

■ تنگناهای ساختاری در بازار سرمایه ایران

دفتر بررسی‌های اقتصادی

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

پیش‌نوشتار

تردید نیست که بازار سرمایه کارا در کشور، ضمن آن که قادر است حجم عظیم نقدینگی را از فعالیت‌های غیر مولد به سمت فعالیت‌های مولد سوق دهد و به سرمایه‌گذاری شتاب بخشد، می‌تواند در خصوصی‌سازی اصولی نیز مؤثر باشد. متأسفانه دولت‌های پس از پیروزی انقلاب

اسلامی تا آغاز برنامه اول توسعه اقتصادی و اجتماعی، در این جهت گام‌های مؤثری برنداشته‌اند و به همین دلیل در خلال سال‌های ۱۳۶۸ - ۱۳۵۸، بورس تهران بدون آن که منحل شود، در عمل تعطیل بوده و با دیدی منفی به آن نگرسته می‌شد. با این که در سال‌های اخیر - پس از سال ۱۳۶۸ - بورس تهران تحرک چشمگیری

بیندازند. آنها حاضر نیستند سرمایه خود را در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که قادر به کنترل مطلق (مالکیت بیش از $\frac{2}{3}$ سهام) آنها نباشند. از طرف دیگر، واگذاری سهام شرکت‌های متعلق به بخش عمومی از طریق بورس به سهامداران مختلف، به دلیل فقدان انسجام بین سهامداران جدید، مدیریت شرکت‌ها را به همان سیاق سابق پایدار می‌سازد و در عمل، جو حاکم بر این گونه شرکت‌ها دولتی باقی می‌ماند. این جو در شرکت‌های به ظاهر خصوصی شده به طور کامل مشهود است.

برای خصوصی‌سازی واقعی لازم است خط‌مشی‌ای انتخاب شود که به موجب آن، صاحبان جدید سرمایه بدون نگرانی و به امید افزودن ثروت خود به طرف تولید سوق داده شوند. به عبارت دیگر، دولت و جامعه باید تحمل در صحنه بودن سرمایه‌داران نوپا را داشته باشند، اما چیزی که در عمل وجود دارد، اینست که سرمایه‌های جدید به جای جهت یافتن به سمت فعالیت‌های مولد، به طرف بازارهای زیرزمینی هدایت می‌شوند و نه تنها گرهی از مشکلات اقتصادی کشور نمی‌کشایند، بلکه به آن می‌افزایند.

۲- نگرش دولتی وضعف بنیادی بورس
با این که سازمان بورس اوراق بهادار تهران به ظاهر مؤسسه‌ای غیر دولتی است، ولی در

داشته، ولی در قیاس با سایر بورس‌ها، نقش اندکی در اقتصاد کشور ایفا کرده است و چنان که همین روال ادامه یابد، ده‌ها سال طول خواهد کشید تا بورس تهران بتواند جایگاه مناسبی در اقتصاد کشور پیدا کند. به وجود آمدن چنین وضعی، برخاسته از موانع و تنگناهایی است که بر سر راه توسعه بازار سرمایه در ایران بوده و همچنان نیز هست. این موانع و مشکلات را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد.

۱- نامشخص بودن ساختار اقتصادی

با آن که قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران ساختار اقتصادی کشور را مشخص کرده است، با این حال به دلایل متعدد، نقش و اندازه بخش خصوصی و بخش عمومی هیچ‌گاه تبیین نشده است. در نتیجه، شرایط لازم برای جذب سرمایه‌های کلان بخش خصوصی به سمت سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مولد به وجود نیامده است. در کشوری مانند ایران که در اثر انقلاب اسلامی بسیاری از سرمایه‌ها، ملی یا مصادره شده است، تشکیل سرمایه بسیار دشوار است. در چنین شرایطی صاحبان سرمایه‌های کلان، از مطرح ساختن سرمایه‌شان در فعالیت‌های سازمان یافته قانونی خودداری نموده و سعی می‌کنند این سرمایه‌ها را در بازارهای زیرزمینی و حداکثر در فعالیت‌های ساختمان‌سازی به کار

