



فرهنگ کاشف بهرامی

عضر هیئت علمی رشته حسابداری دانشگاه

آزاد اسلامی (واحد شمال تهران)

مقدمه

با توجه به تحولات اخیر در بورس تهران و آغاز روند نزولی قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده، عوامل متعددی نقش دارند که باید ابتدا به طور جداگانه آنها را بررسی کرد و سپس در یک جمع بندی از دیدگاه بررسی کلیت و تمامیت بازار سرمایه، این عوامل را با هم تلفیق کرده و تاثیر و تاثیرهای این عوامل را در مجموعه سیستم بازار سرمایه کشور در سطح کلان در نظر بگیریم تا واقعیت امور را با توجه به علل موثر بر تحولات اخیر در روند نزولی قیمت سهام را بهتر و کاملتر شناسایی کنیم. اما پیش از آن که در شرایط کنونی وارد

بررسی علل روند نزولی قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جدول ۱ - افزایش قیمت سهام در بورس تهران در مقایسه با نرخ تورم و سود بانکی*

سال	درصد تغییر قیمت سهام نسبت به سال قبل	درصد نرخ تورم	نرخ بهره یکساله بانکی
۱۳۶۹	سال پایه	سال پایه	۹
۱۳۷۰	+۱۳۶/۰۵	۲۰/۷	۹
۱۳۷۱	+۱۰/۸۴	۲۴/۳	۱۰
۱۳۷۲	-۷/۲۶	۲۲/۹	۱۱/۵
۱۳۷۳	+۷۲/۰۸	۲۵/۲	۱۲/۵
۱۳۷۴	+۱۲۳/۱۴	۴۹/۴	۱۳/۵
۱۳۷۵ (۸ ماهه)*	+۷۹/۶	—	—

* لازم به توضیح است که ۸ ماهه سال ۱۳۷۵ با ۸ ماهه سال ۱۳۷۴ مقایسه شده است.

جدول ۲ - مقاطع زمانی کاهش قیمت سهام

میزان کاهش		مقطع زمانی
درصد	واحد	
۲۰/۵	۹۸/۶۸	الف - مرداد ۱۳۷۱ تا مهر ۱۳۷۲
۳/۹	۱۷/۵۸	ب - مرداد ۱۳۷۲ تا مهر ۱۳۷۳
۶/۴	۱۳۷/۵	ج - هفتم مرداد ۱۳۷۵ تا حال

بحث علل روند نزولی قیمت سهام در بورس تهران شویم، ضروری است به بررسی کلی روند قیمت سهام در بورس تهران از سالهای قبل پردازیم تا واقعیتها بهتر نمایان شود.

مطالعه روند شاخص قیمت سهام در بورس تهران، نمایانگر این واقعیت است که به استثنای سال ۷۲ در تمامی سالها شاخص قیمت سهام روندی افزایشی داشته است. موارد درج شده در جدول ۱ عملاً نمایانگر این واقعیت است که به استثنای سال ۱۳۷۲ همواره قیمت سهام در بورس تهران روبه افزایش داشته است، به طوری که میانگین این افزایش در فاصله سالهای ۱۳۷۳ تا آبان ۱۳۷۵ برابر با ۷۶/۱۸ درصد می باشد که به مراتب بیشتر از نرخ سود سپرده های بانکی و نرخ تورم بوده است.

بررسی تفصیلات روند قیمت سهام در بورس تهران نمایانگر این واقعیت است که قیمت سهام در ۳ مقطع زمانی مشخص روبه کاهش گذاشته است که ترکیب آن در جدول ۲ نشان داده شده است. توضیح اینکه در مقطع زمانی سوم تغییرات توأم با نوساناتی بوده و به رغم افزایش و کاهش پیاپی نتیجه فوق حاصل شده است. طولانیترین مدت کاهش قیمت سهام مربوط به مورد الف بوده است و چنین امری بدان معناست که برای مدت ۱۵ ماه قیمت سهام روند نزولی را طی کرده است. دوره جدیدی که مصادف با کاهش قیمت سهام بوده است از تاریخ ۷۵/۷/۷ آغاز و با نوسانهای اندک ولی پایدار تا اواسط آذرماه ادامه می یابد. طی دوره مزبور که به مدت ۲ ماه و پنج روز ادامه یافته است قیمت سهام

معادل ۶/۴ درصد کاهش یافته است. البته هر چند میزان کاهش سهام چشمگیر تلقی نمی گردد ولی با توجه به این واقعیت که در سال ۱۳۷۵ احتمالاً نرخ تورم بیش از ۲۵ درصد خواهد بود و در حالی که نرخ سود سپرده بانکی یکساله برابر با ۱۳/۵ درصد می باشد کاهش قیمت سهام برای سهامداران جزء و غیر حرفه ای پذیرفتنی نیست. به هر حال روند رو به کاهش قیمت سهام در مقطع زمانی یاد شده موجب کاهش میزان افزایش قیمت سهام در ۸ ماه سال ۷۵ گردید، به طوری که در مجموع میزان رشد قیمت سهام به ۳۳/۳۲ درصد محدود شده است که هر چند نسبت به رشد مشاهده شده در سال ۷۴ کاهشی برابر با ۵۰ درصد را نشان می دهد ولی با وجود این کماکان از حاشیه برتری مناسبی نسبت به

ردیف	شرکت	مبلغ (میلیارد ریال)
۱	شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی	۲۵۲
۲	شرکت سرمایه‌گذاری صنعت نفت	۱۴۰
۳	شرکت سرمایه‌گذاری ساختمان اصفهان	۷۰
۴	شرکت سرمایه‌گذاری توسعه آذربایجان	۵۰
	جمع کل	۶۱۲

کردند که در جدول ۳ نشان داده شده است. به دلیل عدم تعهد این‌گونه شرکتها، وجوه دریافتی و امکانات مالی ایجاد شده برای شرکتهای پیشگفته به بازار سهام راه نیافته و از این رو در خصوص تقویت این بازار (بازار بورس) از طریق رفع مشکل و ضعف قانونی مربوط به خرید و حمایت سهام، دستور کاری در برنامه شرکتهای مزبور منظور نشده است.

