

## پیشگفتار:

ماده دوم، اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکت‌های سهامی، واریزنامه‌های صادراتی، اوراق مشارکت و اوراق قرضه صادر شده از سوی شرکتها و شهرداری‌ها و مؤسسات وابسته به دولت و خزانه‌داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال است. همچنین، به موجب مواد ۱ و ۲ قانون چگونگی انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۷۶/۶/۳۰) اوراق مشارکت از سوی بخش دولتی به منظور مشارکت عموم در اجرای طرح‌های عمرانی و انتفاعی مندرج در بودجه کل کشور و همچنین توسط شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی به صورت با نام یا بی نام به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی با بهای مشخص و برای مدت معین منتشر می‌شود. خرید و فروش مستقیم این اوراق یا از راه بورس اوراق بهادار مجاز است.

دوره نخست (۵۷-۱۳۴۶)

بورس اوراق بهادار از پانزدهم بهمن ۱۳۴۶ کار خود را با انجام معامله روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی بعنوان بزرگترین مجتمع واحدهای تولیدی و اقتصادی آن زمان آغاز کرد و به دنبال آن سهام شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس آباد به بورس راه یافت. در این دوره، گسترش فعالیت بورس اوراق بهادار بیشتر مرهون قوانین و مقررات دولتی بود که از جمله می‌توان موارد زیر را برشمرد:

- ۱- تصویب قانون گسترش مالکیت سهام واحدهای تولیدی در اردیبهشت ۱۳۵۴ که به موجب آن مؤسسات خصوصی و دولتی موظف شدند به ترتیب ۴۹ و ۹۴ درصد سهام خود را به شهروندان عرضه کنند.
- ۲- تصویب قانون معافیت‌های مالیاتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۵۴.

گذشته از موارد بالا، دولت برای آسان کردن کار انتقال سهام، دست به تشکیل «سرمایه‌گذاری ملی ایران» و «سازمان مالی گسترش مالکیت‌های

برپایه یافته‌های تازه، رابطه‌ای تنگاتنگ میان رشد اقتصادی هر کشور و رشد بازارهای مالی (از جمله بورس اوراق بهادار) وجود دارد. بررسی‌های تازه گویای آن است که گسترش حجم فعالیت بورس اوراق بهادار به کاهش و محدود شدن حجم فعالیت بانک‌های تجاری نمی‌انجامد، بلکه این دو مکمل همدیگرند. یکی از نشانه‌های آشکار جهانی شدن اقتصاد، گسترش حجم مبادلات، دارایی‌های مالی و جریان آزاد سرمایه در سطح بین‌الملل است. به علت مزایای فراوان جذب سرمایه‌های خارجی، دولت‌ها در تلاشند انواع محدودیت‌ها در مورد نقل و انتقال سرمایه و سود ناشی از آن را کاهش دهند یا از میان بردارند. نظام مالی هر کشور از بازارهای پول و سرمایه تشکیل شده است. بازار پول محل تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت و از مهمترین اجزای آن بانک‌های تجاری است. بازار سرمایه محل تأمین نیازهای مالی درازمدت بنگاه‌های اقتصادی و از مهمترین اجزای آن بازار بورس اوراق بهادار است. بازار سرمایه در ایران کم و بیش با نام بورس اوراق بهادار شناخته می‌شود. بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۴۶ فعالیت خود را آغاز کرده و تا امروز فراز و نشیب‌های بسیار داشته است.

### بورسی کارکرد بورس اوراق بهادار

#### کشور در سالهای ۸۳-۱۳۴۶

دوران فعالیت بورس اوراق بهادار در کشور را می‌توان به سه دوره تقسیم کرد: دوره نخست (۵۷-۱۳۴۶)، دوره دوم (۶۷-۱۳۵۸)، دوره سوم (۸۳-۱۳۶۸). بورس اوراق بهادار تهران نماد اصلی تشکیل بازار سرمایه در ایران است که در بهمن ۱۳۴۶ بر پایه قانون مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵ تأسیس شد. بر پایه ماده یک این قانون، بورس اوراق بهادار بازار ویژه‌ایست که در آن دادوستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس بر اساس قانون انجام می‌گیرد و همچنین برپایه

بورسی کارکرد  
بورس اوراق  
بهادار کشور  
(۸۳-۱۳۴۶)

حمید هوشمند  
عضو هیات علمی دانشگاه آزاد  
اسلامی - واحد بهبهان

این دوره از فعالیت بورس اوراق بهادار اهمیت بسیار دارد زیرا با دورخداد برجسته یعنی انقلاب اسلامی و سپس تجاوز عراق به خاک ایران روبه‌رو بوده است. این دورویداد مهم سبب تغییرات و تحولات اساسی در حجم فعالیت بورس اوراق بهادار شد. برخی از قوانینی که موجب دگرگونی چشمگیر در حجم معاملات سهام شد، عبارت بود از:

۱- قانون ملی شدن بانکها و شرکتهای بیمه که در خرداد ۱۳۵۸ به تصویب رسید سهام و همه بانکها و شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس مشمول آن شدند.

۲- قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران مصوب تیر ۱۳۵۸ که شماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس مشمول آن شدند.

بدین سان، بر اثر ملی شدن بانکها، شرکتهای بیمه و برخی صنایع کشور، شمار زیادی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس از آن خارج شدند. از همین رو در طول سالهای ۵۹ و ۶۰ معامله‌ای روی سهام شرکتهای تولیدی صورت نگرفت و از نیمه دوم سال ۶۲ نیز معاملات اوراق قرضه دولتی یکسره متوقف شد. شمار شرکتهای پذیرفته شده در بورس از ۱۰۵ شرکت در سال ۵۷ به ۵۶ شرکت در سال ۶۷ کاهش یافت و حجم معاملات سهام و اوراق قرضه در این سالها به

واحدهای تولیدی» زد. با وجود این، باز هم حجم معاملات نسبت ناچیزی از تولید ناخالص ملی را در این دوره تشکیل داده است که برخی علتها عبارت است از:

۱- فراهم نبودن زمینه لازم برای ایجاد فرهنگ پس انداز گروهی و به طور کلی فعالیتهای اقتصادی جمعی.

۲- وجود درآمد سرشار نفت

۳- ناآشنایی عامه مردم با بورس اوراق بهادار و فعالیتهای آن

۴- دسترسی آسان شرکتها و مؤسسات بزرگ به اعتبارات بانکی

در پایان این دوره حجم معاملات سهام و اوراق قرضه به بیش از ۳۴ میلیارد ریال در سال ۵۷ رسید، که بیانگر سهم اندک فعالیت (معاملات) بورس اوراق بهادار در کل اقتصاد و ناتوانی بورس در تجهیز پس اندازهای خصوصی و تخصیص آنها به سرمایه گذارهای صنعتی و تولیدی بود. نمودار شماره (۱) حجم معاملات سهام و اوراق قرضه را در این دوره نشان می‌دهد.

در پایان سال ۱۳۵۷، ۱۰۵ مؤسسه در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند. جدول شماره (۱) ارزش کل سهام و اوراق قرضه مبادله شده در این دوره را نشان می‌دهد.

دوره دوم (۶۷-۱۳۵۸)

### جدول شماره (۱)

#### حجم معاملات سهام در سالهای ۱۳۴۶-۵۷

(ارقام: میلیارد ریال)

۱۳۴۶	۱۳۴۷	۱۳۴۸	۱۳۴۹	۱۳۵۰	۱۳۵۱	۱۳۵۲	۱۳۵۳	۱۳۵۴	۱۳۵۵	۱۳۵۶	۱۳۵۷
۰/۰۱۵	۰/۱۲	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۳۹	۱/۱۹	۲/۷۷	۱۰/۹۶	۱۸	۳۸/۳	۴۴/۴	۳۴/۲

مأخذ: سالنامه‌های بورس اوراق بهادار.

### جدول شماره (۲)

#### حجم معاملات سهام در سالهای ۱۳۵۷-۶۷

(ارقام: میلیارد ریال)

۱۳۵۸	۱۳۵۹	۱۳۶۰	۱۳۶۱	۱۳۶۲	۱۳۶۳	۱۳۶۴	۱۳۶۵	۱۳۶۶	۱۳۶۷
۴/۱	۰/۵	۱/۰۴	۱/۰۵	۱/۰۰۹	۱/۱	۱/۲	۱/۷	۱/۶	۹/۹

مأخذ: سالنامه‌های بورس اوراق بهادار.

● بررسی‌های تازه  
گویای آن است که گسترش  
حجم فعالیت بورس اوراق  
بهادار به کاهش و محدود  
شدن حجم فعالیت بانکهای  
تجاری نمی‌انجامد، بلکه  
این دو مکمل همدیگرند.