تحقیق‌گران مالی و کارگزاران تقریباً زمانی به اطلاعات مالی دسترسی می‌یابند که بسیار دیر است. علاوه بر این، اطلاعاتی که فقط منحصر به صورت حساب‌های مالی است در بسیاری از موارد، به دلیل شرایط تورمی و تبعیت شرکت‌ها از اصل بهای تمام‌شده تاریخی، گمراه‌کننده هستند. به هر صورت، عایدی هر سهم برای عموم تقریباً همزمان با برگزاری مجامع عمومی مشخص می‌شود که برای تصمیم‌گیری بسیار دیر است. در این بین، تعداد اندکی از کارکنان، مدیران و حساب‌برسان که در زمان تهیه صورت‌های مالی یا رسیدگی به آنها در جریان عایدی سهم قرار می‌گیرند، می‌توانند از اطلاعات موجود بهره‌گیری کنند و سودهای کلانی را متوجه خود یا نزدیکان‌شان نمایند.

همان‌گونه که مشاهده شد، به دلیل ضعف اقتدار بورس تهران، سهام بسیار اندک بعضی از شرکت‌ها در بورس معامله شده است، حال آن‌که صاحبان عمده سهام ایس‌ن شرکت‌ها از امتیازات بورس و معافیت‌های مالیاتی سودهای بسیاری می‌برند.

۳- قانون تجارت

با آن‌که در سال ۱۳۷۴ در قسمتی از قانون تجارت مصوب سال ۱۳۱۱ که به شرکت‌های سهامی مربوط است، در مورد گسترش مالکیت و حمایت از حقوق

عمل، همچون بخشی از بانک مرکزی، اداره و تصمیم‌های آن به تبعیت از بانک مرکزی گرفته می‌شود. قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار به‌طور عمده از دهه ۴۰ باقی مانده و بر حسب نیازهای روز و تغییرات اقتصادی کشور و دنیا بازنگری نشده است. تشکیلات اداری و کارشناسی این سازمان و روش‌های آن نیز متناسب با اهمیت آن طراحی و اجرا نشده‌اند. روحیه‌ای دولتی بر نحوه‌گزینش کارشناسان، کارگزاران و همچنین پذیرش شرکت‌های جدید و نظارت بر شرکت‌های پذیرفته شده (برای اطمینان از حفظ حقوق سهامداران) بر این سازمان حکمفرماست.

به دلیل بی‌اقتداری بورس تهران، شرکت‌های پذیرفته شده ضمن استفاده از انواع معافیت‌های مالیاتی، اطلاعات درست و به‌موقع برای استفاده بازار سرمایه تهیه و منتشر نمی‌کنند و در بعضی مواقع بدون آن‌که نگران از دست دادن موقعیت خود باشند، اطلاعات خلاف واقع نیز در اختیار مردم قرار می‌دهند. بعضی از شرکت‌ها، به دلخواه خود سود تقسیم نمی‌کنند یا سایر مقررات و ضوابط بورس را رعایت نمی‌نمایند. بعضی از این شرکت‌ها به دلیل وابستگی به نهادها و بنیادها، لزوم جوابگویی منطقی در قبال سازمان بورس را احساس نمی‌کنند. اغلب این شرکت‌ها سیستم حسابداری صنعتی و اطلاعات مدیریت پذیرفته شده ندارند و

از جمله الزامات است.

۴- قانون مالیات‌ها

با این که در قانون مالیات‌های مصوب سال ۱۳۶۶ و اصلاحیه‌های بعدی به منظور حمایت از بازار سرمایه، نقل و انتقال سهام مشمول مالیات اندک (۵/۰ درصد) شده است و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از ۱۰ درصد مالیات شرکت معاف شده‌اند و ۱۵ درصد از درآمد مشمول مالیات سهامداران جزء (زیر ۵ درصد) معافیت مالیاتی داشته‌اند، با وجود این، به دلیل نارسایی کلی قانون مالیات‌ها، نظام مالیاتی در مجموع مهم‌ترین مانع بر سر راه گسترش بازار سرمایه به شمار می‌رود. از جمله موارد مشکل ساز نظام مالیاتی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ۱- نرخ بالا و نامتناسب ماده ۱۳۱ (مازاد ۵۰ میلیون ریال درآمد، نرخ ۵۴-۴۵ درصد)؛
- ۲- عدم استفاده از نرخ ثابت مالیاتی برای شرکت و سهامداران؛
- ۳- شمول مالیات بر اندوخته‌ها براساس سهم هر سهامدار و پیچیدگی و در