علاوه بر این به دلیل نداشتن قانون‌مندی نیرومند صنعت سرمایه‌گذاری در ایران که بر مبنای یک محور واحد، تصمیم‌گیری امور تشکیل نهادهای سرمایه‌گذاری صورت پذیرد و همچنین به دلیل وجود تعدد مراکز تصمیم‌گیری در امور سرمایه‌گذاری در ایران و نداشتن یک قانون وحدت‌بخش بازار سرمایه در کشور و ناقص بودن قانون بورس فعلی که عملاً هیچ‌گونه کنترلی بر روی بازار سرمایه در سطح کلان کشور و بازار سرمایه فعلی (بورس) ندارد، موجب ناهماهنگی و بی‌نظمی در صنعت سرمایه‌گذاری در کشور شده است.

۲- انتشار اوراق مشارکت

انتشار اوراق مشارکت از جانب سازمانهای مختلف مثل شهرداری، بیمارستانها و ... با اعلام پرداخت سود تضمین شده درخور رقابت و جذاب، سرمایه‌گذاران را به این نوع سرمایه‌گذاری مشتاق کرد و از این رو قسمتی از وجوه بازار سهام (بورس) جهت سرمایه‌گذاری به این بخش انتقال یافت، به رغم آنکه میزان سود تضمین شده این اوراق که حدود ۲۰٪ است از شاخص رشد تورم در سالهای ۷۱ تا ۷۴ که به ترتیب ۴/۲۴، ۹/۲۲، ۲/۳۵ و ۴/۴۹ درصد می‌باشد، کمتر است و سرمایه‌گذار را

سهام آنها در بازار بورس اوراق بهادار و در نتیجه بازدهی احتمالی مطلوب از طریق افزایش قیمت سهام در بازار که به صورت واقعیتهای انکارناپذیر در تبلیغات تاسیس شرکتهای سرمایه‌گذاری آرایه شده است، باعث انحراف بخشی از تقاضای خرید سهام در بورس تهران به سوی خرید سهام این‌گونه شرکتها با ارزش اسمی گردید، و اعلام این‌که قیمت این‌گونه سهام (که هنوز پذیرفته نشده‌اند) از قیمت اسمی پائینتر نمی‌آید، انگیزه‌ای برای انتقال بخشی از تقاضای بالقوه و وجوه سرمایه‌گذاری شده از بازار سرمایه به خرید سهام این‌گونه شرکتهای تازه تاسیس سرمایه‌گذاری گردید که طبعاً موجب تاثیرگذاری در عدم تعادل عرضه با تقاضا در بازار سهام شد.

در این زمینه می‌توان از شرکتهای سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی و معدنی ایران، ساختمانی ایران، نیرو، صنعت بیمه، توس گستر، صنعت نفت، سامان گستر اصفهان، عمران و توسعه فارس، عمران و توسعه خوزستان، عمران و توسعه آذربایجان و شرکتهای سرمایه‌گذاری چون توسعه و عمران استان اردبیل، همدان، چهارمحال و بختیاری و ... نام برد.

در این راستا فقط در مهرماه سال ۱۳۷۵، به‌طور همزمان شرکتهای تازه تاسیس سرمایه‌گذاری اقدام به عرضه گسترده سهام

نرخ تورم و سود سپرده‌های بانکی برخوردار است.

اکنون بعد از این مقدمه به بررسی نقش عوامل مختلف در تحولات اخیر بازار سرمایه در سه بخش اساسی و عمده به ترتیب زیر می‌پردازیم:

الف - اقتصاد بخشی

ب - اقتصاد کلان

ج - اقتصاد خرد

الف - عوامل اقتصاد بخشی^۱

۱- تاسیس شرکتهای تازه تاسیس سرمایه‌گذاری

تاسیس و فروش سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری تازه تاسیس در یکسال و نیم اخیر، بویژه در ۱۰ ماهه گذشته، جریان نقدینگی را از دو بخش سپرده‌های بانکی و بازار اوراق بهادار (بورس) منحرف و به این بخش انتقال داد و از آنجا که ظرفیت بازار سرمایه کشور (بورس اوراق بهادار) محدود است، عرضه سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری تازه تاسیس موجب انتقال بخشی از تقاضای خرید سهام در بورس تهران به سهام شرکتهای تازه تاسیس گردید که طبعاً در عدم تعادل در بازار سهام تاثیر گذاشت.

جذابیت خرید این نوع سهام با تبلیغات متنوع و رنگارنگ و تصویری احتمالی از دوره کسب سود در آینده قبل از پذیرش

سال	درصد تغییر شاخص قیمت
۱۳۷۰	+ ۲۲/۲
۱۳۷۱	- ۲/۲
۱۳۷۲	+ ۲/۲
۱۳۷۳	+ ۵۲/۲
۱۳۷۴	+ ۵۲/۹
۱۳۷۵ (بوماه مهر و آبان)	- ۲/۲

با زیان ناشی از کاهش ارزش پول (تورم) روی اصل سرمایه مواجه می‌کند و به دلیل پائین بودن سطح فرهنگ و آگاهیهای سرمایه‌گذاران در امور سرمایه‌گذاری و عامل گریز از ریسک، در این گونه اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند و خواهند کرد، که این خود عاملی در جهت انتقال تقاضا و وجوه سرمایه‌گذاری شده در بازار سرمایه (بورس) به خرید این‌گونه اوراق مشارکت است.

بورس تهران در شمار محدودترین نهادهایی در جهان است که در آن فقط یک نوع اوراق بهادار (سهام) معامله می‌شود، از این رو باید تمهیداتی به کار گرفته شود تا بورس تهران بتواند سلیقه‌های گوناگون سرمایه‌گذاران را پاسخگو باشد. طبیعی است این امر هم موجب جذب تقاضای جدید و سرمایه جدید به بازار سرمایه می‌گردد و هم موجب توزیع ریسک خواهد شد؛ یعنی ریسک سرمایه‌گذاری در میان گونه‌های مختلف اوراق بهادار توزیع خواهد شد که مطلوب است. بدین لحاظ اگر این گونه اوراق مشارکت در سطح وسیع در بازار سرمایه (بورس) معامله می‌گردید، می‌توانست از خروج بخشی از تقاضای سرمایه‌گذاری و انتقال وجوه سرمایه‌گذاری شده به خارج از بورس جلوگیری نماید.