۶۷ کمابیش به ۵۰ درصد کل پرداختهای دولت رسید. از آنجا که این کسری بودجه تنها با وام گرفتن از بانک مرکزی تأمین می‌شد، حجم چشمگیر نقدینگی پدید آمده در دوران پس از جنگ به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌گشت و به علت نبود امکانات سرمایه‌گذاری مولد و تولیدی، در بازارهای ارز و طلا و ملک و... جذب و سبب بروز مشکلات فراوان اقتصادی می‌شد. از این رو دولت برای کاستن از پیامدهای بد این حجم کلان نقدینگی، می‌کوشید با گسترش بازار بورس بخشی از این نقدینگی را جذب کند.

۲- با تصویب برنامه پنج ساله اول اقتصادی، اجتماعی فرهنگی کشور، سیاست خصوصی‌سازی واحدهای دولتی در دستور کار دولت قرار گرفت. از جمله راهکارهای پیش‌بینی شده برای واگذاری کارخانه‌ها و واحدهای دولتی به شهروندان، فروش سهام آنها از راه بورس بود.

۳- در دوران جنگ، اقتصاد ایران متحمل خسارات سنگین شد و بازسازی ویرانه‌ها و جبران کردن آسیبه‌ها، نیازمند منابع مالی کلان بود. از آنجا که مهمترین کار ویژه بورس، تأمین سرمایه مورد نیاز واحدهای تولیدی و صنعتی از راه تجهیز پس اندازها و منابع مالی جامعه است، راه‌اندازی دوباره بورس برای بازسازی اقتصاد پس از جنگ الزامی می‌نمود.

کمترین اندازه در طول دوره فعالیت بورس اوراق بهادار رسید. نمودار شماره (۲) حجم معاملات سهام در این دوره را نشان می‌دهد. معاملات روی اوراق قرضه به علت داشتن بهره مشخص، ربوی شناخته شد و متوقف گردید. همچنین به علت شرایط جنگی و روشن نبودن خطوط کلی اقتصادی کشور روی سهام شرکتهای تولیدی نیز معاملات چندانی انجام نمی‌گرفت. بورس اوراق بهادار در این دوره رکودی سنگین را آزمود، به گونه‌ای که میانگین نسبت حجم معاملات سهام به GDP در این دوره به کمترین میزان در دوران فعالیت بورس رسید. جدول شماره ۲ حجم معاملات سهام در این دوره را نشان می‌دهد.

دوره سوم (۸۳-۱۳۶۸)

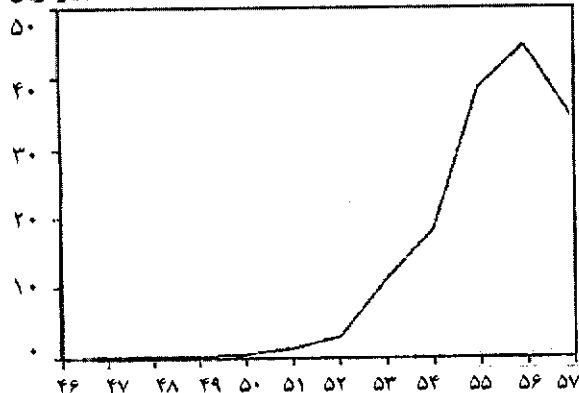
با پایان یافتن جنگ، راه‌اندازی و رونق دادن دوباره بورس الزامی می‌نمود. در واقع تجدید حیات بورس از عوامل مؤثری بود که می‌توانست با انتقال مالکیت‌ها از بخش دولتی به بخش خصوصی، جذب نقدینگی و سرازیر کردن پس اندازها به سوی سرمایه‌گذاری سبب رونق و رشد دوباره اقتصاد پس از جنگ شود. راه‌اندازی دوباره بورس اوراق بهادار تهران را از چند جهت می‌توان بررسی کرد:

۱- در دوران جنگ، در سایه کاهش درآمدهای نفتی، اوضاع نابسامان اقتصادی و افزایش هزینه‌های عمومی، کسری بودجه دولت بی‌درپی افزایش می‌یافت به گونه‌ای که در سال

● با پایان یافتن جنگ، راه‌اندازی و رونق دادن دوباره بورس الزامی می‌نمود. در واقع تجدید حیات بورس از عوامل مؤثری بود که می‌توانست با انتقال مالکیت‌ها از بخش دولتی به بخش خصوصی، جذب نقدینگی و سرازیر کردن پس اندازها به سوی سرمایه‌گذاری سبب رونق و رشد دوباره اقتصاد پس از جنگ شود.

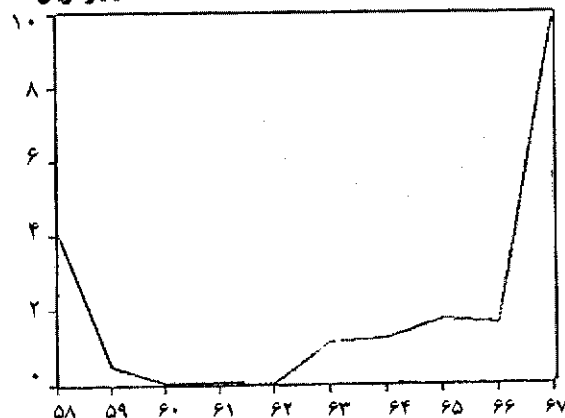
نمودار (۱)

میلیارد ریال



نمودار (۲)

میلیارد ریال



ریال در سال ۱۳۷۱ رسید.

۲- کاهش شدید قیمت‌ها به علت اجرای

سیاست تعدیل قیمت سهام

۳- تغییر سیاست ارزی دولت

از نیمه دوم سال ۷۲ تا سال ۷۵ باردیگر

بورس اوراق بهادار رونق گرفت. با کاهش انگیزه

سرمایه‌گذاری در دیگر بخشهای اقتصادی کشور

و همچنین تعدیل قیمت سهام، زمینه‌ای فراهم

شد که منابع مالی باردیگر به سوی بورس گرایش

یابد. در سالهای ۷۴ و ۷۵ نیز بورس اوراق

بهادار از رونق چشمگیر برخوردار بود که از

دلایل عمده آن می‌توان از محدودیت مبادلات

ارزی، رکود بازار طلا و در نتیجه سرازیر شدن

نقدینگی جامعه به سوی بورس نام برد.

در سالهای ۷۶ تا ۷۸ بورس اوراق بهادار وارد یک

دوره رکود نسبی شد. به گونه‌ای که حجم

معاملات سهام از ۴۳۸۱/۶ میلیارد ریال در سال

۷۵ به ۳۱۱۶ میلیارد ریال در سال ۷۸ رسید. از

سال ۱۳۷۹ تا سال ۱۳۸۳ در مجموع گرایش و

رویکرد عمومی مردم و دولت به سوی بورس

بود و همین باعث شد حجم معاملات بورس

تا پایان ۸۳ به رقم بی‌سابقه ۱۰۴۲۰۲/۲ میلیارد

ریال برسد. در این دوره دولت یک رشته قوانین و

حجم معاملات بورس از ۱۱/۱ میلیارد ریال

در سال ۶۸ به ۱۰۴۲۰۲/۲ میلیارد ریال در پایان

سال ۸۳ رسید و شمار شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس از ۵۴ شرکت در سال ۱۳۶۸ به ۴۲۲

شرکت در سال ۱۳۸۳ سرزد. در این دوره

میانگین نسبت حجم معاملات سهام به GDP به

۳/۸ درصد رسید.

از آبان ۱۳۶۸ تا خرداد ۱۳۷۱ که از

دوره‌های پررونق بورس به شمار می‌رود، حجم

معاملات بورس سخت افزایش یافت و دلیل عمده

آن پایان جنگ، آغاز برنامه پنج ساله اول و

همچنین آغاز برنامه‌های خصوصی‌سازی بود. بر

سرمه، در این دوره میزان تقاضا برای سهام به

گونه چشمگیر افزایش یافت، چنان که به افزایش

بیش از اندازه بهای سهام انجامید. از آنجا که

افزایش قیمت مربوط به سودآوری شرکتها نبود

بحران پدید آمد. این بحران از سال ۷۱ آغاز شد و

تا نیمه دوم سال ۷۲ ادامه یافت. از عوامل رکود

در این دوره می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱- کاهش شدید عرضه سهام از سوی

سازمانهای واگذارنده سهام شرکت‌های دولتی،

به گونه‌ای که حجم سهام واگذار شده از ۲۳۲/۸۰

میلیارد ریال در سال ۱۳۷۰ به ۱۲۰/۶۰ میلیارد

● شاخص بهای سهام  
در اقتصاد هر کشور یکی از  
اساسی‌ترین متغیرهای  
کلان اقتصادی است  
به گونه‌ای که رشد متعادل و  
مداوم این شاخص به معنای  
رشد و رونق اقتصادی  
کشور است و برعکس،  
کاهش مداوم آن نشان از  
رکود اقتصاد دارد و  
تغییرات انفجاری و پیوسته  
آن (در جهت بالا و پایین)  
گویای بی‌ثباتی شرایط  
اقتصادی جامعه است.

