

اشاره:

بازار سرمایه نقش قابل توجهی در اقتصاد ایفا می‌کند. هر اندازه که این بازار از قدرت و پویایی برخوردار باشد، نیازمندی‌های سرمایه‌گذاران با سهولت تأمین می‌شود، شکوفایی اقتصادی در اثر تحول در تولید و تجارت تحصیل می‌گردد و سرانجام رفاه اجتماعی برای مردم تحقق پیدا می‌کند. بازار سرمایه در ایران با تنگناها و موانعی روبه‌رو می‌باشد که در اثر این مشکلات متقاضیان سرمایه با دشواری منابع مالی خود را کمابیش تأمین می‌کنند. از سوی دیگر عرضه‌کنندگان سرمایه که همانا پس‌اندازکنندگان می‌باشند، قادر نیستند نقش اصلی خود را در این بازار و شکوفایی اقتصادی به خوبی ایفا کنند.

از آنجا که هنوز ۷۵ درصد بازار سرمایه کشور در اختیار نظام بانکی و مدیریت دولتی حاکم بر آن است، ابزارهای مؤثر در بازار سرمایه به خوبی ایفای نقش نمی‌کنند. با وجود آنکه تسهیلات تکلیفی بانکها (تحت تأثیر تبصره‌های بودجه سالانه کشور)، منابع آنها را برای وام‌دهی به متقاضیان محدود می‌سازد، با این حال در سال‌های اخیر سهم بخش خصوصی در دستیابی به منابع مالی بانکها بیشتر شده است، اما هنوز این سهم با توجه به ضرورت تقویت فعالیت اقتصادی بخش خصوصی کافی نیست.

رییس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از دو سال پیش تأکید دارد که شرکت‌های خصوصی (صاحبان واحدهای تولیدی - صنعتی) برای تأمین کمبود سرمایه در گردش باید به سمت ابزارهای تأمین مالی خارج از نظام بانکی، گرایش پیدا کنند. متعاقب این تأکیدها، شاهد این واقعیت بودیم که بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به افزایش سرمایه از طریق فروش سهام جدید روی آوردند. این امر به کاهش قابل توجه ارزش سهام این شرکت‌ها در بورس منجر شد و سهامداران قبلی با ضرر و زیان‌هایی روبه‌رو شدند.

از آنجا که نظم در افزایش سرمایه شرکت‌ها و قانونمند شدن آنها اهمیت بسزایی دارد تدابیر جدیدی در این زمینه اتخاذ شد. در این گزارش به بررسی این تدابیر و آثار جانبی آن می‌پردازیم.