۳- کاهش عرضه و افزایش قیمت سهام در ششماه دوم سال ۱۳۷۴

بررسی روند شاخص قیمت سهام نشاندهنده رشد نسبتاً بالای قیمت سهام در طول ششماه دوم سال ۱۳۷۴ است. چرا که در فاصله ۱۳۷۴/۶/۳۱ تا ۱۳۷۴/۱۲/۲۷ شاخص قیمت سهام در بورس تهران از رشدی برابر با ۵۲/۹ درصد برخوردار گردید

که نسبت به سایر دوره‌های مشابه بسیار بالاتر بوده است. آمار موجود حکایت از رشد ملایمتر شاخص در دوره مورد بررسی دارد (جدول ۴).

تغییرات مشاهده شده در طول ششماه دوم سالهای ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ که در بیشترین حد خود بوده است، متأثر از ناکافی بودن عرضه سهام توسط نهادهای دولتی (عرضه سهام شرکتها به ترتیب به میزان ۴۲/۷۵ درصد و ۲۱/۵۵ درصد نسبت به دوره مشابه سال قبل کاهش داشت) است که به‌طور مصنوعی قیمت سهام را در آستانه سال ۷۵ متورم ساختند.

نتیجه آنکه از یک طرف افزایش شدید روند قیمت سهام در سه ماهه پایان سال ۷۴ و سه ماهه نخست سال ۷۵ و کاهش درآمد مورد انتظار سرمایه‌گذار تا ۱۴ درصد مبلغ سرمایه‌گذاری به روند عادی بازار سرمایه لطمه وارد کرد و از طرف دیگر ارتباط منطقی قیمت سهام با بازدهی سهم را از میان برده و به سلامت بازار سرمایه خدشه وارد ساخت.

۴ - پیش‌فروش محصولات توسط شرکتهای صنعتی و تولیدی

شرکتهای تولیدی و صنعتی مانند شرکتهای خودروسازی ایران خودرو، سایپا، صنعتی خاور و ... برای مقابله با سیاستهای

انسقباضی بانکها و آثار ناشی از کمبود نقدینگی و کاهش حجم سرمایه در گردش در درون چرخه گردش عملیاتی‌شان که دلایل آن در بخش اقتصاد خرد بررسی خواهد شد، اقدام به ایجاد سیستم پیش فروش محصولات خود کردند، که باعث شد بخشی از تقاضای بالقوه سرمایه‌گذاری را نسبت به خرید سهم در بازار سرمایه به سوی ارایه پیش پرداخت خرید محصولات شرکتهای تولیدی سوق دهند و حتی بخشی از وجوه سرمایه‌گذاری شده در سهام بازار سرمایه را نیز از سیستم بازار بورس خارج نمایند.

۵ - اجرای سیاستهای عدم پرداخت سود نقدی و اقدام به افزایش سرمایه

بیشتر شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس برای حفظ نقدینگی در شرکت، نسبت به پرداخت سود نقدی اقدام نکردند، بلکه از طریق افزایش سرمایه و تبدیل مطالبات حال شده سهامداران (از محل سود سال جاری) به سرمایه، عرضه سهام را در بازار سرمایه بشدت افزایش دادند.

یکی از معضلات بزرگی که در سال ۱۳۷۵ گریبانگیر صنعت کشورمان شد مسئله تقلیل نقدینگی و ضعف در میزان سرمایه در گردش و خروج نقدینگی به عناوین مختلف از صنایع کشور بوده است.

جدول ۵- برآورد میزان عرضه سهام در سال ۱۳۷۵

میلیون سهم	
۵۰۰	سهام سازمان صنایع ملی و سازمان گسترش و توسعه صنایع ایران
۶۰۰	سهام بانک صنعت و معدن
۲۰۰	سهام سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی
۱۰۰	سهام سایر شرکتهای پذیرفته شده در بورس
۱۵۰۰	جمع سهام
تعداد سهام قابل عرضه (میلیون سهم) $150 = 10\% \times 1500$	

که این با توجه به سیاستهای انقباضی بانکها در محدود کردن سقف اعتبارات و تسهیلات مالی، وضعیت نقدینگی شرکتها را بشدت تحت تاثیر قرار داد و شرکتها برای نجات از این وضعیت بحرانی نقدینگی به طور بی رویه ای به افزایش سرمایه پرداختند و حتی در چند مورد مانند شرکت ایران خودرو دو نوبت افزایش سرمایه در طول یکسال (سال ۷۵) اتفاق افتاد که این امر موجب افزایش غیرعادی عرضه سهام جدید در بازار سرمایه محدود بورس گردید که توان جذب این عرضه بالای سهام را نداشت. نکته ای که در اینجا ضروری است بیان شود، این است که افزایش سرمایه صرفاً باید برای اجرا و انجام طرحهای توسعه و تکمیل صورت بگیرد که بازدهی ناشی از اجرای این طرحها در میانمدت و بلند مدت، سودآوری مناسبی را برای سرمایه گذار به وجود می آورد، نه اینکه افزایش سرمایه برای جبران کمبود نقدینگی و ضعف سرمایه در گردش شرکت در درون چرخه گردش عملیاتی اش باشد، چرا که اگر نقدینگی به وجود آمده از محل افزایش سرمایه صرف هزینه های جاری گردد، تورمزا و مشکل آفرین می شود.

۶- صدور گواهی موقت نقل و انتقال سهام

صدور گواهینامه موقت نقل و انتقال سهام باعث گردید دستاویز مناسبی برای فرصت طلبان^۲ ایجاد شود، از طرفی دیگر سرعت معاملات بشدت افزایش یافت و حجم نقدینگی سهم در بازار سرمایه به طور بی رویه ای فزونی گرفت. صدور این گواهینامه ها در بورسهای مناسب است که به تناسب، سرویسهای اطلاعاتی و سیستم های اطلاع رسانی پیشرفته ای،

در بازار، در توازن معاملات اختلال ایجاد کرد. در این زمینه به جز عرضه سهام شخصیت های حقیقی و حقوقی که در زمان پذیرش به سازمان بورس اوراق بهادار تعهد داده اند، بنا به اظهار مسئولان در خصوص سیاست عرضه سهام خود تا پایان سال ۱۳۷۵ سهام قابل عرضه حدود ۱۵۰ میلیون سهم بوده است (جدول ۵).