### جدول شماره (۳)

#### حجم معاملات سهام و اوراق بهادار در دوره ۸۳-۱۳۶۸

(ارقام میلیارد ریال)

۱۳۶۸	۱۳۶۹	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸
۱۱/۱	۶۴/۶	۴۷۸/۳	۳۵۲/۱	۵۱۵/۷	۷۹۳/۴	۱۸۸۰/۶	۴۳۸۱/۶	۲۰۱۷/۶	۳۱۷۰/۴	۵۲۴۳/۶
۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳						
۹۱۷۶	۷۸۳۰/۹	۲۲۷۷۶/۱	۶۶۸۶۹	۱۰۴۲۰۲/۲						

مأخذ: سالنامه‌های آماری بورس اوراق بهادار کشور - نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

### جدول شماره (۴)

#### شاخص بهای سهام در دوره ۸۳-۱۳۷۰

۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
۴۷۲/۲	۴۳۵/۱۲	۴۰۳/۵	۶۹۴/۴	۱۵۴۹/۴۴	۱۹۳۶/۷۵	۱۶۵۳/۰۶	۱۵۳۷/۹	۲۲۰۶/۱۸	۲۹۷۸/۲۶	۳۷۵۸/۸	۵۰۶۲/۷	۱۱۳۷۹/۴	۱۲۱۱۳/۰۱

مأخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

دولتی... از راه ادغام، واگذاری و فروش سهام به بخشهای خصوصی و تعاونی اقدام کند. وجوه حاصل از فروش، واگذاری و ادغام شرکتهایی که سهام آنها متعلق به دولت است (به نسبت سهام متعلق به دولت) باید به حساب درآمدهای عمومی دولت واریز شود.

۲- مواد ۹۴ و ۹۵ قانون برنامه سوم

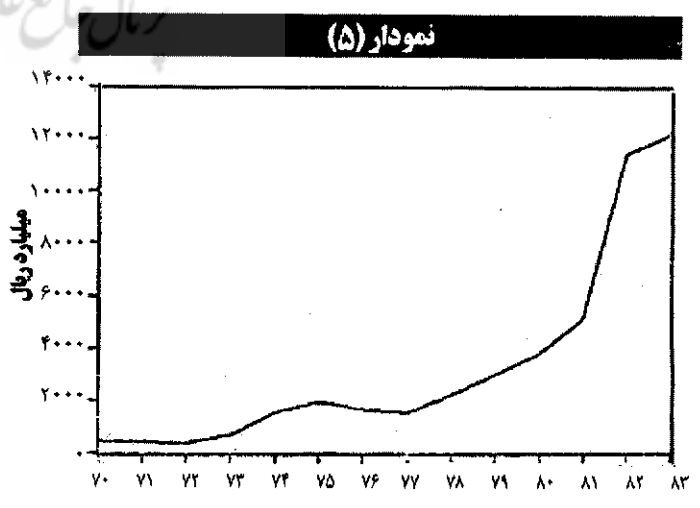
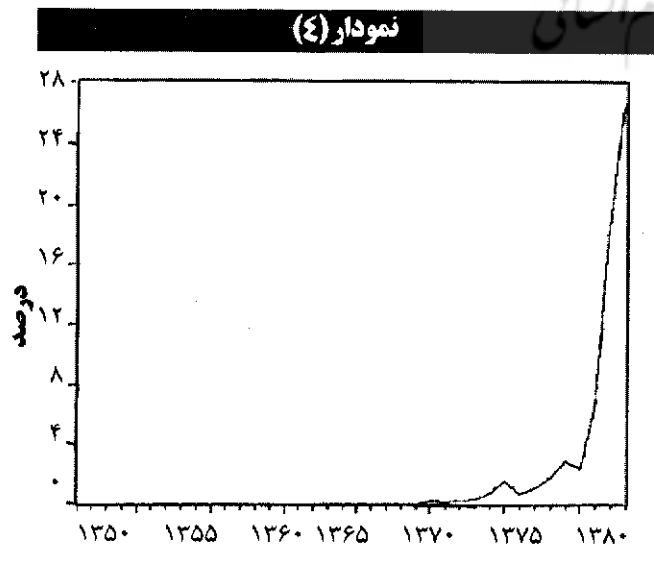
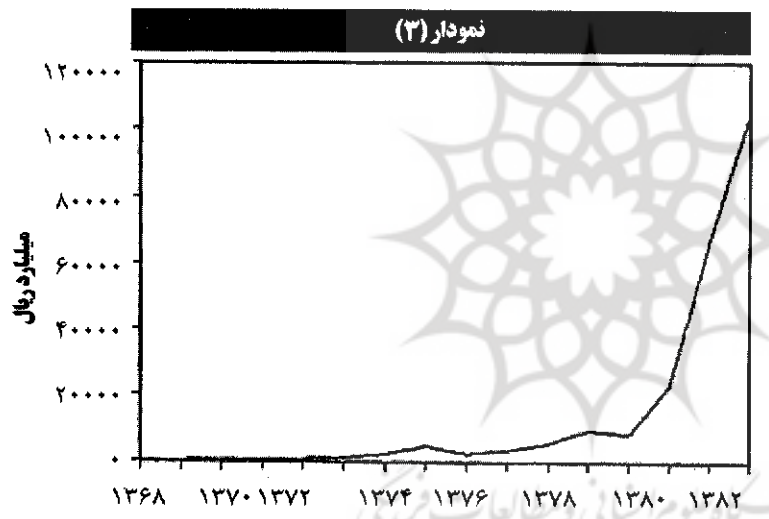
توسعه (۱۳۸۳-۱۳۷۹)

بر اساس ماده ۹۴، شورای بورس موظف است حداکثر تا شش ماه پس از تصویب این قانون کارهای لازم برای ایجاد شبکه رایانه ای بازار سرمایه ایران به منظور انجام گرفتن داد و ستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطوح ملی و پوشش

مقررات در راستای گسترش بازار بورس اوراق بهادار کشور وضع کرد که در افزایش حجم معاملات اثرگذار بود، از جمله:

۱- تبصره ۳۵ قانون بودجه سال ۱۳۷۸ کل کشور که در آن عنوان شد در اجرای بند دوم اصل چهارم و سوم قانون اساسی و تبصره های ۴۱ و ۴۵ قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور، به منظور کاهش حجم تصدی گری دولت و تشویق سرمایه گذاری بخشهای تعاونی و خصوصی، دولت موظف است تا پیش از تقدیم لایحه بودجه سال ۷۹ کل کشور به مجلس نسبت به تعیین تکلیف همه شرکتهای بخش دولتی از جمله شرکتهای و سازمانهای

● در متون مدیریت مالی عنوان می شود که سرمایه گذاران به گونه معمول ریسک گریز هستند بنابراین تغییرات فراوان و انفجاری شاخص های سهام باعث افزایش ریسک سرمایه گذاری در بورس می شود و نتیجه آن خروج سرمایه گذاران از این بازار و رکود بازار بورس است (مانند شرایط کنونی در بورس کشور).



## ارزش کل سهام معامله شده در بورسهای منتخب در سال ۲۰۰۲

(ارزش برحسب میلیون دلار)

استانبول	کوه	کوالالمپور	سنگاپور	تایوان	تایلند	توکيو	لندن	نیویورک	تهران
۶۹۹۳۶/۷	۵۹۶۶۳۱/۶	۳۲۹۳۳/۲	۶۳۰۲۷/۸	۶۳۴۶۳۲/۳	۴۱۲۸۸/۹	۱۵۶۴۲۲۳	۴۰۰۱۳۳۹/۹	۱۰۳۱۱۱۵۵/۷	۲۰۷۱/۲

مأخذ: بورس سهام و چگونگی قیمت گذاری سهام، مؤسسه حساسی و خدمات مالی دایاریان

● نظریه روشنی در مورد اثر تورم بر وضع بازار بورس وجود ندارد اما بیشتر یافته‌های اقتصادی گویای اثر منفی تورم بر این بازار است. افزایش نرخ تورم توزیع درآمد را در جامعه به زیان گروه‌های دارای درآمد ثابت تغییر می‌دهد، و به کاهش درآمد حقیقی آنان می‌انجامد و از این راه باعث کاهش تقاضای سهام می‌شود.

