

نگاهی به عملکرد بورس اوراق بهادار ایران از سال ۱۳۸۱ تا انتهای سال ۱۳۸۶، اهداف و چالشهای پیش رو

بنفشه پورحسینی*

در گزارش حاضر به بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار کشور و عوامل تأثیرگذار بر آن طی سالهای ۱۳۸۱-۱۳۸۶ پرداخته شده است. علاوه بر وجود نوسانهایی در این دوره زمانی، بروز حباب قیمتی در بورس در سال ۱۳۸۲ و ترکیدن آن در نیمه اول سال ۱۳۸۳ مهم‌ترین رخداد بازار سرمایه کشور طی این دوره محسوب می‌شود. حاکم شدن فضای باثبات بر این بازار بعد از سالهای ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ همراه با اتخاذ تدابیری در راستای مهار نوسانها از دیگر نکات قابل ملاحظه در این دوره به نظر می‌رسد.

تصویب و اجرایی کردن قانون جدید بازار اوراق بهادار از مهم‌ترین اقدام‌های انجام شده در این دوره در راستای سازمان‌دهی بازار اولیه، ایجاد تمرکز در نظارت بر بازارهای اولیه و ثانویه و قانونمند کردن برخورد با تخلفات و جرایم احتمالی در این بازار بوده است. اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی به عنوان مهم‌ترین برنامه دولت و تداوم آن طی سالهای آتی می‌تواند آثار گسترده‌ای بر بازار سرمایه کشور داشته باشد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، خصوصی‌سازی، بازار سرمایه، سند چشم‌انداز بیست ساله، برنامه چهارم توسعه کشور.

۱. مقدمه

نهادهای مالی در تأمین سرمایه و هدایت آن به سمت فعالیتهای تولیدی نقش مهمی ایفا می‌کنند. بورس اوراق بهادار با جمع‌آوری سرمایه‌های بزرگ و کوچک، تأمین مالی بنگاههای اقتصادی را سرعت بخشیده و با جذب پس‌اندازهای بخش خصوصی عملکرد سیاستهای اقتصادی دولت را در دو حوزه واقعی (تولید و اشتغال) و پولی (تورم) بهبود می‌بخشد.

مقایسه گسترش مؤلفه‌های بازارهای سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به خوبی اهمیت تحول نظام‌های مالی را در رشد و توسعه اقتصادی کشورها نشان می‌دهد. در کشور ما نیز

* کارشناسی اقتصاد نظری، رئیس گروه بورس و مؤسسه‌های اعتباری غیر بانکی

گام‌های مؤثری در خصوص تقویت بورس و دیگر نهادهای مالی برداشته شده چنانکه یکی از موارد مورد تأکید در قانون برنامه سوم و چهارم توسعه کشور، تقویت و توسعه فیزیکی، نهادی و مقرراتی بازار سرمایه کشور بوده است. همچنین قانون جدید بازار اوراق بهادار کشور در همین راستا تصویب و در حال اجرایی شدن می‌باشد.

شایان توجه است که بر خلاف تحولات مثبت صورت گرفته در این بازار، بورس کشور همچنان با چالشها و مشکلاتی روبروست که توجه بیشتر مسئولین به این نهاد مهم مالی می‌تواند بسیار راهگشا باشد.

۲. بررسی وضع بورس طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۱

الف- تحولات سال ۱۳۸۱

در این سال بورس اوراق بهادار ایران به‌رغم وجود بحران در کشورهای همسایه، شاهد رشد تمامی شاخص‌های خود بود. شاخص کل قیمت نسبت به سال ۱۳۸۰، حدود ۳۵ درصد افزایش یافت و حجم و ارزش مبادلات به ترتیب ۱۴۲ و ۱۹۱ درصد رشد را تجربه کرد. در واقع روند صعودی شاخص‌ها در سال ۱۳۸۱ آغاز و نشانه‌ای از بروز حباب قیمتی در سال بعد آن یعنی سال ۱۳۸۲ بود. افزایش ۵۰ درصدی شاخص قیمت و بازده نقدی که ۳۵ درصد این افزایش از رشد شاخص قیمت و تنها حدود ۱۵ درصد آن از افزایش سود نقدی شرکتها نشئت گرفته بود که از پیشی گرفتن سرعت رشد قیمت‌ها بر بازدهی نقدی شرکتها حکایت می‌کرد. شایان توجه است که اقتصاد کلان کشور در سال ۱۳۸۱ از وضع مناسبی برخوردار بود. وجود رشد اقتصادی حدود ۶/۵ درصد در کنار تورم ۱۵/۸ درصدی حکایت از این امر داشت. بخشی از افزایش ۴۳ درصدی شاخص صنعت در بورس طی این سال از رشد ۱۱ درصدی بخش صنعت و معدن (به قیمت ثابت) در سطح کلان اقتصادی نشئت گرفت.

افتتاح بورس مشهد، تفکیک تابلوهای بورس به دو تابلوی اول و دوم و افتتاح تابلوی فرعی، امکان انجام معاملات دست دوم بر روی اوراق مشارکت از اقدام‌های ساختاری در جهت بهبود روند حرکتی در بورس طی این سال بود.

تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در سال ۱۳۸۱ به ۳۳۴ شرکت رسید و تعداد خریداران سهام ۱۴/۲ درصد افزایش یافت.

به‌رغم رشد ۴۴ درصدی ارزش جاری بازار با توجه به رشد مناسب تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۸۱، نسبت ارزش جاری سهام به تولید ناخالص داخلی از ۱۲/۳ درصد در سال ۱۳۸۰ تنها با ۰/۴ درصد افزایش به ۱۲/۷ درصد در سال ۱۳۸۱ رسید.

ثبات نسبی قیمت‌ها و همچنین ثبات نسبی حاکم بر بازار ارز از عوامل مهم در انتقال تقاضای سفته‌بازی به سمت بورس در این سال بود. به‌رغم اینکه این افزایش تقاضا با عرضه سهام دولتی

پاسخ داده شد، در سال ۱۳۸۲ این روند افزایشی تقاضا همچنان ادامه یافت و موجب بروز مشکلاتی در این بازار شد.

ب- تحولات سال ۱۳۸۲

سال ۱۳۸۲ را می‌توان سال افزایش افسار گسیخته قیمت سهام در بورس دانست. افزایش قابل ملاحظه تقاضا و شاخص قیمت در تیر ماه به اعمال سیاستهایی از سوی دبیر کل بورس به منظور مهار و کنترل این روند منتهی شد. به همین منظور از روش حجم مبنا در محاسبه شاخص کل البته به عنوان جایگزینی برای روش سهام شناور آزاد که در دنیا مرسوم است، استفاده شد.

کند بودن روند خصوصی‌سازی به ویژه در شش ماهه اول سال ۱۳۸۲، به ناکافی بودن سهام موجود برای پاسخ‌گویی به تقاضای سهام دامن زد که البته در نیمه دوم سال، خصوصی‌سازی سرعت بیشتری گرفت. رشد قابل ملاحظه میانگین نقدینگی طی سالهای منتهی به سال ۱۳۸۲ (حدود ۲۸ درصد طی سه سال منتهی به سال ۱۳۸۲) در اثر تزریق بی‌رویه ارز نفتی، کند بودن روند خصوصی‌سازی و معطوف شدن مقدار قابل توجهی منابع خارجی به بورس، محدود بودن سهام شناور آزاد در بازار و تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران محدود بر حجم قابل ملاحظه‌ای از سهام و نبود تمایل به مبادله آن در بازار و در نتیجه کشش ناپذیر شدن عرضه در مقابل تقاضای بالا از عوامل مؤثر بر رشد چشم‌گیر شاخص قیمت در سال ۱۳۸۲ بود.

نکته شایان توجه این که شاخص بازده نقدی در این سال در مقایسه با سال قبل حدود ۶/۱ درصد (نزدیک به رشد تولید ناخالص داخلی یعنی ۶/۷ درصد) افزایش داشت حال آنکه شاخص کل قیمت حدود ۱۲۵ درصد افزایش یافت. برآیند افزایش این دو شاخص، رشد حدود ۱۳۰ درصدی شاخص قیمت و بازده نقدی (بازده کل) بازار را به همراه داشت.

چنانچه ملاحظه می‌شود به‌رغم رشد اندک سوددهی شرکتها در این سال، قیمتها جدا از عملکرد واقعی شرکتها رشد یافتند. قسمتی از نبود رشد قابل ملاحظه سوددهی شرکتهای بورسی از رشد ۳۰ درصدی واردات به کشور حاصل می‌شد.

در این سال حجم و ارزش معاملات به ترتیب حدود ۹۰ و ۱۹۴ درصد رشد داشت. تعداد شرکتهای پذیرفته در بورس در این سال به ۳۸۳ شرکت رسید.

نکته قابل توجه دیگر اینکه در سال ۱۳۸۲ بخش صنعت و معدن (به قیمت ثابت) فقط ۱۰ درصد رشد داشت یعنی یک درصد کمتر از رشد سال ۱۳۸۱، اما شاخص صنعت در بورس حدود ۱۱۷ درصد رشد داشت که نشان‌دهنده دور شدن ارتباط بورس با بخش واقعی اقتصاد در این سال بود.

به‌رغم رشد ۶/۷ درصدی تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۸۲ رشد قابل ملاحظه قیمتها در بورس به افزایش نسبت ارزش جاری بازار به تولید ناخالص داخلی از ۱۲/۷ درصد در سال ۱۳۸۱ به حدود ۲۸ درصد در سال ۱۳۸۲ منتهی شد.

در سال مذکور در پی هشداریهای سازمان بورس بسیاری از سهامداران به خرید سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری روی آوردند که این امر همراه با افزایش قیمت سهام شرکتهای زیرمجموعه شرکتهای سرمایه‌گذاری به رشد ۱۵۸ درصدی شاخص مالی منتهی شد.

طی سال ۱۳۸۲ نسبت تأمین مالی جدید در بازار سهام یعنی نسبت افزایش سرمایه اسمی شرکتهای به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت جاری در اقتصاد ملی ۳/۹ درصد بود.