قانونمندی افزایش سرمایه شرکت‌ها الزامی بود

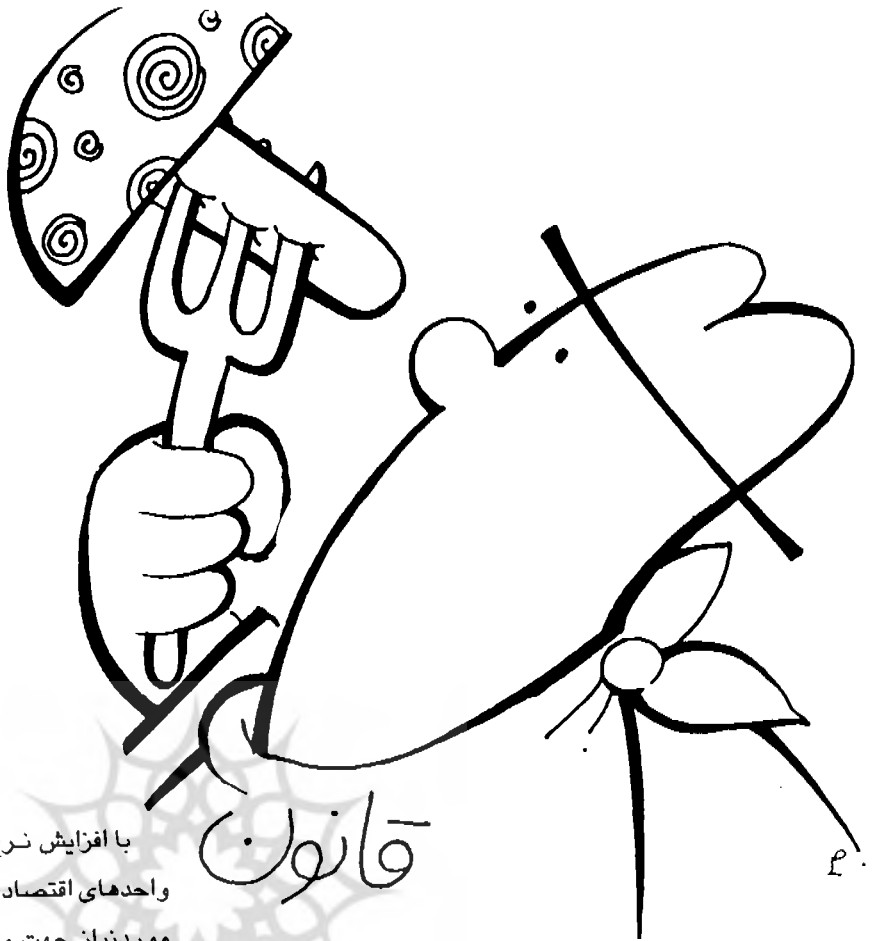
از نظر بسیاری از کارشناسان اقتصادی، افزایش سرمایه از طریق انتشار و فروش سهام جدید باید تحت ضوابط خاصی باشد تا بتواند منافع سهامداران را حفظ کند. به‌طور کلی افزایش سرمایه به دو منظور صورت می‌گیرد. اول آنکه بنگاه اقتصادی برای فعالیت جاری خود با کمبود سرمایه در گردش مواجه باشد. دوم آنکه این بنگاه قصد داشته باشد فعالیت خود را با اجرای طرح‌های توسعه و بازسازی افزایش دهد.

افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

افزایش سرمایه بنگاه‌های اقتصادی، مدیران آنها را در اجرای طرح‌های توسعه و گسترش فعالیت، کمک می‌کند. با وجود مقررات دشوار برای دستیابی به منابع بانکها و محدودیت این منابع، افزایش سرمایه از طریق انتشار و فروش سهام جدید از راه‌هایی است که می‌تواند تقاضای بنگاه‌های اقتصادی را تا حدودی تأمین کند.

قابل توجهی (متناسب با میزان افزایش سرمایه) کاهش می‌دهد و این امر دارندگان سهام واحدهای تولیدی - صنعتی (به‌ویژه در شرکت‌های سهامی عام) را با ضرر و زیان روبه‌رو می‌سازد.

تقسیم نکردن سود در هر مرحله از فعالیت و افزایش سرمایه از طریق نپرداختن سود سهام به سهامداران نیز خود می‌تواند تأثیر نامطلوبی برای سهامداران داشته باشد، زیرا که آنها در پایان دوره مالی به سودی که مورد انتظارشان است، دست نمی‌یابند. اما اگر این اقدام با توجیه اقتصادی طرح افزایش سرمایه همراه باشد، در میان مدت سوددهی بیشتری برای سهامداران دارد.



با افزایش نرخ ارز (ارز صادراتی) در سال ۱۳۷۴، اکثر واحدهای اقتصادی با کمبود سرمایه در گردش برای تأمین ارز موردنیاز جهت واردات مواد اولیه و تجهیزات و ماشین‌آلات، روبه‌رو شدند. از آنجا که دسترسی به منابع بانک‌ها نیز خالی از دشواری نبود، طرح افزایش سرمایه (از طریق عدم تقسیم سود و نیز انتشار اوراق سهام جدید) مدنظر مدیران واحدهای تولیدی - صنعتی قرار گرفت. اما این اقدام هیچ‌گونه قانونمندی درستی نداشت.

به لحاظ فقدان قوانین و مقررات برای نحوه افزایش سرمایه، مدیران بنگاه‌های اقتصادی بدون رایه طرح‌های دارای توجیه اقتصادی، اقدام به افزایش سرمایه کردند و سهامداران خود را با ضرر و زیان مواجه ساختند. نتیجه گسترش این اقدام‌ها، کاهش مستمر ارزش سهام بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک سال اخیر و کاهش شاخص کل قیمت سهام این بورس (از حدود ۲۲۰۰ واحد در مرداد ۷۵ به کمتر از ۱۸۰۰ واحد در مرداد ۷۶) بود.