سه سال آخر (۸۳-۸۱) را حذف کنیم میانگین سالانه حجم معاملات در دوره ۸۰-۴۶ به ۱۰۳۱ میلیارد ریال کاهش می‌یابد و این، بیانگر رشد چشمگیر و پررونقی بازار بورس اوراق بهادار کشور در سه سال اخیر است. در جدول شماره (۶) دیده می‌شود در حالی که نسبت حجم معاملات سهام به GDP از ۱۳۴۶ تا ۱۳۸۰ کمابیش از صفر تا ۲/۹ درصد در نوسان بوده، در سه سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۳ این نسبت به ۲۶ درصد رسیده است که بیانگر رشد انفجاری و چشمگیر حجم معاملات سهام در بورس اوراق بهادار کشور در سه سال اخیر بویژه سال ۱۳۸۳ است. نمودار (۴) روند تغییرات این نسبت را در دوران فعالیت بورس اوراق بهادار نشان می‌دهد. جدول شماره ۳ بیانگر حجم معاملات سهام در دوره ۸۳-۱۳۶۸ است.

از سال ۱۳۶۹ محاسبه شاخص بهای سهام در بورس اوراق بهادار تهران آغاز شد که مقدار آن تا سال ۱۳۸۳ به شرح جدول زیر است.

نمودار شماره (۵) تغییرات شاخص بهای سهام در دوره ۸۳-۱۳۷۰ را نشان می‌دهد.

شاخص بهای سهام در اقتصاد هر کشور یکی از اساسی‌ترین متغیرهای کلان اقتصادی است به گونه‌ای که رشد متعادل و مداوم این شاخص به معنای رشد و رونق اقتصادی کشور است و برعکس، کاهش مداوم آن نشان از رکود اقتصاد دارد و تغییرات انفجاری و پیوسته آن (در جهت بالا و پایین) گویای بی‌ثباتی شرایط اقتصادی جامعه است. به همان گونه که در هنگام خرید کالا، نخستین پرسش از مغازه‌دار بهای کالا است، سرمایه‌گذار نیز به هنگام خرید سهام، به یکی از

دادن خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی و بین‌المللی انجام دهد. بر پایه ماده ۹۵ قانون برنامه سوم توسعه، شورای بورس مجاز است دست به راه‌اندازی بورسهای منطقه‌ای در سطح کشور در چارچوب قانون بورس بزند و راهکارهای لازم برای قابل معامله شدن دیگر ابزارهای مالی در بورس اوراق بهادار فراهم کند. همچنین بر اساس همین ماده، شورای بورس مجاز است نسبت به ایجاد بورس کالا، با همکاری دستگاههای مربوط، اقدام کند.

۳- بر اساس ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه، شورای بورس مکلف شده است برای گسترش و رشد بورس اوراق بهادار کشور کارهایی چند انجام دهد: ایجاد و گسترش بورسهای تخصصی، ایجاد بازارهای بیرون از بورس، برقراری ارتباط با بورسهای منطقه‌ای و جهانی، ایجاد سازوکارهایی برای بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار. این اقدامات بر سرهم باعث شد که در سالهای ۸۰ تا ۸۳ حجم معاملات بورس به گونه‌ای چشمگیر افزایش یابد. شمار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از ۵۴ شرکت در سال ۶۸ به ۴۲۲ شرکت در سال ۸۳ رسید. نمودار شماره (۳) حجم معاملات سهام در این دوره را نشان می‌دهد.

نکته مشترک همه این دورانها، نسبت ناچیز معاملات اوراق بورس به GDP است که بیانگر اثرگذاری اندک آن بر اقتصاد ملی کشور است. در سالهای ۱۳۴۶ تا ۱۳۸۳ میانگین این نسبت برابر با ۱/۶ بوده است.

میانگین سالانه حجم معاملات سهام در دوره ۸۳-۴۶ برابر با ۶۰۵۱ میلیارد ریال بوده که اگر

نخستین نکاتی که توجه دارد، بهای سهام است. تغییرات بهای هر سهم نیز از دو عامل سرچشمه می‌گیرد، نخست شرایط و اوضاعی که بر بهای یک سهم اثر می‌گذارد مانند کارآیی مدیریت شرکت، سودآوری شرکت، بخشودگیهای مالیاتی و...؛ دوم عوامل اثرگذار بر وضع کلی بازار سهام (شاخص قیمت) که از آن بعنوان ریسک بازار سهام یاد می‌شود. هر اندازه تغییرات شاخص قیمت بیشتر باشد، ریسک سرمایه‌گذاری در این بازار نیز افزایش می‌یابد. در متون مدیریت مالی عنوان می‌شود که سرمایه‌گذاران به گونه معمول ریسک‌گریز هستند بنابراین تغییرات فراوان و انفجاری شاخص بهای سهام باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در بورس می‌شود و نتیجه آن خروج سرمایه‌گذاران از این بازار و رکود بازار بورس است (مانند شرایط کنونی در بورس کشور).

در زیر به بررسی کوتاهی به برخی عوامل مؤثر بر وضع بازار بورس اوراق بهادار کشور می‌پردازیم:

### ۱- نرخ تورم

نظریه روشنی در مورد اثر تورم بر وضع بازار بورس وجود ندارد اما بیشتر یافته‌های اقتصادی گویای اثر منفی تورم بر این بازار است. افزایش نرخ تورم توزیع درآمد را در جامعه به زیان گروه‌های دارای درآمد ثابت تغییر می‌دهد، و به کاهش درآمد حقیقی آنان می‌انجامد و از این راه باعث کاهش تقاضای سهام می‌شود. تورم ریسک فعالیت‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد و ثبات و برنامه‌ریزی اقتصادی را برهم می‌زند و مدیران را برای تصمیم‌گیری در مورد طرح‌های آینده بنگاه مردد می‌کند. تورم جهت جریان منابع و پولها را از سرمایه‌گذاری مولد و دراز مدت به فعالیت‌های اقتصادی زود بازده و کاذب (مانند دلالتی) تغییر می‌دهد. افزایش تورم به افزایش بهای سهام می‌انجامد و باعث کاهش قدرت خرید شهروندان برای اوراق بهادار (مانند سهام) می‌شود. در شرایط تورمی شدید، به علت منفی شدن نرخ واقعی سود

تسهیلات بانکی، بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز به بانکها مراجعه می‌کنند و تمایلی به انتشار سهام برای تأمین منابع مالی ندارند. در ایران در سالهای اخیر همواره نرخ تورم دورقمی بوده که بر رونق این بازار اثر منفی داشته است.

### ۲- رشد اقتصادی

میان رشد اقتصادی و رشد و رونق بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار) رابطه دوسویه وجود دارد.

با پیشرفت و توسعه اقتصادی در هر کشور، بنگاه‌های مالی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز از بانکها به بازارهای بورس اوراق بهادار رو می‌کنند. بررسی‌ها نشان داده است که همراه با رشد اقتصادی، نسبت داراییهای نظام مالی به GDP نیز افزایش می‌یابد. بازارهای سرمایه کارا با متنوع ساختن ریسک می‌توانند بر رشد اقتصادی اثرگذار باشند. به موجب اصل شتاب تغییرات (افزایش) تولید یا درآمد ملی باعث افزایش حجم سرمایه‌گذاری خالص در جامعه می‌شود؛ بنابراین گسترش بورس اوراق بهادار در سطح ملی و آزادسازی جریان سرمایه میان داخل و خارج از یک‌سوی راه متنوع سازی داراییها به کاهش نوسانهای بازار بورس اوراق بهادار و کاهش ریسک می‌انجامد و از سوی دیگر سبب کاهش هزینه دسترسی به سرمایه (نرخ بهره) می‌شود. بنابراین امکان افزایش سرمایه‌گذاری فراهم می‌آید که این خود باعث رشد تولید و درآمد ملی در اقتصاد می‌گردد. روشن است که پیش نیاز رشد اقتصادی گسترش و توسعه بازارهای مالی است، تا آنجا که برخی صاحب‌نظران در زمینه توسعه اقتصادی علت توسعه نیافتگی اقتصادی کشورهای کمتر توسعه یافته را کمبود سرمایه می‌دانند که دلیل آن می‌تواند پس‌انداز اندک باشد. در فرآیند توسعه اقتصادی، ساز و کارهایی فراهم می‌آید که موجب گردآمدن پس‌انداز و نقدینگی سرگردان در جامعه و هدایت آن به سوی سرمایه‌گذاری مولد و تولیدی می‌شود. دستیابی به نرخهای بالای رشد اقتصادی بی‌انباشت سرمایه

● هرچه شمار سفته‌بازان یا بورس‌بازان در بازار سهام نسبت به سرمایه‌گذاران عادی بیشتر باشد، نوسانها و تغییرات بهای سهام بیشتر خواهد شد. در شرایطی که شمار سفته‌بازان در بازار سهام افزایش یابد، تغییرات بهای سهام غیرواقعی می‌شود و ارتباط آن با کارآیی و سوددهی شرکتها از میان می‌رود (چنین می‌نماید که افزایش بهای سهام در سال گذشته در بورس اوراق بهادار کشور بیشتر ناشی از این مسئله بوده است).