افزایش تالارهای منطقه‌ای به سه تالار در این سال از دیگر اقدامهای تمرکززدایی محسوب می‌شود. نسبت فعالیت بازار یعنی نسبت معاملات به ارزش جاری بازار در این سال حدود ۲۱ درصد بود.

ج- تحولات سال ۱۳۸۳

ترکیدن حباب قیمتی ایجاد شده در سال ۱۳۸۲ طی همان سال، همراه با مطرح شدن مسائل مربوط به مذاکرات هسته‌ای ایران و آژانس بین‌المللی انرژی اتمی کاهش روند افزایشی قیمتها در سال ۱۳۸۳ را به همراه داشت. انتخاب زمان نامناسب برای عرضه سهام دولتی در بورس این روند را تا حدودی تشدید کرد. عرضه سهام دولتی در این سال از نظر ارزش حدود ۲۵ درصد افزایش یافت. با این حال شاخص کل قیمت در پایان اسفند ۱۳۸۳ در مقایسه با مدت مشابه سال قبل از ۶/۴ درصد رشد برخوردار و ارزش سهام به ارزش ذاتی نزدیک شد.

رشد ۶/۷ درصدی شاخص بازده نقدی و افزایش شش درصدی شاخص کل قیمت، رشد ۱۳ درصدی بازدهی کل (شاخص قیمت و بازده نقدی) را در این سال رقم زد.

وضع مناسب اقتصادی حاکم بر کشور (رشد پنج درصدی تولید ناخالص داخلی و تورم ۱۵/۲ درصدی) و در نتیجه وضع سودآوری مناسب شرکتهای بورسی توانست در این سال از بار کاهش قیمتها بر بازدهی کل بورس بکاهد.

البته شایان توجه است که سوددهی شش درصدی شرکتهای بورسی به‌رغم افزایش ۳۰ درصدی واردات در این سال محقق شد. اما کاهش هشت درصدی شاخص صنعت بورس با رشد ۱۲ درصدی بخش صنعت و معدن (به قیمت ثابت) در سطح اقتصاد ملی هماهنگ نبود.

طی سال یادشده حجم و ارزش معاملات به ترتیب حدود ۸۱ و ۵۶ درصد رشد داشت. نسبت فعالیت در سال ۱۳۸۳ (نسبت ارزش معاملات به ارزش جاری بازار) از ۲۱ درصد در سال ۱۳۸۲ با شش درصد رشد به ۲۷ درصد در سال ۱۳۸۳ رسید که حکایت از سیالیت بیشتر بازار در سال ۱۳۸۳

نگاهی به عملکرد بورس اوراق بهادار ایران ... ۳۷

داشت. نسبت ارزش جاری به تولید ناخالص داخلی نیز حدود ۲۸ درصد بود که در مقایسه با سال قبل از آن تفاوت چندانی نداشت.

به دلیل مشکلاتی که بازار سرمایه در سال ۱۳۸۲ از نظر کمبود عرضه سهام با آن مواجه بود، در سال ۱۳۸۳ سازمان بورس با افزایش سرمایه شرکتها با رشد چشم گیری نسبت به سال قبل موافقت کرد به طوری که نسبت تأمین مالی جدید در بازار سهام (نسبت افزایش سرمایه اسمی شرکتها به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت جاری) از $\frac{۳}{۹}$ درصد در سال ۱۳۸۲ به $\frac{۸}{۲}$ درصد در سال ۱۳۸۳ رسید.

د- تحولات سال ۱۳۸۴

ادامه روند کاهشی شاخص قیمت در سال ۱۳۸۳، انجام انتخابات ریاست جمهوری در ابتدای تیرماه سال ۱۳۸۴ و چالشهای هسته‌ای ایران، ناپایداری بازار و کاهش شاخصها را در این سال رقم زد. در مجموع به رغم افزایش $\frac{۱۱}{۷}$ درصدی شاخص بازده نقدی (سودآوری شرکتها) بازدهی کل بازار در سال ۱۳۸۴ نسبت به سال پیش از آن حدود $\frac{۱۲}{۵}$ درصد کاهش داشت که این کاهش از نزول ۲۲ درصدی شاخص کل قیمت حاصل شد.

رشد مناسب سودآوری شرکتها (بازده نقدی) با رشد اقتصاد ملی به میزان $\frac{۵}{۸}$ درصد و رشد ۳۹ درصدی صادرات غیرنفتی در این سال هماهنگ بود اما آثار مثبت کاهش تورم در سال ۱۳۸۴ بر عملکرد بورس عملاً مشاهده نشد (تورم در سال یادشده معادل $\frac{۱۲}{۱}$ درصد بود).

به رغم رشد هفت درصدی بخش صنعت و معدن در سطح اقتصاد ملی (به قیمت ثابت)، شاخص صنعت بورس با حدود ۱۹ درصد کاهش مواجه بود که این روند از قطع ارتباط شاخص قیمتها در بورس با بخشهای واقعی اقتصاد حکایت می کرد.

رشد دو درصدی حجم معاملات، کاهش ۴۵ درصدی ارزش معاملات و کاهش نسبت ارزش جاری به تولید ناخالص داخلی از ۲۸ درصد در سال ۱۳۸۳ به $\frac{۱۹}{۲}$ درصد در سال ۱۳۸۴ به دلیل افت قیمتها از دیگر نکات قابل توجه بازار طی این سال است.