مدیران بورس اوراق بهادار تهران برای مقابله با چنین روندی، طرحی در زمینه نحوه افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ارایه دادند که از ۱۸ تیرماه به اجرا درآمد.

یکی از اعضای شورای عالی سازمان بورس اوراق بهادار

در هر دو صورت مدیران بنگاه اقتصادی باید توجیه اقتصادی از افزایش سرمایه داشته باشند و بتوانند مجمع عمومی (سهامداران) را متقاعد سازند که افزایش سرمایه اقدامی ضروری برای ادامه فعالیت بنگاه اقتصادی است. چنانچه توجیه اقتصادی در این زمینه وجود نداشته باشد، طرح افزایش سرمایه به حیف و میل منابع و نیز ضرر و زیان سهامداران منجر می‌شود.

○ با وجود دشواری‌ها و محدودیت‌های کنونی برای استفاده از منابع بانک‌ها، افزایش سرمایه شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق سهام جدید و فروش آن، می‌تواند کمبود سرمایه در گردش این‌گونه مؤسسات را تأمین کند.

معمولاً در هر مرحله افزایش سرمایه از طریق انتشار و فروش سهام جدید، در کوتاه‌مدت ارزش سهام را در حد

وی همچنین اظهار داشت: افزایش نقدی سرمایه از محل اندوخته‌های توسعه و تکمیل مشروط بر آنکه قبلاً اندوخته‌های مذکور (موضوع ماده ۱۲۸ قانون مالیات‌های مستقیم) از لحاظ معافیت مالیاتی مورد قبول وزارت امور اقتصادی و دارایی قرار گرفته باشد، مانعی ندارد.

وی گفت: افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا رسیدن به میزان حداقل تعیین شده توسط شورای بورس (۳ میلیارد ریال) مشمول مقررات جدید نمی‌باشد. در ضمن افزایش سرمایه از محل آورده‌های غیرنقدی نیز مانعی ندارد.

وی در تشریح نحوه موافقت هیأت پذیرش بورس از افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده (در حد بیش از ۲۳/۲ درصد در سال جاری) گفت: هیأت پذیرش فقط برای طرح‌های توسعه با افزایشی به میزان بیش از ۲۳/۲ درصد موافقت خواهد کرد. بر اساس ضوابط جدید، حداکثر افزایش سالانه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برابر با رشد شاخص قیمت‌های خرده‌فروشی سال پیش است که از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اعلام می‌شود.

مزایای مقررات جدید

با گسترش فعالیت بورس و واگذاری سهام بسیاری از شرکت‌های دولتی و تحت‌پوشش دولت به مردم، سرمایه‌های قابل‌توجهی جذب بازار سهام شده است. در حال حاضر ارزش سهام قابل‌معامله در بورس اوراق بهادار تهران بالغ بر ۲۲۰۰۰ میلیارد ریال است. اگر چه این رقم در قیاس با کل بازار سرمایه کشور قابل‌توجه نیست، لیکن چنانچه اعتماد سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سهام بر اثر ضرر و زیان‌های متعددی ناشی از کاهش ارزش سهام، از بین برود، نمی‌توان از مکانیزم اوراق بهادار به نحو مطلوب در تجهیز بازار سرمایه بهره گرفت. لذا قانونمند نمودن فعالیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به‌ویژه در آن بخش از تصمیم‌های مالی که به‌طور مستقیم بر حقوق و منافع سرمایه‌گذاران (سهامداران) اثر می‌گذارد، ضرورت دارد.

اگرچه بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند با استفاده از ابزارهای نوین در زمینه عوامل بازارساز (شرکت‌های سرمایه‌گذاری فراگیر، شرکت‌های بزرگ کارگزاری و...) دامنه نوسان‌های ارزش سهام در بورس را مهار کند، با این حال حفاظت از حقوق و منافع سهامداران، وظیفه‌ای است که بر عهده

تهران درباره این طرح اظهار داشت: افزایش سرمایه نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برای سال جاری حداکثر به میزان ۲۳/۲ درصد می‌باشد.

○ افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام جدید در کوتاه‌مدت افت ارزش سهام شرکت و ضرر و زیان سهامداران پیشین را به همراه دارد.

