

به نظر می‌آید که شبهه مطرح شده در این یادداشت بیشتر به نوعی طرز تلقی ایدئولوژیک «ن.کشتیبان» از اصطلاح «ملی» برمی‌گردد. حال آنکه در آن مقاله از این اصطلاح مفهومی مقدس - یابه قول امروزی‌ها «ارزشی» - در نظر نبوده است. می‌توان مَلّی بود، وابستگی به بیگانه نداشت، دست نشاندهٔ این و آن نبود و در عین حال اشتباه کرد و مملکت را نیز رو به تباهی برد؛ کما اینکه در دورهٔ مورد بحث نیز چنان شد. مشکل ما فراتر از این حرف‌ها است.

کاوہ بیات

واکنش بازار سرمایه به تحولات سیاسی و اقتصادی

بازار سرمایه در ماه‌های اخیر با بحران کاهش شاخص عمومی قیمت‌ها مواجه شده است. این رکود به خصوص همزمان با نتیجه انتخابات ریاست جمهوری نهم و در واکنش به جانجایی‌های سیاسی و اقتصادی در حاکمیت عمق بیشتری یافته است. شدت رکود در بازار سرمایه به گونه‌ای است که قابل چشم‌پوشی نیست به طوری که خطر ورشکستگی دو و نیم میلیون سهام‌دار کوچک و بزرگ را تهدید می‌کند. البته لازم به اشاره است که تعدادی از تحلیل‌گران بازار سرمایه، تنها تغییرات سیاسی

را از عوامل افت شدید شاخص عمومی قیمت‌ها نمی‌دانند، بلکه عوامل دیگری غیر از مسائل سیاسی را در این رکود ایجاد شده دخیل می‌دانند و به چشم عوامل درونی به آن نگاه می‌کنند. این یادداشت ضمن تبیین بازار سرمایه و جایگاه آن در اقتصاد، سیر تحولات تاریخی ایجاد شده در این بازار و عواملی را که به رکود و بحران منجر شده است تجزیه و تحلیل می‌کند.

جایگاه بازار سرمایه در بازارهای مالی

بازار سرمایه در کنار بازار پول و بازار بیمه سه رکن اصلی بازارهای مالی را تشکیل می‌دهد و این سه بازار در کنار هم، تأمین‌کننده منابع مالی و رشد اقتصادی خواهند بود. بازیگران اصلی بازار پول، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری هستند. بازار بیمه در صنعت بیمه ظاهر می‌شود و بازار سرمایه نیز در بازار بورس تجلی پیدا می‌کند. در کشورهای توسعه یافته بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد و نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار بر بازار مسلط است. در مقابل در بیشتر کشورهای در حال توسعه، بازار پول محور تأمین منابع مالی محسوب می‌شود. در چنین نظام‌هایی، شرکت‌ها برای تأمین نیازهای مالی خود تا اندازه بسیار زیادی به نظام بانکی وابسته هستند و بانک‌ها انواع وام‌های کوتاه‌مدت و درازمدت را در اختیار مشتریان خود قرار می‌دهند. و خدمات بانکی، هم به صورت بانکداری تجاری

و هم به صورت بانکداری سرمایه‌گذاری و تخصصی به عموم عرضه می‌شود. اما در ساختار مالی متکی به بازار سرمایه و اوراق بهادار، بانک‌ها به طور کلی در زمینه اعطای وام‌های کوتاه‌مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می‌کنند و بخش عمده‌ای از نیازهای مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه تأمین می‌شود.

بازار سرمایه منبع اصلی تأمین مالی و جذب منابع پس انداز محسوب می‌شود. از سوی دیگر این بازار بین گروه‌های متوسط درآمدی و بدنه اقتصاد یک ارتباط منطقی به وجود آورده و امکان حضور و وابستگی توده مردم را به اقتصاد کشور فراهم کرده است. به همین دلیل سهم بازار سرمایه و بورس از اقتصاد ملی در کشورهای توسعه یافته قابل توجه بوده و به عنوان عامل مهمی در شکل‌گیری و ایجاد ارتباط با اقتصاد بین‌الملل، نمود پیدا می‌کند.^۱ اما نظام مالی کشور ایران، همانند اکثر کشورهای در حال توسعه متکی به بانک است و اهداف تخصصی و توزیعی نظام مالی را به خوبی تأمین نمی‌کند. باید دانست که یک نظام مالی که بخش عمده آن را بازار اوراق بهادار تشکیل می‌دهد از پیش‌نیازهای توسعه اقتصادی است. اساساً بازار سرمایه در کشور ایران از عمق لازم برخوردار نیست، زیرا پیدایش نظام بانکی به بیش از چند دهه برمی‌گردد اما بازار سرمایه تازه در سال ۱۳۴۶

