه هزار دلار بود، اما امروز از مرز ۴۳۰۰ دلار گذشته است. افزایش قیمت جهانی سنگ آهن نیز دومین عامل اثرگذار

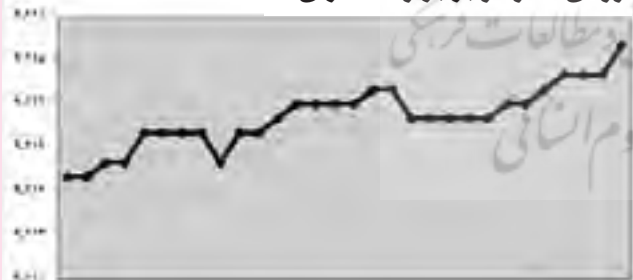
## روزهای خوش دلار

### در ماه گذشته ارزش دلار از یک روند صعودی برخوردار بوده است.

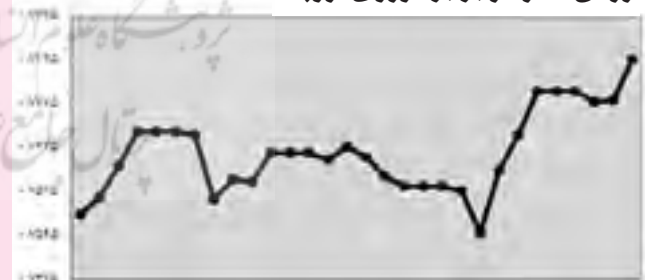
اما با وجود افزایش ارزش دلار در ماه گذشته، بسیاری از کارشناسان در خصوص تداوم روند افزایشی ارزش این ارز در آینده، تردید دارند. از مهم‌ترین دلایل این گروه از کارشناسان، می‌توان به کسری تجاری آمریکا و رکود بازار مسکن این کشور اشاره کرد. در ماه‌های اخیر نزول قیمت مسکن و کاهش میزان ساخت و ساز در آمریکا باعث کاهش ارزش آن به عنوان وثیقه شده است. این موضوع از یک سو به اعتبار مصرف‌کنندگان آمریکایی صدمات زیادی وارد کرده و از سوی دیگر، کاهش تولیدات صنعتی این کشور را به همراه داشته است.

در ماه گذشته به دنبال کاهش قیمت جهانی نفت خام، ارزش دلار تا حدودی از روندی صعودی برخوردار شد. در این میان، پیش‌بینی بانک مرکزی ژاپن مبنی بر احتمال افزایش نرخ بهره در اوایل ژانویه سال جدید میلادی، موجب تقویت ارزش ین در برابر سایر ارزهای معتبر گردید. در مقابل، مشخص نبودن افزایش نرخ بهره یورو در ماه فوریه که توسط رییس بانک مرکزی اروپا اعلام گردید، اگرچه بر روند معاملات یورو در بازارهای جهانی تأثیرگذار بود، اما معامله‌گران یورو را همچنان در تردید باقی گذاشت.

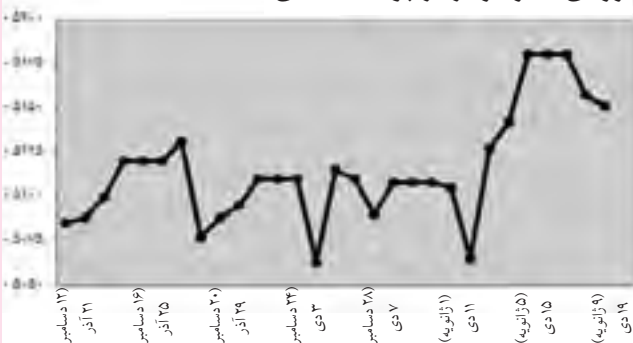
### ارزش دلار در برابر ریال ایران



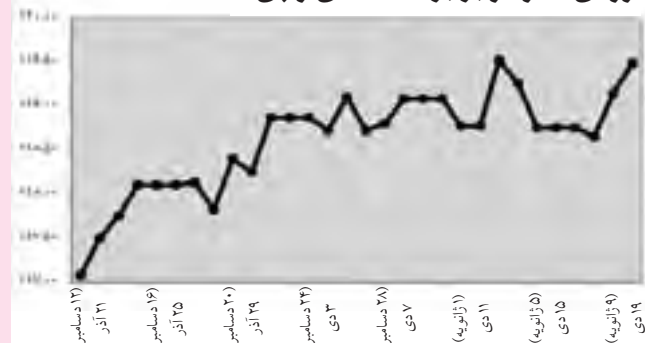
### ارزش دلار در برابر یورو اروپا



### ارزش دلار در برابر پوند انگلیس



### ارزش دلار در برابر یکصد ین ژاپن



استخراج: واحد اطلاعات و اخبار ماهنامه «اقتصاد ایران» از بازارهای بین‌المللی.