شرایط نامناسب بورس و نبود تقاضای کافی برای سهام دولتی عرضه شده طی سال ۱۳۸۴ موجب شد عرضه سهام دولتی از نظر تعداد ۷۷ درصد و از نظر ارزش حدود ۹۰ درصد کاهش داشته باشد. با افزوده شدن شش شرکت جدید به شرکتهای پذیرفته شده در بورس تعداد شرکتهای بورسی به ۴۳۲ شرکت افزایش یافت. نسبت تأمین منابع مالی جدید در بورس (نسبت افزایش سرمایه اسمی شرکتها به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت جاری) معادل $\frac{۵}{۵}$ درصد بود.

تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار در آذر ۱۳۸۴ در راستای بهبود نظارت بر بازار سرمایه کشور (بازارهای اولیه، ثانویه و کالا)، تفکیک دو حوزه اجرایی و نظارتی (تشکیل شرکت و

سازمان بورس) و در نظر گرفتن مجازاتهای مشخص برای برخورد با متخلفان بازار، همچنین تصویب نهایی آئین‌نامه پذیرش اوراق مشارکت شرکتهای بورسی از اقدام‌های اصلاحی و توسعه‌ای ساختار بازار سرمایه کشور در این سال است.

هـ- تحولات سال ۱۳۸۵

شروع اجرایی‌سازی قانون جدید بازار اوراق بهادار نویددهنده تغییرات نهادی مثبت در این بازار طی سال ۱۳۸۵ بود.

ابلاغیه مقام معظم رهبری در مورد بند «ج» اصل ۴۴ قانون اساسی طی سال ۱۳۸۵ و تأکید ایشان بر قیمت‌گذاری شرکتهای قابل واگذاری از طریق بورس، بیم‌ها و امیدهایی را برای بورس کشور به تصویر کشید.

رشد ۴۰ درصدی نقدینگی کشور در سال ۱۳۸۵ که به دنبال افزایش بی‌سابقه قیمت نفت خام در بازارهای جهانی صورت گرفت، بر بازارهای مالی کشور مانند بورس، طلا و مسکن تأثیراتی به همراه داشت. در مجموع بورس کشور از یک رشد ملایم در این سال بهره‌مند شد.

از سوی دیگر کاسته‌شدن از نرخ سود تسهیلات در ابتدای سال ۱۳۸۵ تأمین منابع مالی واحدهای تولیدی و صنعتی را ارزان کرد که این امر تا حدودی موجب فعالیت بیشتر این واحدها شد. بخشی از رشد ۱۰ درصدی شاخص بازده نقدی شرکتهای بورسی و افزایش ۴/۴ درصدی شاخص صنعت در سال ۱۳۸۴ از این کاهش نرخ نشئت گرفت. البته رشد ۲۴ درصدی صادرات غیرنفتی کشور در این سال بر این روند بی‌تأثیر نبوده است.

شاخص کل قیمت سهام در سال ۱۳۸۵ با چهار درصد رشد مواجه شد. برآیند رشد شاخص قیمت و شاخص بازده نقدی، افزایش ۱۴/۷ درصدی بازدهی کل (شاخص قیمت و بازده نقدی) را در این سال رقم زد. حجم و ارزش معاملات به ترتیب حدود نه درصد رشد و ۱/۵ درصد کاهش داشتند. افزوده‌شدن سه شرکت جدید به فهرست شرکتهای پذیرفته شده در بورس تعداد کل شرکتهای بورسی را به ۴۳۵ شرکت رساند.

در این سال عرضه سهام دولتی توسط سازمان خصوصی‌سازی در بورس از نظر ارزش ۱۰۹۶ درصد و از نظر تعداد حدود ۱۷۲۱ درصد رشد داشت که این روند رشد بی‌سابقه به دنبال ابلاغیه مقام معظم رهبری در این سال شکل گرفت.

نسبت تأمین منابع مالی جدید (نسبت افزایش سرمایه اسمی شرکتهای به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمت جاری) در این سال ۲/۱ درصد بود که در مقایسه با سال قبل (۵/۵ درصد) قابل ملاحظه نیست و روند کاهشی داشته است.

و- تحولات سال ۱۳۸۶

بورس کشور در این سال با افت و خیزهایی همراه بود اما در نهایت شاخص کل قیمت در پایان اسفند ماه در مقایسه با مدت مشابه سال قبل حدود سه درصد رشد داشت. همچنین شاخص بازده نقدی بازار از حدود ۱۴/۵ درصد رشد برخوردار بود که برآیند این دو شاخص موجب شد بازده کل بورس (شاخص قیمت و بازده نقدی) حدود ۱۸ درصد افزایش یابد. اما با توجه به تورم بالایی که در این سال بر اقتصاد کشور حاکم بود (۱۸/۴ درصد)، بازدهی واقعی بورس منفی بود.

طی این سال در بین صنایع مختلف، شاخص قیمت فلزات اساسی به دلیل رشد قیمت جهانی فلزات حدود ۵۴ درصد افزایش یافت. افزایش شاخص قیمت صنعت منسوجات به میزان ۸۲ درصد از دیگر نکات قابل توجه بود.

