

مقدمه‌ای بر بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار

مرتضی والی نژاد

بخش پنجم

اشاره

نقش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در فرایند توسعه اقتصادی، انکار ناپذیر است و یکی از نهادهای مؤثر در راستای این هدف، بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار است. در بخش‌های قبلی این مقاله، ضمن مروری بر اجزای بازار مالی و طبقه‌بندی آنها، به چگونگی آغاز به کار و فعالیت سازمان بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم و اینک به ارزیابی عملکردهای آن می‌پردازیم.

بانک و اقتصاد



ارزیابی عملکردها
حاکمی از آن است که
رویهمرفته بورس
اوراق بهادار تهران
نتوانسته است به
جایگاه واقعی خود در
اقتصاد کشور برسد،
زیرا ...

ارزیابی عملکردها

ارزیابی عملکردها حاکی از آن است که رویهمرفته بورس اوراق بهادار تهران نتوانسته است به جایگاه واقعی خود در اقتصاد کشور برسد، زیرا از میان چند صد شرکت سهامی عام، کمتر از ۴۰۰ شرکت در تابلوی معاملات حاضر هستند و از ۷۰ میلیون جمعیت کشور نیز تنها ۲/۴ میلیون نفر به عنوان سهامدار شناسایی شده‌اند. این در حالی است که در سایر کشورهای جهان، بورس اوراق بهادار از جایگاه والا و ویژه‌ای برخوردار می‌باشد.^(۱)

طی سال‌های ۸۵-۱۳۸۴ و بخشی از سال ۱۳۸۶، اقبال عموم سرمایه‌گذاران به سوی بازار ساختمان بود و مسکن و سایر انواع ساختمان به وسیله پس‌انداز بدل شدند. سود بالا و نقدینگی موجود در بازار ساختمان به اندازه‌ای بود که حتی سرمایه‌گذاران قدیمی بورس (اشخاص حقیقی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) نیز بخش عمده‌ای از منابع خود را به سمت املاک و مستغلات سوق دادند. از اینرو، طی این سال‌ها منابع جدید به سوی بازار سهام سمت و سو نیافت.^(۲)

هیجان سهام موصوف به اصل ۴۴ نیز نتوانست سرمایه‌گذاران جدید را به بازار بیاورد یا حداقل، منابع شایان توجهی را برای بازار سرمایه تجهیز کند. شاهد این مدعا هم روزهایی در بورس است که سهام جدید عرضه می‌شده و

قیمت نفت، سودآوری این شرکت‌ها را به حاشیه کشاند، چرا که شرکت‌هایی در بورس در رشد ارزش روزانه بازار سهام تأثیر گذار بودند که وابستگی مستقیمی با قیمت‌های جهانی داشتند. از اینرو، قیمت سهام این شرکت‌ها از تأثیر کاهش سودآوری رو به افول رفت تا جایی که قیمت برخی از سهام این شرکت‌ها به کمتر از نصف هم رسید. فولادی‌ها و معدنی‌ها و همچنین تک‌سهم‌هایی مانند کشتیرانی، پالایش نفت و... به افزایش ارزش روزانه بازار سرمایه و رساندن آن به مرز ۶۷ میلیارد دلار کمک کردند و پس از آن نیز ورود مخابرات و لحاظ ارزش روز ۷۰ هزار میلیارد ریالی آن بر ارزش بازار سرمایه افزود. با وجود این، بر همین پایه سیر نزولی بهای سهام این شرکت‌ها و قیمت سهام دیگر شرکت‌های بورس، ارزش روز سهام را تا مرز ۵۰ میلیارد دلار پایین کشید.^(۳)

بازدهی بورس تهران در سال ۱۳۸۷ در مقایسه با سایر بازارهای رقیب (سپرده‌های بانکی، اوراق مشارکت، طلا و ارز)، تنها از بازدهی بخش مسکن بیشتر و تقریباً با بازار طلا و سکه برابر بوده است. نکته مهم این است که نقدشوندگی بازار سکه و طلا بسیار بالاتر از بورس است و این مسأله جذابیتی را ایجاد می‌کند که با وجود ریسک بیشتر و تحلیل پذیری کمتر، علاقمندان بیشتری به این بازار گرایش پیدا کنند.^(۴)