وی گفت: افزایش سرمایه نقدی (به میزان ۲۳/۲ درصد) در اختیار مجمع عمومی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است و مازاد این میزان منوط به موافقت هیأت پذیرش بورس خواهد بود.

محدود کردن میزان افزایش سرمایه نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در حد میزان تورم سال گذشته برای سال جاری (۲۳/۲ درصد) با قبول آن از سوی مجمع عمومی شرکت‌ها، این مزیت را دارد که ارزش دارایی و قدرت مانور اقتصادی شرکت با افزایش سرمایه در حد میزان تورم، کاهش نمی‌یابد. از سوی دیگر ضرورت پذیرش این اقدام از سوی مجمع عمومی، این امکان را برای سهامداران فراهم می‌سازد که از حقوق خود دفاع نمایند و چنانچه قابلیت مدیریت شرکت را در بهره‌گیری مناسب از افزایش سرمایه مورد بحث قبول نداشته باشند، بتوانند با آن مخالفت نمایند.

از سوی دیگر افزایش بیش از میزان ۲۳/۲ درصد در سرمایه شرکت‌ها که به موافقت هیأت پذیرش بورس بستگی دارد، موجب می‌شود که این هیأت از مدیران شرکت‌های متقاضی افزایش سرمایه، توجه اقتصادی از این اقدام را جویا شوند و چنانچه ارزیابی مفید بودن افزایش سرمایه برای هیأت پذیرش بورس محرز گردد و به عبارت دیگر منافع سرمایه‌گذاران (سهامداران) حفظ شود، اجازه کار داده شود. این اقدام سبب می‌شود که از کاهش بیشتر ارزش سهام شرکت‌ها تا حدودی جلوگیری شود.

○ از آنجا که افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس پیش از این ضوابط درستی نداشت، منافع سهامداران با کاهش ارزش سهام در معرض خطر جدی قرار داشت.

سازمان ناظر بر معاملات سهام می‌باشد

از سوی دیگر آزاد گذاشتن افزایش سرمایه تا حد ۲ میلیارد ریال و یا از محل آورده‌های غیر نقدی (ماشین‌آلات و تجهیزات) سبب می‌شود که مدیران بنگاه‌های اقتصادی تا حدودی از قدرت مانور مالی - اقتصادی برخوردار باشند و بتوانند کارآیی بنگاه خود را افزایش دهند.

اما مهم‌ترین مسأله، افزایش سرمایه بیش از حد تورم می‌باشد که در واقع قدرت اقتصادی واحدهای تولیدی - صنعتی را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. در این زمینه منافع صاحبان سهام به شدت تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد. زیرا با افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام جدید و فروش آن، ارزش سهام واحد تولیدی در کوتاه‌مدت یکباره افت می‌کند و سهامداران پیشین را با ضرر و زیان مواجه می‌سازد.

○ چنانچه اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سهام با ضرر و زیان پی‌درپی آنها سلب شود، نمی‌توان از مکانیزم اوراق بهادار برای تجهیز بازار سرمایه در آینده استفاده کرد.

اما اگر این اقدام برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری طرح‌های توسعه باشد، می‌تواند در افزایش کارآیی اقتصادی و سودآوری واحد تولیدی - صنعتی تأثیر بسزایی داشته باشد. البته در این زمینه مدیران بنگاه‌های اقتصادی باید طرح‌های توجیهی فنی - اقتصادی به هیأت پذیرش بورس ارایه دهند. در این‌گونه طرح‌ها باید هزینه سرمایه‌گذاری طرح، ارزیابی تولید (از نظر کمی و کیفی)، وضعیت بازار فروش (داخلی یا خارجی) نحوه قیمت‌گذاری محصول و... به روشنی بیان شود. چنانچه طرح توسعه بازده اقتصادی داشته باشد، هیأت پذیرش بورس با آن موافقت خواهد کرد. زیرا که این روند به سود صاحبان سهام خواهد بود. اما اگر این طرح توجیهی فنی - اقتصادی نداشته باشد با مخالفت هیأت پذیرش بورس روبه‌رو می‌شود و به این طریق از منافع صاحبان سهام حمایت به عمل می‌آید.

