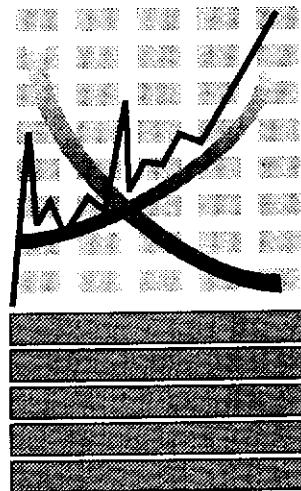


## اقتصاد



# بازار بورس و سرمایه در ایران

از: سعید انتصاری

## ساختار بازار

اجرای مقررات اسلامی به منزله این است که کانون توجهات بر روی اوراق مشارکت است و نه اوراق قرضه (با بهره ثابت). بورس اوراق بهادار تهران، یکی از قدیمی ترین بورس ها در منطقه خاورمیانه می باشد. مبادله اوراق مشارکت و قرضه از سال ۱۳۴۷ آغاز شد و تا اندک مدتی پس از تهاجم رژیم عراق در شهریور ۱۳۵۸ ادامه یافت. سه سال بعد، پس از اینکه بخش های بانکی و مالی کشور خود را با مقررات اسلامی که استفاده از روش های مالی یا نرخ بهره ثابت را منع می کند تطبیق دادند، بازار اوراق بهادار منحل گردید. پس از پایان یافتن جنگ عراق علیه ایران، دولت به عنوان بخشی از برنامه پنج ساله نخست و به منظور جدا کردن حدود ۳۹۱ بنگاه دولتی از بدنه دولت، بورس اوراق بهادار را مجدداً فعال نمود. مبادله اوراق بهادار در سال ۱۳۶۸ مجدداً آغاز شد و با حمایت های همه جانبه رئیس جمهور وقت و نیز در نبود دیگر روش های سرمایه گذاری با شتاب زیادی توسعه یافت. مکان بورس در اوایل سال ۱۳۷۱ به محلی که به همین منظور در مرکز شهر ساخته شده است منتقل گردید، و در همان سال در فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار پذیرفته گردید. برغم پیشرفت های سریع

تکنولوژیکی و گردش سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۱، بیشتر فعالیت ها بر فروش اوراق مشارکت (سهام) متمرکز شده است، از سال ۱۳۷۲ به این طرف، سیستم های مالی کشور در چارچوب محدودیت های قانونی اسلامی که پرداخت بهره را منع می نماید و بدست آوردن سود بدون پذیرش خطر را مردود می شمارد، قرار گرفته است. گسترش روش های اعتباری نوین بستگی به نظر شورای نگهبان قانون اساسی دارد، اما با این وجود افرادی که از کارکرد بازارهای مالی چندان خبری ندارند و نسبت به بازارهای مالی یا بدگمانی نگاه می کنند، دست اندرکاران بورس را از گسترش یک بازار اوراق بهادار تمام عیار با روش های پیشرفته تأمین اعتبار از قبیل سپرده های فرعی (سپرده به منظور بازپرداخت وام) و بازارهای سلف باز می دارند. معذالک، با پشتیبانی دولت و مسئولین در طی چند سال گذشته به بورس اوراق بهادار تهران اجازه انتشار دو نوع سهام

جهت تأمین وجوه برای پروژه های زیربنایی داده شده است. نخستین آن برای طرح بزرگراه تهران بود که چندین بار به تصویب مقامات ذیصلاح رسید. سهام با سررسید، سهام یا سررسید چهارساله و بازده علی الحساب سالیانه بیست درصد می باشد. هر چند که شهرداری تهران انتظار دارد که بازده نهایی (برگشت سرما به نهایی) تقریباً بیست و پنج درصد باشد. دومین نوع سهام که ناشناخته تر نیز می باشد، برای ایجاد فروشگاه های یارانه دولتی به نام فروشگاه های زنجیره ای رفاه در بهمن ماه ۱۳۷۴ منتشر شد. که نخستین سری آن به مبلغ ۲۸۰ میلیارد ریال در اوایل سال ۱۳۷۴ از طریق بورس اوراق بهادار عرضه گردید. اعلام انتشار سهام بیشتر، انگیزه های سرمایه گذاران ایرانی را برانگیخته است. در سال ۱۳۷۴، وزارت مسکن و شهرسازی تأدید کابینه را برای انتشار سهام تحت حمایت دولت به منظور تأمین وجوه لازم برای تکمیل یکصد پروژه بیمارستانی را