آغاز به کار کرده است.^۲ یعنی بازار سرمایه در ایران به لحاظ سابقه، از غنای لازم برخوردار نیست. عمق بازار سرمایه در کشور ایران حدود ۱۳ میلیارد دلار است و این در حالی است که این رقم در کشورهایی چون ترکیه ۱۴۷ میلیارد دلار، هنگ‌کنگ ۴۴۰ میلیارد دلار و تایلند ۱۱۷ میلیارد دلار است و این مسئله نشان می‌دهد که ایران چقدر باید در ارتباط با تعمیق بازار سرمایه تلاش کند.^۳

سیر تحولات بازار سرمایه در ایران

بر اساس بررسی‌های به عمل آمده اولین تلاش برای ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران در سال ۱۳۱۵ و به کوشش فردی بلژیکی به نام وان لوترفلد (Van Lotter Feled) به عمل آمد و طرح قانون و آیین‌نامه‌های داخلی آن تهیه شد. اما این تلاش‌ها با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف شد. بعدها از اواسط دهه ۱۳۳۰ مجدداً بررسی‌هایی درباره تأسیس بورس اوراق بهادار صورت گرفت تا اینکه در سال ۱۳۴۶ بازار بورس اوراق بهادار تهران تأسیس شد.^۴ سازمان بورس ابتدا با انجام چند معامله بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران فعالیت خود را آغاز کرد. در پی آن شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس‌آباد نیز به بورس راه یافتند. طی یازده سال فعالیت بورس تا پیش از انقلاب ۱۳۵۷ تعداد

شرکت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته شده از شنش بنگاه اقتصادی با ۲/۶ میلیارد ریال سرمایه در سال ۱۳۴۶ به ۱۰۵ بنگاه با بیش از ۲۳۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۵۷ افزایش یافت. همچنین ارزش مبادلات در بورس در طول همین مدت از ۱۵ میلیارد ریال به بیش از ۱۵۰ میلیارد ریال افزایش یافت. در سال‌های پس از انقلاب و تا پیش از نخستین برنامه پنج ساله توسعه اقتصادی، دگرگونی‌های چشمگیری در اقتصاد ملی پدید آمد که بورس اوراق بهادار تهران را نیز در بر گرفت. با تصویب لایحه قانونی اداره امور بانک‌ها در خرداد ۱۳۵۸ توسط شورای انقلاب، ۳۶ بانک تجاری و تخصصی موجود کشور در چارچوب ۹ بانک ادغام و ملی شدند. متعاقب آن ادغام و ملی شدن در مورد شرکت‌های بیمه نیز صورت گرفت و با تصویب قانون

حفاظت و توسعه صنایع ایران در تیر ماه ۱۳۵۸، صنایع کشور نیز به چهار گروه دسته‌بندی شده و تحت پوشش سازمان جدید-التأسیس صنایع ملی ایران قرار گرفتند. نتیجه این اقدامات خروج تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی پذیرفته شده از بورس بود به صورتی که تعداد آنها از ۱۰۵ شرکت و بنگاه اقتصادی در سال ۱۳۵۷ به ۵۶ شرکت در سال ۱۳۶۷ رسید. در نتیجه شرکت‌هایی که نیاز مالی فراتر از منابع مالی داخلی داشتند ناچار به استفاده از تسهیلات سیستم بانکی در چارچوب عقود اسلامی شدند و در اثر گرایش شدید به نظام بانکی جهت تأمین نیازهای مالی و استفاده از رانت اقتصادی ناشی از تسهیلات ارزان قیمت بانکی، رکودی که بورس اوراق بهادار از ابتدای پیروزی انقلاب دچار آن شده بود، تا پایان سال ۱۳۶۷ همچنان ادامه یافت.

