

اشاره:

بازار اوراق بهادار (سهام) نقش سازنده‌ای در تجهیز بازار سرمایه و تأمین تقاضای پولی برای فعالیت‌های اقتصادی مولد دارد. با این وجود این بازار بسیار آسیب‌پذیر است. عوامل سیاسی، تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و گاه بحران‌ها و ناآرامی‌های اجتماعی، می‌تواند بازار سهام را متشنج کند و سرمایه‌گذاران در این بازار را با ضرر و زیان‌های هنگفتی روبه‌رو سازد. آنچه مسلم است، در کشورهای در حال توسعه که بازار سرمایه هنوز از تحرک، پویایی و کارایی لازم برخوردار نیست، هر گونه تشنج در این بازار می‌تواند آینده روند سرمایه‌گذاری را مبهم سازد.

گذشته از منابع بانکه‌ها که در اغلب کشورهای روبه‌رشد سهل‌الوصول‌ترین و ارزان‌ترین منبع دسترسی به «پول» می‌باشد، بازار سهام در تجهیز موردنیاز سرمایه‌گذاری می‌تواند مؤثرترین و کارآترین شیوه عملی باشد. در این گونه کشورها به لحاظ سطح اندک پس‌اندازها، میزان منابع قابل وام‌دهی محدود است و اغلب ضوابط سخت و دشواری برای تخصیص منابع بانکه‌ها وجود دارد، به‌گونه‌ای که نیازمندی‌های سرمایه‌گذاران را نمی‌تواند تأمین کند. با این وصف برای تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری و عبور از فشارهای تورمی، بازار سهام، می‌تواند نقش مؤثری ایفا کند.

از آنجا که فرهنگ سهامداری در کشورهای روبه‌رشد هنوز جایگاه ویژه و واقعی خود را پیدا نکرده است، ضرر و زیان سرمایه‌گذاران در بورس سهام، می‌تواند خود عاملی باشد که در جهت منفی عمل کند و از شمار علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در این بورس‌ها بکاهد. لذا ایجاد شیوه‌های لازم برای حمایت از ارزش سهام و بازار سهام، ضرورتی غیرقابل انکار است.

در بازار اوراق بهادار تهران که در سال‌های اخیر دادوستد سهام سیر صعودی پیدا کرده و به بیش از ۳ تریلیون ریال رسیده است، هنوز شیوه‌های مؤثر در حمایت از سهام وجود ندارد. این در حالی است که باید هر چه سریع‌تر این خلاء از بین برود.

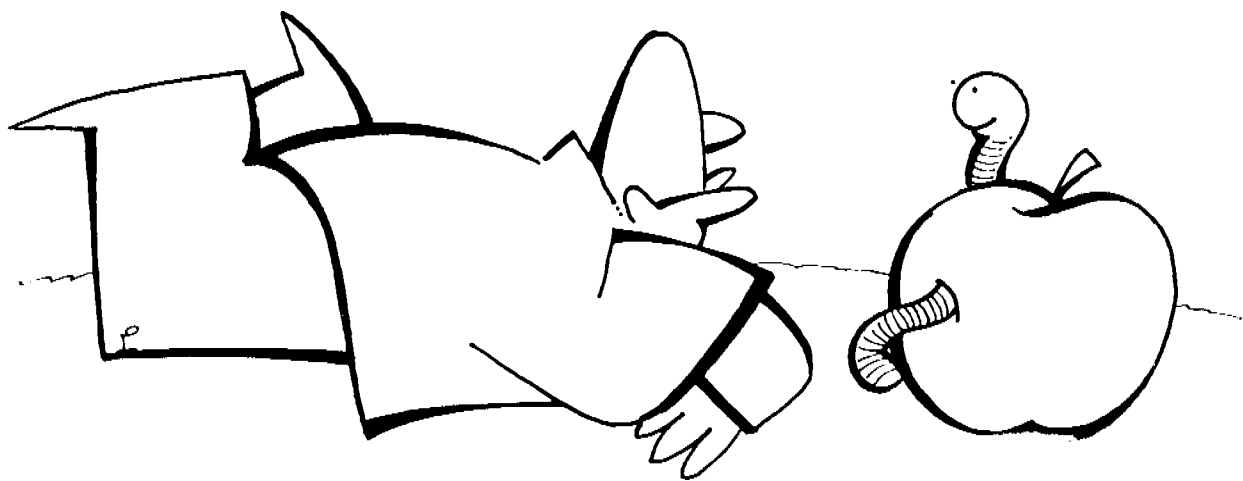
در این گزارش یکی از ابزارهای قوی برای حمایت از ارزش سهام و بازار سهام که تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر است، بررسی و تشریح می‌شود.

# شیوه‌های حمایت از ارزش سهام و مقابله با بحران بازار سهام

## ضرورت تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر

با عنایت به این واقعیت که بازار سهام از نهادهای مالی - اقتصادی، بسیار حساس نسبت به مسایل سیاسی، اقتصادی و گاه اجتماعی است، حمایت از بازار سهام و ارزش سهام به‌منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران ضروری است.

بازار سهام در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران هنوز نیم قرن سابقه ندارد و به همین جهت بازاری نوپدید تلقی می‌شود که می‌تواند به سرعت از آسیب‌های سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ضربه ببیند و سرمایه‌گذاران و علاقه‌مندان خود را از دست بدهد. با وجود محدودیت منابع بانکه‌ها براء، تأمین تقاضای



شرکت سرمایه‌گذاران و دشواری‌های دسترسی به منابع مالی بین‌المللی، بازار سهام می‌تواند گره کور کمبود منابع سرمایه را تا حدودی باز کند و روند رشد اقتصادی کشور را تداوم و پویایی بخشد.

سرمایه‌گذاران و دشواری‌های دسترسی به منابع مالی بین‌المللی، بازار سهام می‌تواند گره کور کمبود منابع سرمایه را تا حدودی باز کند و روند رشد اقتصادی کشور را تداوم و پویایی بخشد.

با توجه به رشد قابل توجه میزان معاملات سهام در هشت سال گذشته، افزایش ظرفیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و توسعه ضروری بود، اما چنین امری رخ نداد. شمار اندک شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ظرفیت مالی محدود آنها و نیز فقدان هماهنگی لازم میان آنها برای حمایت از بازار سهام سبب شد که در سال‌های ۷۱ و ۷۲ بانک‌ها به عنوان خریدار عمده سهام عرضه شده از سوی مردم وارد بازار شوند تا از سقوط بازار بورس جلوگیری کنند. این اقدام بانک‌ها با توجه به محدودیت منابع آنها و حجم تسهیلات بانکی که مکلف به پرداخت آنها می‌باشند، در بلندمدت نمی‌تواند تداوم پیدا کند. لذا ضرورت تأسیس شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر اکنون بیش از پیش احساس می‌شود.

سرمایه‌گذاران و دشواری‌های دسترسی به منابع مالی بین‌المللی، بازار سهام می‌تواند گره کور کمبود منابع سرمایه را تا حدودی باز کند و روند رشد اقتصادی کشور را تداوم و پویایی بخشد.

### ○ بازار سهام در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، هنوز نیم قرن سابقه فعالیت ندارد و لذا از بازارهای نوپنیا است که با آسیب‌های اقتصادی، سیاسی و اجتماعی به سرعت مشتریان خود را از دست می‌دهد.

خوشبختانه در سال‌های اخیر بر شمار سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار افزوده شده و حجم معاملات سهام اینک به بیش از ۳ تریلیون ریال رسیده است، اما این بازار که تا یک سال پیش از رونق فراوان برخوردار بود و شاخص کل قیمت سهام آن به بیش از ۲۰۰۰ واحد رسید، اینک دوران رکود را طی می‌کند و این شاخص به کمتر از ۱۸۰۰ واحد سقوط کرده است. بسیاری از سرمایه‌گذاران در بورس در یکسال اخیر نه تنها از معاملات خود سودی نبردند، بلکه در پاره‌ای موارد با ضرر و زیان روبه‌رو شده‌اند. آن گروه از سرمایه‌گذاران نیز که سود کرده‌اند، نرخ سود خود را کمتر از نرخ سود اعطایی نظام بانکی و حتی کمتر از میزان تورم (۲۳ درصد در سال گذشته و حدود ۱۵ درصد در سال جاری) اظهار کرده‌اند. چنانچه این روند ادامه یابد، سقوط بورس تهران دور از انتظار نیست.

کارشناسان بورس بر این عقیده هستند که با تشکیل

### ○ با تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر می‌توان از بحران بازار سهام جلوگیری کرد و دامنه نوسان ارزش سهام را محدود ساخت.

به عقیده برخی کارشناسان، چنانچه در تأسیس چنین شرکتی اهمال شود، با روند کنونی بازار سهام و سقوط پی‌درپی شاخص کل قیمت سهام بازار اوراق بهادار تهران، تا

پایان سال جاری اوضاع وخیم‌تری در انتظار بورس و سرمایه‌گذاران خواهد بود.



### مزایای ایجاد شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر

یکی از مشکلاتی که پیوسته در بازارهای سهام به چشم می‌خورد، احساس ناامنی سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران در بازار سهام در صورت بروز حوادث اجتماعی، سیاسی، اقتصادی (گاهی حتی با پیش‌بینی بروز چنین رخدادهایی) اقدام به فروش سهام خود می‌نمایند. بارها نیز مشاهده شده است که رونق فعالیت‌های اقتصادی دیگر (مثلاً تجارت) سبب می‌شود که سهامداران برای کسب سود بیشتر، اقدام به فروش سهام و نقد کردن دارایی خود برای سرمایه‌گذاری در مسیرهای دیگر کنند.

در چنین وضعیتی، غالباً عرضه فراوان سهام رخ می‌دهد و با فراوانی عرضه سهام، قیمت‌ها یکباره سقوط می‌کند و همین امر می‌تواند زمینه سقوط بازار سهام را فراهم کند. چنین رخدادهایی در بازار سهام بزرگ دنیا، بارها به چشم خورده است. اما بازارهای سهام پیشرفته در جهان، در سایه تجربیات فراوان، توانسته‌اند به عوامل بازار ساز، یعنی شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر، دست یابند و تا حدود زیادی مانع از نوسانات سریع (افزایش یا کاهش) ارزش سهام شوند.

شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر، اقدام به مداخله در بازار سهام می‌کند. در مواقعی که عرضه سهام از سوی مردم به نحو چشمگیری (تحت تأثیر هر عاملی) افزایش یابد، این شرکت با استفاده از منابع سرمایه خود، اقدام به خرید سهام می‌نماید و از سقوط قیمت سهام جلوگیری می‌کند. در مواقعی که عرضه سهام کم باشد و قیمت‌ها سیر صعودی فزاینده‌ای پیدا کنند، باز شرکت در بازار سهام مداخله کرده و از طریق فروش سهام تحت اختیار خود، از رشد بیش از حد قیمت‌ها جلوگیری می‌کند.

○ شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر می‌تواند در دوران صعود قیمت‌های سهام، با عرضه سهام تحت اختیار خود، از شتاب افزایش قیمت‌ها جلوگیری کند و در مواقع سقوط قیمت‌های سهام با خرید سهام در دست مردم، مانع از کاهش بیشتر قیمت‌ها شود.

با این شیوه شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر از نوسانات

بزرگ در ارزش سهام که سودهای بادآورده یا زیان‌های هنگفت برای سرمایه‌گذاران (صاحبان سهام) به بار می‌آورد، جلوگیری کرده و بازار سهام را متعادل و متوازن می‌نماید. برای بورس اوراق بهادار تهران نیز که با رشد چشمگیر دادوستد سهام روبه‌رو است، تأسیس چنین شرکتی برای رویارویی با نوسان‌های احتمالی ضرورت دارد.

### بافت شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر

از آنجا که شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر خود به عنوان یک شرکت بزرگ فعال و مداخله‌گر در بازار سهام می‌باشد، لذا بایستی از مدیریت پویا و کارآیی برخوردار باشد تا بتواند از منابع خود به‌خوبی در جهت سودآوری و تنظیم بازار سهام استفاده کند.

با این وصف، حضور شرکت‌های بزرگ عرضه‌کننده سهام ارزشمند در بازار که از مدیریت غیردولتی برخوردار باشند، در مدیریت شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر الزامی است. این شرکت‌ها می‌بایست در مدیریت و تأمین سرمایه شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر نقش و جایگاه ویژه‌ای داشته باشند.

از سوی دیگر مردم نیز می‌توانند در تأمین سرمایه موردنیاز شرکت سهیم باشند، اما از آنجا که مدیریت کارآ و پویای شرکت الزامی است، باید سهم مردم در این شرکت کمتر از ۵۰ درصد باشد.

از آنجا که قدرت نمایش (مانور) شرکت سرمایه‌گذاری

در چنین شرایطی مقابله با سقوط بازار سهام بسیار دشوار و به زعم برخی از کارشناسان غیرممکن خواهد بود.



یک کارشناس بورس در گفت‌وگو با خبرنگار نشریه «بررسی‌های بازرگانی» با اشاره به رشد معاملات سهام در بازار اوراق بهادار تهران، ضرورت تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر در اسرع وقت را گوشزد کرد.

وی با اشاره به آسیب‌های احتمالی بازار سرمایه و سهام در صورت اجتناب از تشکیل این شرکت گفت: سقوط بازار سهام می‌تواند اقشار مختلف مردم که به این بازار اعتماد و سرمایه‌گذاری کرده‌اند را با ضررهای هنگفتی روبه‌رو سازد و آینده بازار سرمایه کشور را مخدوش کند.

### ○ سقوط بازار سهام اعتماد اقشار مختلف مردم به سرمایه‌گذاری در این بازار را سلب می‌کند و روند آتی بازار سرمایه کشور را مخدوش می‌سازد.

وی که خواست نامش فاش نشود، افزود: طرح ایجاد شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر برای تنظیم بازار سهام در مواقع بحرانی در دست تهیه است.

وی گفت: با کندی کار تنظیم ضوابط و مقررات فعالیت بورس در سال‌های اخیر، به نظر نمی‌رسد که تأسیس این

فراگیر از نظر مالی بسیار مهم است و باید در حد ارزش سهام قابل واگذاری از سوی مردم باشد، می‌توان از توان مالی شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در جامعه و شرکت‌های کارگزاری برای تأمین سرمایه موردنیاز شرکت بهره گرفت تا سهم سرمایه غیرمردمی را به بیش از ۵۰ درصد رساند تا قدرت تصمیم‌گیری نهایی و مدیریت در اختیار گروهی باشد که تجربه کافی در بازار سهام دارند و می‌توانند سودآوری فعالیت شرکت را در بلندمدت تضمین کنند.

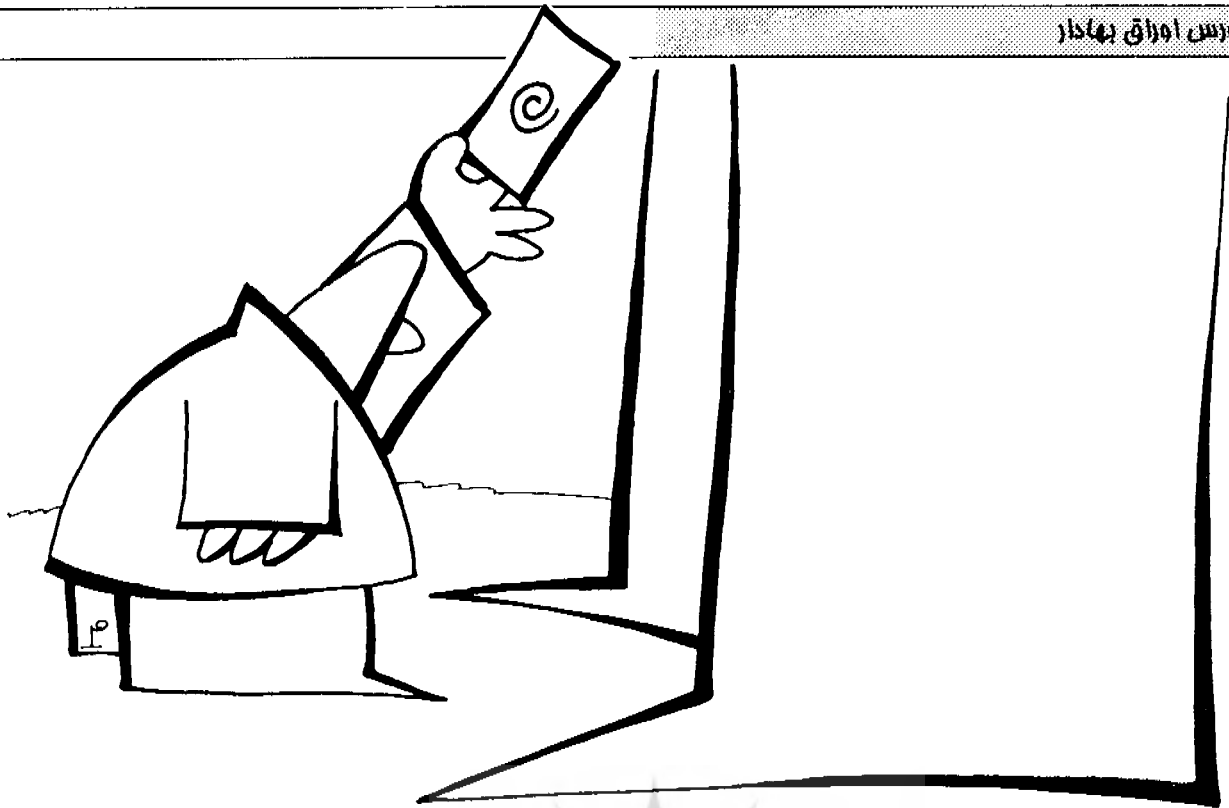
### ○ بنزای استمرار فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر، افزایش سرمایه این شرکت متناسب با حجم معاملات سهام در بورس، ضروری است.

با توجه به حجم عملیات دادوستد سهام در بورس اوراق بهادار تهران، منابع مالی موردنیاز برای تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر حدود ۵۰۰ میلیارد ریال (در مرحله نخست) برآورد شده است که بیش از نیمی از این مبلغ برای کسب سهم ۵۱ درصدی در سرمایه، باید از سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های دارای سهام ارزشمند، بیمه و کارگزاری تأمین شود و مابقی آن از طریق پذیره‌نویسی از سوی مردم تأمین مالی گردد.

آنچه مسلم است این شرکت زمانی می‌تواند فعالیت مثبت و متعادل‌کننده در بازار سهام داشته باشد که سرمایه آن متناسب با حجم معاملات سهام در بورس افزایش پیدا کند. لذا ضرورت دارد برنامه میان‌مدتی برای رشد سرمایه شرکت تدوین شود و متناسب با آن آورندگان سرمایه، سهم خود را تأمین و پرداخت کنند.

کارشناسان بورس با پیش‌بینی رشد معاملات سهام تا سطح حدود ۹۰ هزار میلیارد ریال تا سال ۱۳۸۰، برآورد کرده‌اند که سرمایه شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر باید تا سطح ۲۷ هزار میلیارد ریال افزایش پیدا کند.

چنانچه مدیریت شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر قادر به حسن انجام امور (سودآوری مناسب برای افزایش سرمایه) و تنظیم برنامه میان‌مدت رشد سرمایه نباشد، فعالیت شرکت با شکست مواجه خواهد شد و نارسایی‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، زمینه بروز و تأثیرگذاری پیدا خواهد کرد.



شرکت، به سرعت قانونی و اجرایی شود و لذا آینده فعالیت بورس تهران مبهم است و دورنمای خوشی حتی برای سال جاری متصور نیست.

این کارشناس اظهار داشت: برای آنکه اعتماد مردم از بورس سلب نشود و سرمایه‌ها بار دیگر به فعالیت‌های غیرمولد اقتصادی سوق پیدا نکند، لازم است رهیافت‌هایی که برای رونق فعالیت بورس و جلوگیری از نوسان‌های شدید وجود دارد، جدی گرفته شود و مسؤولان به‌دقت و با سرعت نسبت به تعبیه ابزارهای مناسب حمایت از سهام اقدام کنند.

وی گفت: خصوصیت‌های و کاهش بار مسؤلیت‌های دولت از وظایف اساسی نظام اقتصادی است و بورس سهام بهترین شیوه پیشبرد خصوصی‌سازی و جلب مشارکت مردمی است. چنانچه دولت در این زمینه قصور کند، نه تنها قادر به تأمین نیازهای نقدینگی واحدهای تحت پوشش خود نخواهد بود، بلکه روند رشد سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر را نمی‌تواند در آینده حفظ کند.

وی گفت: افزایش حجم فعالیت بورس متناسب با فعالیت‌های اقتصادی کشور الزامی است، در غیر این صورت به تدریج بورس به فراموشی سپرده خواهد شد و این منبع تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری نیز از بین خواهد رفت.

وی با اشاره به محدودیت منابع بانک‌ها برای تأمین

نیازهای سرمایه‌گذاران با وجود تسهیلات تکلیفی (در تبصره‌های مختلف بودجه سالانه کشور) اظهار داشت: ایجاد

تسهیلات لازم برای فعالیت مستمر و همراه با رونق بازار سهام برای اقتصاد ایران الزامی است.

وی در پایان با اشاره به درآمد محدود نفت و ضرورت کاهش وابستگی به این منبع برای تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری اظهار داشت: با تشکیل شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر می‌توان اطمینان و اعتماد به بازار سهام را با ایجاد امنیت خاطر برای سرمایه‌گذاران، همچنان حفظ و آن را تقویت نمود.

وی گفت: اگر دولت در پیشبرد امر خصوصی‌سازی و جلب مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری‌ها، قصور ورزد در چند سال آینده نه تنها قادر به تأمین نقدینگی مورد نیاز واحدهای اقتصادی نخواهد بود، بلکه روند رشد سرمایه‌گذاری در کشور از بین می‌رود.

وی گفت: در این صورت روزبه‌روز به شمار علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در بورس سهام افزوده خواهد شد و بسیاری از طرح‌های بزرگ بدون نیاز به استفاده از دلارهای حاصل از صادرات نفت، قابل اجرا خواهد شد.

وی با اشاره به محدودیت منابع بانک‌ها برای تأمین نیازهای سرمایه‌گذاران با وجود تسهیلات تکلیفی (در تبصره‌های مختلف بودجه سالانه کشور) اظهار داشت: ایجاد