۸- فقدان ابزارهای حمایتی در بورس تهران

بورس تهران شاید تنها نهادی باشد که در آن ابزارهای بازار سرمایه همانند سایر بورسها به ایفای نقشهای خود نمی پردازند. بررسیهای صورت گرفته در مورد سایر بورسهای جهان دلالت بر وجود ابزارهای کارآمدی مانند شرکتهای بزرگ کارگزاری، پذیره نویسان، متخصصان، شرکتهای بزرگ سرمایه گذاری، صندوقهای همگانی سهام و ... دارد که همگی در چارچوب یک خط مشی مشخص، به عملیاتی که منجر به ایجاد ثبات در بازار سرمایه می شود، می پردازند. برای مثال وقتی قیمت سهمی به طور غیرعادی و بی مورد در حال کاهش است، از طریق خرید و جمع کردن آن سهم در میز معاملات اوراق بهادار نمی گذارند

اطلاعات بهنگام از شرکتها را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهد و کوچکترین اطلاعات رسیده از شرکتها در قیمت سهام تاثیر بگذارد. به یک معنی ارایه گواهینامه موقت نقل و انتقال سهام متعلق به یک بازار کارا و موثر است، چرا که تکنیک ارایه صدور گواهینامه نقل و انتقال سهام باید متناسب با رشد و توسعه سرویسهای اطلاع رسانی به بازار سرمایه باشد، از این رو با توجه به پائین بودن سطح فرهنگ و بینش سرمایه گذاری در اغلب سرمایه گذاران، موارد زیادی مشاهده گردید که بعد از ۴۸ ساعت که برگه نقل و انتقال سهم به دست سرمایه گذار رسید، بر مبنای شایعه ای یا گفتگو با هم نشینان و دوستان، بلافاصله نسبت به فروش سهم اقدام می نمودند، که این امر میزان عرضه سهام را در بازار سرمایه با توجه به سرعت ایجاد شده در نقل و انتقال سهام، بشدت فزونی بخشید، که این خود عاملی در جهت کاهش قیمت سهم محسوب می شود.

۷- عرضه سهام بدون در نظر گرفتن میزان تقاضای سهم

عرضه سهام در بورس بدون در نظر گرفتن میزان تقاضا و حجم نقدینگی موجود

قیمت آن سهم بخصوص کاهش یابد و یا هنگامی که قیمت سهم شرکتی بی‌علت و بی‌مورد در حال فزونی است با عرضه زیاد سهم آن شرکت در بازار سرمایه، از افزایش بی‌رویه قیمت سهم آن شرکت جلوگیری می‌کنند و بدین وسیله بازار سرمایه را متعادل می‌نمایند. در نتیجه فقدان چنین نهادهای بازارسازی در بورس تهران و تکیه بازار سرمایه کشور بر روی تعداد محدود و در عین حال مشخصی از سهامداران عمده، روند قیمت سهام را متأثر از رفتار گروه ویژه‌ای کرده است که می‌توانند تحولات بازار سهام را متأثر از رفتار خود نمایند.

ب - عوامل اقتصاد کلان^۲

۱ - اجرای سیاستهای انقباضی پولی
اجرای سیاستهای انقباضی پولی کشور از سوی بانک مرکزی و تحدید سقف تسهیلات بانکی در سال ۱۳۷۵، صنایع مختلف را جهت تامین وجوه مورد نیازشان، به راحت‌ترین و کم هزینه‌ترین روش یعنی افزایش سرمایه متوسل ساخت، که این موجب شد حجم بالای عرضه سهام جدید به بازار سرمایه محدود کشورمان سرازیر شود که متناسب با میزان تقاضای سهام در بازار بورس نبوده است و این امر تعادل منطقی عرضه و تقاضای سهم را مخدوش کرد.

۲ - نداشتن شفافیت سیاسی

بررسی سابقه فعالیت در سایر بورسها نشان‌دهنده تأثیرپذیری شدید چنین نهادهایی از دگرگونیهای سیاسی است، شاهد مدعا اینکه به رغم وجود ابزارهای بسیار کارآمد در بورسهای عمده جهان مانند نیویورک، توکیو و لندن هرگونه تحول

سیاسی اعم از تغییر دولت یا نتیجه آرای عمومی در انتخابات حتی محلی نیز توانسته است در قیمت سهام و سایر گونه‌های اوراق بهادار بازتاب مشخصی برجای گذارد.

بورس تهران نیز که از چنین قاعده‌ای مستثنی نیست، در شرایط تغییر و تحولات مرتبط با نتایج به‌دست آمده از انتخابات ریاست جمهوری بازتاب‌هایی از خود نشان داده و سرمایه‌گذاران به‌علت ابهاماتی که در پیش روی می‌باشد سعی کرده‌اند میزان سرمایه‌گذاری خود را در بورس کاهش داده و منابع مالی خود را به سوی سایر گونه‌های سرمایه‌گذاری مانند پیش خرید محصولات، خرید اوراق مشارکت با سود تضمین شده و ... هدایت نمایند.

۳ - قیمت‌های مصوب و ضابطه‌ای سازمان حمایت و تعزیرات حکومتی

قیمت‌های فروش ضابطه‌ای سازمان حمایت از تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان برای قیمت فروش محصولات شرکت‌های تولیدی که بر مبنای شیوه‌های قالبی و انتزاعی و بکارگیری شاخصهای غیرواقعی در محاسبه بهای تمام شده ضابطه‌ای محصولات شرکت‌ها و در نتیجه ارابه قیمت مصوب برای فروش محصولات می‌انجامد، شرکت‌ها را با کاهش سود و یا در برخی مواقع با زیان مواجه کرده است. چرا که افزایش شدید نرخ تورم در سال گذشته که آثار آن به سال ۷۵ انتقال پیدا کرده است، موجب بالا رفتن هزینه عوامل تولید در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردید به طوری که براساس پاره‌ای برآوردهای اولیه، هزینه دستمزد، مواد اولیه و سوخت در صنایع قند به

ترتیب به میزان ۴۳ درصد ۶/۲ درصد و ۴۷ درصد در مقایسه با سال قبل افزایش یافتند. همین واقعیت در رابطه با صنایع تولیدکننده روغن نباتی صدق می‌کند چرا که صنایع روغن نباتی نیز اقلام هزینه‌ای مانند مواد اولیه، دستمزد و سوخت مصرفی به ترتیب با رشدی برابر با ۱۰۰ درصد، ۷۵ درصد و ۱۸۸ درصد در مقایسه با ارقام سال ۱۳۷۳ افزایش یافتند که فشارهای شدیدی را بر روی ساختار تولیدی شرکت‌های تولیدکننده وارد ساخت.