با پایان جنگ ایران و عراق، از سال ۱۳۶۸ فعالیت بورس اوراق بهادار به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی و اجرای سیاست خصوصی‌سازی مجدداً مورد توجه قرار گرفت و گرایش دولت به این ابزار، موجب افزایش قابل توجه تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران از ۵۶ بنگاه در سال ۱۳۶۷ به ۳۷۰ بنگاه در سال ۱۳۸۲ شد.^۵

به غیر از سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ که با رکود نسبی مواجه بود، بورس تهران از سال ۱۳۷۶ تا پایان سال ۱۳۸۱ به طور متوسط سالانه بیش از ۳۰ درصد برای سهامداران ایرانی بازده داشته که حدوداً دو برابر متوسط نرخ تورم در این سال‌ها بوده است و جالب اینکه این افزایش بازده تنها در سال ۱۳۸۲ به ۱۲۵ درصد رسید.^۶ اما با آغاز سال ۱۳۸۳ انگار حباب‌های قیمت سال‌های رونق بازار بورس تهران در حال ترکیدن است، رکود نسبی بر این بازار سایه افکند، و اعتماد سهامداران خرد از شفافیت بورس تهران سلب شد و این رکود منجر به کاهش رشد بازده بورس تهران تا ۱۷ درصد به ده هزار ریال و حتی زیر ده هزار ریال در بعضی مواقع رسیده است.

دلایل تحلیل گران بازار سرمایه در مورد رکود تحلیل‌گران بازار سرمایه دلایل مختلفی را برای رکود ایجاد شده مطرح می‌کنند.

متخصصان اقتصاد سیاسی معتقدند که تحولات عرصه سیاست داخلی و خارجی و پیامدهای سیاسی و اقتصادی که با مجلس هفتم و دولت نهم رخ داده است بر افزایش ابعاد رکود بورس تهران بی‌تأثیر نبوده است. اولین علایم نگران‌کننده‌ای که این گروه طرح می‌کنند روند بررسی پرونده فعالیت‌های هسته‌ای ایران در مجامع بین‌المللی است که از شهریور ۱۳۸۳ بروز کرد ولی به دلیل اتخاذ سیاست تشنج-زدایی، تعلیق داوطلبانه غنی‌سازی اورانیوم، ادامه مذاکره و تعامل با اروپا، فضای حمایتی حاکم بر بازار سرمایه گسترش یافت و بازار سهام پس از اندکی رکود با شیب بسیار ملایمی رونق نسبی را ادامه داد. اما با آغاز سال ۱۳۸۴ افزایش نگرانی‌ها نسبت به نتیجه انتخابات ریاست جمهوری و نگرانی سهامداران بورس از گسترش حاکمیت دیدگاه‌های اقتصادی سنتی و افزایش التهاب سیاسی در عرصه‌های بین‌المللی، به خروج سهامداران از بازار بورس دامن زده و رکود را در پایان بهار ۱۳۸۴ بیشتر کرد. این پیش‌بینی‌های بدبینانه علی‌رغم انتقاد مسئولان دولتی ادامه داشت و با تشکیل دولت جدید بحران در بازار بورس به اوج خود رسید. از این مرحله به بعد هر گونه اتفاق سیاسی خارجی یا داخلی بازار بورس را تحت تأثیر خود قرار می‌داد. آن چنان که در آغاز شهریور ۱۳۸۴ در شرایطی که بیم از ارجاع پرونده فعالیت‌های هسته‌ای

ایران به شورای امنیت سازمان ملل و اعمال تحریم‌های اقتصادی علیه ایران بر بازار سرمایه حاکم بود، اتخاذ مواضع مقابله‌جویانه توسط برخی مقامات از جمله اعلام خروج از پیمان منع تولید و تکثیر سلاح‌های اتمی (NPT)^۷ و تصویب یک فوریت تعلیق اجرای پروتکل توسط مجلس، مزید بر علت شد تا شاخص کل بازار سهام سقوط شدیدی کند. با تصویب قطعنامه و تعیین شروط چهارگانه توسط شورای حکام، صف فروش سهام شرکت‌ها در کارگزاری‌ها تشکیل شد که نتیجه آن کاهش مجدد شاخص قیمت‌ها در بورس بود.^۸ این تحلیلگران معتقدند تا زمانی که تفاهمی میان اتحادیه اروپا و ایران در مورد نحوه ادامه فعالیت‌های هسته‌ای ایران برقرار نشود و در بعد اقتصادی نیز سیاست‌های مبتنی بر اقتصاد دستوری تغییری نکنند، حتی خرید گسترده سهام توسط شرکت‌های بزرگ دولتی از کارایی لازم برای بازگرداندن رونق به معاملات بازار سرمایه برخوردار نخواهد بود، به طوری که با ورود سیمان به بورس، کاهش دامنه نوسان منفی قیمت سهام شرکت‌ها، تغییر دبیرکل بورس اوراق بهادار تهران، و معرفی ابزارهای جدید مالی در بورس، سهامداران واکنش مثبتی از خود نشان نداده‌اند.^۹