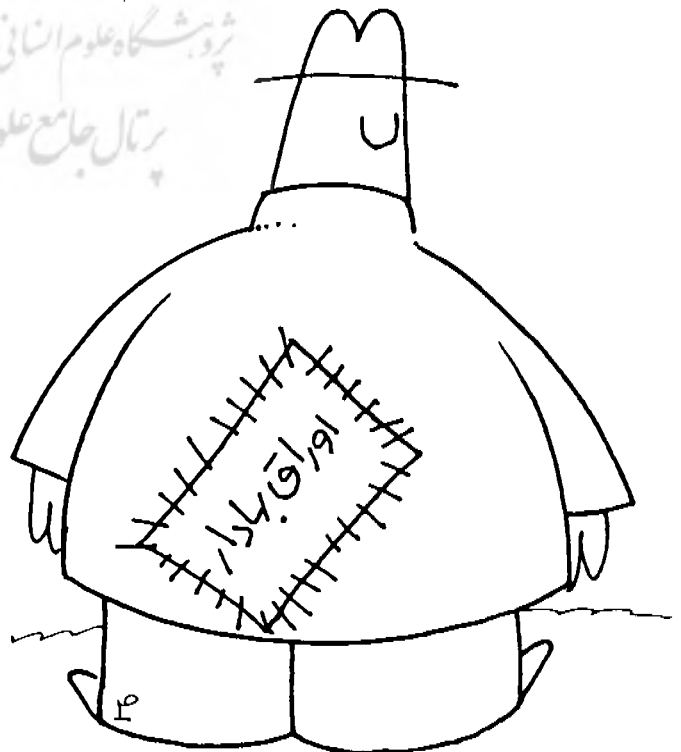
کاهش ارزش سهام بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در یک سال اخیر تحت‌تأثیر افزایش سرمایه (به‌طور غیرقانونمند)، اتخاذ تصمیم‌های جدید را به صورت امری غیرقابل اجتناب و ضروری درآورده بود.

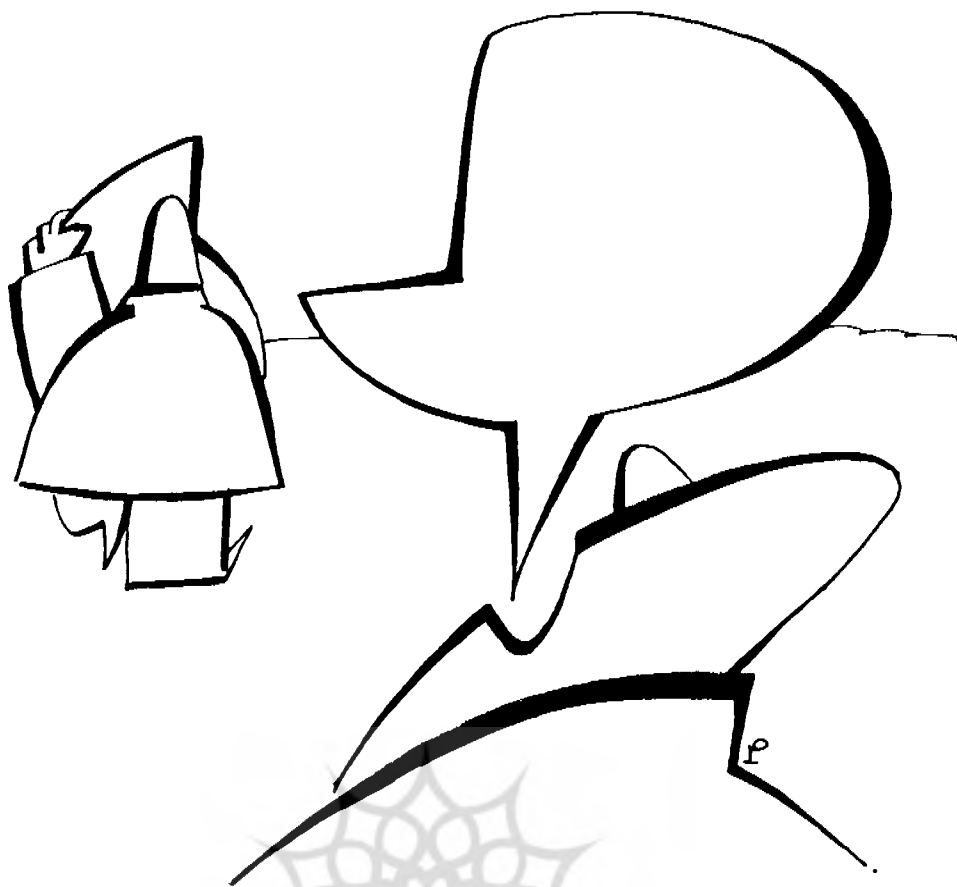
با اتخاذ سیاست‌های جدید، نقش مجمع عمومی از یک سو و هیأت پذیرش بورس در بازبینی طرح‌های افزایش سرمایه

○ طبق مقررات جدید افزایش سرمایه شرکت‌ها بیش از ۲۳/۲ درصد در سال جاری منوط به موافقت هیأت پذیرش بورس می‌باشد.

تا پیش از اعمال مقررات جدید در زمینه افزایش سرمایه، مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برای تأمین نقدینگی موردنظر خود به عدم تقسیم سود سهام یا افزایش سرمایه درحد موردنظرشان اقدام می‌کردند. اگرچه در برخی از مجامع عمومی شرکت‌ها، گزارش‌هایی در زمینه اتخاذ تصمیم برای افزایش سرمایه در حد ابتدایی به مجمع (سهامداران) ارایه می‌شد، لیکن بسیاری از شرکت‌ها توجیه اقتصادی و دلایل کافی برای اتخاذ این تصمیم ارایه نمی‌دادند.

مشروط نمودن افزایش سرمایه (در حد ۲۳/۲ درصد در سال جاری) یا در حد میزان تورم اعلام شده از سوی بانک مرکزی برای سال پیش، به‌نظر مجمع عمومی در واقع گامی در جهت حفظ منافع و حقوق سهامداران است. سهامداران با ارزیابی وضعیت مالی شرکت و نحوه فعالیت آن در یک سال گذشته و برنامه‌های سال جدید، می‌توانند نظر مساعد یا مخالف نسبت به طرح افزایش سرمایه داشته باشند و به این ترتیب به‌طور مستقیم نسبت به حفظ منافعشان اقدام کنند.





تهیه، تصویب و اعمال شود.

بیشتر می‌شود و مدیران بنگاه‌های اقتصادی ناچار خواهند بود که ارزیابی اقتصادی دقیقی را به این دو نهاد ارایه کنند.

چنانچه این ضوابط، تدوین و اعمال نمی‌شود، سرنوشت سهام بسیاری از واحدهایی که اقدام به افزایش سرمایه و فروش سهام می‌نمودند، در پرده‌ای از ابهام قرار می‌گرفت.

دیرکل بورس اوراق بهادار تهران گفته است که آیین‌نامه تخلیفات شرکت‌های پذیرفته شده، در شورای بورس در دست بررسی است.

آنچه مسلم است این آیین‌نامه باید هر چه سریع‌تر تدوین، تصویب و اعمال شود تا از بروز خسارت به صاحبان سهام جلوگیری نماید.

یکی از اعضای شورای عالی بورس گفت: میزان افزایش سرمایه شرکت‌های سرمایه‌گذار پذیرفته شده در بورس در آینده اعلام خواهد شد.

با توجه به این امر که اقشار مختلف مردم با اعتماد به این‌گونه شرکت‌ها اقدام به خرید اوراق سرمایه‌گذاری نموده‌اند و افزایش سرمایه این شرکت‌ها از یک سو منافع خریداران اوراق آنها و از سوی دیگر اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ضرورت دارد که آیین‌نامه مورد بحث هر چه سریع‌تر

○ هیأت پذیرش بورس در صورت داشتن توجیه اقتصادی طرح‌های توسعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، با افزایش سرمایه آنها برای اجرای طرح‌های مورد بحث موافقت می‌کند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری در دو سال اخیر رشد قارچ‌گونه‌ای داشته‌اند، با توجه به منابع مالی عظیمی که این شرکت‌ها از پذیره‌نویسی به دست آورده‌اند، می‌توانند در بخش‌های اقتصادی ایجاد اختلال نمایند یا برعکس به شکوفایی آن کمک کنند. افزایش سرمایه این‌گونه شرکت‌ها قدرت مانور اقتصادی آنها را تقویت می‌کند، اما نحوه بهره‌گیری از این قدرت مالی بسیار مهم است و لازم است در این زمینه ضوابط دقیق تعیین و نظارت منظم اعمال گردد.