رشد ۳۱ درصدی ارزش معاملات و رشد ۴۷ درصدی حجم معاملات در سال ۱۳۸۶، عملکرد مثبت معاملاتی در بورس را نشان می‌دهد. همچنین نسبت فعالیت بورس (نسبت معاملات به ارزش جاری بازار) از ۱۴ درصد در سال ۱۳۸۵ به ۱۵/۷ درصد در سال ۱۳۸۶ رسید که حکایت از سیالیت بیشتر بازار در سال ۱۳۸۶ دارد.

۳. اهداف پیش‌روی بازار سرمایه مطابق سند چشم‌انداز بیست ساله کشور و برنامه چهارم توسعه

در افق چشم‌انداز بیست ساله کشور، جامعه ایرانی باید دارای ویژگی‌هایی نظیر توسعه یافتگی، تعامل سازنده و مؤثر با جهان، فرصت‌های برابر و توزیع مناسب درآمد باشد و براساس ملاحظات سند، شاخصهای کمی اقتصاد کلان کشور، نظیر نرخ سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص ملی باید متناسب با سیاستهای توسعه و اهداف چشم‌انداز تنظیم شود. همچنین در سیاستهای کلی برنامه چهارم توسعه بر مواردی نظیر بهره‌گیری از منابع و سرمایه‌های خارجی اشاره و تأکید شده است.

سند چشم‌انداز کشور به طور مستقیم به مباحث تفصیلی در حوزه‌های مختلف اقتصادی وارد نشده است اما از آنجا که بازار سرمایه کشور جزئی جدایی‌ناپذیر از اقتصاد کشور به ویژه حوزه سرمایه‌گذاری است، بنابراین تمامی سیاستهای توسعه‌ای بازار سرمایه باید در راستای تحقق سند چشم‌انداز ارائه و اجرا شود. در همین زمینه در ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه بر برقراری ارتباط با بورسهای منطقه‌ای و جهانی به منظور مبادله اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار تأکید شده است. در همین راستا به تازگی مذاکراتی برای عرضه ۲۵ درصد از سهام یک شرکت ایرانی (ملی مس) در بورس مالزی انجام شده است. همچنین در سیاستهای کلی برنامه چهارم بر گسترش عدالت اجتماعی و تعادلهای منطقه‌ای از نظر آمایش سرزمینی تأکید شده که در همین راستا ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم در مورد بازار سرمایه به گسترش جغرافیایی بورس (راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای، استانی و شبکه‌های کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی) پرداخته است. هم اینک تالارهای

منطقه‌ای برای بیشتر استانهای کشور راه‌اندازی شده که البته بسیاری از این تالارها از نظر سودآوری با مشکلاتی روبه‌رو هستند به تازگی بورس کشور به دنبال تبدیل برخی از این تالارها به حوزه‌های کارگزاری است.

تقویت و کارآمد کردن نظام بازرسی و نظارت و اصلاح قوانین و مقررات مربوط از موارد دیگری است که در سیاستهای کلی برنامه چهارم مورد تأکید قرار گرفته که می‌توان تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار کشور و اجرایی‌سازی آن در حوزه نظارت بر بازارهای اولیه، ثانویه و بورس کالا و تفکیک حوزه‌های نظارتی و اجرایی (تفکیک شرکت و سازمان) را از مصادیق اجرای این سیاست کلی دانست.

ارتقاء بازار سرمایه با تأکید بر کارایی، شفافیت، سلامت و بهره‌مندی از فن‌آوریهای نوین به عنوان یکی دیگر از بندهای سیاستهای کلی قانون برنامه چهارم کشور از ملاحظات است که باید در برنامه‌های توسعه‌ای بازار سرمایه مدنظر قرار گیرد. با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار امکان تقویت ساختاری و قانونی بازار کشور فراهم آمده است اما مباحثی نظیر کارآیی بازار فقط با تصویب و اجرای قانون محقق نخواهد شد بلکه اصلاح زیرساختهایی نظیر تقویت پایه‌های اقتصادی کشور و تقویت شرکتهای بورسی، ایجاد فرهنگ انجام صحیح معاملات، به کارگیری نرم‌افزارهای جدید و به روز در دنیا در مباحث معاملاتی و اطلاعاتی و نظایر آن می‌تواند راهگشا باشد.

در حوزه قانون برنامه چهارم، در ماده ۱۵ برای تقویت بازار سرمایه کشور موارد دیگری نیز مدنظر قرار گرفته است. ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا) و ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس از این موارد است. در مورد بورسهای کالایی باید گفت هم اینک بورس کالا در چهار حوزه محصولات کشاورزی، پتروشیمی، معدنی و فلزات فعال است. البته معاملات محصولات پتروشیمی و معدنی در بورس کالا بسیار نوباست. دو گروه کالایی دیگر از سابقه معاملاتی بیشتری در بورس کالا برخوردارند. در مورد بازار خارج از بورس با توجه به حجم بالایی از خصوصی‌سازیهایی که در آینده‌ای نزدیک محقق خواهد شد وجود این بازار می‌تواند در پذیرش شرکتهای دولتی به ویژه آنهایی که نوپاتر یا کم‌بازده‌تر هستند نقش ویژه‌ای ایفا کند. در مورد راه‌اندازی این بازار اقدام‌هایی انجام گرفته و درخواست متقاضیان مؤسس این بازار، دریافت شده است.

