

# تحولات بازار بورس

و

## چالشهای دوران گذار

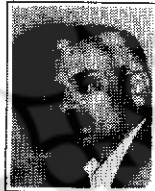


بخش نخست

### شرکت کنندگان در میزگرد:

◀ مرتضی ابعانی راند:

دکتر ۱ در علوم اقتصادی با گرایش توسعه در برنامه ریزی  
عضو هیات علمی کارشناسی ارشد سازمان مدیریت صنعتی



◀ اکبر زرگانی نژاد:

فوق لیسانس مدیریت بازرگانی با گرایش مالی از آمریکا  
دارای سوابق مدیریتی در بورس تهران، کارگزار و مدرس بورس  
رئیس هیات مدیره شرکت کارگزاری امین نوین



◀ حسین گدخدایی:

دکترای مدیریت مالی از دانشگاه تهران  
دارای ۲۵ سال تدریس در مقاطع مختلف و تدریس تخصصی  
دوره های کارشناسی ارشد و دکتری - دارای چندین کتاب و  
مقالات مختلف در نشریات علمی و معتبر کشور



◀ محمدمهدی میرمطهری:

فوق لیسانس بهره وری و سیستم ها، دارای سوابق مدیریتی و  
همکاری با شرکتهای سرمایه گذاری و موسسات خدمات مدیریت  
معاون اقتصادی شرکت سرمایه گذاری بانک ملی ایران



◀ عباس هشی:

دانشجوی دوره دکترای دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه  
(در مرحله تدوین پایان نامه)، عضو هیات علمی دانشگاه شهید بهشتی  
عضو شورای عالی جامعه حسابداران رسمی کشور و حسابرس معتمد بورس



### اشاره

بورس ایران طی چند سال اخیر شاهد تحولاتی مثبت و سازنده بوده است؛ به طوری که سرمایه گذاران از آن استقبال کرده، ارزش بازار، تعداد شرکتهای پذیرفته شده و سرعت گردش سهام افزایش یافته و در نهایت نقش بورس در اقتصاد ملی پررنگ تر شده است.

اگرچه بورس کشور ما همانند کشورهای در حال توسعه ماهیت در حال گذار دارد و نوسانهای مختلفی را تجربه می کند، ولی واقعیت این است که علاوه بر عوامل داخلی نظیر اقدامات و برنامه های جدید سازمان بورس، عوامل متعدد بیرونی مانند ثبات نرخ ارز، تزریق نقدینگی، بهبود وضعیت درآمدهای ارزی کشور، آزادسازی نسبی در حوزه خصوصی سازی، اصلاح قانون مالیاتها، بهبود رشد نسبی اقتصادی کشور، ورود سرمایه های خارجی به داخل، کاهش سودآوری در بخشهای دیگر اقتصادی، تسهیلات بانکی، تحولات جهانی و منطقه ای و... در رشد و تحول بازار بورس نقش کلیدی و مؤثر داشته اند.

بدیهی است هر تحولی چالشهایی را به همراه خود دارد که بورس نیز از آنها در امان نیست. لذا برای کاهش چالشها و تنگناها به نظر می رسد اقداماتی نظیر تشویق بیشتر مردم و سرمایه گذاران به استفاده از مشاوره، ضرورت بهره مندی از تنوع ابزارهای مالی، جلوگیری از اغوجاج قیمتها، لزوم اطلاع رسانی شفاف و ارزیابی درست از ارزش شرکتهای، تقویت سیستم نظارتی بازار، افشای سرمایه گذاری های درون گروهی، ضرورت تحلیل اطلاعات خام و پاسخگویی سریع به مردم از نکات عمده ای است که باید مورد توجه دست اندرکاران و مسئولان سازمان بورس قرار گیرد.

باتوجه به نقش کلیدی بورس در توسعه اقتصادی کشور و تحولات روبه رشد بورس در چند سال اخیر و نیز ضرورت بهره مندی خوانندگان تدبیر بویژه مدیران از چند و چون و ریشه های این تحولات، تدبیر برپایه رسالت خود ضمن دعوت از چند تن از صاحب نظران، مدیران و استادان دانشگاهها متناسب با وقت جلسه میزگرد به بررسی ابعاد مختلف موضوع پرداخته است.

مباحث میزگرد به علت گستردگی دامنه بحث در دو شماره تقدیم علاقه مندان می شود. عوامل مؤثر درونی و بیرونی رشد تحولات بازار بورس و برخی تنگناها و چالشها در این شماره و نیز پاره ای مشکلات و موانع و چشم انداز آینده بورس ایران در شماره بعدی در اختیار دوستان قرار می گیرد.

با سپاس فراوان از شرکت کنندگان در بحث، بخش نخست میزگرد را از نظر می گذرانیم.

هم بدون اثر نبودند.

### عوامل موثر بیرونی

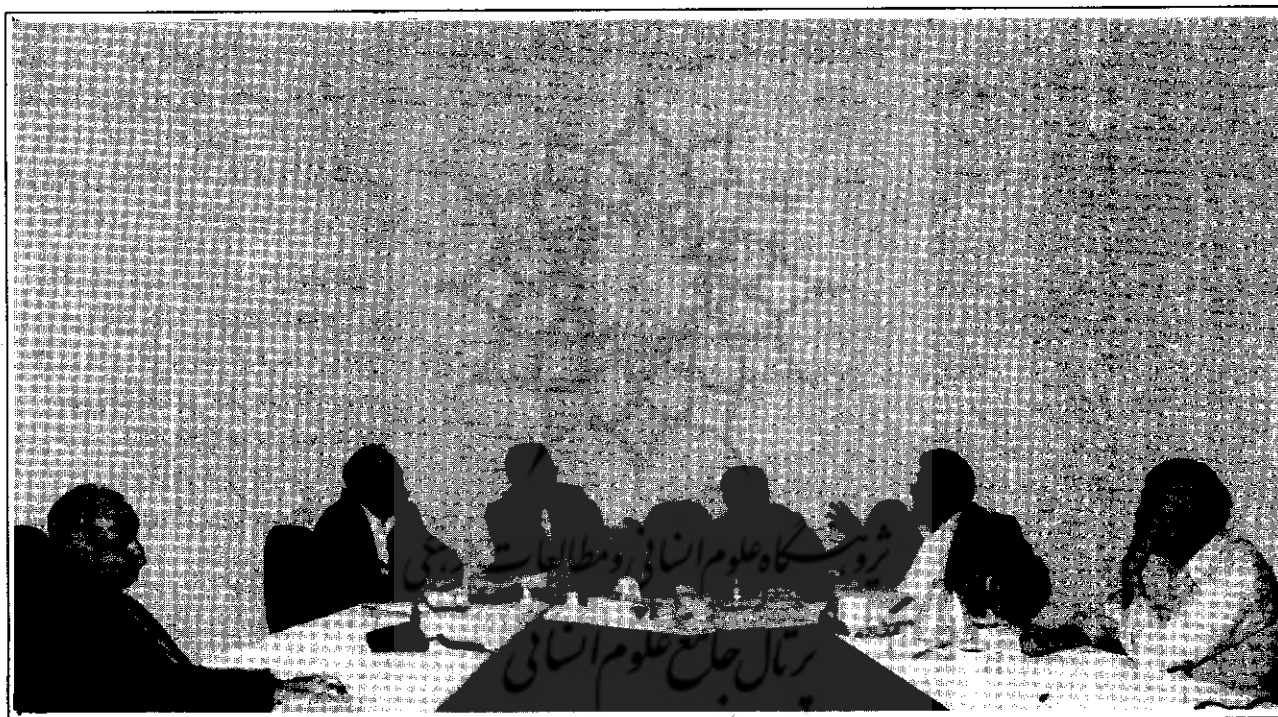
یکی از عوامل خارجی رشد بازار بورس این است که به طور مستمر در اقتصاد ایران نقدینگی در حال تزریق شدن بوده و هست. وقتی نقدینگی تزریق می شود، ابزارهای کافی را در اختیار بازار قرار می دهد که معاملات سهام را انجام دهند. طبیعی است که وقتی نقدینگی به طور مستقیم قیمتها را بالا می برد، سهم هم یک کالا است و قیمت آن هم افزایش

تولید برای سال ۸۲ به ۷/۴ درصد رسیده و برآوردهای بین المللی هم نشان می دهد که این نرخ رشد، به بالای ۶ درصد در سال جاری می رسد.

نکته جالب توجه این است که بیشترین نرخ رشد در بخش صنعت اتفاق افتاده و پایه بورس ایران هم این بخش است. بنابراین ارتباط تنگاتنگی بین نرخ رشد اقتصادی و نرخ رشد بازار بورس نیز به وجود آمده است و به همین خاطر بخش قابل توجهی از رشد بازار بورس را شاید بتوان مستقیماً به نرخ رشد صنعت وابسته

دکتر ایمانی راد: از اینکه میهمانان حاضر دعوت تدبیر را برای شرکت در این میزگرد پذیرفتند خیلی سپاسگزارم. من برای باز کردن بحث، یک سری عوامل اثرگذار بر بازار بورس را در محیط بیرون به صورت خیلی کوتاه بررسی می کنم و بقیه بحث را برعهده دوستان می گذارم.