هر اندازه نرخ سود بالاتر باشد، هزینه دست‌یابی به سرمایه‌برای سرمایه‌گذاران بیشتر خواهد بود. در ایران به علت دولتی بودن بانکها نرخهای تسهیلات بانکی نیز از سوی دولت تعیین می‌شود.

از آنجا که نرخ سود تسهیلات بانکی در بیشتر سالها در کشور از نرخ تورم کمتر بوده است، همواره مازاد تقاضا برای تسهیلات بانکی وجود داشته است. چنان‌که پیشتر گفته شد، یافته‌های تازه اقتصادی نشان می‌دهد که در جریان رشد و توسعه اقتصادی کشورها، بازار پول (بانکها) و بازار سرمایه (مانند بورس اوراق بهادار) نه رقیب بلکه مکمل یکدیگرند. اگر کارکرد بازار پول در اقتصاد درست باشد، کمک بزرگی به رشد بازار سرمایه خواهد کرد و چنانچه بازار پول ناموفق باشد، اثری بسیار بد بر کارکرد بازار بورس خواهد گذاشت.

برای نمونه، چنانچه نرخ سود تسهیلات بانکی بالاتر از حد تعادلی خود تعیین شود اثری نامطلوب بر کارکرد بازار بورس اوراق بهادار می‌گذارد. گرفتن سود بالاتر برای تسهیلات بانکی از متقاضیان وام و اعتبار، به معنای پرداخت سود و بهره بیشتر بانک به سپرده‌گذاران خواهد بود. در این شرایط سپرده‌گذاران سپرده‌گذاری در بانک را بر دیگر فرصتهای سرمایه‌گذاری مانند

و بی‌وجود سازوکارهای بازار سرمایه ناممکن است. جدول شماره ۵ ارزش کل سهام معامله شده در چند بورس جهان را در سال ۲۰۰۲ نشان می‌دهد.

در این جدول دیده می‌شود که کشورهای توسعه یافته و همچنین کشورهای تازه توسعه یافته (آسیایی) بورسهای پررونق تری دارند.

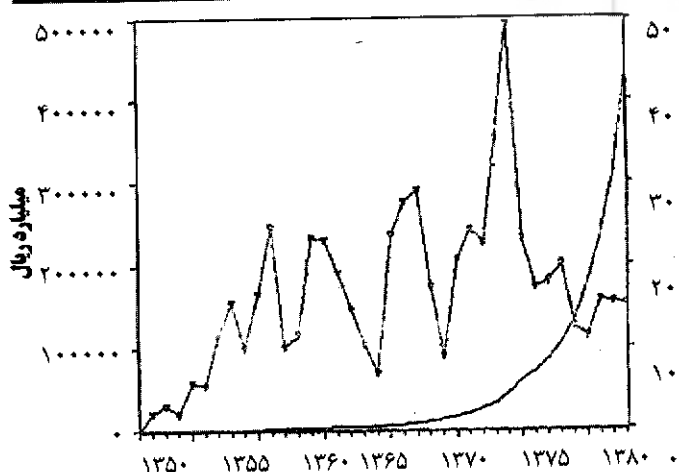
بر سر هم، بازارها و واسطه‌های مالی با کارکردهای مالی خود مانند ۱- تجهیز پس‌انداز ۲- تخصیص منابع ۳- اعمال کنترل شرکتها ۴- آسان کردن مدیریت ریسک ۵- آسان کردن مبادله کالاها و خدمات و قراردادها، به انباشت سرمایه و پیشرفت تکنولوژی کمک می‌کنند و این دو با هم رشد اقتصادی را پدید می‌آورند.

### ۳- کارایی مدیریت نظام مالی کشور

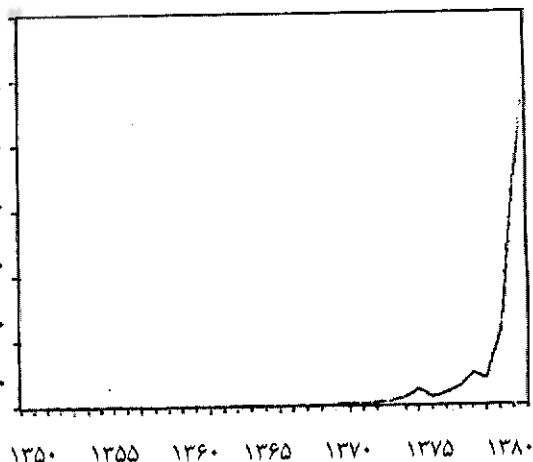
هزینه دسترسی به سرمایه در یک کشور یکی از مهمترین شاخص‌های مکانیزم مالی است که امکان رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد و توان رقابت‌پذیری را نمایان می‌سازد. در واقع هرچه کشور از یک نظام مالی و بانکی پیشرفته‌تری برخوردار و دسترسی آسان‌تری به سرمایه وجود داشته باشد، توان رقابت‌پذیری بنگاههای تولیدی آن کشور و در پی آن توان رقابت‌پذیری کل اقتصاد افزایش خواهد یافت. هزینه دست‌یابی به سرمایه برابر با نرخ سود (بهره) تسهیلات بانکی است.

● بررسیها نشان داده است بازار پول و بانکهای تجاری بخش بزرگی از فعالیت بازارهای مالی کشور ما را به خود اختصاص داده‌اند، اما در سایه عوامل متعدد همچون دولتی بودن، وجود تسهیلات تکلیفی، ضعف مدیریت بهره‌وری و... نتوانسته‌اند نقش عمده‌ای در رشد اقتصادی کشور بازی کنند.

نمودار (۶)



نمودار (۷)





● بازار سرمایه  
کشور (از جمله بورس  
اوراق بهادار) از نارساییهای  
اساسی و دیرپا رنج می برد  
و بر پایه آمارهای موجود،  
نسبت ناچیز حجم  
معاملات سهام به GDP  
بیانگر نقش ناچیز این بازار  
در اقتصاد کشور است

خرید سهام و دیگر اوراق بهادار به دو علت  
ترجیح می دهند. الف - تضمین برگشت اصل و  
فرع سپرده (ریسک صفر) ب - قابلیت نقدینگی. از  
این رو در سالهای گذشته با وجود نرخ بالای  
تورم، حجم سپرده گذاری از سوی بخش  
خصوصی در بانکها همواره رشدی فزاینده داشته  
است. (نمودار شماره ۶)

در برابر، اوراق سهام مورد مبادله در بورس  
اوراق بهادار اندکی از این ویژگیها را دارد زیرا بنگاه  
اقتصادی صادر کننده اوراق سهام اگر سوددهی  
داشته باشد، به سهام سود می بردازد و در صورتی  
که سوددهی شرکت پایین باشد یا حتی شرکت  
زیان کند، سهامدار گذشته از آنکه سودی دریافت  
نمی کند به علت کاهش ارزش بازاری سهام نیز  
زیان می بیند.

به همین سبب سرمایه گذاری در اوراق سهام با  
ریسک همراه است و گذشته از آن ممکن است  
هنگامی که سرمایه گذار به پول نیاز دارد نتواند  
سهام خود را بفروشد. هر چه قابلیت نقد شدن  
سهام بیشتر شود، سرمایه گذاری در اوراق سهام  
جذاب تر می شود، زیرا ریسک خرید و فروش  
اوراق سهام را کاهش می دهد. در این شرایط  
سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار افزایش  
خواهد یافت. گفتنی است که اگر نرخ سود  
تسهیلات بانکی متناسب با نرخ تورم در اقتصاد  
تعیین نشود به علت کاهش و حتی منفی شدن  
نرخ بهره حقیقی، بنگاههای اقتصادی از جمله  
بنگاههای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار  
تمایلی به انتشار سهام تازه برای تامین منابع مالی  
مورد نیاز خود ندارند زیرا انتشار سهام تازه گذشته  
از هزینه های مالی انتشار سهام، موجب خارج  
شدن بخشی از مدیریت بنگاه از دست صاحبان  
کنونی سهام می شود، در حالی که گرفتن وام این  
دشواری ها را ندارد.

#### ۴- بازده سهام

در دانش اقتصاد، سود و بازده مورد انتظار،  
یکی از مهمترین دلایل انتخاب یک پروژه  
سرمایه گذاری است. از این رو جهت جریان  
سرمایه در یک کشور یا میان کشورهای گوناگون به

سوی فرصتها یا جاهایی است که بیشترین بازده  
را نصیب سرمایه گذار می کند. منظور از بازده  
سهام، همه مزایایی است که در طول سال به سهم  
تعلق می گیرد. این مزایا بدین شرح است:

۱- افزایش بهای سهام در پایان سال مالی،  
نسبت به آغاز سال مورد محاسبه.

۲- سود نقدی ناخالص هر سهم بر پایه مصوبه  
مجمع عمومی صاحبان سهام که پس از کسر  
مالیات پرداخت می شود.