۴. برخی از چالشهای پیش روی بازار سرمایه کشور

مهم‌ترین مسئله‌ای که بورس کشور با آن روبروست و در آینده‌ای نزدیک به طور جدی این بازار را درگیر خواهد نمود، بحث اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی به ویژه اجرای ابلاغیه مقام معظم رهبری است. با توجه به اینکه اجرای بخش قابل توجهی از این برنامه از طریق بورس کشور قابل پیش‌بینی است، طراحی سازوکارهایی که بتواند بورس کشور را از لطمه‌های احتمالی عرضه

نگاهی به عملکرد بورس اوراق بهادار ایران ... ۴۱

غیرمعمول سهام دولتی مصون بدارد و دست کم از آثار منفی آن بکاهد ضروری به نظر می‌رسد. سهام شرکتهای بزرگی نظیر کشتیرانی، مخابرات در بورس عرضه شده و بر اساس برنامه‌های اعلام شده طی ماههای آینده سهام بانکها و بیمه‌ها نیز در بورس عرضه خواهد شد. با توجه به سرمایه بالای این شرکتها و مطابق برآوردهای انجام شده عرضه سهام این شرکتها در بورس حدود ۳۰ هزار میلیارد تومان (۳۰۰ هزار میلیارد ریال) حجم سهام موجود در بورس را افزایش خواهد داد.

ارزش جاری بازار بورس در سال ۱۳۸۶ در مجموع حدود ۴۶۲ هزار میلیارد ریال بوده است که از این میزان فقط حدود ۷۳ هزار میلیارد ریال سهام معامله شده است. اضافه شدن ۳۰۰ هزار میلیارد ریال سهام به این بازار به معنای دو برابر شدن حجم بورس از نظر ارزش بازار خواهد بود و دیگر اینکه در بازاری که فقط حدود ۱۶ درصد آن مورد معامله قرار گرفته (نسبت فعالیت بازار)، دو برابر شدن حجم بازار به معنای فروش نرفتن بخش عظیمی از سهام عرضه شده خواهد بود. بنابراین بسنده کردن به وضع فعلی بورس کشور برای اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی، نه تنها بورس را از نظر افزایش عرضه و افت احتمالی قیمتها متأثر خواهد کرد بلکه فروش نرفتن بخش بزرگی از سهام دولتی را به دنبال خواهد داشت. نکته دیگر اینکه سیاستهای فعلی بر اساس فروش اوراق مشارکت برای جمع‌آوری نقدینگی جامعه و سیاستهای انقباضی می‌تواند کاهش نقدینگی در بازار سرمایه را ایجاد و فروش نرفتن سهام دولتی را تشدید کند. البته این سیاستهای انقباضی می‌تواند حتی خود شرکتهای بورس را با کمبود منابع مالی و در نتیجه کاهش تولید و کاهش بازدهی روبرو مواجه کند. در نتیجه استفاده از سازوکارهایی نظیر ایجاد بازار خارج از بورس یا استفاده از سرمایه خارجی یا عرضه سهام دولتی در بورسهای منطقه و بین‌المللی مفید فایده به نظر می‌رسد. در همین زمینه وجود مؤسسه‌های تأمین سرمایه به عنوان مؤسسه‌هایی که می‌توانند به طور عمده سهام خریداری و بعد آن را به دسته‌های کوچکتر تقسیم و به فروش برسانند، ضروری است. بنابراین فعال‌سازی جدی این مؤسسه‌ها مفید خواهد بود.

نکته دیگر در مورد خصوصی‌سازی و بازار سرمایه، عرضه بلوکی سهام دولتی در بورس است. به دلیل ارزش بالای سهام بلوکی عرضه شده، عموم افراد قادر به خرید نیستند و فقط اشخاص حقوقی با سرمایه بالا می‌توانند این سهام را بخرند که این امر با اهداف دولت در راستای سهام‌دار کردن عموم مردم در تعارض است. ضمن اینکه وقتی دولت سهام را به صورت بلوکی عرضه می‌کند و انتظار دارد که به هر نحو ممکن این سهام به فروش برسد وقتی نقدینگی کافی برای چنین عرضه‌ای موجود نیست همه باید بسیج شوند تا این سهام را بخرند. به عنوان مثال در مورد فروش شرکت ملی صنایع مس همه منابع از شرکتهای سرمایه‌گذاری جمع‌آوری شد تا این معامله

صورت بگیرد و حتی برخی از شرکتهای سرمایه‌گذاری مجبور به فروش سایر سهام خود شدند تا بتوانند این خرید بزرگ را تأمین مالی کنند.^۱