بورس تهران از یک سو، به دلیل رکود جهانی شرایط

سال	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷
ارزش معاملات (میلیارد ریال)	۸۰۰۱۲	۳۸۲۷۹	۲۵۹۲۲	۵۵۱۹۸	۹۸۵۷۵
دلغات معامله (هزار حرتبه)	۱۴۶۹	۱۵۶۲	۱۳۰۰	۱۴۸۹	۱۳۷۲
درصد بازدهی بورس (درصد تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت)	۲۶/۹	-۵/۹	۱۴/۳	۱۱/۳	-۱/۴
درصد تغییر شاخص قیمت	۱۹/۳	-۱۴/۹	۶/۵	-۱/۲	-۱۲/۲

ناپایداری دارد و از دیگر سو، نبود ابزارهای متنوع در بازار سرمایه کشور، ریسک زیادی را برای سهامداران ایجاد کرده است؛ که این کاستی در بورس در زمان افت قیمت‌ها بیشتر بروز می‌کند.^(۵)

یکی از کاستی‌های بورس کشور، درصد پایین سهام شناور آزاد برخی از شرکت‌های بزرگ است. تمرکز وزن شاخص بر روی یک صنعت خاص و افزایش سود این صنعت به دلیل رشد قیمت جهانی، در کنار پایین بودن سهام شناور آزاد باعث می‌شود که بورس تهران را نتوان دماسنج اقتصاد ایران نامید.^(۶)

در حالی که طی سال‌های ۸۷-۱۳۸۴ حجم بورس به لحاظ ارزش رشد داشته، اما تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس افزایش نیافته است.^(۷) روند پذیرش شرکت‌ها در بورس که طی سال‌های ۸۳-۱۳۸۰ فزاینده بود، طی سال‌های ۸۷-۱۳۸۴ با کاهش روبرو شد و از ۱۱۵ شرکت، به ۲۲ شرکت کاهش یافت. این در حالی است که از سال ۱۳۸۵ تمرکز بورس بر پذیرش شرکت‌های صدر اصل ۴۴ قرار گرفته

برای تجهیز منابع جهت خرید عرضه‌های اولیه، سایر سهام زیر فشار شدید فروش قرار می‌گرفته‌اند. در واقع، منابع حاصل از صف‌های فروش سایر سهام، در صف خرید سهام اصل ۴۴ قرار می‌گرفت.^(۸) گرچه به دلیل افزایش قیمت کالاهای اساسی، قیمت چند سهم اصل ۴۴ صعود کرد و شاخص را با خود ارتقا بخشید، با وجود این، افزایش شاخص نتوانست پول تازه‌ای را به بورس بیاورد و سرمایه‌گذاران جدیدی را به سوی بازار هدایت کند.^(۹)

در سال ۱۳۸۷، با کاهش روزانه قیمت سهام و ارزش روز اکثر شرکت‌های بزرگ بورس، ارزش بازار سهام طی حدود چهار ماه (شهریور، مهر، آبان و آذر) با افت ۲۰ میلیارد دلاری روبرو شد و جدول بزرگان بورس تغییر کرد. حضور شرکت‌های بزرگ دولتی با حجم سرمایه زیاد و تأثیر این شرکت‌ها، ارزش روزانه بازار سرمایه رادر مرداد ماه ۱۳۸۷ به بی‌سابقه‌ترین رقم، یعنی به حدود ۷۳ میلیارد دلار رساند؛ این در حالی است که از اواخر همین ماه کاهش شدید قیمت جهانی فلزات و پس از آن

طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶ وضعیت بازار ساختمان و مسکن به گونه‌ای بود که حتی سرمایه‌گذاران قدیمی بورس هم بخش عمده‌ای از منابع خودشان را به سمت املاک و مستغلات سوق دادند.



است. در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ به ترتیب از مجموع سه و هفت شرکت پذیرفته شده در بورس، دو و سه شرکت در زمره شرکت‌های اصل ۴۴ بوده‌اند. تغییر رویکرد سازمان بورس به پذیرش شرکت‌هایی با سرمایه بالا و ارتقای کیفیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، هر چند که افزایش اعتماد سرمایه‌گذاری و رونق بورس را در پی دارد، با وجود این، عدم توجه به تنوع شرکت‌ها باعث افزایش خطرپذیری (ریسک) در بازار سهام می‌شود، ضمن آنکه عدم توجه به سایر شرکت‌ها انگیزه آنان را برای ورود به بورس کاهش می‌دهد. همچنین، تمرکز بر شرکت‌های صدر اصل ۴۴ صرف‌نظر از مزایایی که برای بورس و سهامداران دارد، درصد پایین سهام عرضه شده به علاوه پایین بودن سهام شناور آزاد این شرکت‌ها همراه با سایر محدودیت‌های بازار - همانند دامنه نوسان و حجم مبنا - در پاره‌ای موارد نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.^(۱۰)