۳- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.  
مجموع این مزایا که در طول سال به سهم  
تعلق می گیرد، به نسبت نخستین بهای سهام یا به  
نسبت آخرین بهای سهم می تواند محاسبه شود و  
نرخ بازده کل سهم به دست آید.

از میان موارد یاد شده سود سهام و بهای سهام  
بسیار اهمیت دارد:

#### الف - سود سهام

در شرکتهای سهامی به گونه معمول سود  
برخاسته از فعالیتهای تولیدی شرکت در پایان  
سال مالی میان صاحبان سهام توزیع می شود.  
در تعیین سود سهام یک شرکت عواملی چند  
مؤثر است که برخی از مهمترین آنها عبارت  
است از:

۱- مدیریت کارای بنگاه اقتصادی  
۲- بخشودگیهای مالیاتی ۳- نوع فرآورده ها و  
گستره بازار محصولات شرکت.

سوددهی جاری بنگاههای اقتصادی و  
سود مورد انتظار، از عوامل بسیار مهم و  
اثرگذار بر حجم سرمایه گذاری در یک اقتصاد  
به شمار می رود که به گونه معمول زیر تأثیر  
شرایط اقتصادی و سیاسی قرار دارد.  
سرمایه گذاران گذشته از سوددهی جاری، سود  
مورد انتظاری نیز در ذهن دارند. سوددهی  
سهام بیشتر به ثبات اقتصادی و سیاسی جامعه  
وابسته است. اگر وضع اقتصاد جامعه چندان  
خوب نباشد و قوانین و مقررات اقتصادی بی  
در پی تغییر کند، یا شهروندان به نتایج  
سیاست های اقتصادی دولت بدبین باشند،  
چنین وضعی بر سوددهی شرکتهای اثر می گذارد

جسّدی رویه‌رومی‌سازد. هرچه ریسک سرمایه‌گذاری بیشتر باشد سرمایه‌گذار بازده مورد انتظار خود را افزایش می‌دهد. به سخن دیگر، بازده بالا، ریسک سرمایه‌گذاری را پوشش می‌دهد. گفتنی است که تنها بالا بودن بازدهی سهام نسبت به دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری کافی نیست بلکه بازدهی سهام باید بتواند جبران کننده نرخ تورّم باشد و در نتیجه پس‌اندازها را در برابر تورّم پوشش دهد، وگرنه شهروندان ترجیح می‌دهند پس‌اندازهای خود را در دیگر کانال‌ها به جریان اندازند.

سرمایه و پول نقد در اقتصاد در پی فرصت‌هایی با بیشترین بازدهی است. هنگامی سرمایه‌گذاری در اوراق سهام با صرفه است که بازدهی آن نسبت به دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر باشد. هرگاه بازدهی این گونه سرمایه‌گذاری از دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر شود، سرمایه‌ها از این بازار به سوی دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری روانه می‌شود (این منطق اقتصادی است). در یک اقتصاد باثبات و شفاف تفاوتی چشمگیر میان بازدهی در بخش‌های گوناگون اقتصادی و سرمایه‌گذاری نیست، زیرا جریان آزاد و پول میان فرصت‌های گوناگون سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه سرمایه را سبب می‌شود و بنابراین یک نوع همگونی در نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری در بخش‌های گوناگون اقتصاد پدید می‌آید.

### نتیجه‌گیری

برایه‌الگوهای مالی و اقتصادی نظام مالی و بویژه واسطه‌های مالی و بازار اوراق بهادار، کارآفرینان می‌توانند دست به نوآوری بزنند. برایه‌دیدگاه‌های اقتصادی، رابطه‌ای مستقیم و مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. به طور کلی در الگوهای رشد سنتی اثبات سرمایه‌عامل رشد به شمار می‌آید در حالی که در الگوهای تازه‌رشد، رشد تکنولوژی و پیشرفتهای فنی عامل اساسی رشد شمرده

خریداران سهام گذشته از سود سهام به تغییرات بهای سهام نیز چشم‌دارند. تغییر بهای سهام را به بیانی می‌توان، تغییر ارزش سهام شرکت و دارایی سهامداران آن دانست. با افزایش بهای سهام، درآمد نصیب سرمایه‌گذار خواهد شد و برعکس با کاهش بهای سهام، سرمایه‌گذار زیان می‌بیند. برخی از مهمترین عوامل اثرگذار بر بهای سهام عبارت است از:

۱- کارآیی و بازده شرکتها. هرچه کارآیی و بازدهی شرکتها افزایش یابد بهای سهام آنها نیز بیشتر می‌شود و برعکس. در یک بازار بورس سالم، به گونه معمول نوسانهای بهای سهام شرکتها به بازدهی و کارآیی شرکتها وابسته است؛ وضعی که در بورس کشور ما کمتر دیده شده است.

۲- تورّم از جمله عوامل مؤثر بر قیمت سهام است. در شرایط تورّمی، ارزش سهام بنگاه‌های اقتصادی بعنوان یک کالا افزایش می‌یابد. یکی از مزایای خرید سهام این است که سرمایه‌گذاران را در برابر خطرهای کاهش ارزش پول مصون می‌دارد.

۳- ترکیب خریداران سهام در بازار سهام بر تغییرات بهای سهام مؤثر است. هرچه شمار سفته‌بازان یا بورس‌بازان در بازار سهام نسبت به سرمایه‌گذاران عادی بیشتر باشد، نوسانها و تغییرات بهای سهام بیشتر خواهد شد. در شرایطی که شمار سفته‌بازان در بازار سهام افزایش یابد، تغییرات بهای سهام غیرواقعی می‌شود و ارتباط آن با کارآیی و سوددهی شرکتها از میان می‌رود (چنین می‌نماید که افزایش بهای سهام در

سال گذشته در بورس اوراق بهادار کشور بیشتر ناشی از این مسئله بوده است). با افزایش تند بهای سهام به دلایل گوناگون، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام برای دوره آینده افزایش می‌یابد و در نتیجه باعث کاهش تقاضای سهام در آینده می‌شود. نوسانهای اندک بهای سهام در بازار سهام پدیده‌ای معمول است، اما نوسانهای انفجاری قیمت سهام که معلول شرایط نامطلوب بازار و عملکرد سفته‌بازان است، امنیت بازار سهام را با خطر

### ● در سالهای رونق

بورس، بهای سهام به گونه ساختگی افزایش یافته است در حالی که در شرایط معمول، بهای سهام بر اثر افزایش سوددهی شرکتها ایجاد می‌شود. افزایش بهای سهام بی‌آنکه تغییری در سوددهی رخ دهد، پس از مدتی از جذابیت این بازار می‌کاهد و با کوچکترین تکانه، این بازار دچار تلاطم و رکود سخت می‌شود و نقدینگی و پولهای موجود از این بازار به سوی دیگر امکانات سرمایه‌گذاری مانند ساختمان، زمین، طلا، ارز و خارج از کشور سرازیر می‌شود.

● بورس اوراق بهادار  
بازاری است که بازده کلی  
فعالیت‌های اقتصادی حتی  
اجتماعی، سیاسی و  
فرهنگی جامعه در آن تبلور  
و تجسم عینی می‌یابد. نگاه  
یک سویه کنونی به این بازار  
به مانند در مان موقت است  
و مشکل امروز، فردا به  
گونه‌ای دیگر حتی  
سخت‌تر و شدیدتر رخ  
می‌نماید.

می‌شود که خود از توسعه بازارهای مالی مایه  
می‌گیرد. از این دیدگاهها، هر واحد سرمایه‌گذاری  
نه تنها ذخیره فیزیکی سرمایه را افزایش می‌دهد  
بلکه سطح تکنولوژی بنگاهها را نیز از راه  
سرریز شدن دانش بالا می‌برد. گسترش  
بازارهای مالی از جمله بورس اوراق بهادار کشور  
می‌تواند نقش بسیار مهمی در تجهیز  
پس اندازهای جامعه و هدایت آن به سوی  
سرمایه‌گذاری‌های مولد داشته باشد. نظام مالی  
هر کشور از دو بازار پول و سرمایه تشکیل شده  
است. بررسیها نشان داده است بازار پول و  
بانکهای تجاری بخش بزرگی از فعالیت بازارهای  
مالی کشور ما را به خود اختصاص داده‌اند، اما در  
سایه عوامل متعدد همچون دولتی بودن، وجود  
تسهیلات تکلیفی، ضعف مدیریت بهره‌وری و...  
نتوانسته‌اند نقش عمده‌ای در رشد اقتصادی  
کشور بازی کنند. بازار سرمایه کشور (از جمله  
بورس اوراق بهادار) از نارساییهای اساسی و دیرپا  
رنج می‌برد و بر پایه آمارهای موجود، نسبت  
ناچیز حجم معاملات سهام به GDP بیانگر نقش  
ناچیز این بازار در اقتصاد کشور است. همچنین،  
نسبت حجم معاملات به تشکیل سرمایه ثابت  
ناخالص برای دوره ۸۳ - ۱۳۴۶ برابر با ۴/۸  
درصد بوده که نشان می‌دهد این بازار سهم  
چندانی در تشکیل سرمایه ثابت کشور نداشته  
است. میانگین نسبت معاملات سهام به پس انداز  
ملی در این دوران نزدیک به ۴٪ بوده است که  
نشانگر سهم ناچیز این بازار در جذب پس انداز  
ملی کشور است. همچنین، میانگین نسبت حجم  
معاملات سهام به نقدینگی کشور ۱/۷٪ بوده که  
نشان دهنده سهم ناچیز این بازار در جذب  
نقدینگی بخش خصوصی است. داده‌های موجود  
گویای آن است که پس از هر دوره رونق در  
بورس اوراق بهادار یک دوره رکود سخت پیش  
آمده است مانند رونق سالهای ۷۴ و ۷۵ و پس از  
آن رکود سال ۷۶ و همچنین رونق سالهای ۸۳ -  
۸۱ و پس از آن رکود امسال (۱۳۸۴). این وضع  
نشانگر آن است که بورس اوراق بهادار در کشور  
ما نهادینه نشده که می‌تواند معلول مشکلات و