اما این مسئله را نباید نادیده گرفت که گروه دوم از تحلیل‌گران بازار سرمایه ضمن انتقاد از بزرگ‌نمایی مسائل سیاسی، آنها را به

مراتب کمتر از آن چه عنوان می‌شود تاثیرگذار می‌دانند. این گروه با اشاره به مسائل سیاسی عرصه بین‌المللی - که مهمترین آنها پرونده هسته‌ای ایران است - اعتقاد دارند این مسئله تأثیر عمده‌ای بر وضعیت بازار بورس ندارد، در عوض افت شدید شاخص قیمت‌ها در بازار بورس را به مسائل درونی بورس و تا حدی زیادی متأثر از افزایش روزافزون قیمت نفت می‌دانند زیرا به اعتقاد این گروه درآمدهای نفتی باعث افزایش واردات کالاهای مصرفی می‌شود و امکان سرمایه‌گذاری حتی از نوع پس‌اندازهای کوچک را از مردم می‌گیرد. به طوری که در سال ۱۳۸۳ حدود ۳۷ میلیارد دلار واردات داشته‌ایم که بیشترین رقم واردات در سال‌های پس از انقلاب بوده است.^{۱۰}

عامل دیگر، تغییرات مکرر قوانین و مقررات در بورس است. که در دو سال اخیر تغییرات متنوع و ضوابط گسترده بر بازار بورس حاکم بوده است. ارزیابی‌ها نشان می‌دهد که درصدی از رکود فعلی واکنشی به این تغییرات است. از عوامل درونی دیگر در بازار بورس عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌های ثبت شده در بورس است. استانداردی که برای ارزشیابی دارایی‌ها، محاسبه سود و به طور کلی تدوین این صورت‌های مالی به کار گرفته می‌شود سازگاری چندانی با استانداردهای بین‌المللی ندارد. علاوه بر این

عدم تقارن اطلاعاتی، یعنی همه سهامداران، از موقعیت و شانس برابر برای کسب اطلاعات برخوردار نیستند و کسانی که از امنیت اطلاعاتی، به دلایل مختلف (مثلاً نزدیکی به مسئولان حکومتی) برخوردار هستند نسبت به افراد معمولی موقعیت‌ها و سود بیشتری کسب می‌کنند؛ از جمله عوامل درونی‌ای است که در درازمدت می‌تواند منجر به بی‌اعتمادی به بازار بورس و خروج از بازار سرمایه را شود.

در مجموع مسلم است بازار سرمایه - به صورت نهاد بازار بورس - محصول لیبرالیسم سیاسی و اقتصادی است که برای رشد و توسعه و افزایش سرمایه، افزایش تعداد سهامداران و افزایش ارزش معاملات، نیازمند ثبات، نظم، امنیت و شفافیت اطلاعات با کمترین عدم تقارن اطلاعاتی است و حاکمیتی مقتدر که ضامن رشد و توسعه بازار سرمایه باشد، اما به شرطی که مشروع، قانونی و پایدار باشد و به تنش‌های سیاسی داخلی و خارجی دامن نزنند، در غیر این صورت با فرض اینکه تحولات در بازار بورس تصویر تحولات اقتصادی هر جامعه می‌باشد، رکود در بورس تهران نه تنها به معنی رکود سرمایه‌گذاری در اقتصاد است بلکه نوعی اشاره به فرار سرمایه-گذاران است تا سرمایه خود را به جاهای امن-تر منتقل کنند، و پیامدهای آن تضعیف بخش تولیدی اقتصاد، و به سود بخش سنتی و تجاری اقتصاد، کاهش اشتغال، افزایش نرخ بهره،

کاهش ارزش پول ملی، تورم و بالاخره توقف رشد اقتصادی است.