بدون تردید، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌ها به شرایط اقتصادی کشورها و همچنین، به شرایط پذیرش بورس‌ها بستگی دارد و در حالیکه ایران با بزرگ‌ترین تحول ساختاری - یعنی خصوصی‌سازی - روبرو است، تمرکز بر پذیرش شرکت‌های اصل ۴۴ در بورس قابل توجیه می‌باشد؛ با وجود این، نباید سایر شرکت‌ها فراموش شوند، ضمن اینکه تنوع شرکت‌ها و صنایع پذیرفته شده در بورس، خطرپذیری (ریسک) بازار سهام را کاهش می‌دهد.^(۱۱)

هر چند که افزایش ارزش بورس به معنای وسیع‌تر و حجیم‌تر شدن بازار است؛ با وجود این، باید توجه داشت که این رویداد، متأثر از حضور اندک شرکت‌های بزرگ است و به نظر می‌رسد که کارایی بازار را در پی نداشته باشد. به عنوان نمونه، در سال‌های اخیر، شرکت‌های بزرگ (فولاد مبارکه، ملی مس، مخابرات و ...) در اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ و فعالیت‌های مشمول عنوان صدر اصل ۴۴ وارد بورس شدند که از میزان سرمایه بالا برخوردارند. این شرکت‌ها تنها شاخصی از بخش‌های فلزی‌های اساسی، مخابرات و ... محسوب می‌شوند، نه شاخصی از کل فعالیت‌های اقتصادی. از اینرو، بورس در شرایطی قرار خواهد گرفت که شاخص‌هایش نمایانگر کم و کیف فعالیت‌های اقتصادی کشور نخواهد بود. به این ترتیب، بورس از نقش خود که میزان‌الحراره‌ای برای نشان دادن فعالیت‌های اقتصادی کشور است، دور خواهد شد. بدیهی است که نوسان‌های شاخص بورس در این شرایط، متأثر از معاملات چند صنعت خاص بوده و تبلور فعالیت‌های اقتصادی کشور محسوب نمی‌شود. بنابراین، لازم است در کنار پذیرش و حضور شرکت‌های بزرگ که ارزش آنها، حجیم شدن بورس را در پی دارد، شرکت‌های دیگر با ارزش پایین نیز مورد توجه قرار گیرند، چرا که گرچه ارزش آنها به نسبت شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قابل توجه نیست؛ با وجود این، نقش مهمی را در تنوع بازار ایفا خواهند کرد.^(۱۲)

از سوی دیگر، تمرکز بر حضور شرکت‌های بزرگ در بورس و دادو ستد سهام آنها، موجب افزایش خطرپذیری (ریسک) بازار می‌شود، به گونه‌ای که کوچک‌ترین شوک در



آیا بورس تهران توانسته است دماسنج دقیق و قابل اطمینانی برای اقتصاد کشور باشد؟

بازدهی بورس تهران در سال ۱۳۸۷ تنها از بازدهی بخش مسکن بیشتر بوده و تقریباً با بازار طلا و سکه برابری کرده است.



تمرکز بر حضور شرکت‌های بزرگ در بورس و دادوستد سهام آنها، موجب افزایش ریسک بازار می‌شود.

معاملات این تعداد سهم، افزون بر ۱۳۰ هزار و ۷۱۱ میلیارد ریال برآورد شده است.^(۱۶)

نخستین روز معاملاتی سال ۱۳۸۷ با شاخص کل بیش از ۱۰۰۰۰ واحد آغاز شد، حال آنکه بروز بحران مالی جهانی و اثر آن بر بازار سرمایه کشور، چنان از حرارت این دماسنج اقتصادی کاست که در پایان سال، تب سردی بورس را فرا گرفت و شاخص کل با ۲۱ درصد افول، به حوالی ۷۹۰۰ واحد سقوط کرد.^(۱۷)

سال ۱۳۸۷ به اعتقاد بسیاری از اقتصاددانان و کارشناسان اقتصادی، سال سختی برای اقتصاد جهان و به تبع آن، برای ایران بود. هر چند که در نیمه نخست این سال به لحاظ شرایط اقتصادی حاکم بر فضای کسب و کار، گردش نقدینگی و در کل اقتصاد، بسیار مناسب‌تر از سال ۱۳۸۶ بود؛ با وجود این، نیمه دوم با رکودی بی‌سابقه همراه بود که بسیاری از صنایع تولیدی را با کاهش چشمگیر سودآوری روبرو ساخت و حتی تعدادی را نیز در آستانه زیان‌دهی قرار داد.

این بحران که در مرحله نخست در جهان و به شکل مشخص از ایالات متحده آمریکا آغاز شد، در ایران اثرات مستقیم و مشخصی نداشت، تا جایی که برخی از مسؤولان کشور اعلام کردند که بحران جهانی اقتصاد تأثیری بر اقتصاد ایران ندارد، حتی در اواخر سال ۱۳۸۷ هم تأثیر این بحران در اقتصاد کشور اثر چندان قابل درکی نداشت؛ با وجود این، بورس تهران بیشترین آسیب را از بحران جهانی دید، به گونه‌ای که به فاصله کمتر از دو ماه از وقوع بحران در جهان، بورس تهران در آغاز نیمه دوم سال متأثر از این واقعه

معاملات سهام این شرکت‌ها، بازار را متأثر خواهد ساخت. افزون بر این، در شرایطی که چند شرکت سهم عمده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های بنگاه‌های اقتصادی فعال کشور را به عهده دارند، هر گونه تنش در فعالیت این شرکت‌ها، بازار و فعالیت سرمایه‌گذاری کشور را متأثر خواهد کرد.^(۱۳)

بر اساس اعلام فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار در سال ۲۰۰۸، از میان ۶۲ بورس عضو، شاخص بورس تهران با رشد ۰/۷ درصد در مکان نخست ایستاد. همچنین، ارزش جاری بورس اوراق بهادار تهران در یک سال بین دسامبر ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸ میلادی، با ۱۱ درصد رشد، به ۴۸/۷ میلیارد دلار رسید که در صدر برترین بورس‌های جهان قرار گرفت.^(۱۴)

با وصف این، بورس اوراق بهادار در حالی در بهمن ماه ۱۳۸۷ وارد حیات ۴۱ ساله خود شد که دو چهره بسیار متفاوت را از خود به نمایش گذاشت، به گونه‌ای که فعالان بازار در برابر شادمانی ناشی از رونق بورس در نیمه نخست سال، نیمه پایانی سال را با رکود و زیان سرمایه‌ها و گم شدن نقشه راه کوتاه مدت سرمایه‌گذاری در بازار سهام سپری کردند.^(۱۵)

در همین سال، بورس اوراق بهادار از ۳۶۶ روز سال، ۳۳۸ روز کاری را فعال بود و در این مدت متغیرهای اصلی معاملات آمارهای شایان توجهی را تجربه کردند.

با در نظر گرفتن اخراج ۷۲ شرکت از فهرست شرکت‌های بورس در اواخر مهرماه ۱۳۸۷، از میان ۳۴۴ شرکت حاضر در بورس، سهام ۳۲۶ شرکت بزرگ و کوچک مورد دادوستد قرار گرفت که حجم سهام معامله شده در ۳۳۸ روز کاری، بالغ بر ۴۷/۸ میلیارد سهم بود، این در حالی می‌باشد که ارزش



جهانی شد و رفته رفته میل به فروش در معامله گران تقویت شد و ارزش معاملات نیز در تالار شیشه‌ای حتی کاهش ۴۰ تا ۵۰ درصدی ارزش را تجربه کرد. در این سال تنها در ۸۷ روز شاخص بورس مثبت بود که اغلب این روزها نیز مربوط به نیمه نخست سال می‌باشد، در حالی که در سال ۱۳۸۶ شمار روزهایی که شاخص بورس مثبت بود، به ۱۴۰ روز بالغ می‌گردید. افزون بر این، ارزش بازار در سال ۱۳۸۷ نسبت به سال قبل از آن کاهش ۲/۸ درصدی را نشان می‌دهد، این در حالی است که در سال ۱۳۸۷ پنج شرکت بزرگ مخابرات، بانک ملت، کشتیرانی، پالایشگاه اصفهان و سیمان کردستان نیز وارد بورس شدند.^(۱۸)

در مجموع، بازار سرمایه در ایران همواره تحت تأثیر عوامل متعدد (اقتصادی و غیراقتصادی) دستخوش فراز و نشیب‌های گسترده بوده و تأثیرپذیری شدید بازار سرمایه از مسایل غیراقتصادی کشور، امکان پیش بینی روند تحولات بازار را از فعالان این حوزه سلب نموده است. این شرایط، بازار سرمایه و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در کشور با موانع اساسی روبرو می‌سازد. به همین دلیل، با وجود ظرفیت‌ها و پتانسیل‌های بالا جهت رشد و توسعه بازار سرمایه در ایران، تهدید در کنار جذابیت‌های موجود در فعالیت‌های غیرمولد و موازی بازار سرمایه، همچنان باعث عدم توسعه این بازار در کشور شده است.^(۱۹)