ضعف اقتصادی کشور و همچنین وجود بورس  
بازی و سفته‌بازی در بورس باشد. در سالهای  
رونق بورس، بهای سهام به گونه ساختگی افزایش  
یافته است در حالی که در شرایط معمول، بهای  
سهام بر اثر افزایش سوددهی شرکتها ایجاد  
می‌شود. افزایش بهای سهام بی‌آنکه تغییری در  
سوددهی رخ دهد، پس از مدتی از جذابیت این  
بازار می‌کاهد و با کوچکترین تکانه، این بازار  
دچار تلاطم و رکود سخت می‌شود و نقدینگی و  
پولهای موجود از این بازار به سوی دیگر امکانات  
سرمایه‌گذاری مانند ساختمان، زمین، طلا، ارز و  
خارج از کشور سرازیر می‌شود. حجم کلان  
سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران ایرانی در برخی  
شیخ‌نشین‌ها گواه این مدعاست. نوسانهای تند در  
حجم معاملات سهام و در پی آن شاخص بهای  
سهام، امنیت سرمایه‌گذاری در این بازار را با  
مشکل اساسی روبه‌رو ساخته و سرمایه‌گذاران را  
از این بازار گریزان می‌کند و اگر سرمایه‌ها  
باردیگر بخواهد به این بازار بازگردد نرخ بازدهی  
بالایی را طلب می‌کند که کفاف ریسک موجود را  
بدهد؛ این بازدهی بالا نیز تنها در سایه افزایش  
ساختگی قیمت پدید می‌آید. در این نوشتار  
دوران کارکرد بورس اوراق بهادار کشور به سه  
مرحله تقسیم شد: دوره نخست (۵۷ - ۱۳۴۶)  
نخستین سالهای پیدایش بورس اوراق بهادار در  
کشور را دربرمی‌گیرد. با وجود افزایش حجم  
معاملات بورس در این دوران، این بازار نقش  
چندانی در اقتصاد کشور بازی نکرده و نسبت  
اندک حجم معاملات به GDP بیانگر این نکته  
است. برخی از علل این وضع رشد درآمدهای  
نفتی، نهادینه نبودن فرهنگ فعالیت‌های گروهی  
مانند پس انداز گروهی، دشواری دسترسی به  
منابع مالی ارزان بانکها و... بوده است. دوره  
دوم (۶۷ - ۱۳۵۸) همزمان با دوروداد  
سرنوشت‌ساز در تاریخ معاصر کشور یعنی  
انقلاب اسلامی و جنگ تحمیلی بود. در این  
دوران بورس اوراق بهادار کشور وارد یک دوره  
رکود سخت شد. دوره سوم (۸۳ - ۱۳۶۸) را  
می‌توان دوره رونق، احیاء و بازسازی بورس

نامید. با پایان جنگ تحمیلی و آغاز برنامه اول توسعه و آغاز طرح خصوصی سازی نیاز به رونق بورس و احیای آن بیش از پیش آشکار شد. با وجود افزایش حجم معاملات سهام در این دوران باز هم نقش بورس در اقتصاد کشور چندان مهم نبود. در این دوران دوره‌های شدید رونق و دوره‌های شدید رکورد به چشم می‌خورد که معلول نارساییهای کلی مربوط به این بازار و همچنین کل اقتصاد کشور است. نمودار شماره (۷) حجم معاملات سهام و اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار کشور در سالهای ۱۳۴۶-۸۳ را نشان می‌دهد.

### پیشنهادها

بورس اوراق بهادار بازاری است که بازده کلی فعالیت‌های اقتصادی حتی اجتماعی، سیاسی و فرهنگی جامعه در آن تبلور و تجسم عینی می‌یابد. نگاه یک کنونی به این بازار به مانند درمان موقت است و مشکل امروز، فردا به گونه‌ای دیگر حتی سخت‌تر و شدیدتر رخ می‌نماید. از شاخص بهای سهام در هر کشور بعنوان دماسنج اقتصاد آن کشور یاد می‌شود. بدین سان این بازار نمادی از وضع کلی اقتصاد کشور است و نمی‌توان آن را جدا پنداشت و گسترش آن را هدف به شمار آورد. چنانچه نظام اقتصادی کشور دچار اشکالات و ایرادهای اساسی باشد، امید به گسترش بورس اوراق بهادار در کشور بیهوده خواهد بود. نمی‌توان تنها با گسترش بورس اوراق بهادار به شکوفایی اقتصادی کشور چشم امید بست، بلکه نخست باید زمینه‌های شکوفایی اقتصادی فراهم گردد و سپس به کمک بورس اوراق بهادار و سازوکار و مکانیزم‌های مربوط به آن انتظار تسریع این رشد و شکوفایی را داشت. برخی بر این باورند بسیاری از اختراعات در دوره انقلاب صنعتی و حتی پس از آن پیش از انقلاب صنعتی انجام شده بوده اما چون بازار سرمایه به اندازه کافی گسترش نیافته بوده و از سویی اجرایی کردن این طرح‌ها نیاز به سرمایه‌های کلان با پشتوانه مالی درازمدت داشته،

عملی کردن آنها به درازا کشیده است. بنابراین انقلاب صنعتی در پی توسعه بازار سرمایه سربر آورد. برای شناسایی مسایل و مشکلات بازار بورس کشور باید نخست مسایل و مشکلات اقتصادی کشور را شناخت و از میان برداشت و سپس به انتظار بهبود بازار سرمایه ماند. پیشنهادها عبارت است از:

- ۱- حل مشکلات کمبود پس انداز ملی - با بررسی آماری پس انداز در سالهای اخیر دیده می‌شود که رقم پس انداز ملی مطلوب نبوده و حتی در برخی سالها مانند ۱۳۶۷ و ۱۳۶۵ منفی نیز بوده است.
- ۲- حل مسئله تورم - تورم بالا امنیت سرمایه‌گذاری را به خطر می‌اندازد، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و باعث کاهش سرمایه‌گذاریهای دراز مدت و مولد می‌شود؛ هر چند تورم به گونه‌های دیگر نیز فعالیت بازار سرمایه را به هم می‌زند.
- ۳- تعیین مرزهای فعالیت‌های اقتصادی دولت و تلاش برای محدود کردن آن.
- ۴- اصلاح ساختار مالیاتی کشور به گونه‌ای که در جهت تشویق سرمایه‌گذاران باشد.
- ۵- حل مشکل بسیار اساسی پایین بودن بهره‌وری صنایع در کشور.

در الگوهای سنتی توسعه، زمانی بر انباشت سرمایه برای رشد و توسعه اقتصادی تکیه می‌شد اما در الگوهای تازه توسعه اقتصادی بر چگونگی کاربرد عوامل تولید از جمله سرمایه (بهره‌وری عامل سرمایه) به عنوان عامل رشد و توسعه اقتصادی گوناگون تأکید می‌شود. تاهنگامی که بهره‌وری صنایع کشور در سطحی پایین باشد، نمی‌توان به توسعه و پیشرفت بورس اوراق بهادار کشور امید بست.

صادرات کشور سبب بهبود تراز پرداختها و ورود ارز به کشور می‌گردد.

تا هنگامی که بهره‌وری صنایع کشور در سطحی پایین باشد، نمی‌توان به توسعه و پیشرفت بورس اوراق بهادار کشور امید بست.

۶- تلاش برای حل معضل فرهنگی-پایین بودن فرهنگ فعالیتهای اقتصادی گروهی از جمله سرمایه‌گذاری و...

۷- بازسازی اساسی ساختار بازار پول کشور به گونه‌ای که بهره‌وری این بازار افزایش یابد.