چون بحث امروز ما عمدتاً در مورد تحولات بازار بورس است، دو دسته عوامل کلیدی روی این تحولات اثر می گذارند. یک دسته عوامل درونی بازار مانند نهادهایی که در سازمان بورس شکل



کرد. مثلاً شاخص تولید کارگاه بزرگ صنعتی در سال ۷۹، ۱۳ درصد در سال ۸۰، ۱۵ درصد و در سال ۸۱، ۱۸ درصد رشد داشته است.

نکته سوم اینکه سه، چهار سال است وضعیت درآمدهای ارزی کشور بهبود پیدا کرده است. درآمدهای ارزی کشور منبع قابل توجهی از منابع را در اختیار صاحبان کسب و کار و شرکتهای بزرگ و فعال در بورس قرار می دهد. این درآمدها در عین حال که یک تهدید از نظر واردات کالاهای مصرفی برای آنهاست، ولی عمدتاً موجب تحرک تولید برای آنها شده است.

می یابد. مثلاً به عنوان نمونه در سال ۷۹، میزان نقدینگی ۲۵ هزار میلیارد تومان بود و در سال ۸۲ این رقم به ۵۲ هزار میلیارد تومان رسیده است. ضمناً پیش بینی بسیار قوی می شود که این رقم در دی ماه سال جاری به ۶۵ هزار میلیارد تومان افزایش یابد. این امر یکی از عوامل تقویت کننده بازار بورس است، ولو یک تقویت واقعی نباشد.

نکته دیگر اینکه تقریباً سه، چهار سال است که اقتصاد ایران رشد بالایی را تجربه می کند. این رشد بالا از ۶ درصد شروع شده و برآوردها نشان می دهد که نرخ رشد

گرفته است و کارایی و عدم کارایی این نهادها که به طور طبیعی در بازار بورس اثرگذار است. یک سری عوامل هم در بیرون بازار بورس قرار دارد که تاکید من بیشتر روی این عوامل بیرونی است.

در چند سال اخیر بازار بورس با رقمهای ۲۶ درصد، ۳۵ درصد و ۱۲۵ درصد در حال رشد است و تقریباً جزو چند کشور اول در دنیاست که چنین رشدی را تجربه می کند. تجزیه و تحلیل علل این رشد، دارای اهمیت زیادی است. به نظر من بیشتر عوامل خارج از بورس این رشد را ایجاد کرده است، هر چند که عوامل درونی

بنابراین آنچه که در گذشته اتفاق افتاده است، بخش قابل توجهی از تفکرات مردم را در آینده شکل می دهد. وقتی بازار بورس با نرخهای ۲۶ درصد، ۳۵ درصد و ۱۲۵ درصد شروع به حرکت می کند، طبیعی است که هرکس به دنبال این است که در این بازار حرکت کند. این مساله که موجب تقاضای فزاینده در بازار بورس شده یکی از ابزارهای تحرک بازار بورس است.

حال برای تکمیل و نقد کردن این بحثها و سپس پرداختن به عوامل درونی، از دوستان تقاضا می کنم دیدگاههای خود را مطرح کنند.

**زرگانی نژاد:** عواملی که نام برده شد، شاید اصلی ترین عواملی بوده است که حرکتهای جهشی در مؤلفه های اصلی بورس را باعث شده است. ولی واقعیت دیگر این است که با توجه به نیازها و برنامه هایی که وجود داشت نقش بورس می بایستی در اقتصاد کشور پررنگ تر می شد. در نتیجه سازمان بورس دست به اقداماتی در سالهای گذشته زد که بتواند پذیرای این مراجعات باشد. ارزش کالاهایی که در بورس مورد معامله قرار می گیرند نشان می دهد که این ارزشها در زمانهایی تحت تاثیر شرایطی، بسیار پایین تعیین می شدند و به تدریج که بازار توسعه پیدا کرد و حجم معاملات بالا رفت، نقدینگی به سمت بازار حرکت کرد و بازار به ارزشهای جدیدی رسید که بعضاً نگران کننده هم بود.

### بازار قابل اعتماد

واقعیت این است که سازمان بورس، دوباره نگرانی به فعالیتهای خودش داشته است، هدفگذاری هایی کرده و به سمت آن حرکت کرده است که بازار را با تمام نارساییها به سمت یک بازار قابل اعتماد اوراق بهادار پیش ببرد. در مجموع تلاش شده است که با وضع قوانین و مقررات جدید بتوان به بازار قابلیت اعتماد بیشتری بخشید و در نتیجه هرچه بیشتر بتوان پذیرای پس اندازهایی شد که هم به سرمایه گذاران منفعت برساند و هم کل

بر اساس آخرین آمار در سال ۸۲، مبلغ ۳۳ میلیارد دلار کالا وارد کشور شده است که این رقم در طول تاریخ ایران بی سابقه است. پیش بینی می شود این رقم در سال ۸۳، از ۳۵ میلیارد دلار هم فراتر رود.

نکته چهارم، کاهش شدید سودآوری در بخشهای دیگر اقتصادی است. بخشهای دیگر غیراقتصادی از جمله بخش مسکن و بازار ارز از تحرک قابل ملاحظه ای برخوردار نبودند، به نظر من در سالهای ۸۲ و ۸۳ تنها رقیب بازار سرمایه، بازار پول بوده است.

نکته پنجم این است که بخش قابل توجهی از سرمایه خارجیها به داخل کشور آمده و در نتیجه تحرک در بازار بورس ایجاد کرده است. برآوردها نشان می دهد که بیش از ۵ میلیارد دلار سرمایه مالی از خارج کشور به داخل منتقل شده و این مساله ناشی از ثبات نرخ ارز بوده است. نرخ دلار در سال ۷۹، ۸۱۸ تومان بوده و در سال ۸۲، به ۸۳۲ تومان افزایش پیدا کرده است. در سال ۸۳ فعلاً این نرخ به ۸۷۵ تومان رسیده و نرخ رشد آن ۵ درصد است. وقتی نرخ ارز ثابت باشد و تفاوت بازدهی سرمایه و بازار پول داخلی به نسبت بازارهای خارج کشور بیش از ۲۰ درصد باشد، طبیعی است که سرمایه قابل ملاحظه ای از خارج کشور وارد می شود و همین مساله مقداری تحرک در بازار بورس ایجاد کرده است.

نکته ششم از عوامل بیرونی این است که دولت ولو بسیار کند، بازار را راه انداخته است. مقررات مقداری سست شده، مرزها بازتر شده و آزادسازی به صورت خیلی سست در حال شکل گیری است. طبیعی است وقتی بازار شکل بگیرد، این امر اثر مستقیم خودش را در درجه اول روی بازار سرمایه می گذارد.

نکته هفتم که شاید نتوان به عنوان یک عامل بیرونی تلقی کرد، این است که مردم ایران آنچه که در گذشته اتفاق افتاده، در آینده هم می بینند. در واقع آن شیوه تفکر عقلایی که معمولاً در بازار بورس جهان است به آن شکل در ایران راه نیفتاده است،



### زرگانی نژاد:

**سازمان بورس به سمتی حرکت کرده است که بازار را با تمام نارسایی ها، به سمت یک بازار قابل اعتماد اوراق بهادار پیش ببرد.**

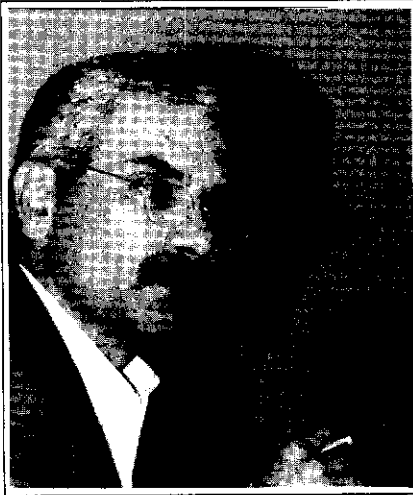
**نظامهای اجرایی سازمان بورس در حال حاضر مهیای انجام گستردگی فعلی بازار نیست و به همین جهت این سازمان تلاش می کند برنامه های خود را از طریق گسترش تالارهای بورس و شبکه های کارگزاری توسعه دهد.**

**مسئولان بورس به دنبال این هستند که ظرفیت بازار را بالا ببرند.**

**بحث بازار اولیه اوراق بهادار در بازار سرمایه، در قانون جامع بازار سرمایه مطرح است.**

**رشد مستمر عملکرد شرکتها موجب شده است که سرمایه گذاران صرفاً به بازده دوره جاری سهام بسنده نکنند و در محاسبات خود، رشد سودآوری در دوره های مالی آینده را مشاهده کنند.**

**ما دو دسته سرمایه گذار در بازار بورس داریم: دسته اول که آگاهند چه می کنند، دسته دوم با توجه به رفتار بازار از دسته اول تبعیت می کنند.**