مسعود صوفی مجیدپور

یادداشت‌ها:

۱. «بررسی ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه در ایران»، سلسله هم‌اندیشی‌های تخصصی، دانشگاه صنعتی شریف، دی ماه ۱۳۸۴.
۲. البته لازم به ذکر است که در سال‌های ۱۳۵۷ تا ۱۳۶۷ بازار بورس عملاً در حالت تعطیلی به سر برده است.
۳. همان.
۴. «بازار سرمایه ایران از گذشته تا به امروز»، نشریه بورس، شماره ۱۰ خرداد ۱۳۸۰.
۵. «سالنامه آماری کشور، مرکز آمار ایران، سال ۱۳۸۳»
6. <http://www.bbc.co.uk/persian/business/story/2005/08>
7. Non-Proliferation Treaty [NPT]
۸. علی حق، «بازار بورس تهران؛ هفت شوک بی در بی»، نشریه نامه، شماره ۴۵، دی ماه ۱۳۸۴.
۹. همان.
۱۰. گفتگو با حسین کدخدایی، «تلاطم در بورس؟ بازار سرمایه دستور نمی‌پذیرد»، هفته نامه آتیه، شماره ۵۲۸، شهریور ۱۳۸۴.

یک توضیح و تصحیح

در شمارهٔ پیشین فصلنامهٔ گفتگو - ویژه حکومت‌مندی، آذر ماه ۱۳۸۴ - در کنار تعدادی از دیگر مقالات ارائه شده در سمینار «فراز و نشیب نوسازی‌های آمرانه در ایران و

ترکیه» (آمستردام، ۲۰-۱۹ سپتامبر ۲۰۰۱)، مقاله‌ای از سرکار خانم افسانه نجم‌آبادی - «اقتدار و نمایندگی: بازبینی فعالیت‌های زنان در دورهٔ رضا شاه» - که در این سمینار ارائه شده بود - ترجمه و منتشر گردید. به تصور ضیق وقت و لزوم تسریع کار، از این مهم که ترجمهٔ فارسی مقاله به نظر ایشان رسانده شود، غفلت شد. این امر به معنی انتشار مقاله به نام ایشان و بدون تصریح بر ترجمهٔ بودنش - به درستی موجب گلایه قرار گرفت.

با پوزش از این پیشامد متن تذکر ایشان را منتشر می‌کنیم.

«چند روز پیش گفتگوی شماره ۴۴ بدستم رسید. با تشکر از زحمات بسیار شما و همکاران شما که در شرایطی دشوار نشر گفتگو را ادامه می‌دهید. غرض از این نامه ولی بیان احساس همیشگی امتنان از همکاران مطبوعاتی درون مرز نیست. در این شماره مقاله‌ای به نام من چاپ شده است که نحوه چاپ آن از نظر رسوم مطبوعاتی مرا با محظوراتی روبرو کرده است و ناچار از طرح این ملاحظات. امیدوارم برای گشودن باب این بحث، صلاح بدانید این نامه در شماره بعدی گفتگو چاپ شود.

قبل از هر چیز علاقه دارم از زحمات مترجم تشکر کنم. ولی همینجا با نخستین مشکل مواجه می‌شوم: در هیچ کجا نام مترجم نیامده است. با این حذف هم زحمات ایشان

محو و ارج ناگذاشته شده و هم خواننده چنین برداشت می‌کند که این مقاله در متن فارسی آن نوشته من است. اگر من مرده بودم و یا به فارسی نمی‌نوشتم البته این توهم پیش نمی‌آمد. ولی هنوز زنده ام و به فارسی هم می‌نویسم و این دومین مشکل من است: نثر این مقاله به کل با نثری که اگر نوشته من می‌بود متفاوت است. نادیدنی کردن مترجم نثر ایشان را از آن من کرده است که برای هیچ کدام ما شایسته نیست.

سوم: همانطور که خود حضور داشتید و می‌دانید مقاله‌ای که در سمینار آمستردام به زبان انگلیسی ارائه شد کاری مقدماتی بود. حتی برای چاپ آن به انگلیسی هم با در نظر گرفتن بحث‌های سمینار و زحمات دکتر اتابکی (سازمان‌دهنده سمینار و ویراستار مجموعه چاپی) مقاله بازنویسی شده است. ترجمه و چاپ نسخه اولیه مقاله تمامی این پروسه مهم بحث و بازنگری را بیهوده کرده است.

آیا امکان نداشت قبل از چاپ مرا از قصد خود با خبر می‌کردید؟ و به من اجازه بازنگری ترجمه فارسی و تصحیح این مشکلات را می‌دادید؟ حیف است که نشریه‌ای چون گفتگو به این گونه موازین ابتدایی توجه نکند.

با احترام بسیار
افسانه نجم‌آبادی
اول فوریهٔ ۲۰۰۶