سهامداران جزء تجدید نظر کلی شده است. ولی با گذشت قریب به ۳۰ سال از وضع مقررات، به نارسایی‌های آن توجه جدی نشده است. از جمله موارد عمده‌ای که نیازمند بازنگری است: لزوم توجه به اهمیت و نقش شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۱، شرکت‌های دارنده^۲، شرکت‌های با سرمایه نامحدود^۳، شرکت‌های فروشنده سبد سهام به صورت مستقیم یا غیر مستقیم^۴، شرکت‌های مدیریت وجوه^۵ و نظایر آن است. نحوه جذب^۶، ادغام^۷ و سایر راه‌های جلوگیری از توقف فعالیت‌های اقتصادی در اثر ورشکستگی، از جمله موارد دیگری است که باید مورد توجه قرار گیرد.

لزوم استفاده از استانداردهای حسابداری و نحوه استفاده از خدمات حسابرسان مستقل در شرکت‌های پذیرفته شده یا متقاضی پذیرش در بورس و نحوه همکاری بورس اوراق بهادار با انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری و مقررات مربوط به الزامی شدن استانداردهای حسابداری و شفافیت و به موقع بودن اطلاعات و سایر مقررات ناظر بر حمایت از سرمایه‌گذاران و امنیت بازار سرمایه، مواردی است که باید در قانون تجارت پیش‌بینی شود و در نهایت، تغییر مقررات پذیره نویسی سهام شرکت‌هایی که از ابتدا قصد ورود به بورس اوراق بهادار را داشته‌اند، به نحوی که بورس از یک بازار ثانویه به بازار اولیه تبدیل شود،

1. Investment Company
2. Holding Company
3. Open End Capital
4. Unit Trust & Mutual Fund
5. Money Manager
6. Absorbtion
7. Merger

آنها مسترد شود.

۵- موانع بر سر راه خصوصی سازی
فقدان سیاستی مشخص در مورد خصوصی سازی و تغییر در مقررات و دستورالعمل های انتقال سهام بخش عمومی به بخش خصوصی و عدم تمایل صاحبان دولتی شرکت ها به تبعیت از مقرراتی که در عمل منابع بالقوه در اختیار آنها را برای شان بی استفاده می کند، از جمله مواردی است که به خصوص از سال ۱۳۷۴ به بعد شتاب خصوصی سازی را کندتر کرده است و در نتیجه، بازار سرمایه ایران را که به طور عمده از منابع عمومی تغذیه می شد با کندی رشد روبرو ساخته است.

۶- عدم مشارکت فعال شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی در بازار سرمایه

در کشورهای پیشرفته صنعتی، شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی و تأمین اجتماعی با حجم عظیم منابع خود، نقش بسیار با اهمیتی در شکوفایی بازار سرمایه ایفا می کنند. متأسفانه در ایران به دلیل دولتی بودن یا دولتی قلمداد شدن اکثر این نهادها، وجوه آنها سال ها به عنوان منابعی ارزان در اختیار دولت قرار داشت و علاوه بر آن، مقررات ابتدایی این نهادها، به آنها اجازه مشارکت فعال را در بازار سرمایه نمی داد.

مواردی غیر قابل اجرا بودن ماده ۱۰۵ قانون مالیات ها و عدم امکان رعایت آن با توجه به مقررات قانون تجارت؛
۴- مقررات عقب مانده مربوط به پلمپ و تحریر دفاتر؛
۵- مقررات انعطاف ناپذیر استهلاک و هزینه های پذیرفتنی؛
۶- عدم پیش بینی امکان استفاده از گزارش حسابرسان مستقل مورد اعتماد؛
۷- مالیات بر سود و اندوخته های انتقال پذیر به سرمایه شرکت، به نحوی که شرکت ها را به جای استحکام سرمایه شرکت، وادار به تقسیم سود کند؛
۸- مالیات بر تجدید ارزیابی دارایی ها، که باعث شده است اطلاعات مندرج در صورت های مالی، در شرایط تورمی غیر شفاف و در بسیاری از موارد گمراه کننده باشد؛
۹- مالیات بر اندوخته صرف سهام، به نحوی که موجب شده است منابع جدید به جای حرکت به سوی شرکت ها، به جیب سهامداران برود و در نهایت از بازار زیرزمینی سر درآورد؛
۱۰- دریافت مالیات از شرکت های سرمایه گذاری با علم به این که این گونه شرکت ها به دلیل کسر مالیات در مبدأ، معمولاً مشمول پرداخت مالیات دیگری نخواهند بود و در اکثر موارد به جای پرداخت مالیات لازم است وجوهی به

بسیار با اهمیت است تا حدی که بدون این گونه شرکت‌ها بازار سرمایه نمی‌توانست به شکوفایی فعلی دست یابد. از مهم‌ترین این نهادها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

الف- مؤسسات مشاوره و راهنمایی سرمایه گذاران؛

ب- شرکت‌های اداره کننده اوراق بهادار؛

ج- تحلیلگران مالی؛

د- بازار سازها و معامله‌گران؛

هـ- انجمن‌های سرمایه‌گذاران و مدیران؛

و- صندوق‌های حمایت سرمایه‌گذاران اوراق بهادار.

۹- نبود کمیسیون اوراق بهادار

در اغلب کشورهای پیشرفته صنعتی، نهادی مستقل به نام «کمیسیون اوراق بهادار» با امکان وضع مقررات و قدرت عمل بسیار بالا بر کار انتشار اوراق بهادار و فعالیت سالم بازار سرمایه نظارت می‌کند و در این راه با وضع استانداردهای اطلاع‌رسانی و حسابداری و قانونمند کردن این استانداردها، انتشار به موقع و شفاف اطلاعات را تضمین می‌کند. در ایران، این مهم در اختیار دبیرخانه سازمان کارگزاران بورس قرار دارد که از نظر ساختاری و قانونی، نه می‌تواند و نه باید این وظیفه را عهده دار باشد.

در شرایط تورمی سال‌های اخیر در اثر بی‌توجهی به این امر مهم، ذخایر این نهادها تکافوی جبران تعهدات آنها را نمی‌کند. به همین دلیل، نرخ خدمات این مؤسسات بسیار بالاست و بعضی از انواع بیمه‌ها، مانند بیمه عمر و پس انداز، در شرایط تورمی ایران در حد ناچیزی ارائه می‌شود.

۷- عدم استفاده از سایر ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه ایران

گروهی معتقدند که به دلیل ابهام موجود در زمینه ربوی بودن همه درآمدهایی که به منظور جبران کاهش ارزی پول و هزینه فرصت به دست می‌آید، طراحی و کاربرد ابزارهای مالی دیگر، نظیر اوراق قرضه، اوراق سرمایه‌گذاری، سهام ممتاز و نظایر آن، بر اساس الگوهای متداول در بازارهای سرمایه جهانی امکان‌پذیر نیست. از طرفی به دلیل عدم استفاده از نظر کارشناسان و ساده‌نگری، اوراق مشارکت طراحی شده شانس حضور در بازار سرمایه را نخواهند داشت. این در حالی است که اوراق بهادار غیر از سهام با نام، حجم بیشتری از معاملات را در بورس‌های معتبر دنیا به خود اختصاص داده‌اند.

۸- نبود نهادهای جانبی بازار سرمایه

در کشورهای پیشرفته صنعتی، نقش شرکت‌ها و مؤسسات جانبی بازار سرمایه