رهاسازی شرکتهای پس از واگذاری یا مثلاً ندادن پروژه‌های بزرگ به آنها بعد از واگذاری، موجب زیان‌دهی شرکت و بی‌اعتمادی سهامداران خواهد شد. نکته دیگر اینکه نبود یک بازار سرمایه واقعی، رقابتی و کارا اهداف برنامه خصوصی‌سازی را محقق نخواهد کرد زیرا در صورت نبود چنین بازاری، نهادهای پولی و مالی قدرتمند دولتی و شبه‌دولتی اقدام به خرید بنگاههای عرضه شده خواهند کرد که در این صورت هدف اصلی خصوصی‌سازی یعنی مشارکت بخش خصوصی در مالکیت و مدیریت واحدهای واگذار شده محقق نخواهد شد. ضمن اینکه نبود یک بازار سرمایه کارا و نهادهای پایه این بازار نظیر مؤسسه‌های تأمین سرمایه، قیمت‌گذاری مناسب سهام (نزدیکی قیمت به ارزش ذاتی سهام) را تضمین نخواهد کرد.

قیمت‌گذاری مناسب سهام شرکتهای قابل واگذاری، نیازمند یک نظام حسابداری و مالی قوی و کارآمد است که اغلب بازار سرمایه کارا و پیشرفته از چنین نظامی برخوردار است و در صورت نبود آن، زیانهای مالی زیادی بر سرمایه‌گذاران و دولت وارد خواهد شد. البته بخشی از این روند با مشکلات ساختاری موجود در شرکتهای دولتی از نظر سیستم‌های عملیاتی حسابرسی داخلی و مالی آنها مرتبط است.

به‌رغم آنکه در قانون جدید بازار اوراق بهادار تأکید شده که با متخلفان و استفاده‌کنندگان از اطلاعات نهانی در معاملات برخورد خواهد شد، تاکنون به تخلف‌های انجام شده به‌طور جدی در مراجع قضایی مربوط رسیدگی نشده است، چرا که در این قانون مرجع رسیدگی مشخص به‌عنوان مثال دادگاه مشخصی برای رسیدگی به تخلفات بورس تعیین نشده است. البته افتتاح شعبه ویژه قضایی رسیدگی به جرایم بورس توسط قوه قضائیه در حال پیگیری است. با ورود سهام شرکتهای بزرگ دولتی به بورس برای واگذاری، سوء استفاده از اطلاعات نهانی در انجام معاملات بسیار پراهمیت بوده و می‌بایست به دقت مورد شناسایی و برخورد قرار گیرد. البته باید به این نکته توجه شود که فقط زندانی کردن افراد متخلف یا جریمه کردن آنها یا مصادره کردن شرکتهای متخلف راهکار اساسی برای حفظ حقوق سهامداران نیست بلکه ابزار نظارتی باید به گونه‌ای باشد که نهاد نظارتی در صورت تخلف یا ورشکسته شدن یک شرکت، کار را در اختیار خود گرفته تا اهداف شرکتهای دنبال و منافع سهامداران حفظ شود.

از دیگر مشکلات و چالشهای پیش روی بازار سرمایه کشور نبود سیالیت مناسب بازار و سهم اندک سهام شناور آزاد در بازار است. میانگین نسبت فعالیت (نسبت ارزش معاملات به ارزش جاری بازار) طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۱ حدود ۱۹/۲ درصد بوده است که حکایت از پایین بودن سهام شناور

۱. گزارش نشست کارشناسی آسیب‌شناسی نوسانهای اخیر بازار بورس و چالشهای پیش رو (۱۳۸۶)

آزاد شرکتها دارد. با اعمال محدودیتهایی نظیر استفاده از روش حجم مینا در محاسبه قیمت شرکتها و شاخص کل قیمت، سعی شده تا سهام شناور آزاد افزایش یابد اما به دلیل محدودیتهای و مشکلات این روش، طراحی و استفاده از راهکارهای دیگری در این زمینه توصیه می‌شود.

سهام بالای دولت از بازار سهام که به دسترسی آسان این بخش از بازار به اطلاعات و عکس‌العمل سریع نسبت به مسائل و همین‌طور تأثیرگذاری بالای سیاستهای بخش دولتی در بورس منتهی می‌شود از سایر محدودیتهای پیش روی بازار است. سهم بالای بخش دولتی در بورس، موجب خرید مجدد سهام دولتی عرضه شده در بازار توسط بخش دولتی می‌شود که این امر نیز با هدف اصلی سیاستهای خصوصی‌سازی یعنی مشارکت بیشتر بخش خصوصی در بخش واقعی اقتصاد و تولید در تضاد است.

به‌رغم تأکیدهای قانونی مبنی بر ایجاد و تقویت نهادهای مالی پایه در بازار سرمایه کشور نظیر تحلیلگران مالی، مؤسسه‌های رتبه‌بند و نظایر آنها، همچنان این بازار با نبود یا ضعف چنین نهادهایی روبروست. البته شایان توجه است که در زمان تهیه این گزارش، مجوز تأسیس هشتمین صندوق سرمایه‌گذاری بازار سرمایه صادر شده است.