نظام کنترل قیمت تولیدات به‌جای اینکه متناسب با افزایش هزینه‌ها، به شرکت‌ها مجوز افزایش قیمت فروش محصولاتشان را به رغم تقاضاهای مکرر شرکت‌های تولیدکننده بدهد، با افزایش قیمت مخالفت ورزیدند. بازتاب چنین امری به‌صورت پیشبینی کاهش حاشیه سودآوری شرکت‌ها و در نتیجه تنزل درآمد هر سهم گردیده که این خود به طریقی به کاهش قیمت سهام کمک کرده است. علاوه بر آن کنترل قیمت فروش کالاهای نهایی از طریق اجرای تعزیرات و دسترسی نداشتن به رقم فروش در بودجه مصوب هیات مدیره شرکت‌ها، برآوردها را ناصحیح کرد و باعث گردید که بین سود (EPS) اعلام شده با سود (EPS) واقعی مغایرت به‌وجود آید که این امر باعث سلب یا کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران از اطلاعات رسیده از شرکت‌ها و سیستم اطلاع‌رسانی بورس گردید با در نظر گرفتن اینکه در سال ۷۵، با کاهش نرخ تورم مواجه بودیم، انگیزه‌های جدیدی برای سرمایه‌گذاران جهت انتقال سرمایه و وجوه نقد به بخشهای مختلف دیگر اقتصادی به‌وجود آورد که باعث شده است تعادل و ارتباط بین بازارهای مختلف مختل شود. ..

۴- فقدان آموزش فرهنگ سرمایه گذاری به واسطه فقدان آموزش صحیح فرهنگ سرمایه گذاری در بین مردم، و با به وجود آمدن سیستم ارایه سریع برگه نقل و انتقال سهام در سال ۷۵ و ضعف در سیستم اطلاع رسانی، مجموعاً این عوامل باعث گردید که بازار شایعات رونق پیدا کند و سرمایه گذاران با دریافت برگ گواهینامه نقل و انتقال سهام در ظرف ۴۸ ساعت بعد از خرید سهم، توانایی فروش سهم را داشته و دید کوتاهمدت نسبت به سرمایه گذاری بر مبنای تجربه های سالهای قبل داشته باشند و اغلب دیده شده است که هدف از خرید سهم و دریافت مزایا و منابع آن را فقط از افزایش قیمت روزانه سهم انتظار دارند، در صورتی که باید آموزشهای لازم از طریق رسانه های گروهی به سرمایه گذاران و مردم عادی داده و تفهیم شود که مزایای سرمایه گذاری در سهام شرکتها فقط افزایشهای قیمت سهام در کوتاهمدت نیست و سرمایه گذار نباید فقط به این هدف توجه کند که از طریق افزایش قیمت سهم، منافع سرشاری را در کوتاهمدت کسب نماید، بلکه دید و گرایش سرمایه گذار حداقل بر روی یک دوره میانمدت (حداقل ۱/۵ الی ۲ سال) باید تغییر یابد، و به مشارکت در صنعت کشور به عنوان وظیفه میهنی و اخذ منافع ناشی از سرمایه گذاری در میانمدت گرایش پیدا نمایند.

۵- همزمانی اجرای سیاستهای متفاوت اجرای همزمان سیاستهای مختلف و گاهی متناقض برون سازمانی و درون سازمانی نیز، مزید بر علت گردید. اجرای سیاستهای انقباضی دولت در تحدید

تسهیلات و اعتبارات بانکی برای صنایع کشور، ارایه برگه نقل و انتقال سهام در ظرف ۴۸ ساعت بعد از خرید سهم، ضعف نقدینگی شرکتها و افزایش سرمایه برای تسامین مالی و حفظ نقدینگی، اعمال سیاستهای تعزیرات حکومتی برای کنترل شدید قیمت محصولات نهایی شرکتها، اعمال سیاست پیش فروش محصولات از سوی شرکتها، تشکیل شرکتهای سرمایه گذاری با اشکال مختلف، ارایه اوراق مشارکت از جانب برخی از سازمانها، فقدان نهادهای بازارساز در بورس و ... که تقریباً به طور همزمان در سطح کشور و بازار سرمایه نمود یافته اند و از طرفی همسو نبودن، نداشتن وحدت و تناسب این سیاستها با هم نیز مجموعاً باعث گردید که بازار سهام دچار اختلال گردد که این قضیه از ضعف یا نداشتن تجربه کافی در اجرای سیاستهای اقتصادی متناسب و هماهنگ در سطح کلان حکایت دارد.

ج- عوامل اقتصاد خرد^۲ مسئله ای که در سطح کلان صنعت کشور در سال ۱۳۷۵ مطرح بود، مسئله کمبود و ضعف نقدینگی شرکتهای تولیدی و صنعتی، از جمله شرکتهای پذیرفته شده در بورس بود. عواملی که باعث خروج نقدینگی از شرکتها گردید و ضعف نقدینگی را بر آنها تحمیل کرد به قرار زیر است.

۱- پرداخت مابه التفاوت نرخ ارز

شرکتهای صنعتی که از سالهای ۷۰ و ۷۱ و ۷۲ و حتی قبل از آن سالها با توجه به نوع محصولاتشان از ارز دولتی یا ترجیحی و صادراتی استفاده می کردند، بعد از اعمال سیاست تثبیت نرخ ارز در خرداد سال ۷۴

ملازم به پرداخت مابه التفاوت نرخ ارز استفاده شده برای خرید مواد اولیه و تجهیزات و لوازم یدکی با نرخ رسمی تعیین شده ارز گردیدند، در صورتی که مواد اولیه آنها در همان سالهای ۷۰، ۷۱، ۷۲ مصرف شدند و شرکتها بر مبنای قیمت ارز در همان سالها، کالاها و محصولات صنعتی خودشان را با نرخ فروش مصوبه آن زمان به فروش رسانیدند، که قطعاً در آن سالها با قیمتهای پایینتری قیمتگذاری شده بود. اما پرداخت مابه التفاوت نرخ ارز استفاده شده در آن سالها، در سالهای ۷۴ و ۷۵ از آن صنایع خواسته شده است، که عاملی در جهت خروج نقدینگی قابل ملاحظه ای از شرکتهای صنعتی گردید.

۲- پرداخت مالیاتهای کلان به وزارت دارایی

این مسئله را باید از دو دیدگاه بررسی کرد؛ دیدگاه نخست در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس و دیدگاه دوم در مورد شرکتهای خارج از بورس می باشد.

از دیدگاه نخست سود عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس مشمول معافیت ماده ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم است. اما از لحاظ پرداخت مالیات، سود سهام سهامداران که مشمول ماده ۱۳۱ می باشد قضیه به گونه ای دیگر است. به غیر از معافیت ۱۵ درصد برای سهامداران جزء بقیه سود سهام مشمول ماده ۱۳۱ است که دارای نرخها و ضرایب مالیاتی تصاعدی و بالا می باشد. در بورسهای اوراق بهادار سایر کشورها معمولاً سعی می شود با تدوین قوانین و دستور عملهای ویژه زمینه جذب منابع مالی بیشتر در خرید سهام و اوراق بهادار فراهم شود، به طوری که اکثر کشورها

دارای قوانین مناسب برای آن می‌باشند. قانون مالیاتهای مستقیم در شرایط کنونی نه فقط جذب‌کننده سرمایه‌گذاران به‌سوی فعالیتهای تولیدی نمی‌باشد، بلکه از طریق اعمال مالیاتهای سنگین موجب کاهش سودآوری در سرمایه‌گذاری در سهام می‌شود. بنابراین از آنجایی که سود قطعی و خالص مورد نظر سهامداران است، سودهای قبل از مالیات اعلام شده از سوی شرکتها باید به آن میزانی باشد که جبران پرداخت هزینه‌های مالیاتی را نیز بنماید.

در طول سالهای پیش که حاشیه سودآوری در شرکتها بالا بود، امکان چنین امری وجود داشت ولی امروزه که حاشیه سودآوری در اکثر شرکتها کاهش یافته است، آثار زیانبار و ضدانگیزی قانون مالیاتها بر روی قیمت سهام بیشتر مشاهده می‌شود و از طرفی موجب خروج نقدینگی نسبتاً بالایی در پرداخت مالیات سود سهام از شرکتها پذیرفته شده در بورس می‌شود.

از دیدگاه دوم شرکتها صنعتی خارج از بورس نیز با مالیاتهای از قبل تعیین شده در حوزه مالیاتی یا مالیات علی‌الراس مواجه هستند که عامل مهمی در جهت خروج نقدینگی از آن شرکتهاست.

۳ - سیاستهای انقباضی پولی بانکها

چنانکه پیش از این گفته شد بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز با سیاستهای انقباضی از طریق تحدید تسهیلات اعتباری و وام به شرکتها صنعتی، بویژه شرکتها پذیرفته شده در بورس، مشکلات نقدینگی چشمگیری را برای شرکتها پذیرفته شده و کل صنعت به وجود می‌آورد. شرکتها به منظور اجرای طرحهای توسعه و تکمیل و یا به منظور

جبران کمبود سرمایه در گردش در درون چرخه گردش عملیاتی شان نیاز به نقدینگی لازم و کافی داشتند که توسط سیستم بانکی به میزان لازم تامین نمی‌گردید، که این عامل خود باعث کمبود حجم جریان وجوه نقد در شرکتها گردید.

۴ - تعزیرات حکومتی و محدودیت شرکتها

تعیین بهای تمام شده ضابطه‌ای و قیمت فروش مصوب سازمان حمایت بدون تناسب با افزایش بهای عوامل تولید و هزینه ساخت مانند مواد اولیه، دستمزد، و هزینه‌های تهیه و تجهیز کارخانه، عمدتاً صورت پذیرفته است که این قضیه با سیاست خصوصی‌سازی واقعی و گسترده‌ای که دولت در نظر داشت مغایرت دارد. این اعمال باعث گردید که حاشیه سود محصولات شرکتها تولیدی در سال ۷۵ بشدت تقلیل یابد، به طوری که به رغم افزایش مقداری تولید و فروش و حتی افزایش حجم ریالی فروش محصولات که به طور متوسط از ۳۰ تا نزدیک ۱۰۰ درصد و حتی بالای آن در مورد شرکتها پذیرفته شده در بورس تحقق یافته است، با تقلیل یا افزایشی اندک در رابطه با سود (EPS) برآوردی شرکتها یا سود (EPS) واقعی شرکتها در سال ۷۵ مواجه باشیم که دلیلی بر تقلیل شدید حاشیه سود محصولات است؛ که از حیث مسائل اجرایی مدیریت مالی وقتی حاشیه سود محصولات تقلیل یابد حتی اگر حجم تولید و فروش محصولات نیز افزایش یابد، حجم و میزان نقدینگی در درون چرخه گردش عملیاتی شرکتها، کاهش پیدا می‌کند و شرکت مواجه با کمبود نقدینگی می‌شود.

مجموعه چهار عامل بالا که عمده‌ترین عوامل خروج و تقلیل نقدینگی در شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و به طور کلی صنعت هستند انگیزه‌ای شد که شرکتها به آسانترین و کم‌هزینه‌ترین عامل کسب اعتبارات و تسهیلات مالی از طریق افزایش سرمایه از محل مطالبات حال شده و آورده نقدی سهامداران روی آورند. به طوری که در سال ۱۳۷۴ مجموع افزایش سرمایه شرکتها پذیرفته شده در سازمان بورس ۱۹۲۷/۷۵۰ میلیارد ریال بود اما شرکتها تا پایان آبانماه ۱۳۷۵ بالغ بر ۱۲۷۰/۰۴۲ میلیارد ریال افزایش سرمایه دادند که به طور عمده از محل مطالبات حال شده و آورده نقدی بوده است، و حجم بسیار بالای عرضه سهام را از طریق ارایه برگه‌های حق تقدم و سهام جدید به بازار نوپای سرمایه (بورس) سرازیر نمودند، بدون آنکه به توان جذب و میزان تقاضای سهم و حق تقدم در بازار سرمایه توجهی شود.