### دکتر ایمانی راد:

**دو دسته عوامل کلیدی روی تحولات بازار بورس اثرگذارند: عوامل درونی و عوامل بیرونی.**

**یکی از عوامل بیرونی رشد بازار بورس این است که به طور مستمر در اقتصاد ایران، نقدینگی در حال تزریق شدن است.**

**در کشور ما بخش قابل توجهی از رشد بازار بورس، مستقیماً به نرخ رشد صنعت وابسته است.**

**در سال ۸۲، مبلغ ۳۳ میلیارد دلار کالا وارد کشور شده است که این رقم در طول تاریخ ایران، بی سابقه است.**

**بر اساس برآوردهای انجام شده بیش از ۵ میلیارد دلار سرمایه مالی از خارج کشور به داخل منتقل شده و این مساله ناشی از ثبات نرخ ارز است.**

**آمارهای جهانی نشان می دهد که در سال ۲۰۰۳، بالاترین رشد در بازار سرمایه مربوط به بورس تهران بوده است.**

**یکی از دلایل رونق در بازار بورس، ثبات نرخ ارز است که موجب انتقال منابع به داخل کشور شده است.**

جامع بازار سرمایه مطرح است. بنابراین بازار به سمتی حرکت داده می شود که از نظر تجهیز منابع و نیز معاملات دست دوم اوراق بهادار در بازار ثانویه آماده شود.

در جمع بندی می خواهم عرض کنم که تدارک تفکری که می بایستی پشت این حرکت اتفاق بیفتد دیده شده است و مسئولان سازمان بورس می دانند که در مقابل آینده ای پرتحول قرار دارند و بنابراین می بایستی ابزار کار را به گونه ای فراهم کنند که بتوانند از پس انتظاراتی که جامعه سرمایه گذار از بازار سرمایه دارد برآیند.

**دکتر ایمانی راد:** آمارهای فدراسیون بین المللی بورسهای جهان نشان می دهد که در سال ۲۰۰۳ نسبت به سال ۲۰۰۲، بالاترین رشد در بازار سرمایه مربوط به بورس تهران بوده است.

از نظر رشد شاخص تقریباً تا بلند یک واحد بیشتر از ایران بوده است. این نکته فوق العاده مهم است که چه عللی موجب این رشد شده است. اگر از نظر اقتصادی و بازار سرمایه، علل واقعی هستند، می توان به این بازار در سالهای آینده اتکا کرد، در غیر این صورت، این بازار پر از حباب است.

به نظر شما (آقای زرگانی نژاد)، عوامل درونی را تا چه اندازه می توان در بازار بورس موثر دانست به عبارت دیگر بادهای بیرونی تا چه اندازه در راه اندازی بازار بورس دخالت دارد. خلاصه صحبت من این است که اگر یک روز نرخ ارز پایین آمد، نقدینگی کنترل شود، تورم افزایش یافت و مسکن رونق گرفت، ممکن است بحران جدی در بازار بورس ایجاد شود؟

**زرگانی نژاد:** یک نکته را باید توجه کنیم. شرکتهایی که وارد بورس می شوند به دلیل تاکید می سهامداران به جواب گرفتن از سرمایه گذاریشان دارند خودشان را موظف می دانند که عملکردهایشان هر سال بهتر از دوره مالی قبل باشد. در اغلب شرکتهایی که مورد معامله قرار می گیرند، این حالت وجود دارد.

کشور از آن منتفع شود.

مسئولان بورس به دنبال این هستند که ظرفیت بازار را بالا ببرند. بنابراین شرایط پذیرش اوراق بهادار مختلف در بورس را دنبال می کنند. تاکنون سهام شرکتها و حق تقدم ها در بازار معامله می شدند. اخیراً هیأت دولت مصوبه ای را گذراند که شرکتهایی که در بورس پذیرفته شده اند، بتوانند اوراق مشارکت صادر کنند. بنابراین جدا از اوراق مشارکتی که دولت انتشار می دهد، بورس اوراق مشارکت شرکتها را خصوصاً پذیرفته شده را هم مورد معامله قرار خواهد داد. بعضی از ابزارهای مورد نیاز در بخش ساختمان نظیر فروش اوراق متری مسکن و همین طور سپرده های بانکی قرار است وارد بورس شوند. علاوه بر گواهینامه سبد سهام، در شکل پیچیده تر، بحث ابزار مشتقه است که روی آن هم کار می شود و در مجموع تلاش می شود که سرمایه گذاران را با تنوع خوبی از اوراق بهادار مواجه کنیم.

### آینده پرتحول

درواقع سازمان بورس سعی می کند که به نوعی، ابزار در اختیار سرمایه گذاران حرفه ای و غیر حرفه ای قرار دهد تا هر کس به آسانی بتواند وارد معاملات بورس شود.

واقعیت این است که نظامهای اجرایی سازمان بورس در حال حاضر مهیای انجام گستردگی فعلی بازار نیست و به همین جهت این سازمان تلاش می کند برنامه های خود را از طریق گسترش تالارهای بورس و شبکه های کارگزاری در تهران و شهرستانها توسعه دهد و در کل با عمق بخشیدن به حجم معاملات، بازار را به درجات بهتری از کارایی برساند. ولی باید توجه داشته باشیم که همه اینها را باید یک دوره گذار ببینیم. اما به این نکته هم توجه داشته باشیم که مسئولان بورس با توجه به تحولاتی که در پیش است، می بایستی بتوانند منابع را تجهیز و در اختیار بنگاههای اقتصادی قرار دهند.

دوستان عنایت دارند که بحث بازار اولیه اوراق بهادار در بازار سرمایه، در قانون

بهره برداری از نیروگاهها را راه اندازی کردند. اول همه سهام ظاهراً خصوصی بود، اما سریعاً تبدیل شد به شرکت با ۶۰ درصد سهام متعلق به سرمایه گذاری کارکنان و ۴۰ درصد متعلق به دولت. عملاً هم همه چیز دخل و خرج و نرخها دست دولت است و نهایتاً آنها را تبدیل به شرکتهای سرمایه گذاری کردند که زیرمجموعه واحدهای وزارت نیروست.

حالا واقعاً این شرکتهای توزیع، خصوصی است؟ صندوقهای بازنشستگی هم همین حالت را دارند. پس یک بخشی از بخش خصوصی ما ظاهراً خصوصی است، ولی واقعاً بخش دولتی است.

واقعیت اینکه همه از تحولات بازار بورس خوشحالند و این خوشحالی دو متقاضی دارد: یک عده عاقلان که با ریسک بیشتر و سود دائمی به بورس آمده اند. یک عده هم که به دنبال سرمایه آمده اند.

آقای عبده دبیرکل بورس اخیراً اعلام کردند که قیمتها را می توان به راحتی در بازار عوض کرد. این فقط مشکل بورس ما نیست، بورس لندن هم همین حالت را دارد. تصمیم گیری اصلی در همه بورسها دست شرکتهای سرمایه گذاری است که دارای بیشترین سهم هستند. تا موقعی که هیأت مدیره و دبیرکل بورس تابع تصمیمات این شرکتها هستند با هم همراهند، به مجرد اینکه دبیرکل و هیأت مدیره خلاف نظر آنها عمل کنند تضاد منافع به وجود می آید، قدرت شرکتها بیشتر از اینهاست.

گیر اصلی ما در بورس این است که تلاش می کنیم همه مردم سهام خریداری کنند. آن طرف هم سهام عمده تا دست دولت، بنیاد، سرمایه گذاری ها، تامین اجتماعی و صندوق بازنشستگی است.

### افزایش ارزش پرتفوی سهام

اثرات هر تغییری در قیمت سهام چیست؟ اثرات آن افزایش ارزش پرتفوی سهام است. ما می بینیم که در ۲۹ اسفند و یا سال مالی ۶۳/۳۰ همواره در این چهار سال اخیر قیمتها آن چنان بوده است که وقتی در

دکتر هُشی: درصدهایی که آقای دکتر ایمانی راد مطرح کردند و اینکه ایران جزو بورسهای برتر است، یک امر طبیعی است. یک بازاری است که هر روز به تعداد شرکتهایش اضافه می شود. وقتی به تعداد اضافه شود، طبیعی است که بازار بورس روبه رشد است. سوالی که مطرح است، این است که آیا این رشد ادامه دارد و تا چه زمانی؟

آمارها نشان می دهد که در طول سه سال گذشته شاخصهای بورس اروپا و آمریکا یا هر روز کم می شود یا تقریباً ثابت است. یک تغییری هم اتفاق می افتد، شاخصهای خاورمیانه مختصری بالا می رود. علت این است که آن بورسها اشباع شده اند. بنابراین ما خودمان را با کشورهای توسعه اقتصادی دارند مقایسه می کنیم.

نکته دیگر اینکه سهامی که عرضه می شود باید به دو دسته سهام شرکتهایی که معامله می شود و سهام شرکتهایی که معامله نمی شود طبقه بندی کنیم.

سوال این است که آیا اگر تمام سهام شرکتهای موجود در بورس عرضه می شد، بخش خصوصی پذیرای خرید آنها بود؟

### افزایش حجم کار دولت

آقایانی که من اسم آنها را موانع خصوصی سازی می گذارم بحث می کنند که ما بخش خصوصی نداریم که بتواند شرکتهای بزرگ را خریداری کند.

یک مشکل این است که بخش خصوصی ما تبدیل به بخش دولتی شده است. یک موقع آمدند گفتند که بخش دولتی باید کوچک شود. در کنار آن تعداد شرکتهای دولتی از ۱۹۰۰ شرکت در سال ۶۸ به ۱۹۰۰ شرکت افزایش یافته است. در سال ۱۳۷۸ می گویند ۱۹۰۰ شرکت دولتی و وابسته به دولت داریم. بنابراین برخلاف برنامه خصوصی سازی عملاً حجم کار دولت زیاد هم شده است. از خصوصی سازی ظاهری در آب و برق هم تجربه خوبی داریم. آمدند شرکتهای توزیع برق و شرکتهای مدیریت

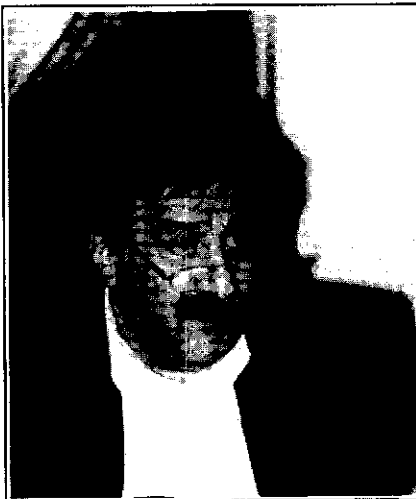
بنابراین رشد را ما به طور مستمر در عملکرد این شرکتها مشاهده می کنیم. این رشد باعث شده است که سرمایه گذاران صرفاً به بازده دوره جاری سهام بسنده نکنند و در محاسبات خودشان رشد سودآوری در دوره های مالی آینده را مشاهده کنند. این مساله و تحلیل های تکنیکی بعضی گروهها موجب شده است که سرمایه گذاران، رفتارهای بازار را روی قیمتها به گونه ای که امروز هست مشاهده کنند.

### رفتارهای بازار

به نظر می رسد سرمایه گذاران به نرخ بازدهی جاری سرمایه گذاری کمتر توجه می کنند. در نتیجه بحث در این است که قیمتها در بعضی زمینه ها به صورت حبابی رشد می کند. در حالی که دیدگاه سرمایه گذارانی که ما با آنها برخورد داریم، این گونه نیست.

ما دو دسته سرمایه گذار در بازار داریم. گروه اول که آگاهند که چه می کنند و در نتیجه سهام مشخصی را به قیمتهای مشخصی مطالبه می کنند که در بازار برایشان خریداری شود. یا در هنگام فروش همین عکس العملها را دارند. یک گروه دیگر با توجه به رفتاری که در بازار ایجاد می شود از گروه اول تبعیت می کنند و آنها از تصمیماتی که ممکن است همسوسا اهدافشان نباشد دنباله روی می کنند. در نتیجه گروه دوم در معرض قیمتهای بالایی قرار می گیرد که این قیمتها در هر زمانی ممکن است تهدید به سقوط شود.

بنابراین، مسئولان سازمان بورس سعی دارند که حتی الامکان اوراق بهاداری در بازار ارائه شود که اولاً بتواند فشار تقاضا را روی سهام موجود بشکند و ثانیاً اوراق بهادار به گونه ای باشد که ریسک بازار را بتواند کاهش دهد. ما فعلاً در معرض این حرکتها هستیم. اما می بینیم دامنه نوسانات حتی در بدترین شرایط به گونه ای است که بازار را دوباره به سمت موقعیت قبلی اش بسازمی گرداند.



**دکتر هشی:**

**بر خلاف برنامه خصوصی سازی، عملاً حجم کار دولت زیاد شده و در واقع بخش خصوصی ما به بخش دولتی تبدیل شده است.**

**تصمیم گیری اصلی در همه بورسهای دنیا دست شرکتهای سرمایه گذاری است که دارای بیشترین سهم هستند.**

**مشکل و گیر اصلی ما در بورس این است که تلاش می کنیم همه مردم سهام خریداری کنند.**

**اثرات هر تغییری در قیمت سهام، افزایش ارزش پرتفوی سهام است.**

**بورس، پیکره قانونمندی عملیات در بازار سرمایه را تقویت کرده است.**

**از اول انقلاب تاکنون هر بخش اقتصادی که ارزش خور داشته، بیشترین رشد را داشته است.**

**عمده تحولات بورس در این است که در دو طرف معامله، اغلب یک گروه خاص قرار دارند و معاملات را هم که زیـــــم مجموعه ها با هم انجام می دهند، قابل کشف نیست.**

بعد از اجرای این قانون در اروپا، بیشترین مسیر انتها یا خروج پول از اروپا یا در ایران و یا در امارات بوده است. نرخ ارز ما را بانک مرکزی ثابت نگهداشته است و علت این ثبات حمایت بانک مرکزی است.

در حال حاضر بازده پول در داخل به مراتب از جاهای دیگر بیشتر است. بحثی به نام رانت در کشور است. رانت امکانات مختلفی را فراهم کرده و همه مردم هم از آن خیر ندارند. ضمن اینکه اگر خیر داشته باشند امکان استفاده آن برای همه وجود ندارد.

بنابراین امکانات و رانت های موجود موجب شده است که پولهایی وارد کشور شود. پول هم مانند آب رودخانه طوری مسیر خود را انتخاب می کند که بهترین بازده را داشته باشد. حالا هنری که بورس نشان داده این است که پیکره قانونمندی عملیات در بازار سرمایه را تقویت کرده است.

صنعت چرا در کشور ما رشد کرده است؟ از اول انقلاب تا حالا هر بخش اقتصادی که ارزش خورد داشته، بیشترین رشد را داشته است. صنعت از حوزه هایی است که بیشترین ارزشبری را داشته است.

ما بحثی به نام کورآپشن داریم. آمار کورآپشن هیچگاه در ایران اعلام نمی شود. خوشبختانه آقای دانش جعفری (در روزنامه ابرار اقتصادی ۲۰ آبان ۱۳۸۰) اعلام کردند که ایران در ردیف ۸۹ قرار دارد. سه ماه پیش هم معاون سازمان برنامه اعلام کردند که ایران در ردیف ۷۹ قرار دارد. بهترین آن فنلاند است که در ردیف ۸ قرار دارد؛ یعنی کورآپشن در هیچ جا صفر نیست.

ما الان به سمتی می رویم که هر کس سود بخواهد باید سهم بفروشد. افزایش سرمایه هم اغلب از طریق تبدیل مطالبات است.

پس بحث اول اینکه بیشتر تحولات بورس ناشی از پولی است که آمده است، عمده اش هم تعداد کم شرکتهاست که تقاضا برای آنها زیاد است. عمده تحولات

چهار ماه سال بعد می خواهند صورتهای مالی تهیه کنند، پرتفوی پایان سال مالی از ارزش بسیار بالایی برخوردار است.

بنابراین اولین نتیجه ای که می خواهیم بگیریم این است که رشد بورس عمدتاً تاثیر خود را در ارزش پرتفوی می گذارد؛ یعنی در دارایی های شرکت اثر گذاشته است.

آقای زرگانی نژاد گفتند که دو گروه داریم، یک عده که تا قیمت سهامشان بالا می رود می فروشند، رفتار و نگاه یک عده هم دائمی است.

هدف گروه اول به شرطی تحقق پیدا می کند که سهمش را بفروشد، چون EPS که به مردم می دهیم روی قیمت اسمی سهام است نه قیمت خرید. حال سوالی که پیش می آید این است که آیا رفتار شرکتها متناسب با این مساله است؟ جواب منفی است. شما به جای EPS، یک آمار از DPS بگیرید. DPSها رشد منفی دارند. همه شرکتها از محل مطالبات نقدی حال شده سهامداران، افزایش سرمایه می دهند.

ایرادی که من الان برای آن تداوم رشد می بینم، این است که با توجه به اینکه ما DPS یا سود نقدی نداریم، نمی توان مردم را علاقه مند نگاه داشت. در سنت است که قانون بازار سرمایه در حال شکل گیری و تصویب است، ولی در همه جای دنیا سرمایه داری مستقیم را به مردم توصیه نمی کنند، بلکه مشاور می گیرند.

**دو عامل موثر**

نکته بعدی اینکه بخش عمده ای از تحولات بازار بورس ناشی از پولهایی است که آمده است. مقداری از این پولها دست شرکتهای بزرگ، نهادها، بنیادها و صندوقهاست. بقیه صاحبان پولهایی بودند که می خواستند ملک یا ارز خریداری کنند. آنها در اثر ۲ واقعه پولشان را به داخل آوردند: ۱ - قانون مالل آندری، که به دلیل این قانون نمی خواستند اطلاعات خودشان را به بانکهایی که در آنها سپرده داشتند بدهند، لذا به داخل آوردند.

بورس در این است که در این طرف و آن طرف معامله، اغلب یک گروه خاص قرار دارند. معاملاتی را هم که زیرمجموعه‌ها با یکدیگر انجام می‌دهند قابل کشف نیست. اینها باعث تحولات شده است.

**دکتر ایمانی راد:** ضمن تشکر از بیانات و توضیحات آقای دکتر هُشی، در واقع باید دو بحث را از همدیگر تفکیک کرد. یک بحث این است که سه سال است نرخ ارز ثابت مانده و این جریان انتقال منابع را به داخل تسهیل می‌کند. دوم اینکه علت ثابت بودن نرخ ارز، عرضه و تقاضا نیست، بلکه مداخلات و حمایت‌های مشخص بانک مرکزی است.

بنابراین اینکه نرخ ارز ثابت مانده و دلیل آن دخالت بانک مرکزی است یک واقعیت است ولی از طرف دیگر توجه داشته باشیم که همین نرخ ارز ثابت موجب شده است که انتقال پول از خارج کشور به داخل کشور اقتصادی باشد. چون نرخ بهره در کشور ما حدود ۲۳ درصد است، در حالی که در خارج به زحمت در سپرده‌های بلندمدت به ۳ درصد برسد. در نتیجه سرمایه‌گذار از انتقال پولش به داخل کشور ۲۰ درصد سود می‌برد. این سود فقط در سایه ثبات نرخ ارز امکان‌پذیر است که در چند سال گذشته این طسور بوده است. در نتیجه می‌خواهم بگویم که یکی از دلایل رونق در بازار بورس همین ثبات نرخ ارز است که موجب انتقال منابع به داخل کشور شده است. گذشته از آن پایین بودن نرخ ارز، واردات را ارزان می‌کند و کارخانه‌ها می‌توانند مواد اولیه و تجهیزات مصرفی خودشان را با قیمت پایین‌تر وارد کنند و در نتیجه سود بیشتری به دست بیاورند. طبیعی است که در چنین شرایطی، رشد شرکت‌ها سریعتر می‌شود و قیمت سهامشان در بورس بالا می‌رود.

حالا از آقای میرمطهری خواهش می‌کنم در مورد بحث اول، مطالب خودشان را مطرح کنند.

**میرمطهری:** برای اینکه بین عوامل بیرونی و درونی کاملاً تفکیک قائل شویم، علاوه بر مواردی که بحث شد، می‌توان به چند عامل دیگر بیرونی اثرگذار هم اشاره کرد. یکی اینکه تحولات جهانی و منطقه‌ای موجب شده است که در بازار تحولاتی اتفاق بیفتد.

عامل دیگر، بحث اصلاح قانون مالیات‌هاست که در رشد این شرکتها بسیار اثرگذار واقع شد. حذف مالیات مضاعف در مورد شرکت‌های سرمایه‌گذاری و اصلاح سایر مواد قانون مالیات‌ها توانست به رشد بازار کمک کند.

نکته دیگر بحث تسهیلاتی است که بانکها برای شرکت‌های صنعتی قائل شدند. افزایش سقف تسهیلات بانکها توانست به رشد فعالیت شرکتها کمک کند.

بازار سرمایه، دستاوردهای خوبی را به دست داده است. طی ۱۴ سال گذشته، شاخص بازار بورس حدود ۴/۱ برابر رسیده است و شاخص بازار بورس نیویورک طی همین مدت رقمی حدود ۴/۲ برابر تجربه کرده است. البته طی همین مدت ما تغییرات نرخ ارز را هم در کشور داشتیم که شاید این مقایسه درستی به دست ندهد.

حال دوره دیگری را بررسی می‌کنیم که آن دوره ۸ سال گذشته است. از سال ۷۵ که قیمت‌ها در بورس کاهش یافتند، بورس نیویورک حدود ۲ برابر و شاخص بورس تهران حدود ۸ برابر شده است. شاید تا الان هم ما بخشی از این رشد را به تغییرات نرخ ارز نسبت بدهیم. اما در دورانی که ثبات نرخ ارز اتفاق افتاده است، بورس تهران حدود ۵ برابر رشد داشته و بورس نیویورک بدون تغییر باقی مانده است و این دستاورد قابل ملاحظه‌ای است.

در مورد تفکیک عوامل بیرونی و درونی باید بگویم، در بورس آنچه که بیشتر موضوع بحث تحول قرار گرفته است، عمدتاً تحولات در زمینه گسترش فیزیکی بورس از طریق ایجاد تالارهای منطقه‌ای، تالارهای شهر تهران، انتشار اطلاعات خام

و پذیرش شرکت‌های جدید است.

در مورد اطلاع‌رسانی می‌توان گفت که این امر شاید متناسب با رشد بازار رشد نکرده است. گزارشگری در مورد تمام صنایع تقریباً حالت یکسان پیدا کرده است.

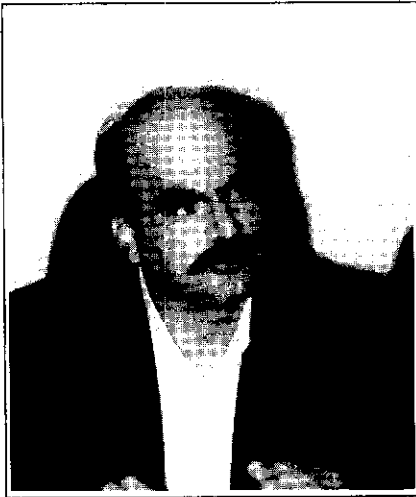
**نکته دیگر اینکه ما تحت تاثیر عوامل مختلف با منابع بسیار زیادی در بورس مواجه شدیم.** از طرف دیگر در این شرایط با محدودیتی به نام محدودیت ابزار به کارگیری آن منابع در بازار سرمایه روبرو شدیم. موضوع همزمانی این دو منجر به شرایط کنونی شد. در این شرایط من فکر می‌کنم شاید موضوعی که باید بورس بیشتر به آن توجه می‌کرده، تنوع ابزارهای مالی است که در بورس زیاد از آن بهره‌مند نیستیم.

نکته دیگر اینکه بورس یک کشور تا حد زیادی باید آینه صنایع آن کشور باشد. کمالینکه در بورس آمریکا بحث تکنولوژی پیشرفته و وسایل نقلیه و امثال اینها صنایع آن کشور هستند و در صدر قرار می‌گیرند. شاید بورس تهران تاکنون آینه صنایع عمده کشور نبوده است. در نفت و پتروشیمی که شاید جایگاه اصلی صنعت کشور ما را به خود اختصاص می‌دهد، ما درصد بالایی را در ترکیب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نداریم.

**اگر روی ترکیب بازار فعلی بورس مرور کنیم می‌بینیم که حدود ۳۵ درصد از حجم ارزش بازار ما به شرکت‌های تحت گروه واسطه‌گری مالی، ۲۱ درصد به کانیهای غیرفلزی و ۱۵ درصد به وسایل نقلیه اختصاص پیدا کرده و اینها گروه‌هایی نیستند که به آن مشهوریم.** چیزهایی که به آن مشهوریم عمدتاً در صنایع مربوط به نفت و پتروشیمی است که جمعاً ۱۱ درصد است و تصویر مناسبی از مجموعه صنایع کشور را منعکس نمی‌کند.

**اعوجاج قیمت**

در ادامه همین بحث اگر فکر کنیم



میر مطهری:

**تحولات جهانی و منطقه ای موجب شده است که در بازار بورس، تحولاتی روی دهد.**

**اصلاح قانون مالیاتها و حذف مالیات مضاعف در مورد شرکتها سرمایه گذاری، به رشد بازار بورس کمک کرده است.**

**موضوعی که باید بورس بیشتر به آن توجه کند، تنوع ابزارهای مالی است که در بورس زیاد از آن بهره مند نیستیم.**

**بورس تاکنون آینه صنایع عمده کشور نبوده است.**

**بورس تهران در بعضی مواقع، دچار اعوجاج قیمت می شود.**

**باید مکانیسم هایی را حاکم کنیم تا بورس بتواند ارزیابی درستی را از ارزش شرکتها در تناسب با یکدیگر، ارائه کند.**

**حدود ۸۲ درصد از کل بازار بورس متعلق به ۵ گروه صنعتی است.**

**در حال حاضر در پذیرش شرکتها تناسب لازم بین انعکاس صنایع کشور و آنچه که بورس در آن حضور دارد، وجود ندارد.**

در صنایعی حضور دارند که همزمان در صنایع مربوط به خود نیز به حساب گرفته می شوند و یک حالت گزارشگری مضاعف پدید آمده است. یعنی در این گروه، ۱۵ هزار میلیارد تومان حجم بازار است و در همین شرایط و در دل آن پرتفوی، شرکتهایی در گروههای دیگری قرار دارند که در همین ابعاد سنجیده می شوند. من فکر می کنم برای بررسی تحولات بازار بورس باید شفافیت هایی را از این لحاظ رعایت کنیم.

### سرمایه گذاری های درون گروهی

علاوه بر اینها، بحثی که الان مقداری در بورس سایه انداخته، عدم افشای سرمایه گذاری های درون گروهی نسبت به همدیگر است. اشاره شد که شرکتها تولیدی هم مبادرت به تشکیل پرتفوی می کنند. اخیراً آقای دکتر عبده هم اشاره داشتند که ما این کار را خیلی تجویز نمی کنیم، ولی عملاً اتفاق افتاده است. اطلاع از میزان سرمایه گذاری این شرکتها در روال عادی اطلاع رسانی خیلی رایج نیست. یعنی بعضی از سهامداران به خاطر جنبه های تحلیلی، از پرتفوی ها مطلع می شوند و در ارزیابی هایشان تاثیر می دهند ولی بازار همچنان بر اطلاعات خامی که بورس گزارش می کند متکی است.

شما صورت مالی شرکت را در انتهای سال می بینید که سودی که شرکت از آن بابت برده به مراتب بیشتر از سود عملیاتی اش است و این ناگهان چهره مالی شرکت تولیدی را تغییر داده است. بازار نسبت به گزارشگری آن شاید اهتمام کافی نکرده است و آن عرضی که راجع به اعوجاج قیمتها داشتم، شاید در همین جا معنا پیدا می کند.

**دکتر هُشی:** اطلاعات بورس در همه جای دنیا اطلاعات خام است. تحلیل اطلاعات با تحلیلگران است. هنر بورس در این است که اطلاعات زمین نماند و سریعاً در اختیار عموم قرار گیرد. تحلیلگر باید ارزیابی اطلاعات را انجام

بورس شفاف و مناسب آن بررسی است که توانسته باشد شبیه یک آینه یکنواخت تصویر درستی از ارزشهای شرکتها را منعکس کند، بورس تهران در برخی مواقع دچار اعوجاج قیمت می شود. به عبارتی آینه منعکس کننده ارزشهای شرکت در بعضی قسمتها بزرگ نمایی و در بعضی قسمتها کوچک نمایی می کند و این تحت تاثیر مکانیسم های حاکم است. آینه ای که ارزشهای یک شرکت را گزارش می کند، به دلیل به کارگیری بعضی ابزار، تغییراتی را موجب شده و شاید از این بابت باید مکانیسم های دیگری را حاکم کنیم که بورس بتواند ارزیابی درستی را از ارزش شرکتها در تناسب با یکدیگر ارائه کند.

نکته دیگر این است که حدود ۸۲ درصد از کل بازار ما متعلق به ۵ گروه صنعتی است. در حال حاضر در پذیرش شرکتها آن تناسبی که عرض کردم بین انعکاس صنایع کشور و آنچه که بورس در آن حضور دارد وجود ندارد. مثلاً برای گروهی که اخیراً به ایران آمده بودند پذیرفته نبود که کشور ما را در یکی از گروههای مطرح در بازار پیشتاز بدانند و اگر بخواهند سرمایه گذاری هم بکنند، چنین فرصتها را جستجو نمی کنند. به عبارت دیگر بورس باید بتواند آینه ای از آنچه که صنعت کشور شهرت دارد، باشد.

بحث دیگر شاخص هایی است که بورس را با آنها می سنجند. اینکه شرکتی در طول سال چقدر مورد معامله قرار می گیرد، حجم معاملات آن چگونه است و چقدر گردش دارد شاخص، بیانگر این موضوع نیست.

### حجم بازار

نمونه دیگری از این بحث، حجم بازار است. در شرایط فعلی بخش بزرگی از بازار را گروه واسطه گری مالی به خودش اختصاص می دهد که ۳۵ درصد کل بازار است. در زیرمجموعه این گروه، شرکتهایی



دهد. حالا تصویری که همه انتظار دارند این است که یک بخش اطلاعات مربوط به شرکتهاست و بخش دیگری، اطلاعات تحلیلیگران است.

نکته دیگر اینکه همه به این نتیجه رسیدند که تولید در سردارد. همه می گویند کنار کار تولید، تجارت هم بگذارید. حالا آنکه سستی فکر می کند کار واردات انجام می دهد و آنکه مدرن است دنبال کار پرتفوی می رود. ما حسابرسها وقتی گزارشمان را می دهیم وقتی که بخش عمده درآمد غیر عملیات است تاکید مطلب می کنیم. مثلاً در فلان کارخانه ۲۰ درصد سود مربوط به تولید و ۸۰ درصد سود متعلق سایر فعالیتهاست. این سهامدار و بازار هستند که باید به این علامتی که حسابرس داده و واقعاً هشدار دهنده است توجه کنند.

در اینجا به عنوان تاکید مطلب هشدار می دهیم که اطلاعات آن پرتفوی هم به حساب می آید. متأسفانه مُد شده است که یکی از شاخصها در ارزیابی مدیران ما این است که مدیر چقدر توانسته است سود پرتفوی در کنار کار تولید داشته باشد؟ ولی اینکه مدیر چقدر توانسته است تولید را با مهندسی مجدد و یا دانش فنی جدید بالا ببرد کاری با آن نیست. حتی پاداش مدیران هم به درصدی از سود سهام وابسته شده است و به مدیری که کار کیفی انجام داده و ارزش افزوده برای شرکت ایجاد کرده کمتر دیده شده است که پاداش تعلق گیرد.

**میرمطهری:** عرض من این بود که بخش اصلی متوجه گسترش فیزیکی بورس است و بخش دیگر راجع به ضرورت انتشار اطلاعات خام. البته لازمه انتشار اطلاعات این است که ابعاد دیگری را هم به این اطلاعات اضافه کنیم. مثلاً شرکت پیمانکاری همان طور گزارش نشوند که لیزینگ ها گزارش می شوند. البته تفکیک بین درآمدهای عملیاتی و غیر عملیاتی هم در گزارشهای بورس اتفاق می افتد.

**دکتر هُشی:** فرمهای گزارشگری در ابتدا برای صنعت تنظیم شده بود. الان یک سری شرکتها سرمایه گذاری، کار کارگزاری هم انجام می دهند، مقرراتی که برای کار گزار حاکم است برای آنها هم حاکم است؛ یعنی فرمهای گزارشگری باید صددردصد تعدیل شده و متناسب با صنعت طراحی شود.

**میرمطهری:** بحث اینکه در صورتها مالی تفکیک صورت می گیرد یک بحث است و بحث اینکه یک شرکت که حجم بالایی از پرتفوی را اداره می کند، موظف است مشابه شرکتهایی که پرتفوی را نگاه می دارد، گزارش کند، بحث دیگری است.

**دکتر ایمانی راد:** بحثهای خوبی در ارتباط با موانع و مشکلات بورس مطرح شد. مخصوصاً از دیدگاهی که آقای دکتر هُشی مطرح کردند من هم تاکید دارم. ما کشوری هستیم که تمرکز سیاسی داریم. در تمرکز سیاسی، تمرکز اقتصادی است، وقتی تمرکز اقتصادی حاکم است، بخش قابل توجهی از صنایع و فعالیتهای اقتصادی دست دولت یا در کنترل دولت است و بورس هم، چنین وضعیتی پیدا می کند. حالا سخن این است که در چنین شرایطی آیا تحولات بازار بورس کشور در حال گذار است یا اینکه به وضعیت باثباتی رسیده است؟

بورس کشورهای در حال گذار از لحاظ اقتصاد دولتی و خصوصی چنین ماهیت هایی پیدا می کند، یعنی ماهیت در حال گذار دارند و لذا ممکن است به شدت نوسانات بالایی را تجربه کنند. آیا این مساله تقویت خواهد شد یا تضعیف و نهایتاً بازار بورس به چه شکلی درخواهد آمد؟

خواهش من این است که روی این مساله تعمق کنیم. به عبارت دیگر اگر فکر می کنیم که بازار بورس در حال گذار است باید مدیریت و نحوه برخورد با بازار بورس متفاوت باشد و از نگاهی دیگر لازم است حساسیت های بازار را درک کنیم. در پایان سال ۲۰۰۳، از نظر ارزش بازار

۱۷ شرکت در بازار بورس تهران ۶۳/۶ درصد ارزش بازار را داشتند و از نظر ارزش تجاری ۴۶/۴ درصد. بنابراین آمارها نشان می دهد که وضعیت بازار بورس ما نسبت به کشورهای دیگر خیلی بد نیست.

بجای آقای دکتر هُشی مطرح کردند در ارتباط با اینکه چون شرکتها زیادی وارد بورس می شوند بنابراین شاخصها خودش را زیاد نشان می دهد. من فکر می کنم این فقط در مورد حجم معاملات صادق است، ولی در مورد شاخص خود بورس صادق نیست.

**دکتر کدخدایی:** در سالهای اخیر، حقیقتاً عواملی که به عنوان عوامل بیرون سیستمی مطرح شد در تحولات بازار بورس اثر داشتند و نمی توانیم آنها را انکار کنیم. نکته ای که می خواهم به این عوامل اضافه کنم این است که فرهنگ عمومی در جهت اقبال بیشتر به بازار سرمایه، تغییر پیدا کرده است. واقعیت این است که در تورم و تقریباً در نرخ بهره بانکها و نرخ ارز تثبیت نسبی صورت گرفته است، ولی نمی توانیم بگوییم همه این عوامل در جهت کمک به رشد اقتصاد بوده است. مثلاً بحث تثبیت نرخ ارز باعث شده است که ما امروز به ۳۳ میلیارد دلار واردات روی آوریم. من می خواهم بگویم برخلاف نظری که ارائه شد اعتقاد بنده این است که تثبیت نرخ ارز برای کشور آثار منفی در برداشته است.

### اثرات تثبیت نرخ ارز

ما موفق نشدیم دو اثر عمده در بحث تثبیت نرخ ارز را پیدا کنیم. یکی ورود سرمایه گذاری های پولی خارجی است که وقتی کالبدشکافی شود بخش عمده ای از رقم ۵ میلیارد دلار مربوط به کانال های دولتی یا حتی بحث پولشویی است. علی رغم این قضیه می بینیم که آن رقم نمی تواند عدد موفقی برای اقتصاد ما باشد. چون سرمایه گذار خودش داخل کشور نیامده است، بنابراین ما راحت می توانستیم پذیرای سرمایه گذاری های مالی و پولی باشیم. اگر بررسی کنیم که چه



### دکتر کدخدایی:

فرهنگ عمومی در جهت اقبال بیشتر به بازار سرمایه، تغییر پیدا کرده است.

تثبیت نرخ ارز باعث شده است که ما امروز به ۳۳ میلیارد دلار واردات روی آوریم.

اعتقاد من این است که تثبیت نرخ ارز برای کشور، آثار منفی دربرداشته است.

بخش تحقیق و توسعه در بازار بورس باید پاسخگوی مردم باشد و با تحلیل، پاسخ آن بخشی را که نگران آینده بازار هستند بدهد.

بی شک عواملی به تقویت بازار بورس کمک کردند، ولی به معضلی در بازار بورس به نام «چاقی موضعی» دچار شدیم.

خطر شاخص گرایی خیلی جدی است و این مساله می تواند جامعه سرمایه گذار را نسبت به تغییرات حباب گونه ای که در برخی سهام اتفاق می افتد، گمراه کند.

بازار بورس رشد کرده است، ولی تضعیف عملیاتی به شدت در بازار مشاهده می شود.

بورس کمک کرده است. از جمله ما باید از مدیریت جدید بازار بورس و تلاشهای مدیریت قبلی واقعاً تشکر کنیم که بازار بورس را به این مرحله رسانده اند. مخصوصاً در مدیریت کنونی که بخش علمی هم به بازار گرایش پیدا کرده است. اگرچه متأسفانه کارهای تحقیقاتی زیادی در صحنه خود بازار نمی بینیم و آثار ملموسی از مرکز آموزش و تحقیقات در بازار دیده نمی شود. مثلاً انتظار می رود در شرایطی که به مدت یک ماه قیمتها منفی می شود، ما نشنومیم که اینها براساس شایعات صورت می گیرد. بخش تحقیق و توسعه باید در این بازار پاسخگوی مردم باشد و با تحلیل، لااقل پاسخ آن بخشی را که نگران آینده بازار هستند بدهد.

### چاقی موضعی

هیچ تردیدی نیست که عواملی به تقویت بازار بورس کمک کردند، ولی ما به معضلی در بازار بورس به نام «چاقی موضعی» دچار شدیم. البته آقایان به این نکته اشاره داشتند که مثلاً شرکتهای سرمایه گذاری ۳۵ درصد بازار بورس را تشکیل می دهند یا مثلاً ۱۷ شرکت ۶۳ درصد بازار بورس را در اختیار دارند. این مساله نشان می دهد که بورس از نظر کمی رشد داشته است. من این مساله را بارشده کمی دانشگاهها مقایسه می کنم. رشد دانشگاهها در یک دوره گذار خیلی خوب بوده است، ولی هیچگاه بررسی نکردند که چقدر این تولید نیروی انسانی قابل استفاده برای مملکت است و می تواند در تنگناهای اقتصادی مفید واقع شود.

عرض من این است که ممکن است این رشد ما را از چالشهایی که در همین دوره گذار پدید آمده غافل کند و مطمئناً کنترل یک بازار بزرگ در شرایط مشکل زا به مراتب از یک بازار کوچک بیشتر است. من ضمن مشاهده تجربه بحران بازارهای کشورهای مختلف به این نکته رسیدم که یک بازار بورس پیشرفته مانند ژاپن در سایه محدودیت قیمت توانست بازار ژاپن را از بحران ۱۹۸۷ نجات دهد.

شرکتهایی به جذب این پول اقدام کردند، آن موقع متوجه می شویم که از بابت تثبیت نرخ ارز، چندان منفعتی نبردیم.

اثر بعدی مربوط به صادرات است. ما باید صادرات را تسهیل می کردیم. الان که قیمت نفت افزایش یافته است اگر صادرات غیرنفتی ما ۵ میلیارد دلار باشد این توفیق نیست؛ یعنی ما همواره این سهم را حفظ کردیم. پس تثبیت نرخ ارز آثار مثبتی برای صادرات ما نداشته است.

بنابراین اثرات افزایش صادرات و ورود سرمایه پولی خارجی را در تثبیت نرخ ارز نمی بینیم یا کم رنگ می بینیم. به عبارت دیگر ما در یک فشار وارداتی سنگینی قرار داشتیم و این برای اقتصاد ما یک دوره عقب گرد بوده است. در واقع در عمل موج واردات برای ما رقمی را ایجاد کرده که ما دقیقاً عکس آن چیزی که از تثبیت نرخ ارز انتظار داشتیم، اتفاق افتاده است.

دکتر ایمانی راد: نکته ای که من روی آن تاکید داشتم عواملی بود که موجب رونق بازار بورس شد. من هم مثل آقای دکتر کدخدایی موافقم که ثبات نرخ ارز لطمه به اقتصاد کشور می زند و تردیدی در آن نیست، ولی رونق را در بازار بورس ایجاد کرده است.

دو بحث را باید از هم تفکیک کرد. یک بحث، اثری است که ثبات نرخ ارز روی کل اقتصاد ملی می گذارد. بحث دیگر اثری است که روی بورس می گذارد. حالا سوال این است که آیا تثبیت نرخ ارز روی بورس هم اثر منفی گذاشته است؟

دکتر کدخدایی: من با آقای دکتر ایمانی راد موافقم که تثبیت سوددهی کانال های سرمایه گذاری غیربورس از جمله ارز، به رشد بازار کمک کرده است؛ یعنی می توانیم بگوییم تثبیت نرخ ارز، از لحاظ بازار سرمایه مثبت بوده است. ولی اگر در کلان اقتصاد آن را نگاه کنیم، خواهیم دید که آثار منفی بزرگی داشته است.

نکته دیگر اینکه عرض من این است که بی شک بعضی موارد به رشد بازار

بنابراین، این رشد ما را نباید از مشکلات درون سیستمی غافل کند و ما باید به شدت با این چشمانی موضعی مبارزه کنیم. چون اگر برگردیم در یک دوره ۱۵ ساله می بینیم که مردم از سال ۱۳۶۸ در یک دوره ۵ ساله به شدت به سود؛ یعنی EPS شرکتها نظر داشتند. در ۵ سال دوم دیدند که دیگر سود جواب نمی دهد سود خیلی از شرکتها کم است ولی قیمت سهام آنها بالا رفته است. بنابراین نگرش خود را اصلاح کردند و PE را جای آن آوردند؛ یعنی از عاملی استفاده کردند که هم قیمت و هم سود را در نظر می گیرد. ولی رشد بی سابقه گروه سیمان نگرانی ایجاد کرد که حتی بعضی می گفتند به سقف رسیده است. این دوره هم دوره ۵ ساله دوم بود که گروه سیمان با آن رشد بی رویه قیمت و PE ناموزون این دوره را خاتمه داد.

### خطر شاخص گرایی

ما از اواخر دهه هفتاد به این طرف، شاهد اتکای جامعه سرمایه گذار به شاخص هستیم؛ یعنی نگاه آنها به شاخص است و این خودش خیلی خطر دارد. خطر شاخص گرایی خیلی جدی است و این مساله می تواند جامعه سرمایه گذار را نسبت به تغییرات حساب گونه ای که در برخی سهام اتفاق می افتد گمراه کند. به عبارت دیگر اغلب از بحث چاقی موضعی غافل هستند و نمی دانند که این تغییرات می تواند نتیجه معاملات بسیار محدود باشد. حتی مدیریت بازار وقتی شاخص به شدت بالا می رود دچار نگرانی می شود. بنابراین در بخشی از بازار بورس قیمت از ارزش ذاتی به شدت دور می شود و ادعا نمی کنیم که این حساب است. متأسفانه ما تحلیلهای بسیار ضعیفی را می بینیم که این امر را به نقشی مدیریتی شرکتها سرمایه گذاری ارتباط می دهند.

این خطر شاخص گرایی باعث شده است که معاملات چرخشی در مقاطعی که مردم دچار یأس می شوند به آنها امید مجدد بدهد که حضور در بازار را حفظ کنند. رشد

پایدار برای ما خیلی مهم است. صرف اینکه اتومبیل به سرعت حرکت کند، نباید برای ما دلخوش کننده باشد. در حالی که ما خیلی از عوامل را ثابت نگهداشتیم. در این محیط اقتصادی باید بورس حرکت کند. بنابراین حساسیت پذیری و مسئولیت دست اندرکاران بازار، مضاعف می شود.

در جمع بندی عرایض ما باید بگوییم، ما همه این عوامل را می توانیم بپذیریم و قبول کنیم که بازار بورس خوب حرکت می کند، ولی حتماً باید به دو نکته یا مشکل توجه داشته باشیم. یکی ترکیب مالکان کل ارزش موجود بازار. یعنی چند درصد از این سهام متعلق به بخش دولت و شبه دولتی است. در حال حاضر این عدد بالاست.

### ضرورت تقویت سیستم نظارتی

خطری که این چند روزی جرقه زده شد و خوشبختانه به دقت روی آن تاکید شد بحث از بین بردن نسل دوم است. برای مثال شرکت تولیدی خودش سهام ایجاد کرده حالا وارد بازار بورس شده و خرید و فروش سهام می کند؛ یعنی نقض غرض. از دید قانون تجارت و حسابرس و سلامت بازار این مساله اهمیت دارد.

سوال این است که آیا روش جدید که حجم مبنا را ملاک قرار داده و الگوی معاملات و تغییر قیمت را در بازار عوض کرده، یکی از عوامل مسبب این تحول نبوده است؟

بنابراین شرکتها سرمایه گذاری نمی آیند یک تنه در بازار قیمت را حرکت دهند، بلکه از باب یک کار جمعی سرمایه ها را روی هم می ریزند و وارد بازار می شوند و این است که ما مشاهده می کنیم که شرکتها صنعتی و تولیدی به انحراف می روند و به بازار می آیند. به عبارت دیگر بخش غیرمالی شرکتها وارد بخش مالی می شود. این الان مشکلی است که اتفاق می افتد و کار تخصصی شرکتها سرمایه گذاری را زیر سوال می برد.

مشکل دیگر اینکه، برخی شرکتها به این نتیجه رسیدند که مدیریت قیمت سهام داشته باشند. یعنی ورود آنها به بازار و

تشکیل پرتفولیو یکی از اهدافی است که دنبال می کنند. به این ترتیب این شرکتها قیمت سهم خودشان را کنترل می کنند و اجازه نمی دهند که سهمشان از قیمت خاصی پایین بیاید.

**در مجموع باید بگوییم بازار بورس رشد کرده است، ولی تضعیف عملیاتی به شدت در بازار مشاهده می شود.** لذا آن قواره و چارچوب هایی که در دوره گذشته طراحی و برنامه ریزی شده بود، الان تلطیف شده است. به نظر من با نگاه توسعه گرایانه مجموعه اقتصادی دولت و مدیریت بازار، این امر هدایت شده است. برای مثال وقتی به هیات مدیره بورس و جامعه کارگزاران و کارکنان بازار بورس اجازه داده می شود که میزان معاملات خودشان را به صورت مشروط و محدود پانصد برابر کنند، یعنی ۲۵ میلیون خرید در بازار داشته باشند، این نگاه توسعه گرایانه و ارزشمند است. ولی ما باید توجه داشته باشیم که آثار منفی این مساله بر بازار چقدر می تواند باشد.

این مساله تقویت سیستم نظارتی بازار را می طلبد. ما نمی توانیم بازار را با محدود کردن رشد بدهیم. ولی آزادسازی که آقای دکتر هُشی اشاره کردند دقیقاً باید کنترل شود که آیا ما همچنان بر یک محور سالم و مطمئن بازار حرکت می کنیم، یا اینکه خلط عملیات صورت می گیرد و ممکن است در آینده بازار را تهدید کند.

**دکتر ایمانی راد:** من فکر می کنم در مورد بحث اول (تحولات بازار بورس) جمع بندی خیلی خوبی صورت گرفت و به درستی به عوامل بیرونی و درونی موثر بر بازار بورس متناسب با وقت جلسه اشاره شد. علاوه بر این، بعضی دوستان به پاره ای موانع هم اشاراتی داشتند.

در بخش دوم و پایانی میزگرد که در شماره بعدی به اطلاع شما خواهد رسید، مخاطبان تدبیر با برخی دیگر از چالشهای تحولات بازار بورس و چشم انداز آینده این بازار آشنا خواهند شد. □



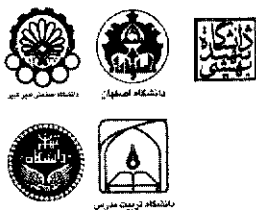
# دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت 2nd International Management Conference



دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف با همکاری دانشکده‌های مدیریت دانشگاه‌های سراسر کشور برگزار می‌کند:

۱ لغایت ۳ دی ماه ۱۳۸۳ - تهران

< دبیر کنفرانس، دکتر علینقی مشایخی  
< دبیر علمی کنفرانس، دکتر محسن جهانگیریان



### اهداف

< ارائه دستاوردهای پژوهشی در زمینه مدیریت و تبادل دیدگاه‌ها  
< معرفی آخرین دستاوردها و فنون مدیریتی در سطح سازمان‌های برتر جهان  
< تبادل تجارب پیرامون دستاوردهای مدیریت در سازمان‌ها

### محورهای تخصصی

< کیفیت، ایمنی و بهره‌وری - دبیر محور: دکتر محمدرضا عباسی (جامعه کیفیت ایران)  
< رهبری و مدیریت تحول - دبیر محور: دکتر امیر البدوی (دانشگاه تربیت مدرس)  
< تولید، عملیات و فرآیند - دبیر محور: دکتر محمدرضا اکبری جوکار (دانشگاه صنعتی شریف)  
< مالی و بودجه ریزی - دبیر محور: دکتر غلامرضا اسلامی (دانشگاه تهران)  
< سیستمها و فناوری اطلاعات - دبیر محور: دکتر مهدی جمشیدیان (دانشگاه اصفهان)  
< استراتژی و رقابت - دبیر محور: دکتر کاوه محمد سیروس (دانشگاه صنعتی امیر کبیر)  
< منابع انسانی و رفتار سازمانی - دبیر محور: دکتر فریبا لطیفی (دانشگاه الزهراء)  
< ساختار و سازمان - دبیر محور: دکتر ابوالحسن فقیهی (انجمن علوم مدیریت)  
< مدیریت تکنولوژی و تحقیق و توسعه - دبیر محور: دکتر جعفر باقری نژاد (انجمن مدیریت تکنولوژی)  
< بازار یابی و مدیریت بازار - دبیر محور: دکتر احمد روستا (دانشگاه شهید بهشتی)  
< مدیریت عمومی - دبیر محور: دکتر حسین رحمان سرشت (دانشگاه علامه طباطبائی)



### شهریه ثبت نام (ریال)

نوع حضور	تا ۸۳/۸/۳۰	بعد از ۸۳/۸/۳۰
شرکت کنندگان آزاد <	۹۰۰/۰۰۰	۱/۰۰۰/۰۰۰
اعضای هیات علمی <	۶۵۰/۰۰۰	۱/۰۰۰/۰۰۰
دانشجویان (۲۰ نفر) <	۳۰۰/۰۰۰	۱/۰۰۰/۰۰۰

### فرم ثبت نام در کنفرانس

به همراه برگزاری نمایشگاه تخصصی

نام و نام خانوادگی: .....  
 نام دانشگاه: .....  
 نام شرکت: ..... سمت: .....  
 پست الکترونیکی: .....  
 نشانی دقیق پستی: .....  
 تلفن: .....  
 آخرین مدرک تحصیلی: .....  
 صندوق پستی: .....



دبیر خانه کنفرانس:

مجری کنفرانس:

گروه پژوهشی صنعتی آریانا

شرکت کنندگان می‌بایست وجوه ثبت را به شماره حساب ۷۲۷/۶۵ به نام تمرکز اختصاصی درآمدهای دانشگاه صنعتی شریف نزد بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران واریز نموده و اصل فیش و فرم ثبت نام را به دبیر خانه کنفرانس ارسال نمایند. جهت کسب اطلاعات بیشتر می‌توانید به وب سایت کنفرانس ([www.irimc.com](http://www.irimc.com)) مراجعه فرمایید. تلفن دبیر خانه: ۷۵۰۲۵۲۰ شماره: ۷۵۳۲۶۴۰



[www.irimc.com](http://www.irimc.com) [irimc@sharif.edu](mailto:irimc@sharif.edu)