گردش سرمایه بازارهای بورس اوراق بهادار در سال ۷۴-۷۳

ارقام به میلیون دلار

رتبه در سال ۱۹۹۵	رتبه در سال ۱۳۹۶	نام کشور	۱۳۷۴ (متوسط)	۱۳۷۳	درصد تغییرات	گردش سرمایه نه درصد GDP
۱	۲	ترکیه	۵۲۳۵۷	۳۳۲۰۳	۶۵۱۲۵	۴۲۱۸
۲	۱	اسرائیل	۲۹۳۰۰	۲۷۴۰۰	۶۹۳	۳۵۳۶
۳	۵	کویت	۶۵۰۰	۱۹۴۹	۲۳۳۵۰	۲۵۰۰
۴	۳	عربستان	۶۱۹۰	۶۶۳۲	-۶۶۷	۴۹۵
۵	۴	پاکستان	۲۹۶۸	۳۱۹۸	-۷۱۹	۴۹۵
۶	۶	مراکش	۲۷۰۰	۱۰۱۰	۱۶۷۳۳	۷۳۳
۷	۷	مصر	۱۱۳۰	۷۵۲	۵۰۲۷	۲۳۹
۸	۹	ایران	۷۴۱	۴۲۴	۷۴۹۲	۱۰۰
۹	۱۱	تونس	۷۱۵	۳۲۶	۱۱۹۱۰	۳۹۷
۱۰	۸	اردن	۶۰۶	۴۷۵	۲۷۵۸	۹۵۵
۱۱	۱۳	فیرس	۳۰۳	۸۵	۲۵۴۳۸	۳۵۹
۱۲	۱۰	عمان	۲۸۴	۳۲۸	-۱۳۵۲	۲۳۳
۱۳	۱۲	بحرین	۱۰۶	۱۶۰	-۳۳۷۷	۲۳۱
			۱۰۵۸۹۴	۶۷۹۳۷	۵۵۸۷	۱۶۹۲

بدست آورد. هر چند که سهام‌های دیگری نیز ممکن است در دوره مورد نظر منتشر شوند، اما انتشار آنها احتمالاً به صورت موردی صورت خواهد گرفت و نخواهد توانست یک بازار سهام تمام و کمال را شکل دهد.

روش‌های مالی دیگری نیز آرام آرام معرفی شده‌اند. مبادله اوراق مشارکت نواب که هم‌طراز پروژه‌های بلند مدت می‌باشد، در سال ۱۳۷۴ آغاز شد که این سپرده‌ها، سررسیدهای متفاوتی را دارا می‌باشند. سپرده‌هایی با ارزش اسمی یکصد هزار ریال و یک میلیون ریال در بازار مبادله می‌شوند، اما بهره‌ای که به این سپرده‌ها تعلق می‌گیرد با وجودیکه بیشتر از بازده سپرده‌ها که در بانک‌های دولتی پرداخت می‌شوند نیست اما گمان کمتر از نرخ تورم می‌باشد.

بدلیل اینکه بازارهای سرمایه کشور وضعیتی بسیار ابتدایی را دارا می‌باشد، نه دولت و نه بانک‌ها هیچ‌یک یک رتبه بندی اصولی از سوی دستگاه‌های عمده رتبه بندی اعتبار دریافت نموده‌اند. همچنین برای پدیدهای خارجی کشور نیز یک بازار فرعی (دست دوم) وجود ندارد.

## مبادله اوراق بهادار

به سبب بدگمانی مسئولین نسبت به بازارهای مالی، اوراق بهادار تهران عمدتاً محدود به فروش سهام می‌باشد. از سال ۱۳۷۴ به این سو، تعداد سهامی که در بورس ارائه شده سریعاً افزایش یافته است، اما بازار در مقایسه با دیگر بورس‌های موجود در خاورمیانه از ژرفای کمتری برخوردار است. تا اسفند ۱۳۷۵، ۲۰۱ شرکت سهام خود را در بورس عرضه نموده‌اند که رقم کل سرمایه عرضه شده بالغ بر ۲۰۲۵۵ میلیارد ریال یعنی ۱۶ درصد GNP کشور می‌باشد. سهام فوق شرکت‌هایی از صنایع مختلف شامل، صنایع نساجی، پوشاک، شیمیایی، شکر، خودروسازی، کاغذ، فراوری مواد خوراکی و فولاد را در برمی‌گیرد. با این

وجود بازار در سلطه چند شرکت عمده است، که از این میان ۴۸ درصد از کل سرمایه متعلق به ۱۰ بنگاه بزرگ می‌باشد. متوسط برگشت سرمایه سالیانه حدود یک درصد GDP می‌باشد که با متوسط ۱۷ درصدی در سرتاسر خاورمیانه قابل مقایسه است. عمده تازه واردین به بورس اوراق بهادار تهران را بنگاه‌هایی تحت کنترل دولت تشکیل می‌دهند که با هدف افزایش سرمایه قدم در بورس می‌گذارند.

بورس در سال ۱۳۷۳ کامپیوتری گردید. جایجایی وجوه، ثبت سهام، تسویه حسابها و ارائه خدمات دلالی هم اکنون به صورت الکترونیکی انجام می‌شود. هر چند که بیشتر سرمایه گذاران هنوز شخصاً به بورس مراجعه می‌کنند و امکان مبادله سهام با بورس‌های دیگر منطقه وجود ندارد.

از نظر فنی، سرمایه گذاران خارجی می‌توانند حداکثر ۴۹ درصد سهام ارائه شده در بورس را خریداری نمایند. اما در عمل با وجود مقررات محدود کننده‌ای که برای خروج ارز وضع شده است یک سرمایه گذار خارجی به سختی می‌تواند پول خود را به خارج از کشور منتقل نماید. شرکت‌های خارجی که قرار داد کاری یا سرمایه گذاری در ایران را پذیرفته‌اند وجوه لازم را از خارج از کشور تأمین می‌نمایند. تعداد شرکت‌هایی که سهام خود را در بورس عرضه داشته‌اند نسبتاً کم است. علت آن است که دولت از انجام وعده‌های خود در زمینه خصوصی سازی وسیع بازمانده است. طی برنامه پنج ساله اول قرار بود ۳۹۱ بنگاه دولتی فروخته شوند. اما تنها ۱۳۶ بنگاه فروخته شد که از این تعداد ۱۰۹ شرکت از طریق بورس اوراق بهادار به خریداران عرضه گردید. این روند از سال ۱۳۷۲ به این سو همچنان کاهش یافته است. در میانه سال ۱۳۷۳، مجلس موقتاً عرضه سهام به بورس را متوقف ساخت و دولت را مجبور ساخت تا از طریق قانونی اولویت‌هایی برای

خانواده‌های شهدای جنگ تحمیلی قائل شود. در سال ۱۳۷۴ و طی اجرای برنامه پنج ساله دوم اعلام شد، بنگاه‌های دولتی ۱۰۰۰ شرکت وابسته به خود را به ارزش بازاری ۴۰۰ میلیارد ریال به بخش خصوصی واگذار خواهند کرد. بدینسان دولت مجدداً تضمین نمود که خصوصی سازی را ادامه خواهد داد. اما بحران ارزی سال ۱۳۷۴ کار ساز شد و دولت را مجبور کرد تا زمان فائق آمدن بر بحران. عرضه سهام به عموم را به تأخیر بیندازد. طی این مدت تنها یک فروش قابل ملاحظه در سال ۱۳۷۴ به وقوع پیوست و آن زمانی بود که یک بنگاه دولتی ۴۰ درصد از سهام صنایع فلزی ایران را فروخت.

در سال ۱۳۷۴، ارزش اسمی سهامی که به مردم فروخته شد (توسط بنگاه‌های دولتی) ۵۰۹/۴ میلیارد ریال بوده است که در مقایسه با سال پیش از آن به پول محلی ۹ درصد افزایش نشان می‌دهد، اما برحسب ارزش دلاری و مقدار تورم بسیار پایین تر از سال قبل از آن بود. ارزش سهامی که توسط دو شرکت عمده دولتی بین سال‌های ۷۳ و ۷۴ فروخته شد یک درصد کاهش یافت. این مورد مؤید آن بود که وعده‌های دولت در شتاب بخشیدن به طرح خصوصی سازی در سال ۷۴ برآورده نشده است. وعده‌های خصوصی سازی بیشتری داده شده است. اما تا میانه سال‌های ۷۵ فروش بیشتری اعلام نشده است.

به احتمال زیاد عرضه بعدی سهام باید شرکت‌های صنعتی متعلق به سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و سازمان صنایع ملی ایران باشد که به همراه یکدیگر بیشتر صنایع ملی شده در سال ۵۷ را کنترل می‌نمایند. سازمان صنایع ملی ایران که حدود ۲۰۰ شرکت در بخش‌های مصالح ساختمانی، سلولوزی، بسته‌بندی، مواد خوراکی، دارویی، شیمیایی، نساجی، چرم، الکترونیک و لوازم خانگی را کنترل می‌نماید درصدد

است تا تمام آنها را به بخش خصوصی واگذار نماید. سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران که طی سال‌های ۷۲-۶۹ تعداد ۵۰ شرکت را فروخته است، خود را آماده می‌کند تا ۸۰ شرکت باقی مانده از کل ۱۳۰ شرکت متعلق به خود را به بخش صنایع سنگین بفروشد تا از این طریق وجوه لازم برای تکمیل پروژه‌های صنعتی نیمه تمام را فراهم آورد. به سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران این اختیار داده است تا از کلیه درآمدهای حاصل از فروش شرکت‌های فوق در جهت تکمیل پروژه‌های موجود استفاده نماید. به هر حال این سازمان تنها ۲۴۰ میلیارد ریال از محل فروش ۵۰ کارخانه نخست خود بدست آورده است. ۸ کارخانه باقی مانده بازگشت سرمایه کل سالیانه‌ای معادل یک میلیارد دلار دارند. اما نیمی از مبلغ فوق متعلق به ۱۰ کارخانه اتومبیل سازی است که به سبب بزرگی به سختی می‌توان آنها را فروخت.

بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۷۳ حرکت شتاب آلودی را در جهت کاهش وابستگی به برنامه خصوصی سازی از طریق معرفی یک بازار اصلی آغاز نمود. مقامات بورس گفتگوهای را با پرسودترین شرکت‌ها از قبیل شرکت توسعه صنایع بهشهر درباره امکان انتشار سهام شرکتی انجام دادند. این نوع سهام اولین نوع پس از انقلاب می‌باشد و هدف از آن، تأمین مالی توسعه صنعتی است. مدیران بورس اوراق بهادار تهران همچنین تلاش نموده‌اند تا بنگاه‌های دولتی را متقاعد نمایند به جای مراجعه به بانک‌ها از بازارهای سرمایه برای تأمین مالی توسعه پروژه‌هایی از قبیل سد‌ها و فراوری شکر استفاده نمایند. اما تا آغاز به کار بازارهای اولیه (اصلی) زمان زیادی باقی مانده است.

این عامل حائز اهمیت است که سهم بازار سهام در تشکیل سرمایه ملی و تجهیز بازار سرمایه در ایران مانند حتی برخی از کشورهای در حال رشد نیز

نمی‌باشد. در ایران هنوز مکانیزم اوراق بهادار در تشکیل سرمایه ناخالص ثابت داخلی چندان مورد استفاده قرار نمی‌گیرد و بازار سهام هنوز از ابزار دقیق برای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران برخوردار نیست.

از سوی دیگر اینکه، توسعه بازار سرمایه نقش محوری در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری دارد. هر اندازه بازار سرمایه از وسعت بیشتر، تحرک بالاتر و ابزارهای متنوع‌تر در تأمین مالی طرح‌های اقتصادی برخوردار باشد می‌توان به روند آینده فعالیت‌های اقتصادی امیدوارتر بود. در ایران هنوز نظام بانکی نقش اصلی در بازار سرمایه و گردش وجوه و منابع دارد. در حالی که این بخش در اقتصادهای پویا در حدود نیمی از تشکیل بازار سرمایه رانه عهده دارد. از سوی دیگر در مقایسه با سایر کشورها، هنوز میزان استفاده از مکانیزم اوراق بهادار در تأمین منابع مالی مورد نیاز طرح‌های اقتصادی در ایران، بسیار ناچیز است و برای پیشبرد آن و افزایش نقش بازار سهام در تشکیل سرمایه باید تلاش‌های بیشتری انجام گیرد.

## بازار سهام (اوراق مشارکت) احتمالاً گسترش خواهد یافت

بازار سرمایه ملی با محدودیت‌های بسیاری روبرو است. منابع بانک‌ها برای پاسخگویی به تقاضای پول برای سرمایه‌گذاری کافی نیست. اقتصاد ملی به رشد بالا و افزایش سرمایه‌گذاری‌های مولد برای بالا بردن سطح تولید ملی نیازمند است. رشد جمعیت همراه با فشار تقاضا و کمبود تولید بر مشکلات جاری زندگی مردم افزوده و در این میان منابع مالی دولت از صدور نفت نیز برای تأمین نیازهای جاری و سرمایه‌گذاری، دور نمای چندان امیدوارکننده‌ای ندارد.

در این بین شرکت‌های خصوصی ایرانی هنوز بر سرمایه در گردش یا

شبهه‌های غیررسمی خانوادگی و دوستانه جهت دستیابی به وجه تکیه می‌کنند. اما مدیران اجرایی شرکتها، توجه به بورس اوراق بهادار را به عنوان دومین انتخاب برای تشکیل سرمایه آغاز نموده‌اند. خصوصاً اینکه بهبود اندکی در ارایه وام‌های بلند مدت از سوی بانک ۱ دولت به وجود آمده است. با این حال هنوز ۷۵ درصد بازار سرمایه کشور تحت کنترل نظام بانکی است. این نظام دولتی با تکلیفی که در بودجه سالانه به آن محول می‌شود یارای پاسخگویی به تقاضای منابع برای سرمایه‌گذاری را ندارد. در حالی که اقتصاد ملی به شدت به تشکیل سرمایه ثابت، افزایش نرخ سرمایه‌گذاری و متعاقب آن رشد سریع بخش‌های مولد در اقتصاد نیازمند است.

در تحت این شرایط، بنگاه‌های تحت کنترل دولت همچنین به موفقیت‌هایی در زمینه تشکیل سرمایه جدید از طریق بورس دست یافته‌اند. روندی که احتمالاً به گسترش خود ادامه می‌دهد زیرا مدیران بخش عمومی می‌خواهند فواید شناور بودن نرخ سهام را به عینه مشاهده نمایند. بنابراین انتظار می‌رود که بر تعداد شرکت‌هایی که سهام آنها در بورس عرضه می‌شود در دوره پیش‌بینی افزوده شود.

سودآوری شرکت‌های ایرانی عرضه شده در بورس به طور مداوم روند مطلوبی داشته و بازگشت سرمایه‌های سرمایه‌گذاری شده در بورس از بازده سپرده‌گذاری در بانک‌ها بیشتر بوده است. اگر چه بازگشت سرمایه کل بیش از بازده سرمایه داخلی است و پیش‌بینی نرخ تورم نیز چندان دقیق نیست. ولی با این همه به احتمال زیاد بر تعداد افرادی که به بورس به‌عنوان بهترین راه حفظ و افزایش پس‌اندازهای خود نگاه می‌کنند افزوده می‌شود.

بورس اوراق بهادار تهران از توان بالقوه قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. اقتصاد کشور سومین قدرت اقتصادی در

خاورمیانه و دومین تولیدکننده نفت اوپک می‌باشد. تعداد شرکت‌هایی تولیدی و خدماتی قابل ملاحظه است و این واحدهای اقتصادی چنانچه نسبت به عملکرد بلند مدت بازارهای مالی اطمینان حاصل کنند احتمالاً از آن بیشتر استفاده خواهند کرد. میزان پس‌اندازهای شخصی نیز قابل ملاحظه است و این پس‌اندازها به دنبال محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری هستند. در بلند مدت بورس اوراق بهادار تهران همچنین این توان بالقوه را خواهد یافت تا منابع مالی حدود ۲ میلیون نفر را که در خارج از کشور زندگی می‌کنند جذب نمایند. رییس‌جمهور پیشین، از بورس به عنوان ابزاری برای سرمایه‌گذاری تخصصی و عمومی نام برده است. در یک سخنرانی که در مراسم افتتاح سامانه رایانه‌ای بورس ایراد شد. وی در جهت پشتیبانی و تقویت بورس و برداشتن موانع قانونی سد راه پیشرفت آن اعلام آمادگی نمود. مسئولین بورس اوراق بهادار در حال یافتن راه همکاری قانونی برای مبادله گسترده دارائیه‌ها یا بهره‌ثابت در بورس می‌باشند.

مسئولین بورس باید کماکان بر مخالفین گسترش بورس فایق آیند. بورس در رقابت میان دسته‌بندی‌های سیاسی گرفتار آمده است. اصلاح‌طلبان خواهان انواع متنوع‌تر روش‌های تأمین اعتبار هستند، در حالیکه محافظه‌کاران می‌خواهند از توسعه بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل آورند. بنابراین، گسترش بیشتر بازار سرمایه احتمالاً کندتر و نامطمئن‌تر خواهد بود.

## آیا بورس همچنان به روی خارجی‌ان بسته خواهد ماند

مدت زمان زیادی است که جذب سرمایه‌گذاری خارجی در اقتصاد مد نظر سیاست‌گذاران بوده است، با این وجود در سال‌های اخیر فقط حدود یک میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خارجی به تصویب

رسیده که نزدیک به ۶۰ درصد آن تحقق پیدا کرده است.

قوانین مربوط به جذب سرمایه‌گذاری خارجی دشوار و فاقد تضمین‌های لازم برای انتقال متابع مالی می‌باشد. شرط تضمین سرمایه‌گذاری خارجی از سوی دولت با قید حداکثر ۴۹ درصد سرمایه‌گذاران خارجی در طرح‌های اقتصادی، از موانعی است که سرمایه‌گذاران خارجی بر روی آن تأکید و پافشاری می‌کنند. در حال حاضر بازارهای بورس نوظهور بیش از بازارهای دیرپا، مدنظر سرمایه‌گذاران می‌باشد و سرمایه‌گذاری در این بورس‌ها دارای جذابیت بیشتری است.

با وجود این قوانین محدودکننده، بورس اوراق بهادار تهران احتمالاً کماکان بدور از دسترس خارجیان باقی خواهد ماند. اطلاعات در مورد قیمت و معاملات سهام به سختی به خارج از کشور راه پیدا می‌کند، ضمن اینکه محدودیت‌های ارزی مانع جدی بر سر راه دسترسی سرمایه‌گذاران خارجی به شمار می‌آید. دولت در حال مطالعه راه کارهایی برای اجازه دادن به خارجیان است تا بتوانند اکثریت سهام شرکت‌های محلی را از طریق بورس اوراق بهادار تهران بدست آورند. در این راه باید ضمانت‌هایی برای خروج سود سهام و جبران زیانهای ناشی از ملی کردن بورس انجام شود و یک قانون روشن در این مورد وضع شود. حتی اگر این کار هم انجام شود، سال‌های متعددی آرامش سیاسی و اقتصادی لازم است تا سیل سرمایه‌گذاران خارجی به بورس تهران سرازیر گردد.

## جایگاه سرمایه‌گذار

مؤسسات بزرگ، تعیین‌کننده جایگاه سرمایه‌گذار هستند. اگر چه سرمایه‌گذاران متفرد به خصوص کارکنان مؤسسات دولتی، که اخیراً به بخش خصوصی واگذار شده‌اند به طور فعالانه در بورس اوراق بهادار فعالیت می‌کنند، با این



بورس می‌گذرد. بورس اوراق بهادار تهران فراز و نشیب‌هایی را از سر گذرانیده است. در چهار سال اول فعالیت حجم فروش نرخ رشد تصاعدی را تجربه نمود که از ارقام بسیار جزئی در زمان شروع فعالیت آغاز گردید.

در سال ۷۱-۷۰ تعداد سهام معامله شده ۴۰۰ درصد رشد نشان داد. نرخ رشد فوق برای سال ۷۴ نیز گزارش شده است و برای ماه‌های اولیه سال ۷۵ نیز ادامه یافته است. این نرخ‌های بالای رشد این ترس را بوجود آورده است که ممکن است بازار ملتهب شود. موج اول سرمایه‌گذاری تا حدودی به سبب تازگی سهامداری در ایران بعد از انقلاب بوده است. حدود ۱۸۰۰۰۰ سرمایه‌گذار جدید بین سال‌های ۶۸ تا ۷۱ به مبادله سهام اشتغال داشتند. تا اسفند ۷۱ ارزش سهام معامله شده به ۴۷۸ میلیارد ریال (۲۷۳ میلیون دلار با نرخ ترجیحی) رسید. که هفت برابر سال پیش از آن و چهل برابر ارزش سهام در سال ۶۹ بود.

برخلاف تحریم تجاری و سرمایه‌گذاری آمریکا در سال ۱۳۷۴، بورس اوراق بهادار تهران بیشترین افزایش را در میان سایر بورس‌های خارومیانه در آن سال نشان داده که معادل ۱۱۵ درصد رشد می‌باشد. ورود سرمایه در بازار در همان دوره به ریال ۲۳۴ درصد افزایش یافت. مقدار و ارزش سهام معامله شده نیز افزایش زیادی نشان می‌داد. در سال ۷۴ بیش از ۲۳۵ میلیون سهم به ارزش ۱۲۹۲ میلیارد ریال دست

شرکت ساسان از طریق بورس اوراق بهادار تهران سرمایه پرداخت شده خود را به ۳/۵ میلیارد ریال افزایش داد، و مجدداً در سال ۱۳۷۴ این مبلغ را به ۴۴ میلیارد ریال رسانید. سهم مؤسسات مذهبی به ۵۳/۵۹ درصد سهام کاهش یافت، اما سهامداران جدید خود عمدتاً مؤسسات دولتی هستند. در حال حاضر بانک سپه ۱۰/۴۷ درصد و سازمان صنایع ملی ایران ۸ درصد از سهام شرکت فوق را در اختیار دارند. در حالیکه بانک ملت ۱/۴۱ درصد و دیگر سرمایه‌گذاران دولتی ۲۴/۷۳ درصد از سهام شرکت فوق را در اختیار دارند تنها ۱/۸ درصد از سهام برای سهامداران عادی باقی مانده است. هر چند که خصوصی‌سازی‌های بیشتر، تملک سهام را در دست‌های مؤسسات دولتی متمرکز خواهد نمود.

### مقررات بازار

برخلاف دیگر بازارهای اوراق بهادار در خارومیانه، بورس اوراق بهادار تهران توسط کارکنان دولتی به‌طور منظم و قانونمند اداره می‌شود، تاکنون مدرکی دال بر رسوایی‌های مالی عمده، اختلاس، تقلب و کلاهبرداری ارائه نشده است. فضای انطباقی موجود در بورس اوراق بهادار می‌تواند تا حدودی بر عملکرد بورس اثر بگذارد. اما برخی قوانین که در سال ۱۳۶۸ وضع شدند، بیشتر منسوخ شده‌اند که از آن می‌توان به قانون محدود کننده خدمات کارگزاری برای بانک‌های دولتی اشاره نمود. در سال ۱۳۷۲ به بنگاه‌های کارگزاری خصوصی اجازه داده شد که در تالار بورس به فعالیت بپردازند. این تغییر به کارگزاران اجازه داد تا فعالیت خود را در سطح کشور گسترش دهند و امکان فعالیت سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای را نیز فراهم آورند.

### عملکرد بازار:

**شکوفایی در اوایل دهه ۱۳۷۰**  
در سال‌هایی که از بازگشایی مجدد

محدودی در جلب مشارکت افراد فقیر در بورس نایل آمد. اکثریت سهام توسط مؤسسات دولتی خریداری شدند و این تصور پدید آمد که برنامه خصوصی‌سازی در عمل به جای تقویت بخش خصوصی به گسترش کنترل دولت بر اقتصاد انجامیده است.

اتهام فوق تا حدودی بجاست، عرضه سهام صنایع فلزی ایران که مهم‌ترین فروش در سال ۱۳۷۴ بوده یک نمونه از این مورد است، که چگونه بنگاه‌های دولتی و نیمه دولتی سهام عرضه شده شرکت‌های واگذار شده به بخش خصوصی را خریداری نموده‌اند. سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران که ۵۰ درصد از سهام صنایع فلزی ایران را در اختیار داشت، ۸۰ درصد از سهام خود را به قیمت ۷۵۰۰ ریال برای هر سهم در بورس عرضه داشت، به علت ازدحام بیش از حد برای خرید سهام فوق، قیمت سهام به ۱۵۰۵۰ ریال برای هر سهم افزایش یافت. خریدار تپایی سهام شرکت شاهد بود که یک بنیاد سرمایه‌گذاری است که در سال ۱۳۵۹ توسط بنیاد شهید تأسیس شد. بنیاد شهید با استفاده از موقعیت قانونی خود به عنوان یک عمل نیکوکارانه خواستار کاهش شرایط پرداخت برای قربانیان جنگ شد و بازپرداخت تنها ده درصد و مابقی به صورت اقساط پنج ساله سهام را تصاحب نمود.

شرکت ساسان که پیشرو صنایع نوشابه‌سازی در کشور است نمونه دیگری از این دست به شمار می‌آید. این شرکت در ابتدا در سال ۱۳۳۴ برای تولید کوکا کولا تأسیس شد. سپس در سال ۱۳۵۴ به یک شرکت سهامی تبدیل شد و در سال ۱۳۵۶ سهام آن در بورس عرضه شد. پس از انقلاب، به تولید پارسی کولا که سرآمد نوشابه‌های داخلی است پرداخت. اداره شرکت ابتدا به بنیاد مستضعفان سپرده شد و سپس به حوزه علمیه جماعت الزهرا که یک مؤسسه علوم اسلامی در قم می‌باشد واگذار گردید. در سال ۷۳-۷۲

همه اکثر سهام عرضه شده در اختیار مؤسسات بزرگ است و غالباً در اختیار بنگاه‌های دیگری است که خود در بورس عرضه شده‌اند. این مورد تا حدودی به بی‌میلی افراد در سرمایه‌گذاری در اوراق مالی بر می‌گردد، به طور سنتی ایرانیان ترجیح می‌دهند که مستقیماً در یک رشته بازرگانی یا یک کالا ملموس مثل طلا سرمایه‌گذاری نمایند. این مورد همچنین بازتاب عدم شناخت مبادله سهام برای بیشتر افرادی است که پس از انقلاب رشد یافته‌اند.

### مجلسی سهم بیشتری برای قشر آسیب پذیر می‌خواهد

در نخستین مرحله خصوصی‌سازی، بیشتر شرکت‌های دولتی به افراد ثروتمند فروخته شدند. این کار هم به طور مستقیم و هم از طریق بورس اوراق بهادار تهران انجام گردید. نظر به اینکه عرضه عمومی سهام منجر به توزیع ناعادلانه ثروت در کشور شده، در سال ۱۳۷۳ مجلس دستور توقف برنامه خصوصی‌سازی را اعلام کرد. قوانین جدید در بهمن ۱۳۷۴ طرح شد که عرضه بیشتر سهام به طبقه کم درآمد را تصویب کرد. در این میان یک تبصره کلیدی وجود داشت که می‌گفت، آزادگان، جانبازان، خانواده شهید و اعضای بسیج می‌توانند اقدام به تأسیس تعاونی‌های کوچک نموده و با استفاده از اولویت‌های خاص و پرداخت تنها ده درصد از مبلغ مورد نیاز برای خرید سهام و مابقی به صورت اقساط پنج ساله واحدهای اقتصادی را در اختیار بگیرند. در مقابل خریداران عادی سهام، باید با پرداخت چهل درصد پیش پرداخت و مابقی به صورت اقساط سه ساله و نیز پرداخت بهره، واحدهای اقتصادی عرضه شده را تصاحب نمایند. به کارکنان واحدهای واگذار شده به بخش خصوصی نیز تعدادی سهام با نصف قیمت داده شد. قوانین جدید به موفقیت‌های اندک و

به دست شد که با رقم تنها ۱۵۰ میلیون سهم (به ارزش ۷۴۱ میلیارد ریال سال پیش از آن قابل مقایسه است در سال فوق الذکر بهترین بخش‌های عمل کننده در بورس بخش‌های مربوط به مواد شیمیایی، سیمان، آهن، شکر و صنایع غذایی است و بدترین بخشها مربوط به پوشاک بوده است که به سبب کمبود ارز خارجی برای دستیابی به مواد اولیه برای آنها مشکل شده است.

### چه چیزهایی بر عملکرد بازار تأثیرگذار هستند.


بورس اوراق بهادار تهران به صورت مجزا از دیگر بورسهای فعال در منطقه فعالیت می‌کند. عملکرد بازار تقریباً به صورت انحصاری، از عوامل سیاسی و اقتصادی داخلی تأثیر می‌پذیرد. یکی از عوامل اساسی افزایش قیمت سهام در سال‌های ۷۵-۷۴ این بود که سرمایه‌گذاران برای حفظ ارزش ریال‌های خود و به عنوان یک عمل جبرانی به سمت سهام گرایش پیدا کردند. بنا به گفته کارکنان بورس جبرانی ثابت و پی‌درپی از پول‌های جدید که به بورس وارد می‌شوند وجود داشت. بیشتر این پول‌ها از جانب سرمایه‌گذاران بی‌تجربه به بورس وارد می‌شود. این جریان‌ها سبب می‌شود تا افزایش‌های ناگهانی و شدید در ارزش سهام خوش نام بوجود آید، زیرا جریان ورود پول به بورس با افزایش عرضه سهام همخوانی ندارد. بدلیل تعداد

نسبتاً کم شرکت‌های ارائه شده در بورس، این قوانین بازار است که موجب انفجار قیمت می‌شوند. زیرا مقدار بسیار زیادی از سرمایه‌گذاران تنها به دنبال خرید سهام شرکت‌های خوش نام که اندک هست می‌باشند.

جریان ورودی پول به بورس تقاضا برای خصوصی‌سازی‌های بیشتر را بر می‌انگیزاند. دولت تمایل خود را برای فروش قسمت اعظم سهام سازمان گسترش و توسعه صنایع ایران اعلان نموده است ولی به نظر می‌رسد که اینکار در آینده نزدیک شدنی نباشد. در اواخر سال ۱۳۷۴ در تلاشی برای افزایش عرضه سهام در بورس، سرمایه‌گذاری بانک ملی که یکی از بزرگترین شرکت‌های ارائه شده در بورس می‌باشد فروش ۶۰۰ میلیارد ریال از سهام جدید خود را به منظور افزایش سرمایه از ۳۰۰ میلیارد ریال به ۹۰۰ میلیارد ریال آغاز نمود.

### عملکرد آینده


با توجه به نارسا بودن عملکرد گذشته بورس، عملکرد آینده را به سختی می‌توان پیش بینی نمود. با نرخ بالای تورمی که برای آینده پیش بینی می‌شود و نسبت بازده سهام به قیمت، این احتمال می‌رود که قیمت سهام در سال جدید تا حدودی اما به کندی به افزایش خود ادامه دهد.



**مقررات**  
UNCTAD / ICC  
**برای اسناد حمل مرکب کالا**

چاپ دوم

انتشارات کمیته ایرانی  
اتاق بازرگانی بین‌المللی



چاپ دوم کتاب "مقررات UNCTAD/ICC برای اسناد حمل مرکب کالا" که توسط آقای ملک رضا ملک پور عضو کمیسیون حمل و نقل کمیته ایرانی ترجمه شده است، در تیراژ ۳۰۰۰ نسخه منتشر شد. چاپ مجدد این اثر که بنا به تشخیص دبیرخانه کمیته ایرانی و تقاضای بازرگانان صاحبان صنعت حمل و نقل بین‌المللی صورت گرفته علاوه بر اینکه مؤید نقش مؤثر کتاب در راهگشایی و راهنمایی متصدیان حمل و نقل کالای می‌باشد، اهمیت ویژه تنظیم اعتبارات اسنادی در حمل و جابه‌جایی کالا رادرسالهای اخیر که به ویژه پیشرفت‌های چشمگیری در زمینه تکنولوژی حمل و نقل و مبادله الکترونیکی اسناد مربوط به آن به وجود آمده راه خوبی نشان می‌دهد.

متن کتاب حاضر شامل ۱۳ ماده و یک مقدمه است و موضوعاتی از قبیل مسؤلیت اطلاعات مندرج در سند حمل، مسؤلیت و تعهدات متصدی حمل، مسؤلیت فرستنده کالا، اعلامیه صدمه دیدن یا از بین رفتن کالا، موارد شبه جرم و قوانین آمره و چند ماده دیگر را پوشش می‌دهد.

کمیسیون حمل و نقل کمیته ایرانی اتاق بازرگانی بین‌المللی با توجه به نقش مهمی که متصدیان حمل و نقل در تجارت بین‌المللی دارند و به منظور تسهیل در تنظیم قراردادهای بین‌المللی حمل کالا ترجمه این مقررات را در دستور کار خود قرار داد.

مطالعه این کتاب به تمامی دست‌اندرکاران حمل و نقل کشور به خصوص صاحبان صنعت حمل و نقل بین‌المللی توصیه می‌شود.

مرکز بخش: تهران - خ طالقانی - شماره ۲۵۴ - طبقه چهارم  
کمیته ایرانی اتاق بازرگانی بین‌المللی