به بیان دیگر بورس به دلیل نارساییهای قانونی، در طول سال کنترل مناسبی بر روی میزان و تعدد دفعات افزایش سرمایه شرکتها ندارد. در صورتی که باید علی‌القاعده افزایش سرمایه شرکتها به همراهی گزارش طرح توسعه به وسیله کارشناسان خبره بورس ارزیابی شود و کارشناسان با مشاهده عینی طرح توسعه و پیشبینی جریانات نقدی آینده پروژه‌های توسعه و تکمیل، خالص ارزش فعلی و نرخ بازده داخلی طرحها را محاسبه و با شاخصها و استانداردهای متوسط آن صنعت خاص مقایسه کرده و بعد اظهار نظر خود را رسماً طی گزارشی به هیات نظارت بر بازار بورس ارایه دهند و هیات نظارت که از

خبه‌ترین و فنی‌ترین کارشناسان بورس تشکیل شده است با توجه به آن گزارش و شور و مشورت، رای به قبولی یا رد افزایش سرمایه دهد و یا آنکه میزان منطقی افزایش سرمایه را تعیین کند که این موضوع باید با در نظر گرفتن حجم نقدینگی سهم و حجم بازار معاملات سهام در بورس صورت پذیرد. مواردی که در بالا به آن اشاره گردید، موجب شد تا جوی بر بازار حاکم شود و شرایطی به وجود آید تا سرمایه‌گذار بعلت مسائل روحی و روانی به سوی کسب نقدینگی در بازار گرایش پیدا کرده و امکانات سرمایه‌گذاری جدید را سنجیده و مقایسه و انتخاب نماید و شخصاً برای سرمایه‌گذاری خود ایجاد امنیت کند. با توجه به آنکه در دوره‌های مختلف به علت فقدان ابزار مناسب کنترل و جوه در گردش در بازار سرمایه، در روند عادی بازار اختلال ایجاد می‌شد و به علت نبود توانایی لازم جهت رفع مشکلات، مسائل مبتلا بیش از پیش ظاهر می‌گردید، از این رو جهت بهبود وضع بازار سرمایه باید کاستیها شناسایی و با برنامه‌ریزی دقیق از وقوع حوادث غیرعادی در بازار سرمایه جلوگیری شود.

پیشنادهایی برای رفع نارساییهای قانونی

۱- امور مربوط به تاسیس شرکتهای سرمایه‌گذاری و شیوه و سیاستهای کارکردشان باید بر مبنای یک محور تصمیمگیری باشد؛ به بیان دیگر سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان متولی امور تاسیس شرکتهای سرمایه‌گذاری، محور تصمیمگیری واحدی را در تشکیل و تاسیس شرکتهای سرمایه‌گذاری داشته باشد و شیوه و سیاستهای کلی سرمایه‌گذاری آنها

را سازمان بورس تعیین نماید.

شرکتهای تازه تاسیس سرمایه‌گذاری که ظرف سال ۷۴ و ۷۵ تاسیس شده‌اند باید ملزم شوند که درصدی معین و منطقی از سرمایه جمع‌آوری شده را در سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس سرمایه‌گذاری نمایند و یا درصد تعیین کننده و عمده‌ای از سرمایه جمع‌آوری شده را صرف سرمایه‌گذاری در صنعت و تولید نمایند.

۲- سایر اوراق بهادار مانند اوراق مشارکت، اوراق قرضه، برگه‌های سپرده‌گذاری در صندوقهای حمایت سهام و ... که در بورسهای پیشرفته جهان وجود دارد، نیز باید در بورس اوراق بهادار کشورمان معامله گردد.

۳- میزان و حجم و تعدد دفعات افزایش سرمایه شرکتهای پذیرفته شده باید با مجوز قانونی بورس باشد، به طوری که بدون مجوز بورس، به‌طور قانونی و رسمی شرکتهای پذیرفته شده نتوانند افزایش سرمایه دهند.

۴- محدودیت تعزیرات حکومتی یا قیمت فروش مصوبه سازمان حمایت نباید فقط برای محصولات تولیدی شرکتهای پذیرفته شده در بورس وجود داشته باشد و اعضای هیات مدیره منتخب سهامداران این شرکتهای با اختیارات تام بر مبنای صرفه و صلاح اقتصادی و وضعیت بازار محصولات، قیمت فروش محصولاتشان را تعیین نمایند.

۵- حاکمیت ماده ۱۳۱ برای تنها سود سهام سهامداران اقلیت (جزء) شرکتهای پذیرفته شده در بورس برداشته شود و با وضع قوانین حمایتی مالیاتی برای سود سهام سهامداران اقلیت (جزء) شرکتهای پذیرفته

شده عملاً انگیزه جذب سرمایه‌های سرگردان و موجود در جامعه، به طرف بازار سرمایه بورس را ایجاد نمایند. برای مثال برای سهامداران اقلیت (جزء) که درصد مشخصی از تملک سهام شرکتهای را دارند با ارایه یک معافیت مالیاتی، بقیه سود سهام مشمول مالیات را بر مبنای یک نرخ ثابت مثلاً ۵ درصد محاسبه نمایند و از اعمال نرخهای تصاعدی و ضرایب تصاعدی مالیاتی برای سهامداران اقلیت (جزء) جلوگیری شود.

۶- ارگانها و سازمانها یا اتحادیه‌های بازاریاساز که از اوراق بهادار و سهام حمایت جدی و اجرایی می‌کنند باید تشکیل گردد. این ارگانها یا اتحادیه‌ها می‌توانند متعلق به شرکتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس باشند یا صندوقهای حمایت از سهام و اوراق بهادار توسط سیستم بانکی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر مبنای قوانین و مقررات وضع شده، تشکیل گردد تا از سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس حمایت نمایند و از نوسانات شدید و غیرعادی قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده جلوگیری کنند.