عوامل متعدد تهدید کننده بازار سرمایه در ایران را می‌توان در حوزه تهدیدهای ناشی از محیط حقوقی، تهدیدهای ناشی از محیط اقتصادی، تهدیدهای ناشی از محیط سیاسی، تهدیدهای ناشی از ضعف زیرساخت‌ها و زیربناها و تهدیدهای ناشی از ضعف نظام امنیت تولید در نظر گرفت، این در حالی است که فرصت‌های بسیار نیز پیش روی بورس کشور قرار دارند.^(۲۰)

دگرگونی‌های بورس در یک جمع‌بندی کلی تحت تأثیر عوامل بیرونی همچون نرخ رشد اقتصادی کشور، نرخ ارز، حاشیه سود فعالیت‌های دیگر اقتصادی، درآمدهای ارزی، درجه و شدت آزادسازی و باز شدن اقتصاد ایران و افزایش نقدینگی و عوامل درونی همچون هدف‌گذاری‌ها در بورس، جلب اطمینان سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس، وضع قوانین و مقررات جدید، نهادهای جدید در بورس و همکاری با بورس‌های منطقه‌ای است.

در مجموع، چشم‌انداز بورس به شدت به عوامل اقتصادی وابسته است و از آنجا که تحولات اقتصادی ایران تحت تأثیر قیمت نفت و درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت قرار داد، از اینرو، با نوسان در درآمدهای ارزی، اقتصاد کشور تحت تأثیر قرار می‌گیرد و به دنبال خود بورس را متحول می‌سازد.^(۲۱)

منابع

- ۱) ۱۷ مزیت بورس برای شرکت‌های سهامی عام و اقتصاد کشور / روزنامه دنیای اقتصاد / ۱۳۸۷ / شماره ۱۶۴۱ / صفحه ۱۱.
- ۲) حسین، عبده تیریزی / ۱۳۸۷ / روش ایجاد تحرک در بازار / روزنامه سرمایه / شماره ۹۰۷ / صفحه ۲.
- ۳) همان / صفحه ۲.
- ۴) همان / صفحه ۲.
- ۵) در چهار ماه گذشته ثبت شد: کاهش ۲۰ میلیارد دلاری ارزش بازار سهام / ۱۳۸۷ / روزنامه سرمایه / شماره ۸۹۶ / صفحه ۱.
- ۶) اعظم، شریفی / ۱۳۸۷ / به لحاظ شاخص‌های کمی و کیفی رخ داد: مردودی بورس تهران پس از پنج سال / روزنامه دنیای اقتصاد / شماره ۱۶۹۵ / صفحه ۹.
- ۷) همان / صفحه ۱۱.
- ۸) بورس دیگر دماسنج اقتصاد نیست / پیشین / صفحه ۹.
- ۹) حسن، خوشپور / ۱۳۸۷ / بورسی که دیگر دماسنج اقتصاد نیست / روزنامه سرمایه / شماره ۸۰۹ / صفحه ۱.
- ۱۰) رزا، فیروزی / ۱۳۸۷ / افت پنج برابری پذیرش شرکت‌ها در بورس / روزنامه سرمایه / شماره ۸۰۹ / صفحه ۱.
- ۱۱) همان / صفحه ۷.
- ۱۲) حسن، خوشپور / پیشین / صفحه ۱.
- ۱۳) همان / صفحه ۱.
- ۱۴) بورس تهران در صدر بورس‌های دنیا / ۱۳۸۷ / روزنامه دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۲۸ / صفحه ۱۰.
- ۱۵) دو چهره متفاوت بورس اوراق بهادار تهران در سال ۸۷ / ۱۳۸۸ / روزنامه سرمایه / شماره ۹۷۸ / صفحه ۱۲.
- ۱۶) همان / صفحه ۱۲.
- ۱۷) رتبه ششم ارزش معاملات سال ۸۸ در هفت سال گذشته / ۱۳۸۸ / روزنامه سرمایه / شماره ۹۸۲ / صفحه ۹.
- ۱۸) فراز و فرودهای بورس تهران / ۱۳۸۸ / روزنامه دنیای اقتصاد / شماره ۱۷۶۲ / صفحه ۹.
- ۱۹) افشین، کریمی / پیشین / صفحه ۱۶۲.
- ۲۰) همان / صفحه ۱۶۲.
- ۲۱) همان / صفحات ۱۶۵ و ۱۶۶.