نبود تنوع در ابزارهای مالی، ضعف دیگری است که بورس کشور همچنان با آن دست به گریبان است. در سالهای اخیر آئین‌نامه پذیرش اوراق مشارکت شرکتهای بورسی به تصویب رسیده و اجرا می‌شود اما فقط دو یا سه ابزار مالی در بورس کشور معامله می‌شود (سهام عادی، حق تقدم سهام و اوراق مشارکت) در حالی که در تمام بورسهای مهم دنیا ابزارهای ساده، ترکیبی و پیچیده بسیاری مورد معامله قرار می‌گیرد، نظیر گواهی سپرده، اوراق مشتقه، اوراق بازار رهنی مسکن و مانند آن. در کشور ما متنوع نبودن ابزارهای مالی، روشهای تأمین مالی شرکتها و پاسخ‌گویی به علایق تمام مشتریان اوراق را با محدودیت روبرو می‌کند.

از محدودیتهای دیگر پیش روی بازار سهام کشور می‌توان به طور مختصر به موارد ذیل اشاره کرد:

- عمق کم بازار سرمایه کشور: از مجموع ۶۸۰ هزار شرکت ثبت شده در ایران فقط حدود ۴۱۱ شرکت در بورس حضور دارند (البته هم اینک به حدود ۴۴۰ شرکت افزایش یافته است) و از این تعداد فقط حدود ۲۰۰ شرکت معاملات منظم در بورس انجام می‌دهند و بقیه شرکتها معاملات محدود و غیرمنظم دارند. به علاوه کمتر از ۱۰ شرکت بزرگ بیش از ۵۰ درصد ارزش سهام بورس را به خود اختصاص داده‌اند.^۱

۱. گزارش نشست کارشناسی آسیب‌شناسی نوسانهای اخیر بازار بورس و چالشهای پیش رو (۱۳۸۶)

- فقط پنج درصد از جمعیت کشور در بورس فعالیت دارند^۱ این امر بیشتر به دلیل ناآشنایی افراد با بورس، نبود اطلاع‌رسانی مناسب و برتری فرهنگ مصرف بر فرهنگ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در کشور است.
- خروج سرمایه از کشور: بسیاری از فعالان بورس کشور داراییهای خود را در بازار فارکس و یا بورس کشورهای همسایه سرمایه‌گذاری کرده‌اند.^۲
- بی‌ثباتی قوانین اقتصادی کشور و آثار آن بر بورس نظیر ممنوعیت واردات خودرو یا آزادسازی قیمت سیمان یا فولاد و نبود اطلاع‌رسانی در مورد سیاستهای آتی دولت.
- در مورد شرکتهای استراتژیک (راهبردی) دولتی، واگذاری سهام این شرکتها به بخشهای مختلف، مدیریت این شرکتها را با ابهام روبرو خواهد کرد. مشخص نبودن مدیریت شرکتها بر روی قیمت سهام آنها آثار منفی دارد. به عنوان مثال بخشی از سهام شرکت صنایع مس به تعاونیهای سرمایه‌گذاری استانی سهام عدالت واگذار شده و بخشی از آن به عموم و بخشی دیگر بلوکی فروش رفته است که بخشی که به تعاونیهای سرمایه‌گذاری واگذار شده، تصمیم‌گیری یا مدیریت آن به این تعاونیها تفویض شده است.

۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

افزایش نسبت ارزش جاری سهام به تولید ناخالص داخلی از حدود ۱۲/۷ درصد در سال ۱۳۸۱ به ۱۹/۴ درصد در سال ۱۳۸۵، بر تعمیق تدریجی بورس حکایت دارد. رشد چشم‌گیر قیمتها در سال ۱۳۸۲ و ایجاد حباب قیمتی در این سال و ترکیدن آن در سال ۱۳۸۳، روندی است که امکان ایجاد آن در سالهای آتی نیز وجود دارد بنابراین طراحی سازوکارهای مقابله با چنین بحرانی (به هر دلیلی که ایجاد شده باشد) قبل از وقوع بحران می‌تواند در بازگرداندن بازار به وضع عادی و برقراری ثبات در این بازار مؤثر واقع شود. ضمن توجه به لزوم ارتقاء بورس کشور توجه به برنامه‌های اقتصادی دولت نظیر خصوصی‌سازی که می‌تواند به شدت بورس را تحت تأثیر قرار دهد الزامی است. بورس به عنوان بازاری شفاف می‌تواند به روند اجرای خصوصی‌سازی کشور کمک کند اما توجه به این نکته ضروری است که اجرای این برنامه نیز می‌تواند بر شاخصهای بورس آثار منفی گسترده‌ای داشته باشد. آسیب احتمالی بورس از عرضه بیش از حد سهام دولتی حتی می‌تواند تداوم اجرای برنامه خصوصی‌سازی را نیز دچار مشکل کند بنابراین اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی با دقت بیشتر و به صورت تدریجی قابل توجیه است و نه سریع و گسترده.

۱. همان

۲. همان

منابع

الف) فارسی

مؤسسه تدبیر اقتصاد (۱۳۸۶)، «گزارش نشست کارشناسی آسیب‌شناسی نوسانهای اخیر بازار بورس و چالشهای پیش رو»، بولتن مطالعات امنیت اقتصادی، مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد، شماره ۷، آذر.

ب) سایت اینترنتی

www.irbourse.com

سازمان بورس اوراق بهادار



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



پروشکاه علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی