

هم سنجی بازار سرمایه ایران با کشورهای جهان

■ بازار سرمایه، چهره ما کنار چهره دیگران

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
دفتر بررسی‌های اقتصادی
پرتال جامع علوم انسانی

پیش‌نوشتار

امروزه در ایجاد یا توسعه فعالیت‌های یک واحد صنعتی، بازرگانی و یا مالی لازم است عوامل و امکانات پراکنده به نحوی جذب شوند تا در جهت ایجاد یا تقویت آن واحد مورد استفاده قرار گیرند. یکی از این عوامل، سرمایه است که باید به شریان واحدهای

فعال تزریق شود تا دستمایه لازم برای تداوم و توسعه آنها فراهم آید.

با توجه به این که بازار سرمایه، منبع تأمین مالی بلند مدت محسوب می‌شود، به سادگی می‌توان نتیجه گرفت که عدم وجود یک بازار سرمایه جامع و کارآ و کمبود منابع مالی، یکی از مهمترین مشکلات در راه

توسعه اقتصادی به ویژه صنایع کشور است. بنابراین، شناخت ویژگی های بازار سرمایه ایران و برطرف نمودن تنگناهای آن از اهمیت ویژه ای برخوردار است که تلاش و پژوهش گسترده ای را می طلبد.

۱- بازار سرمایه

بازار، در اقتصاد و بازرگانی امروز به معنی مرکزیت یا تجمع اشخاص حقیقی یا حقوقی است که احتیاجات یا خواسته های مشترک، وسیله مبادله مشترک (پول) و قدرت اجرایی و عملیاتی مشترک دارند.^۱ به هر مکان یا نظامی که بتواند نیازهای واحدهای تجاری و مقامات دولتی را در مورد وام های درازمدت و میان مدت برآورده کند، «بازار سرمایه» اطلاق می شود.^۲ بنابراین بازار سرمایه، منبع اصلی تأمین مالی بلند مدت است. ابزارهای تأمین مالی از قبیل سهام، سهام ممتاز، اوراق قرضه و اوراق تبدیل پذیر، از ابزارهای بازار سرمایه ای جامع محسوب می شوند. به طور طبیعی تنها یک بازار سرمایه مطلوب می تواند در رشد اقتصادی مؤثر واقع شود و از مهم ترین خصوصیات یک بازار سرمایه مطلوب آن است که:

- ۱- اجازه دهد انتقال ثروت بین زمان های مختلف و بین افراد (حقیقی و حقوقی) مختلف به سهولت و با حداقل هزینه های مبادلاتی، انجام گیرد.
- ۲- ارزش دارایی های سرمایه ای^۳ و

بازده های حاصله منحرف نباشند؛ زیرا انحراف قیمت ها یا بازده موجب تغییر ترکیب سبد دارایی های مالی^۴ می شود و به دلیل تخصیص منابع به صورت نامطلوب، از خصوصیات یک بازار سرمایه کارآمد می کاهد. به همین دلیل بازار سرمایه باید حاوی دو ضیف گسترده، یکی برای پس اندازها و تزریق صنایع مالی و دیگری برای سرمایه گذاری ها و تأمین منابع مالی (مردم، بنگاه ها و دولت) باشد و بازده ها و هزینه های سرمایه، با توجه به خطر پذیری موجود را در خود داشته باشد.

۳- ابزارهایی را برای بهینه سازی مدیریت مالی داشته باشد.

۴- تجمع و تخصیص منابع مالی را میسر کند. این خصوصیت باید شامل جمع آوری منابع مالی و سرمایه های بزرگ و کوچک نیز بشود و به اصطلاح در آن تقسیم سرمایه حکم فرما باشد.

۵- اطلاعات کامل در دسترس همه شرکت کنندگان قرار گیرد و به خصوص از سوء استفاده از اطلاعات خصوصی یا محرمانه که باعث از همپاشی بازار سرمایه خواهد شد، جلوگیری شود. به عبارت دیگر، قیمت، دارایی ها باید به طور

۱. ریمون بار، اقتصاد سیاسی، ترجمه منوچهر فردینک، (تهران، سروش، ۱۳۶۷).

۲. فیروزه خلعت بری، مجموعه مفاهیم پولی و بانکی و بین المللی، (تهران، شباویز، ۱۳۷۱).

3. Capital Asset Prices

4. Portfolio Rearrangement

کامل اطلاعات کنونی را منعکس کند.

۶- در نهاد و بازارهای سرمایه، رقابت (کامل) وجود داشته باشد و هیچ یک از شرکت‌کنندگان در بازار قدرت تعیین قیمت (یابازده) رانداشته باشند. به عبارت دیگر، همه باید قیمت پذیر باشند.

۷- از حداقل خطرپذیری سیستماتیک، برخوردار باشد. برخی از این خطرپذیری‌ها را می‌توان به انواع سیاسی و حقوقی تقسیم کرد که برخلاف خطرپذیری غیرسیستماتیک، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند آنها را پخش کنند.

۱-۱- روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه

مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه عبارت‌اند از:

الف - حضور در بازارهای مشکل بورس اوراق بهادار داخلی؛

ب - معامله اوراق بهادار از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری؛

ج - دریافت وام‌های بلند مدت از شبکه بانکی (بانک‌های تجاری) که در

بازارهای توسعه یافته کم‌تر رایج است؛

د - حضور در بازارهای سرمایه و اوراق بهادار خارجی؛

ه - دریافت وام از دولت‌ها و سازمان‌های جهانی (یا با مشارکت آنها)؛

و - جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی.

۱-۲- نهادهای عمده فعال در بازار سرمایه بانک‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های

بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، بورس، خزانه دولت (در مورد اوراق قرضه بلند مدت) و بورس‌های بین‌المللی که گاهی اوراق سهام شرکت‌های سایر کشورها را نیز پذیره نویسی می‌کنند، نهادهای عمده فعال در بازار سرمایه‌اند. ابزارهای بلند مدت سرمایه را می‌توان در یک تقسیم بندی اولیه به سه دسته تقسیم کرد: سهام، سهام ممتاز و اوراق قرضه.

۲- بازار پول

مشارکت‌کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهایی با مازاد نقدینگی هستند که عموماً به صورت پس‌انداز کننده یا از طریق غیر مستقیم، سپرده‌های بانکی یا اوراق کوتاه مدت را با سررسیدهای کوتاه مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی که اکثراً تولیدی هستند می‌گذارند.

۱-۲- خصوصیات بازار پول

مهم‌ترین خصوصیات بازار پول عبارت‌اند از:

الف - درجه اطمینان در بازپرداخت اصل و بهره بسیار زیاد است.

ب - سرعت مبادلات بسیار زیاد است.

ج - برخلاف بازار سهام، بازار پول در محل معینی تشکیل نمی‌شود.

د - معمولاً بانک‌های مرکزی با به کار گرفتن حربه‌ای معروف به عملیات بازار آزاد برای کنترل حجم پول در این بازار دخالت می‌کنند.

ه - شناخته شده‌ترین مرکز بازار پول، سیستم بانکی است. به عبارت دیگر،

پذیرش برات‌هایی به وجود می‌آیند که در مقابل سپرده‌های بانکی در مراودات بین‌المللی با تاریخ معین صادر شده‌اند. با قبول برات، عملاً بانک مورد نظر، پرداخت آن راضمانت می‌کند و این اوراق می‌توانند در بازار پول معامله شوند. سرسید این حواله‌ها غالباً تا ۱۸۰ روز است.

۳- اهمیت بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول

برای مقایسه بازار پول و سرمایه، مقادیر ارزش اوراق انتشار یافته در این بازارها در

جدول ۱- ابزارهای بازار پول ایالات متحده امریکا در سال ۱۹۹۰

(میلیارد دلار)

میزان	ابزارهای بازار پول
۶۰۰	اوراق کوتاه مدت دولت مرکزی
۵۵۰	اوراق تجاری
۴۰۰	گواهی سپرده سیستم بانکی
۳۰	گواهی پذیرش بانکی
۱۵۸۰	جمع

مأخذ: Federal Reserve Bank Board of Governors, Annual Report 1992

۱. از استقراض کنتراکت اصلی در بازار پول، به خصوص با انتشار اوراق خزانه کوتاه مدت.

۲. مداخله کننده در بازار پول برای اعمال سیاست‌های پولی و تثبیت سیستم کلان کشور.

۳. اسناد خزانه در سه نوع سرسید منتشر می‌شود: زیر یک سال، بین یک تا پنج سال و بیش از پنج تا ۳۰ سال. اوراق زیر یک سال، ابزار بازار پول و مابقی، ابزار بازار سرمایه محسوب می‌شوند.

بانک‌ها نهادهای اصلی بازار پول به شمار می‌روند.

۲-۲- نهادهای عمده فعال در بازار پول

مهم‌ترین نهادهای بازار پول عبارت‌اند از:

الف - بانک‌های تجاری؛

ب - بانک‌های تخصصی؛

ج - مؤسسات اعتباری غیر بانکی؛

د- شرکت‌های مالی وابسته به تولید کنندگان

کالاهای با دوام صنعتی؛

هـ- بانک‌های بین‌المللی؛

و- خزانه‌داری / دارایی؛

ز- بانک مرکزی.^۲

۲-۳- ابزار عمده بازار پول

چهار نوع ابزار پولی در بازارهای شناخته شده پولی جهان عمومیت دارند:

الف - اوراق تجاری: اسنادی که شرکت‌ها برای اخذ تسهیلات از بازار پول برای کوتاه مدت صادر می‌کنند.

ب - گواهی سپرده: از طرف بانک‌ها یا سایر نهادهای مالی صادر می‌شود و تأیید می‌کند که بعد از مدت مشخص و ثابت، مبلغ معینی همراه با بهره متعلقه پرداخت خواهد شد. میزان بهره این اوراق سپرده از سپرده‌های عادی کمتر است.

ج - اوراق خزانه کوتاه مدت: اسناد خزانه با سرسید زیر یک سال را شامل می‌گردد.^۳

د - گواهی پذیرش بانکی: بازارهای پول در کنار اوراق تجاری، به معاملات پذیرش بانکی مبادرت می‌کنند. این اوراق با

جدول ۲- ابزارهای بازار سرمایه
ایالات متحده آمریکا در سال ۱۹۹۰

(میلیارد دلار)

میزان	ابزارهای بازار سرمایه
۴۶۰۰	سهام
۳۳۰۰	اوراق ساختمان‌های مسکونی
۳۰۰۰	اوراق بلند مدت دولت مرکزی
۱۸۰۰	اوراق قرضه شرکت‌ها
۹۰۰	اوراق قرضه استان‌ها و شهرداری‌ها
۸۰۰	اوراق ساختمان‌های صنعتی کشاورزی
۱۴۴۰۰	جمع

مأخذ: Federal Reserve Bank Board of Governors, Annual Report 1992

در واقع، حرکت منابع جدید به سوی بورس در مقایسه با سیستم بانکی قابل اغماض است. به طوری که حجم منابع مالی که در سال ۱۳۷۱ به سوی بورس حرکت نموده، تنها حدود سه درصد منابع مالی جریان یافته به سوی بانک‌ها بوده است. علل چنین امری را می‌توان در عوامل و کاستی‌های بسیاری، از جمله موانع قانونی (چون عدم امکان انتشار سهام جدید به قیمت بازار)، عدم تنوع اوراق بهادار و سایر مسائل بنیادی مرتبط با بازار بورس جستجو کرد.

۴- بورس و سازوکار اوراق بهادار در کشورهای پیشرفته صنعتی

کشورهای پیشرفته کنونی که از دیرباز در مسیر رشد و توسعه اقتصادی گام نهاده‌اند، همواره به سرمایه، انباشت سرمایه، تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص آن در فرایند توسعه، اهمیت زیادی می‌داده‌اند. از جمله اقدامات کشورهای توسعه یافته کنونی برای دستیابی به رشد اقتصادی، تجهیز بازار متشکل سرمایه و بهبود روزافزون وضعیت بازار بورس اوراق بهادار طی چند دهه بوده است.

از مهم‌ترین ویژگی‌های بازار بورس پیشرفته این است که انواع اوراق بهادار در آن مبادله می‌شود. هر چند مهم‌ترین اوراق بهادار مورد معامله، سهام و اوراق قرضه است، ولی اوراق بهادار دیگری که مربوط به بدهی یا تأمین مالی شرکت‌هاست نیز در بازار بورس این قسایل کشورها معامله می‌شود. در اینجا برای ارزیابی مقایسه‌ای

جدول ۱ و ۲ برای بازار متشکلی مانند ایالات متحده آمریکا در سال ۱۹۹۰ نمایش داده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود در یک کشور صنعتی، ارزش بازار سرمایه (بلند مدت) حدود ۱۰ برابر ارزش بازار پول است.

جدول ۳- میزان پس اندازها و جریان منابع مالی جدید به سوی بورس و بانک‌ها در سال ۱۳۷۱ (میلیارد ریال)

عنوان	میزان
بانک‌ها	۶۴۵۸۲
بورس	۱۹۳۱

مأخذ: بهمن آرسان، اداره مطالعات و بررسی‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بهمن ۱۳۷۳

حال آن که بازار سرمایه ایران همچنان به طور چشمگیری متأثر از سیستم بانکی است

با ارزش روز سهام معادل ۶/۲ میلیارد پوند (حدود ۱۰ میلیارد دلار) در صدر جدول قرار دارد. البته هرچند سایر کشورها رقم محدودتری را به خود اختصاص داده‌اند، ولی با در نظر گرفتن ابعاد اقتصاد داخلی و همچنین روابط بین‌المللی، بورس جایگاه ویژه‌ای در بازار سرمایه این کشورها و نقش غیرقابل جایگزینی در تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی دارد.

۵- مقایسه بازار بورس در برخی از کشورهای در حال توسعه

۵-۱- تعداد شرکت‌های عضو بورس

به طور کلی در کشورهای در حال توسعه، تعداد شرکت‌های عضو بورس همواره روند افزایشی داشته است. طی دهه ۱۹۹۲-۱۹۸۳، سالانه بر تعداد شرکت‌های عضو بورس در کشورهای پاکستان، مالزی، تایوان و کره جنوبی افزوده شده است. برای مثال، تعداد شرکت‌های سهامی عام در بورس کراچی پاکستان، کوالالمپور مالزی، تایوان و کره جنوبی به ترتیب از ۳۲۷، ۲۷۱، ۱۱۹، ۳۲۸ شرکت در سال ۱۹۸۳ به ۶۲۵، ۳۲۹، ۲۵۶، ۶۸۸ شرکت در سال ۱۹۹۲ رسیده است.^۱ این روند نشان دهنده حرکت رو به افزایش مشارکت شرکت‌های سهامی عام در بازار متشکل سرمایه و حاکی از روند

بازار بورس برخی کشورهای پیشرفته و کشورهای در حال توسعه از دو شاخص زیر استفاده می‌کنیم.

۱- تعداد شرکت‌های عضو بورس؛

۲- کل ارزش جاری سهام.

۴-۱- مقایسه بورس در برخی از کشورهای پیشرفته

الف - تعداد شرکت‌های عضو بورس: تعداد

شرکت‌های عضو بورس در کشورهای

آلمان، ژاپن، انگلستان و ایتالیا، به ترتیب

از ۴۴۲، ۱۴۴۱، ۲۲۹۵، ۱۳۸ شرکت در

سال ۱۹۸۳ به ۶۶۵، ۱۶۵۱، ۱۸۷۸، ۲۲۸

در سال ۱۹۹۲ رسیده است جز

انگلستان، در مورد سایر کشورها

روندی افزایشی را نشان می‌دهد. از

طرف دیگر در کشورهای آلمان، ژاپن و

انگلستان، روند فزاینده عضویت

شرکت‌های خارجی طی دهه مورد

بررسی مشهود است (جدول ۴).

ب - کل ارزش جاری سهام: این شاخص از

مجموع حاصل ضرب تعداد سهام

منتشره شرکت‌های عضو بورس در

قیمت‌های جاری آنها به دست می‌آید.

هر چه تعداد سهام منتشره یا قیمت‌های

جاری سهام بیشتر باشد، کل ارزش

جاری سهام بیشتر خواهد بود. این

شاخص در مورد سه کشور ژاپن،

انگلستان، و امریکا در جدول ۵ نشان

داده شده است.

کشور انگلستان با پذیرفتن شرکت‌هایی

۱. فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (F.I.B.V).

جدول ۴- روند افزایش تعداد شرکت‌های عضو بورس در برخی از کشورهای توسعه یافته (۱۹۸۳-۱۹۹۲)

(عدد)

کشور	۱۹۸۳	۱۹۸۴	۱۹۸۵	۱۹۸۶	۱۹۸۷	۱۹۸۸	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲
آلمان	شرکت‌های داخلی	۴۴۲	۴۴۹	۴۵۱	۴۶۷	۵۷۴	۶۰۹	۶۲۸	۶۴۹	۶۶۵
	شرکت‌های خارجی	—	—	—	—	—	—	—	۵۷۸	۵۹۴
ژاپن	شرکت‌های داخلی	۱۴۴۱	۱۴۴۴	۱۴۷۶	۱۴۹۹	۱۵۳۲	۱۵۷۱	۱۵۹۷	۱۶۲۷	۱۶۴۱
	شرکت‌های خارجی	۱۱	۱۱	۲۱	۵۲	۸۸	۱۱۲	۱۱۹	۱۲۵	۱۲۵
انگلستان	شرکت‌های داخلی	۲۲۹۵	۲۲۴۸	۲۱۸۸	۲۱۷۳	۲۱۳۵	۲۰۵۴	۲۰۱۵	۲۰۰۶	۱۹۱۵
	شرکت‌های خارجی	۴۳۷	۵۰۵	۵۰۰	۵۱۲	۵۲۳	۵۲۶	۵۴۴	۵۵۳	۵۴۱
ایتالیا	شرکت‌های داخلی	۱۳۸	۱۴۳	۱۴۷	۱۸۴	۲۰۴	۲۱۱	۲۱۷	۲۲۰	۳۴۸
	شرکت‌های خارجی	—	—	—	—	—	—	—	—	—

منبع: فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (F.I.B.V). Statistical Report - ۱۹۹۲ - ۱۹۹۳

جدول ۵- کل ارزش سهام جاری شرکت‌های عضو بورس در برخی از کشورهای توسعه یافته (۱۹۸۳-۱۹۹۲)

کشور	سال	۱۹۸۳	۱۹۸۴	۱۹۸۵	۱۹۸۶	۱۹۸۷	۱۹۸۸	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲
ژاپن		۱۲۶۷۴۵	۱۶۱۸۱۱	۱۹۰۱۲۶	۲۸۵۴۷۱	۳۳۶۷۰۶	۴۷۶۸۴۹	۶۱۱۱۵۱	۳۷۹۲۳۱	۳۷۷۹۲۴	۲۸۹۴۸۳
انگلستان		۱۵۶۸	۲۰۵۶۱	۲۴۶۵/۱	۳۲۴۰۶	۳۶۶۴۰۴	۳۹۸۴۰۹	۵۱۴۸۰۵	۴۵۰۵۰۴	۵۳۶۳	۶۲۴۳۰۹
آلمان		۲۲۵۷	۲۴۶۰۷	۴۳۸/۸	۴۸۰/۲	۳۴۵/۵	۴۴۶/۶	۶۲۰	۵۶۱/۳	۵۹۶/۵	۵۶۱/۹

* برآورد به میلیارد دلار بر حسب پول ملی هر کشور است.

منبع: فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (F.I.B.V). Statistical Report - ۱۹۹۲ - ۱۹۹۳

عملکرد بازار سرمایه پذیرفتنی به نظر می‌رسد. یکی از دلایل مهم و اصلی ایجاد بورس، جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک و تخصیص آنها به فعالیت‌های بزرگ تولیدی و تأمین نیازهای مالی شرکت‌ها از طریق فروش سهام و ایجاد مشارکت عمومی در امور تولیدی است. از طرف دیگر، تاریخ معاصر جوامع و کشورهای صنعتی شده جدید نشان دهنده آن است که بدون تردید، بازار اوراق بهادار می‌تواند نقش پر اهمیتی برای دسترسی به کمیت و کیفیت مطلوب سرمایه و در نهایت دستیابی به افزایش تولید و رشد اقتصادی داشته باشد.

در ایران در این زمینه، از ابزارهای نوین مالی استفاده مناسبی نشده است؛ چرا که سرمایه‌گذاری همیشه متأثر از درآمدهای نفتی بوده است. در صورتی که در سایر کشورها و به ویژه کشورهای تازه صنعتی شده جنوب شرقی آسیا، به شدت از ابزارهای دیگر تأمین مالی استفاده می‌شود که عمدتاً در سازوکار اوراق بهادار تمرکز یافته‌اند. در جمهوری اسلامی ایران، این امر پدیده تقریباً ناشناخته‌ای است که به شدت بر تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری‌های جدید تأثیر منفی گذاشته است. به طوری که سهم سازوکار اوراق بهادار در تشکیل سرمایه ملی به یک درصد هم نرسیده است و این امر بازار سرمایه را با کمبودی اساسی مواجه کرده است.

با این وجود، طی چند سال اخیر به رغم

رو به رشد مالی سرمایه‌گذاری و توسعه فعالیت بنگاه‌های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه است.

۲-۵- کل ارزش جاری سهام

این شاخص در مورد پنج کشور پاکستان، آرژانتین، مالزی، تایوان و کره جنوبی در جدول ۶ نشان داده شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، کل ارزش جاری سهام تمام کشورهای ذکر شده در جدول ۵، در خلال سال‌های ۱۹۹۳ - ۱۹۸۳ روند افزایشی داشته است.

جدول ۶- کل ارزش جاری سهام شرکت‌های عضو بورس در برخی از کشورهای در حال توسعه

کشور	سال	۱۹۸۳	۱۹۹۳
پاکستان		۱۷۴۴۵/۸	۱۹۸۹۳۵/۳
آرژانتین		۱۳۸۱/۱	۱۹۶۱/۴
مالزی		۱۶/۳	۳/۲
تایوان		۳۰۵۹۵۶	۲۵۴۵۵۰۸
کره جنوبی		۳/۴۵۰	۸۴/۷۱۲

* ارقام به میلیون و بر حسب پول ملی هر کشور است، به جز آمار مالزی که بر حسب میلیارد می‌باشد.
 مأخذ: فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (F.I.B.V), Statistical Report, ۱۹۹۳-۱۹۹۲.

۶- وضعیت بازار سرمایه در ایران

وضعیت و عملکرد بازار سهام و بورس اوراق بهادار به عنوان نماینده وضعیت و

ثانیاً در ابتدا، نحوه قیمت‌گذاری سهام در شروع فرایند خصوصی‌سازی در این بازار به دلیل استفاده از امتیازها و سوبسیدهای متفاوت بسیار نازل بود و در نتیجه، ارزش تعیین شده (اسمی) و ارزش واقعی فاصله بسیار زیادی داشتند. این امر موجب عایدی سرمایه^۱ زیادی برای خریداران اولیه شد که خود انگیزه‌ای بسیار قوی برای تقاضای سهام ایجاد کرد، اما با گذشت زمان و دست به دست شدن سهام، به تدریج این فاصله پر شد و در حال حاضر در بسیاری از موارد، تنها عملکرد بنگاه‌هاست که بر افزایش قیمت سهام و ایجاد عایدی سرمایه تأثیر می‌گذارد.

بنابراین، برای ارائه تصویری دقیق و روشن از بازار سرمایه، ابتدا ساختار بازار سرمایه در ایران بررسی می‌شود، سپس مقایسه عملکرد بازار سرمایه هر کشور با متغیرهای کلان اقتصادی مد نظر قرار می‌گیرد و به دنبال آن، بورس تهران در مقایسه با سایر بورس‌های جهان در سال ۱۹۹۵ ارزیابی می‌شود.

۶-۱- ساختار بازار سرمایه ایران

الف - بازار سرمایه ایران از لحاظ شناسایی قانونی و رسمی، منحصر به بورس اوراق بهادار تهران است که در حال حاضر در آن فقط یک نوع اوراق بهادار یعنی سهام با نام شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس، معامله می‌شود. این بازار، طبق قانون مورخ ۱۳۴۵/۲/۲۷ تشکیل شد و از آن زمان تاکنون هیچ

ایجاد زمینه سرمایه‌گذاری خصوصی و تشویق بخش خصوصی، بورس تهران با نوسانات زیادی مواجه بوده است. در صورتی که بورس تهران را به صورت مطلق و به عنوان نماینده بازار سرمایه بررسی کنیم. طی چند سال اخیر رشد چشمگیری داشته است، ولی آیا می‌توان چنین استنباط کرد که رشد چشمگیر فعالیت‌های بازار بورس در چند سال اخیر، نشان دهنده موفقیت و عملکرد صحیح بازار بورس (بازار سرمایه) بوده است؟ پاسخ این سؤال احتیاج به کمی دقت دارد؛ زیرا اولاً عمده متقاضیان سهام، سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت بوده‌اند. به عبارت دیگر، عمده نقل و انتقالات به بخش‌های دولتی صورت گرفته است و بخش خصوصی مشارکت نسبتاً کمی در این بازار داشته است. برای مثال پنج شرکت فرش پارس، کارتن پارس، پارس پامچال، تولیدی کف و لامیران را که پس از واگذاری، اعضای هیئت مدیره و مدیران عامل آنها به کلی تغییر کرده‌اند، انتخاب و صورت جلسه مجامع عمومی عادی به طور فوق‌العاده آنها را که برای تعیین هیئت مدیره جدید در سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ تشکیل شده‌اند، بررسی کرده‌اند. بررسی صورت جلسه این مجامع نشان می‌دهد که عمدتاً سهامداران اصلی به ویژه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها در این مجامع شرکت کرده‌اند و با حق رأی خود، نمایندگان‌شان را در هیئت مدیره این شرکت‌ها انتخاب کرده‌اند. جزئیات این مسئله در جدول ۷ منعکس شده است.

جدول ۷- بررسی مجامع عمومی عادی به طور فوق العاده پنج شرکت نمونه

نام شرکت و تاریخ برگزاری مجمع	سهامداران حاضر در جلسه	نتایج مجمع (هیئت مدیره انتخابی)
فرش پارس ۱۳۷۲/۶/۱۰	شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی و شرکت سرمایه گذاری بانک ملی ایران ۵۴ درصد، سازمان صنایع ملی ایران ۱۷/۷ درصد، بنیاد مستضعفان و جانبازان ۴/۷ درصد، شرکت سرمایه گذاری ملی ایران ۲/۷ درصد.	نماینده شرکت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی ایران، نماینده شرکت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده شرکت ملی بازرگانی تدارکات، نماینده سازمان صنایع ملی ایران.
کارتن پارس ۱۳۷۲/۶/۲۲	شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی ایران ۹/۹ درصد، شرکت سرمایه گذاری ملی ایران ۲۷/۵ درصد، بانک ملی ایران ۲۰/۳ درصد.	نماینده شرکت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده شرکت مدیریت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده شرکت مالی بازرگانی تدارکات، نماینده شرکت ملی شیمی کشاورزی، نماینده شرکت تولیدی و صنعتی مدار.
کف ۱۳۷۳/۵/۴	سازمان اقتصادی کوثر ۲۸/۴ درصد، شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی ایران ۱۷/۵ درصد، بانک ملی ایران ۴/۵ درصد، شرکت سرمایه گذاری بانک سپه ۵/۱ درصد، سرمایه گذاری ملی ایران ۹ درصد، شورای اسلامی کارکنان شرکت ۱۷ درصد، سرمایه گذاری سازمان صنایع ملی ایران ۱/۸ درصد، سایر ۱۲/۲ درصد.	دو نماینده از سازمان اقتصادی کوثر، نماینده بانک ملی ایران، نماینده شرکت مدیریت سرمایه گذاری ملی ایران، «محمد سناذریه» (نماینده شورای اسلامی کارکنان شرکت).
لامیران ۱۳۷۳/۱۰/۲۴	شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی ایران ۲۱/۷ درصد، سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی ۱۶/۳ درصد، شرکت سرمایه گذاری ملی ایران ۷ درصد، سایر سهامداران ۴۱/۵ درصد.	نماینده شرکت مدیریت سرمایه گذاری بانک ملی ایران، نماینده شرکت مدیریت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی، نماینده شرکت سرمایه گذاری ملی ایران، نماینده شرکت سرمایه گذاری بانک ملت.
پارس پامچال ۱۳۷۳/۱۲/۲۱	شرکت صنعتی کیمیدارو ۴۵/۹ درصد، شرکت سرمایه گذاری ملی ایران ۶/۹ درصد، سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی ۱۲/۲ درصد، بنیاد مستضعفان و جانبازان ۷/۱ درصد، سایر سهامداران ۱۱/۶ درصد.	نماینده شرکت صنعتی کیمیدارو، «سید علیرضا حسینی»، «بهمن نیکپور»، نماینده سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی، نماینده شرکت پخش رازی.

آفریقایی جنوبی، مالزی، تایوان، هنگ کنگ و کره جنوبی، این واقعیت که بازار سرمایه ایران برای رسیدن به حد ایده آل راه درازی در پیش دارد، آشکارتر می شود. البته سرعت رشد ارزش جاری سهام در بورس تهران در سال های اخیر چشمگیر بوده است که قسمتی ناشی از میزان تورم و قسمتی در نتیجه آزادسازی قیمت گذاری کالاهای تولیدی و قسمتی نیز در اثر پذیرش نسبی بورس در بین مردم است.

جدول ۸- ارزش بازار سهام تهران، نیویورک، توکیو، پاریس، کوالالامپور و بانکوک در سال ۱۳۷۴

نسبت به تولید ناخالص ملی (درصد)	ارزش جاری سهام (میلیارد دلار)	نام بورس
۸۳/۱	۵,۶۵۵	نیویورک
۸۴/۷	۳,۵۴۵	توکیو
۳۲/۸	۵۰۰	پاریس
۳۰/۲	۲۱۴	کوالالامپور
۱۰/۴/۵	۱۳۶	بانکوک
۱۲/۵	۱۲	تهران

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵.

نقش بازار سرمایه ایران در تشکیل سرمایه ملی نیز بسیار اندک و حدود یک درصد است. این نسبت در کشورهای پیشرفته صنعتی غربی بالای ۱۰۰ درصد و در کشوری مانند ترکیه، بالغ بر ۷۶ درصد است. یکی از دلایل عمده پایین بودن نرخ فوق در ایران، جذب قسمت اندکی از وجوه

نوع تحول مقرراتی در آن صورت نگرفته است. بورس تهران، از نوع بازار ثانویه است، یعنی شرکت ها نمی توانند به طور مستقیم سهام را از طریق بورس به عموم عرضه کنند و این اوراق پس از عرضه به سهامداران از طریق آنها در بورس معامله می شود. در این بازار، انواع اوراق بهادار دیگر، شامل اوراق قرضه با نرخ ثابت، اوراق با بازده شناور، اوراق قرضه تبدیل پذیر به سهام، گواهی سپرده های مدت دار بانکی، سهام بی نام، سهام ممتاز و نظایر آن به طور عمده ظاهراً به دلیل موانع شرعی معامله نمی شوند. علاوه بر این، بورس تهران فاقد بازار فرعی برای معاملات بروی اوراق بهادار پذیرفته نشده در بورس است.

ب - جمع ارزش بازار سهام ایران در پایان سال ۱۳۷۴ بالغ بر ۲۱ هزار میلیارد ریال بود که با اعمال نرخ ۱۷۵۰ ریال در مقابل هر دلار، معادل ۱۲ میلیارد دلار می شود.

برای نشان دادن توسعه بازار سرمایه در کشورهای پیشرفته نسبت به کشورهای در حال توسعه، لازم است دانسته شود که حجم سرمایه بازارهای پیشرفته نسبت به بازارهای نوپا چیزی حدود ده برابر است. در بعضی موارد ارزش جاری سهام یک شرکت بزرگ غربی بیش از ده برابر کل ارزش جاری سهام ایران است. با توجه به کوچکی بازار سرمایه ایران، حتی نسبت به بازارهای سرمایه تازه تأسیس، مانند

گزارش ویژه

از یک صدم است. این در حالی است که قسمت اعظم معاملات در اغلب بورس های معتبر جهان، مربوط به معاملات بر روی اوراق قرضه است که در محاسبات فوق منظور نشده اند. حجم معاملات بر روی اوراق قرضه در بورس های کشورهایمانند فرانسه، ایتالیا و آلمان به ترتیب در حدود یک صد، پنجاه و چهار برابر حجم معاملات سهام در بورس های همان کشورهاست.

بیش از ۶۰ درصد از کل سهام معامله شده در بورس تهران در سال ۱۳۷۴ از نظر تعداد متعلق به چهار شرکت سرمایه گذاری بانک ملی، سرمایه گذاری ملی ایران، سرمایه گذاری توسعه صنایع به شهر و سرمایه گذاری پتروشیمی بوده است و از نظر مبلغ نیز شرکت های فوق بالغ بر ۳۲

مربوط به افزایش سرمایه در شرکت هاست؛ زیرا موانع قانونی سبب شده است که کل تفاوت قیمت اسمی و قیمت بازار سهام منتشره، به جای شرکت عاید سهامداران شود. جمع کل معاملات سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران در سال ۱۳۷۴، از نظر تعداد بیش از ۴۳۲ میلیون سهم و از نظر مبلغ کمی بیشتر از ۱۸۸۰ میلیارد ریال بوده است.

تجربه ۲۰ سال اخیر نشان داده است که هر قدر نسبت حجم معاملات سهام در بورس به تولید ناخالص ملی یک کشور بالاتر باشد، شتاب رشد اقتصادی آن کشور بیشتر می شود. جدول ۹ نشان می دهد که حجم کل معاملات سهام در بازار تهران در مقایسه با یک شرکت بزرگ غربی حتی کم تر

جدول ۹ - حجم کل سهام معامله شده در بورس های تهران، بانکوک، کوآلالمپور، پاریس، توکیو و نیویورک در سال ۱۳۷۴

نام بورس	سهام معامله شده (میلیارد دلار)	نسبت به تولید ناخالص (درصد)	نسبت به ارزش جاری سهام (درصد)
نیویورک	۳۰۹۰	۳۶/۲	۵۵
توکیو	۱۱۰۳	۲۳/۱	۳۱
پاریس	۹۳۰	۱۰۵/۳	۱۸۶
کوآلالمپور	۶۰	۱۱/۲	۲۸
بانکوک	۵۹	۶۳/۱	۴۳
تهران	۱	۱	۸

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵.

حال حاضر، به دلیل ابهام در ماده ۴ قانون محاسبات عمومی و عدم امکان تفکیک منابع متعلق به بانک‌ها و سپرده‌گذاران در بانک‌ها، آمار و اطلاعات مربوط به نسبت سهام متعلق به بخش عمومی و خصوصی در دسترس نیست، ولی از قراین چنین برمی‌آید که بیش از $\frac{2}{3}$ کل سهام پذیرفته شده در بورس، هنوز در اختیار بخش عمومی است. از طرف دیگر، به دلیل نحوه گسترش مالکیت شرکت‌ها از طریق شرکت‌های سرمایه‌گذاری دولتی، عدم انسجام سهامداران بخش خصوصی و نبود مقررات لازم، به طور یقین شیوه نگرش دولتی در بازار سرمایه ایران، حتی در صورت جابه‌جایی سهام بخش عمومی به بخش خصوصی، در آینده ادامه خواهد داشت.

جدول ۱۰- حجم سهام خریداری شده توسط نهادهای جدید دولتی

(میلیارد ریال)

سال	ارزش سهام عرضه شده دولتی	ارزش سهام خریداری شده توسط نهادهای دولتی
۱۳۶۹	۱۱	۱۱/۶۶
۱۳۷۰	۲۳۰/۷	۱۸۵/۴
۱۳۷۱	۱۱۹/۳	۲۲۲/۴۶
۱۳۷۲	۱۷۱/۹	۳۵۵/۴۳
۱۳۷۳	۲۶۱/۶	۲۲۴/۸۲
۱۳۷۴	۱۹۲	۲۲۶/۴

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵.

درصد حجم معاملات را به خود اختصاص داده‌اند. ۹۱ شرکت (۵۰ درصد کل شرکت‌های پذیرفته شده در پایان سال ۱۳۷۴)، بین ۱۰۰۰،۰۰۰ تا ۱،۰۰۰،۰۰۰ از سهامشان در سال ۱۳۷۴ معامله شده است که اگر متوسط سهام این شرکت‌ها ۵،۰۰۰،۰۰۰ سهم فرض شود، معاملات فقط بر روی ۲ تا ۲۰ درصد از سهام این شرکت‌ها صورت گرفته است (بدون احتساب تکرار معامله بر روی یک سهم). ۲۴۰ شرکت فقط شاهد معامله بر روی ۱۰ تا ۱۰۰ هزار سهم و پانزده شرکت فقط ناظر معامله بر روی یک تا ده هزار سهم بوده‌اند.

ج - اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، قبلاً دولتی یا تحت پوشش دولت و نهادهای عمومی بوده‌اند که در جریان سیاست خصوصی‌سازی به صورت مستقیم وارد بازار سرمایه شده‌اند. با وجود این، پس از شروع به کار مجدد بورس تهران (از سال ۱۳۶۸) عمده سهام این گونه شرکت‌ها را نهادهای دولتی خریداری کرده‌اند. جدول ۱۰ حجم سهام خریداری شده نهادهای دولتی جدید (بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای عمومی) را نسبت به سهام عرضه شده نهادهای دولتی قبلی نشان می‌دهد.

با عرضه سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری به مردم، که از سال ۱۳۷۴ شتاب بیشتری به خود گرفته است، احتمال گسترش مالکیت واقعی در بین مردم بسیار بالا رفته است. در

جدول ۱۱ - تقسیم‌بندی نهادها و بازارهای مالی کشور

<p>سازمان بانکی تأمین مالی به طریق غیر مستقیم پایه - بانکی (Bank Based Financial System)</p>	<p>بانک‌های تجاری بانک سپه، بانک ملت، بانک تجارت، بانک مهر، بانک صادرات، بانک رفاه کارگران بانک‌های تخصصی بانک صنعت و معدن، بانک کشاورزی، بانک توسعه صادرات، بانک مسکن</p>	<p>شرکت‌ها و مؤسسات مالی تامین اجتماعی قراردادی</p>	<p>شرکت‌های بیمه صندوق‌های بیمه آسیا، بیمه ایران، بیمه داد</p>	<p>صندوق - انجمنهای تخصصی بزرگ‌سازان صندوق، صندوق بازنشستگی دولت، صندوق مسکن، صندوق بازنشستگی جهاد، صندوق بازنشستگی صنایع فولاد، سازمان بازنشستگی کشوری، صندوق بازنشستگی بانک‌ها، صندوق بازنشستگی بانک مرکزی، صندوق بازنشستگی شهرداری تهران، صندوق بازنشستگی نارکان هوابمایی کشور، صندوق بازنشستگی صدا و سیما، صندوق بازنشستگی شرکت سرمایه گذاری سازمان تامین اجتماعی</p>	<p>سازمان تامین اجتماعی</p>	<p>سازمان تامین اجتماعی</p>
<p>تأمین مالی به طریق مستقیم پایه - اوراق بهادار (Securities Based Financial System)</p>	<p>سازمان اوراق بهادار تهران</p>	<p>سازمان اوراق بهادار تهران</p>	<p>شرکت سرمایه گذاری توسعه صنایع پیشهر</p>	<p>شرکت سرمایه گذاری مینی ایران</p>	<p>شرکت سرمایه گذاری سپه</p>	<p>شرکت سرمایه گذاری انبوه</p>
<p>ارکان‌های مالی غیر بانکی (Bank Based Financial System)</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>
<p>ارکان‌های مالی غیر بانکی (Bank Based Financial System)</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>	<p>مؤسسات اعتباری غیر بانکی</p>

جدول ۱۱ تقسیم‌بندی نهادها و بازارهای مالی کشور را نشان می‌دهد.

۶-۲- مقایسه عملکرد بازار سرمایه با متغیرهای کلان اقتصادی

برای بررسی این موضوع، سه شاخص زیر را ارزیابی می‌نماییم. این نسبت‌ها برای کلیه کشورهای عضو فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها، در سال ۱۹۹۵ محاسبه شده و در جدول ۱۲ نشان داده شده است.

الف - ارزش جاری سهام به تولید ناخالص ملی: بررسی ارقام مربوطه نشان می‌دهد که بورس‌های کشورهای منطقه شرق آسیا و اقیانوسیه بالاترین نسبت را داشته‌اند. به طوری که کشور مالزی با ۳۰۲ درصد، بالاترین نسبت را نشان می‌دهد. پس از آن، کشورهای هنگ کنگ و سنگاپور به ترتیب با ۲۴۱/۸ و ۲۳۰/۹ درصد در مکان‌های بعدی قرار دارند. میزان ارزش سهام موجود در این بورس‌ها بیش از دو برابر تولید ناخالص ملی این کشورها بوده است. در این میان، ایران پس از لهستان پایین‌ترین رقم مربوطه را به خود اختصاص می‌دهد.

ب - وجوه جدید تحصیلی از طریق سازوکار اوراق بهادار نسبت به تشکیل سرمایه ثابت: یکی از وظایف بورس‌های اوراق بهادار، انتشار اوراق بهادار جدید به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های جدید و در نتیجه، تشکیل سرمایه ملی است. در این مورد همان‌گونه که جدول نشان می‌دهد،

بالاترین نسبت با ۳۵۴/۶ درصد متعلق به کشور ایتالیا است و پس از آن نیز کشورهای انگلستان و آلمان به ترتیب با ۱۵۱/۷ و ۱۱۲/۳ درصد قرار دارند. کمترین نسبت برابر با یک درصد، مربوط به ایران است. لذا مشاهده می‌شود که کشور ما برخلاف سایر کشورها از سازوکار اوراق بهادار در سطح پذیرفتنی استفاده نمی‌کند.

ج - حجم معاملات اوراق بهادار نسبت به تولید ناخالص ملی: یکی دیگر از عواملی که با آن می‌توان درجه ابعاد بورس و سازوکار اوراق بهادار را در اقتصاد ملی ارزیابی کرد، نسبت حجم معاملات اوراق بهادار صورت گرفته به تولید ناخالص ملی است. نسبت‌های مذکور برای تعدادی از کشورهای عضو فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها محاسبه شده است که نتایج آن در جدول ۱۲ آورده شده است. همان‌گونه که جدول نشان می‌دهد بالاترین نسبت با ۳۶۹/۹ درصد مربوط به کشور کره است. پس از آن، کشورهای ایتالیا و انگلیس به ترتیب با ۲۳۸/۱ و ۲۱۲/۶ درصد در رده‌های بعدی قرار گرفته‌اند. میانگین ارقام ذکر شده، معادل ۸۳/۲ درصد محاسبه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود حجم معاملات سهام به تولید ناخالص ملی برای کشور ایران که معادل یک درصد محاسبه شده است، بسیار پایین‌تر از میانگین است. از سوی دیگر، کمترین نسبت مذکور نیز مربوط به ایران

ردیف	کشور	درصد ارزش جاری سهام به تولید ناخالص ملی	درصد وجوه تحصیلی به تشکیل سرمایه ملی	رتبه	درصد حجم معاملات به تولید ناخالص ملی	رتبه
۱	مانزی	۳۰۲	۱۴/۱	۱۹	۱۱٫۲	۲۱
۲	هنگ کنگ	۲۴۱/۸	NA	—	۱۰۰٫۴	۷
۳	سنگاپور	۲۳۰/۹	NA	—	۱۴۰/۴	۴
۴	آفریقای جنوبی	۲۲۲/۴	NA	—	NA	—
۵	نوکر امبورگ	۱۹۱/۲	NA	—	NA	—
۶	سوئیس	۱۴۸/۷	۷۵/۵	۸	NA	—
۷	شیلی	۱۴۴/۱	NA	—	۴۵/۶	۹
۸	انگلستان	۱۲۵/۷	۱۵۱/۷	۲	۲۱۲/۶	۳
۹	ناروژ	۱۰۴/۵	۸/۹	۲۱	۶۳/۱	۹
۱۰	فیلیپین	۹۰/۶	۱۸/۵	۱۷	۲۱/۴	۱۶
۱۱	ژاپن	۸۴/۷	۸۴/۲	۶	۲۳/۱	۱۵
۱۲	هلند	۸۴/۲	۱۰/۹	۵	۹۴	۸
۱۳	امریکا	۸۳/۱	۶۹	۱۰	۳۶/۲	۱۱
۱۴	سوئد	۸۳	NA	—	NA	—
۱۵	استرالیا	۷۵/۲	NA	—	۲۹/۴	۱۳
۱۶	نیوزیلند	۶۹/۳	۷/۸	۲۳	۱۵/۸	۱۹
۱۷	کانادا	۶۳/۷	NA	—	NA	—
۱۸	کره	۴۹/۲	۶۱/۳	۱۱	۳۶۹/۹	۱
۱۹	فنلاند	۴۵/۹	۷۳/۴	۹	۱۴/۲	۲۰
۲۰	بلژیک	۴۴	۱۱۱/۸	۴	۷/۳	۲۲
۲۱	رژیم صهیونیستی	۴۳/۵	۳۰/۶	۱۵	NA	—
۲۲	دانمارک	۳۹/۵	NA	—	NA	—
۲۳	نروژ	۳۹/۲	۴۱	۱۴	NA	—
۲۴	اندونزی	۳۸/۳	۸/۱	۲۲	۶/۸	۲۳
۲۵	اسپانیا	۳۵/۴	NA	—	NA	—
۲۶	فرانسه	۳۲/۸	۶۰/۱	۱۲	۱۰۵/۳	۶
۲۷	آلمان	۲۸/۲	۱۱۲/۳	۳	۱۰۹/۸	۵
۲۸	برزیل	۲۷/۲	۷/۵	۲۴	NA	—
۲۹	مکزیک	۲۴/۳	۱۳/۷	۲۰	۲۷	۱۴
۳۰	یونان	۲۰/۶	NA	—	NA	—
۳۱	ایتالیا	۱۹	۳۵۴/۶	۱	۲۳۸/۱	۲
۳۲	اتریش	۱۶/۵	۵۰/۴	۱۳	NA	—
۳۳	ترکیه	۱۳/۷	۷۵/۹	۷	۱۸/۵	۱۷
۳۴	آرژانتین	۱۳/۶	۲۱/۳	۱۶	۴۵/۶	۱۰
۳۵	جمهوری اسلامی ایران	۱۲/۵	۱	۲۵	۱	۲۴
۳۶	لهستان	۴/۹	۱۵/۳	۱۸	NA	—
۳۷	تایوان	NA	NA	—	NA	—

مأخذ: سالنامه فدراسیون جهانی اوراق بهادار FIBV، بانک جهانی IMF

است. بنابراین، نسبت مذکور نیز بیانگر عدم توسعه کافی سازوکار اوراق بهادار در کشورمان است.

۳-۶- موقعیت بورس تهران در مقایسه با

سایر بورس‌های جهان در سال ۱۹۹۵

کشورهای پیشرفته کنونی که از دیرباز در مسیر رشد و توسعه اقتصادی گام نهاده‌اند، همواره با انباشت سرمایه و تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص آن به فرایند تولید اهمیت شایان توجهی داده‌اند. از جمله اقدامات کشورهای توسعه یافته کنونی برای دستیابی به رشد اقتصادی، تجهیز بازار متشکل سرمایه و بهبود روز افزون وضعیت بازار اوراق بهادار طی سال‌های گذشته بوده است.

از طرف دیگر، کشورهای در حال توسعه نیز با توجه به نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد کشور، اهمیت انکسار ناپذیری برای توسعه آن قائل شده‌اند. به طوری که پس از جنگ جهانی دوم در سال ۱۹۴۵، کشورهای در حال توسعه یکی پس از دیگری به راه اندازی، تجهیز و تقویت مستمر بازار متشکل سرمایه خود از طریق بورس اقدام کرده‌اند. در صورتی که از شاخص‌های مختلف برای مقایسه فعالیت بورس اوراق بهادار در هر یک از دو گروه کشورهای بالا با بورس تهران استفاده شود و میزان پیشرفت این قبیل کشورها در جهت تجهیز و تقویت بازار سرمایه نسبت به بورس اوراق بهادار تهران مقایسه شود، وضعیت آن مشخص‌تر می‌گردد. در اینجا بورس تهران با بورس کشورهای جهان با

استفاده از چندین شاخص در سال ۱۹۹۵ مقایسه می‌شود تا بدین وسیله موقعیت بورس تهران در مقایسه با جهان بهتر مشخص گردد.

الف - ارزش جاری سهام شرکت‌های پذیرفته

شده: ارزش جاری سهام بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار، در پایان سال ۱۹۹۵ و مقایسه آنها با ارقام مشابه در پایان سال ۱۹۹۴، نشان‌دهنده تغییرات قابل توجهی است. بورس تهران بیشترین درصد رشد را نشان می‌دهد و میزان تغییرات در آن در سال ۱۹۹۵، $۱۷۶/۹$ درصد است. پس از بورس تهران، بورس ورشو با $۴۹/۳$ درصد رشد در مقام دوم و بورس نازداک امریکا با $۴۶/۱$ درصد رشد، در مقام سوم قرار گرفته است. بورس‌های مکزیکی و تایوان به ترتیب با $۳۰/۴$ - و $۲۴/۳$ - درصد تغییر، بیشترین رشد منفی را در ارزش جاری سهام خود داشته‌اند. جدول ۱۳ ارزش جاری سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار را نشان می‌دهد. در این جدول، ایران در رتبه سی و نهم قرار دارد که رتبه مناسبی نیست.

ب - ارزش اوراق بهادار معامله شده: بررسی روند داد و ستد اوراق بهادار در بورس‌های جهان اهمیت زیادی دارد. از نظر سهام معامله شده، بورس استانبول

۱. ارزش جاری بورس تهران براساس دلار و مبنای نرخ تسعیر هر دلار برابر با ۱۷۵۰ ریال محاسبه شده است.

گزارش ویژه

جدول ۱۳- ارزش جاری سهام شرکت های عضو فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار در سال ۱۹۹۵

(میلیارد دلار امریکا)

ردیف	بورس	ارزش جاری سهام	درصد تغییرات نسبت به سال قبل	ردیف	بورس	ارزش جاری سهام	درصد تغییرات نسبت به سال قبل
۱	نیویورک	۵,۶۵۴/۸	۳۶/۳	۲۴	بروکسل	۱۰۱/۸	۲۰/۵
۲	توکیو	۳,۵۴۵/۳	۱۷/۶	۲۵	مکزیکو	۹۰/۷	-۳۰/۴
۳	شیکاگو	۱,۵۵۴/۹	۲۹	۲۶	سانتیاگو	۷۲/۹	۶/۹
۴	لندن	۱,۳۴۶/۶	۱۷/۶	۲۷	جاکارتا	۶۶/۵	۴۰/۷
۵	نازداک	۱۱۵۹/۹	۴۶/۱	۲۸	فیلیپین	۵۸/۸	۳/۸
۶	آلمان	۵۷۷/۴	۱۵/۶	۲۹	کینهاک	۵۷/۷	۱۸/۳
۷	پاریس	۵۰۰	۱۰/۶	۳۰	اسلو	۴۴/۶	۲۲/۳
۸	سوئیس	۳۹۸/۱	۳۹/۸	۳۱	هلسینکی	۴۴/۱	۱۵/۲
۹	تورنتو	۳۶۶/۳	۱۶/۳	۳۲	بوئنوس آیرس	۳۷/۸	۲/۵
۱۰	مونترال	۳۰۵/۴	۱۷/۲	۳۳	تل آویو	۳۵/۱	۱۲/۸
۱۱	هنگ کنگ	۳۰۳/۷	۱۲/۷	۳۴	وین	۳۲/۵	۵/۶
۱۲	آمستردام	۲۸۶/۷	۲۷/۷	۳۵	نیوزیلند	۳۱/۹	۱۷/۸
۱۳	ژوهانسبورگ	۲۷۷/۱	۱۵/۴	۳۶	لوکزامبورگ	۳۰/۴	۶/۷
۱۴	استرالیا	۲۴۳/۵	۱۲/۳	۳۷	استانبول	۲۰/۸	-۳/۹
۱۵	کوالالامپور	۲۱۳/۸	۱۲/۴	۳۸	آتن	۱۶/۵	۲۸/۹
۱۶	ایتالیا	۲۰۹/۵	۱۲/۷	۳۹	تهران	۶/۵	۱۷۶/۹
۱۷	تایوان	۱۸۷/۲	-۲۴/۳	۴۰	ونکوور	۵/۳	۲۰/۲
۱۸	کره	۱۸۱/۹	-۵/۱	۴۱	ورشو	۴/۶	۴۹/۳
۱۹	استکهلم	۱۷۲/۶	۳۲/۱	۴۲	سائوپولو	NA	
۲۰	سنگاپور	۱۵۱	۱۰/۸	۴۳	بیل بائو	NA	
۲۱	برزیل	۱۴۷/۶	-۲۲	۴۴	مادرید	NA	
۲۲	تایلند	۱۳۵/۸	۸/۱	۴۵	اوزاکا	NA	
۲۳	امریکن	۱۰۳/۱	۱۹/۹	۴۶	بارسلونا	NA	

مأخذ: سالنامه فدراسیون جهانی اوراق بهادار F.I.B.V.

(میلیارد دلار)

جدول ۱۴- ارزش اوراق بهادار معامله شده در بورس های عضو FIBV در سال ۱۹۹۵

ردیف	بورس	کل اوراق بهادار	سهام معامله شده	اوراق قرضه معامله شده	ردیف	بورس	کل اوراق بهادار	سهام معامله شده	اوراق قرضه معامله شده
۱	پاریس	۹۹۹۶	۹۲۹/۶	۹۰۶۶/۴	۲۴	سنگاپور	۶۸	۶۴	۴
۲	ایتالیا	۴۳۰۴	۸۷/۱	۴۲۱۶/۹	۲۵	استانبول	۶۶/۶	۵۰/۹	۱۵/۷
۳	نیویورک	۳۰۸۹/۹	۳۰۸۲/۹	۷	۲۶	کوالالمپور	۶۱/۲	۶۰/۸	۰/۴
۴	آلمان	۲۸۳۰/۸	۵۹۳/۹	۲۲۳۶/۹	۲۷	تایلند	۵۹/۳	۵۹/۳	—
۵	لندن	۲۴۶۹/۴	۱۱۵۳/۲	۱۳۱۶/۲	۲۸	بیل بانو	۵۷/۶	۳۹/۱	۱۸/۵
۶	نارداک	۲۳۹۸/۳	۲۳۹۸/۲	۰/۱	۲۹	سانوپولو	۵۷	۵۷	—
۷	توکیو	۱۱۰۲/۷	۸۸۴	۲۱۸/۷	۳۰	بارسلونا	۴۶/۳	۴۲/۸	۳/۵
۸	کیپهاک	۱۰۶۸/۱	۲۸/۳	۱۰۳۹/۸	۳۱	مکزیکو	۴۲/۷	۳۵	۷/۷
۹	زوهانسبورگ	۵۷۰/۶	۱۷/۴	۵۵۳/۲	۳۲	سانتیاگو	۳۲/۸	۱۱/۴	۲۱/۴
۱۰	سونیس	۵۰۹/۲	۳۴۰/۱	۱۶۹/۱	۳۳	مونترآل	۲۸/۴	۲۸/۳	۰/۱
۱۱	آستردام	۴۲۶/۸	۱۲۴/۳	۳۰۲/۵	۳۴	هلسینکی	۱۹/۵	۱۹/۲	۰/۳
۱۲	تایوان	۳۹۰/۴	۳۸۹/۳	۰/۱	۳۵	بروکسل	۱۹/۱	۱۸/۳	۰/۸
۱۳	اوزاکا	۳۰۴/۲	۲۶۲/۱	۴۲/۱	۳۶	تل آویو	۱۸	۹/۲	۸/۸
۱۴	مادرید	۲۵۱/۴	۲۱۶/۸	۳۴/۶	۳۷	فیلیپین	۱۴/۷	۱۴/۷	—
۱۵	امسو	۱۸۷/۶	۲۴/۹	۱۶۲/۷	۳۸	وین	۱۴/۴	۱۳/۴	۱
۱۶	کره	۱۸۷/۳	۱۸۵/۴	۱/۹	۳۹	جاکارتا	۱۴/۴	۱۴/۴	—
۱۷	تورنتو	۱۵۲/۳	۱۵۱/۶	۰/۷	۴۰	ریودزانیرو	۹/۹	۹/۹	—
۱۸	شیکاگو	۱۰۵/۷	۱۰۵/۷	—	۴۱	نیوزیلند	۸/۷	۸/۷	—
۱۹	استرالیا	۹۸/۴	۹۸/۳	۰/۱	۴۲	آتن	۶/۱	۶/۱	—
۲۰	بونوس آیرس	۹۸/۳	۳۱/۹	۶۶/۴	۴۳	ونکور	۵/۱	۴/۷	۰/۴
۲۱	هنگ کنگ	۹۵/۹	۹۵/۸	۰/۱	۴۴	ورشو	۳/۷	۲/۸	۰/۹
۲۲	استکهلم	۹۴/۲	۹۴/۲	NA	۴۵	لوکزامبورگ	۱/۲	۰/۷	۰/۵
۲۳	امریکن	۷۲/۷	۷۲/۷	NA	۴۶	تهران	۰/۷	۰/۷	—
							۳۱۴۵۹/۵	۱۱۹۳۸/۹	۱۹۵۱۹/۶

مأخذ: سالنامه فدراسیون جهانی اوراق بهادار FIBV.

۳۸ درصد به سهام و ۶۲ درصد به اوراق قرضه اختصاص یافته است.

ج - متوسط حجم معاملات روزانه در بورس‌های مختلف عضو FIBV در سال ۱۹۹۵: متوسط معاملات روزانه در ۴۶ بورس عضو فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (FIBV) در جدول ۱۵ نشان داده شده است. رقم متوسط حجم معاملات سهام در بورس نیویورک بالغ بر ۱۲/۲ میلیارد دلار گزارش شده است، در حالی که این رقم در بورس لوکزامبورگ برابر با دو میلیون دلار و در بورس تهران برابر با ۳/۸ میلیون دلار بوده است. در این جدول، بورس تهران با حجم معاملات روزانه ۳/۱ میلیون دلار، در ردیف ماقبل آخر قرار دارد.

۷- نتیجه‌گیری

بورس‌های اوراق بهادار توانسته‌اند به تدریج و در طول تاریخ عمر خویش جایگاهی اساسی و مهمی در اقتصاد هر کشوری بیابند، به طوری که در حال حاضر کم‌تر کشوری (توسعه یافته و تازه صنعتی شده) را می‌توان یافت که ترکیبی از اجزای سیستم‌های پایه بانکی و پایه اوراق بهادار نداشته باشد. اهمیت روز افزون بورس‌های اوراق بهادار به آنجا رسیده است که در حال حاضر، بخش قابل توجهی از منابع جدید سرمایه‌گذاری که عملاً در قالب تشکیل

در سال ۱۹۹۵ با ۱۳۴/۹ درصد افزایش در حجم داد و ستد سهام در ردیف نخست، بورس سانتیاگو با ۱۱۲/۵ درصد در رده دوم، بورس نازداک امریکا با ۶۵/۵ درصد و بورس تهران با ۶۳/۶ درصد افزایش به ترتیب در ردیف‌های بعدی قرار دارند. در مورد اوراق قرضه، بیشترین درصد افزایش در سال ۱۹۹۵ به ترتیب مربوط به بورس بوئنوس آیرس با ۳۸۰/۷ درصد، بارسلونا با ۳۰۹/۲ درصد و استانبول با ۱۵۲/۶ درصد است.

جدول ۱۴ طبقه‌بندی بورس‌های عضو فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (FIBV) را براساس کل ارزش اوراق بهادار معامله شده نشان می‌دهد. بورس پاریس با ۹۹۹۶ میلیارد دلار بیشترین ارزش اوراق بهادار معامله شده را به خود اختصاص داده است، بورس‌های ایتالیا و نیویورک به ترتیب با ۴۳۰۴ و ۳۰۸۹/۹ میلیارد دلار در ردیف‌های بعدی قرار دارند. متأسفانه بورس تهران در این مقایسه در آخرین ردیف جدول قرار دارد و کل ارزش اوراق بهادار معامله شده در آن به یک میلیارد دلار هم نمی‌رسد و تنها معادل ۰/۷ میلیارد دلار گزارش شده است. همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود، از ۱۰۰ درصد اوراق بهادار معامله شده در بورس‌های عضو فدراسیون جهانی،

جدول ۱۵- متوسط حجم معاملات روزانه در بورس های مختلف FIBV

(میلیون دلار)

در سال ۱۹۹۵ م

ردیف	بورس	میانگین روزانه معاملات سهام	ردیف	بورس	میانگین روزانه معاملات سهام
۱	نیویورک	۱۲۲۳۳۸	۲۴	استانبول	۲۰۲/۷
۲	نازداک	۹۵۱۶۰۷	۲۵	مکزیکو	۱۴۰/۱
۳	لندن	۴۵۷۶۰۳	۲۶	بوئنوس آیرس	۱۲۷/۷
۴	توکیو	۳۵۵۰۰۲	۲۷	مونترال	۱۱۲/۹
۵	پاریس	۲۸۸۹۰۱	۲۸	کپنهاک	۱۱۲/۴
۶	آلمان	۲۳۶۶۰۳	۲۹	اسلو	۹۹/۳
۷	تایوان	۱۳۶۱۰۱	۳۰	هلسینکی	۷۷/۱
۸	سوئیس	۱۳۶۰۰۵	۳۱	بروکسل	۷۳/۴
۹	اوزاکا	۱۰۵۶۰۷	۳۲	ژوهانسبورگ	۷۰/۳
۱۰	کره	۶۳۲/۹	۳۳	فیلیپین	۵۸/۷
۱۱	تورنتو	۶۰۳/۸	۳۴	جاکارتا	۵۸/۵
۱۲	آمستردام	۴۹۳/۳	۳۵	وین	۵۴/۳
۱۳	شیکاگو	۴۱۹/۴	۳۶	سانتیاگو	۴۶
۱۴	استرالیا	۳۹۰/۱	۳۷	ریودوژانیرو	۴۰/۱
۱۵	هنگ کنگ	۳۸۸	۳۸	تل آویو	۳۷/۲
۱۶	استکهلم	۳۷۵/۳	۳۹	نیوزیلند	۳۴/۹
۱۷	ایتالیا	۳۴۸/۵	۴۰	آتن	۲۴/۳
۱۸	امریکن	۲۸۸/۶	۴۱	بارسلونا	۲۲/۶
۱۹	سنگاپور	۲۵۷	۴۲	ونکور	۱۸/۸
۲۰	کوالالمپور	۳۵۰/۲	۴۳	بیل بانو	۱۸/۲
۲۱	تایوان	۲۴۱	۴۴	ورشو	۱۱/۱
۲۲	سانتوپولو	۲۳۲/۸	۴۵	تهران	۳/۱
۲۳	مادرید	۲۱۹/۶	۴۶	لوکزامبورگ	۲

به این هدف لازم است تحقیقاتی در زمینه‌های زیر صورت گیرد تا سیاستگذاری‌ها در بازار سرمایه کشورمان منجر ثمر واقع شود:

- ۱- ارزیابی عملکرد بورس تهران و تأثیر آن بر اقتصاد؛
- ۲- عوامل مؤثر در حجم معاملات بورس؛
- ۳- شرکت‌های سرمایه‌گذاری؛
- ۴- سرمایه‌گذاران نهادی؛
- ۵- تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران؛
- ۶- نارسایی‌های مقرراتی در بازار سرمایه ایران.

فهرست منابع

- ۱- بار، ریمون. اقتصاد سیاسی، ترجمه منوچهر فرهنگ، تهران، سروش، ۱۳۶۷.
- ۲- بررسی بازار سرمایه در رابطه با توسعه صنعتی کشور، مؤسسه عالی پژوهش و برنامه‌ریزی و توسعه، سازمان برنامه و بودجه، ۱۳۷۳.
- ۳- خلعت‌بری، فیروزه. مجموعه مفاهیم پولی و بانکی و بین‌المللی، تهران، شباوین، ۱۳۷۱.
- ۴- سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- ۵- فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار (F.I.B.V).
- 6-Federal Reserve Bank Board of Governors Annual Report.

سرمایه ملی تبلور می‌یابد، با سازوکار اوراق بهادار صورت می‌گیرد.

میزان اهمیت اوراق بهادار، در تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید و یا به عبارتی تشکیل سرمایه ملی به حدی است که در کشوری مانند آلمان بیش از نیمی از منابع مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید، با انتشار اوراق بهادار تأمین می‌شود. در مجموعه کشورهای تازه صنعتی شده، مالزی با تأمین ۲۷ درصد از سرمایه‌گذاری‌های جدید از طریق سازوکار اوراق بهادار، جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است. سهم اوراق بهادار در ایران در تشکیل سرمایه ملی در حدود صفر است. در مقایسه با جهان، بورس تهران از نظر ارزش جاری سهام شرکت‌های پذیرفته شده، یکی از ضعیف‌ترین بورس‌هاست و در رده سی و نهم قرار دارد.

همچنین پایین بودن حجم معاملات در بورس تهران ناشی از محدود بودن انواع اوراق بهادار می‌باشد. بنابراین، سازوکار بورس اوراق بهادار، به ویژه برای کشوری مانند جمهوری اسلامی ایران که با کمبود منابع ارزی روبروست، اهمیت بسیاری دارد. لذا ضروری است تمهیداتی در نظر گرفته شود تا بورس تهران نیز بتواند همانند سایر بورس‌های موفق جهان و به ویژه بورس‌های کشورهای در حال رشد، گام‌های مؤثری در جهت کارا نمودن و اصلاح ساختاری خود بردارد. برای رسیدن