۷- قوانین خصوصی سازی در مورد صنایع، بویژه در مورد شرکتهای تولیدی و بازرگانی پذیرفته شده در بورس به‌طور کامل، واقعی و گسترده تدوین و اجرا شود و حتی دامنه قوانین خصوصی سازی آنچنان گسترده باشد که در مورد خود تشکیلات سازمان بورس نیز از جنبه‌ها و جهات مختلف مشخص و قطعی شود و قوانین فراگیری در این رابطه تدوین گردد.

۸- باید مقرراتی با داشتن ضمانت اجرایی برای ارایه اطلاعات صحیح، و بموقع و دقیق از شرکتهای پذیرفته شده در بورس

تدوین شود، که در صورت اشتباه در برآوردها یا پیشبینی‌های سود عملکرد یا درآمد متعلق به سهم برای سال جاری و آینده و از یک درجه و درصدی معین و تعیین شده، شرکتها را مشمول جریمه مالی یا محدودیتهای حقوقی و معاملاتی کنند تا ضمانت ارایه اطلاعات صحیح، بموقع و دقیق از شرکتهای پذیرفته شده در بورس به وجود آید و عاملی در جهت شفافیت اطلاعاتی و رسیدن به بازار کارا و موثر شود.

۹ - در تمام کشورهایی که دارای بورسهای پیشرفته هستند سیستم بانکی و بورس مکمل یکدیگر در تجهیز و هدایت سرمایه‌ها به سوی بخشهای فعال صنعت و تجارت هستند، از این رو بهتر است تمهیداتی صورت گیرد که سیاستهای انقباضی یا انبساطی پولی بانک مرکزی و سیستم بانکی با هماهنگی وضعیت موجود و سیاستهای اجرایی بازار سرمایه کشور در نظر گرفته شود تا اختلال در بازار سرمایه ایجاد نشود.

۱۰ - باید برای جذب و هدایت سرمایه‌گذاران خارجی و شرکتهای سرمایه‌گذاری خارجی برای هر چه رونق بخشیدن به بازار سرمایه کشورمان تمهیداتی صورت گیرد که باعث قابلیت انجام معاملات درنقل و انتقال سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورسهای منطقه‌ای آسیا و اروپا مانند بورس استانبول و برعکس شود.

توصیه‌ها و پیشنهادهایی برای مقطع کوتاهمدت زمانی

۱ - در خصوص ابزار بازار از جمله گواهینامه موقت سهام، افزایش سرمایه‌ها،

فروش حق تقدمها، کنترل جدی به عمل آید.

۲ - هزینه معاملات (حق کارگزاری) افرادی که زودتر از ۶ ماه روی یک سهم خرید و فروش می‌کنند، افزایش باید تا از سرعت بی‌رویه نقل و انتقال سهام جلوگیری شود.

۳ - کنترل قیمت سهام در بازار بصورت حمایت افراد (حقیقی و حقوقی) از سهام یا با اعلام نرخ تعیین شده از جانب هیات نظارت بر بازار سرمایه انجام گیرد.

۴ - با کاهش ساعات معاملات در روز و تعداد روز معاملات در هفته و همچنین نظارت بر پرداخت وجوه معاملات از جانب کارگزاران در محدوده زمانی معین، کنترلهای سازمانی اعمال شود.

۵ - در بازار اولیه، کنترل و نظارت کامل جهت برآورد وجوه موجود صورت پذیرد.

۶ - برنامه‌های ابرازی مدیریت شرکتهای پذیرفته شده در بورس، درآمد ابرازی و شروط پذیرش از طریق سازمان بورس کنترل و در پایبندی به تعهدات آنان نظارت کامل صورت گیرد.

۷ - بازار ثانویه از نظر فرهنگی با برگزاری سمینارهای تخصصی، ایراد سخنرانی و تأیید سیاستهای اتخاذ شده بازار از طریق مراجع سیاسی تقویت شود.

۸ - در خصوص جلب سرمایه‌های کوچک جو روانی مناسبی ایجاد شود و از انتشار شایعات با ارایه اطلاعات بموقع، صحیح، دقیق و درخور اتکاء به بازار جلوگیری شود.

۹ - وجوه لازم برای شرکتهای سرمایه‌گذاری جهت فعالیت بیشتر در زمینه خرید و فروش سهام، از طریق اعطای تسهیلات و اعتبارات، تامین گردد.

۱۰ - جهت شرکتهای تولیدی پذیرفته شده

در بورس، تسهیلات مالی و ارزی ایجاد گردد.

توصیه‌ها و پیشنهادهایی برای مقطع میانمدت زمانی

۱ - پذیرش شرکتها در بازار سهام اعم از دولتی و یا غیر دولتی با برنامه زمانبندی و واجد شرایط بودن شرکتها، صورت پذیرد.

۲ - تسهیلات مالیاتی برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شود.

۳ - ساختار مناسب بازار سهام از نظر سازمان قانونی و ساختار کنترلی ایجاد گردد.

۴ - مقررات پذیرش کارگزاران بازرینی و شرایط به روز گردد.

در پایان بیان این نکته ضروری است که پیشنهادهایی که ارایه شده است در یک مجموعه و شبکه اجرایی معنا پیدا می‌کند. به دیگر سخن تمامی این پیشنهادهای اگر براساس یک برنامه واحد و دقیق زمانبندی شده و به صورت منسجم و همزمان اجرا شود می‌تواند کارساز باشد و آثار سازنده خود را در کوتاهمدت، میانمدت و بلند مدت بر بازار سرمایه برجای گذارند. از این رو اجرای یک یا چند پیشنهاد و اجرا نکردن پیشنهادهای دیگر در مجموع نمی‌تواند کارساز باشد، چراکه عوامل متعددی در سیستم بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد و قاعدتاً برای رفع نارساییها و ضعفهای این بازار نیز باید به‌طور فراگیر مسائل و مشکلات را برطرف نمود.

1 - Meso economic

2 - Speculators

3 - Marco economic

4 - Micro economic