۸- تعیین نرخ سود تسهیلات بانکی در اندازه تعادلی آن

۹- تلاش برای ایجاد بخش خصوصی پر قدرت در صحنه اقتصادی کشور.

## منابع و مآخذ

۱. بهکیش، محمد مهدی، (۱۳۸۰)، اقتصاد ایران در بستر جهانی شدن، نشر نی
۲. عباسی، ابراهیم (زمستان ۱۳۸۳)، روشها و نظریه‌های انتشار سهام و قیمت بازار، نشر نخستین
۳. بورس، سهام، نحوه قیمت گذاری سهام، (۱۳۸۴)
۴. مؤسسه حسابرسی و خدمات مالی دایا رایان، نشر نخستین
۵. گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، (۱۳۷۴) انتشارات امیرکبیر
۶. «حسابهای ملی ایران به قیمت‌های جاری و به قیمت‌های ثابت ۱۳۶۹، ۱۳۷۶»، اداره حسابهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۷. نماگرهای اقتصادی-اداره بررسیها و سیاستهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، برای دوره (۱۳۸۴-۱۳۸۰)
۸. سالنامه‌های آماری بورس اوراق بهادار



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱)  $Stock$  - حجم معاملات سهام به میلیارد ریال، ۲)  $Stock/gdp$  - حجم معاملات سهام به  $gdp$  (درصد)، ۳)  $Stock/Iq$  - حجم معاملات سهام به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ملی (درصد)، ۴)  $Stock/gns$  - حجم معاملات سهام به پس انداز ناخالص ملی (درصد)، ۵)  $Stock/Iq$  - حجم معاملات سهام به نقدینگی (درصد)، ۶) تمامی آمارهای ملی به قیمت ثابت سال ۱۳۷۶ و از منابع زیر برداشت گردیده است:  
الف) حسابهای جاری ملی ایران در قیمت بهای و ثابت ۱۳۶۹-۷۶، ب) دفتر اداره حسابهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران  
پ) نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای دوره ۸۳-۱۳۸۰

سال	حجم معاملات سهام به میلیارد ریال	حجم معاملات سهام به gdp	حجم معاملات سهام به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص ملی (درصد)	حجم معاملات سهام به پس انداز ناخالص ملی (درصد)	حجم معاملات سهام به نقدینگی (درصد)
۱۳۴۶	۰/۰۱۵	۱/۶۹۹۵۵E.۰۵	۵/۹۳۹۲۸E.۰۵	۵/۹۶۸۱۸E.۰۵	۰/۰۱۰۴۰۲
۱۳۴۷	۰/۱۲	۰/۰۰۰۱۲۱۲۱۱	۰/۰۰۰۴۲۸۴۸	۰/۰۰۰۳۸۳۲۰۵	۰/۰۶۸۴۹۳
۱۳۴۸	۰/۱۳	۰/۰۰۰۱۱۶۴۷۵	۰/۰۰۰۴۳۲۵۹۵	۰/۰۰۰۳۹۱۸۲۷	۰/۰۶۳۱۶۸
۱۳۴۹	۰/۱۲	۹/۷۸۸۸۱E.۰۵	۰/۰۰۰۳۴۹۱۵	۰/۰۰۰۳۲۰۲۵۸	۰/۰۵۰۹۱۲
۱۳۵۰	۰/۳۹	۰/۰۰۰۲۸۰۰۱۵	۰/۰۰۰۹۴۳۲۴۸	۰/۰۰۰۸۳۱۷۸	۰/۱۳۱۶۲۳
۱۳۵۱	۱/۱۹	۰/۰۰۰۷۳۲۰۵۳	۰/۰۰۰۲۳۷۸۱۹۳	۰/۰۰۰۱۸۷۲۴۲۱	۰/۲۹۷۹۴۷
۱۳۵۲	۲/۷۷	۰/۰۰۰۱۵۸۵۸۶۲	۰/۰۰۰۴۹۱۹۵۶۴	۰/۰۰۰۳۲۵۱۴۷۱	۰/۵۲۷۰۳
۱۳۵۳	۱۰/۹۶	۰/۰۰۰۵۵۷۵۳۱	۰/۰۰۰۱۶۲۴۸۷۱۲	۰/۰۰۰۷۵۰۴۶۳۹	۱/۳۵۲۹۱۹
۱۳۵۴	۱۸	۰/۰۰۰۸۷۳۰۴	۰/۰۰۰۱۸۴۸۹۴۱۵	۰/۰۰۰۱۲۹۷۲۳۸۴	۱/۵۷۱۳۶۶
۱۳۵۵	۳۸/۳	۰/۰۰۰۱۵۸۰۵۱۵۵	۰/۰۰۰۲۹۵۶۹۷۸۷	۰/۰۰۰۲۱۶۹۷۵۷۸	۲/۴۰۳۵۱۴
۱۳۵۶	۴۴/۴	۰/۰۰۰۱۸۷۶۲۲۵۷	۰/۰۰۰۳۹۵۵۴۴۷۷	۰/۰۰۰۲۸۰۸۳۲۰۷	۲/۱۱۷۳۱
۱۳۵۷	۳۴/۲	۰/۰۰۰۱۵۶۰۲۸۳	۰/۰۰۰۳۷۰۷۳۸۵۴	۰/۰۰۰۲۹۸۸۲۵۶۷	۱/۳۲۶۶۱
۱۳۵۸	۴/۱	۰/۰۰۰۱۹۵۳۱۳۱	۰/۰۰۰۶۳۸۲۴۴۵	۰/۰۰۰۳۴۷۶۰۲	۰/۱۱۵۴۹۳
۱۳۵۹	۰/۵	۰/۰۰۰۲۸۰۶۶۴	۰/۰۰۰۷۴۸۰۶۵	۰/۰۰۰۸۱۵۰۲۶	۰/۰۱۱۰۹۱
۱۳۶۰	۰/۰۴	۲/۳۴۹۰۶E.۰۵	۶/۴۹۸۳۸E.۰۵	۷/۹۸۹۰۲E.۰۵	۰/۰۰۰۷۶۴
۱۳۶۱	۰/۰۵	۲/۶۰۸۶۹E.۰۵	۷/۵۶۲E.۰۵	۷/۱۵۴۵۵E.۰۵	۰/۰۰۰۷۷۸
۱۳۶۲	۰/۰۰۹	۴/۲۲۷۸E.۰۶	۹/۴۴۴۱۵E.۰۶	۱/۱۹۶۹۳E.۰۵	۰/۰۰۰۱۲
۱۳۶۳	۱/۱	۰/۰۰۰۵۲۷۵۳۸	۰/۰۰۰۱۲۴۶۸۴۶	۰/۰۰۰۱۸۸۹۲	۰/۰۱۳۸۰۷
۱۳۶۴	۱/۲	۰/۰۰۰۵۶۴۲۱۱	۰/۰۰۰۱۶۹۲۹۸۳	۰/۰۰۰۲۵۵۶۱۹۱	۰/۰۱۳۳۳
۱۳۶۵	۱/۷	۰/۰۰۰۸۷۹۷۵۶	۰/۰۰۰۲۸۳۷۲۸۲	۰/۰۰۰۴۵۵۷۷۱۴	۰/۰۱۵۸۵۲
۱۳۶۶	۱/۶	۰/۰۰۰۸۳۶۳۲۸	۰/۰۰۰۲۷۳۸۴۰۸	۰/۰۰۰۱۹۳۶۷۲۷	۰/۰۱۲۶۳
۱۳۶۷	۹/۹	۰/۰۰۰۵۴۷۴۹۸۲	۰/۰۰۰۲۱۰۹۲۴۱۷	۰/۰۰۰۲۷۴۴۳۹۲	۰/۰۶۳۱۴۳
۱۳۶۸	۱۱/۱	۰/۰۰۰۵۷۹۶۲۶۶	۰/۰۰۰۲۲۰۱۵۸۱۶	۰/۰۰۰۲۴۳۶۹۴۱۴	۰/۰۵۹۱۹
۱۳۶۹	۶۲/۶	۰/۰۰۰۲۹۵۵۹۹۸۲	۰/۱۱۲۵۲۳۷۸	۰/۰۰۰۸۷۸۴۹۷۶۷	۰/۲۸۱۲۲۳
۱۳۷۰	۴۷۸/۳	۰/۱۹۵۱۹۵۴۸۹	۰/۵۶۹۲۹۶۳۲۵	۰/۶۱۷۹۴۵۸۸۲	۱/۶۷۰۷۱۹
۱۳۷۱	۳۵۴/۶	۰/۱۳۹۱۵۵۶۸۷	۰/۴۳۷۲۹۰۸۱۹	۰/۴۴۸۰۷۳۵۱۱	۰/۹۸۸۶۸
۱۳۷۲	۵۱۵/۷	۰/۱۹۹۴۱۸۱۷۴	۰/۷۰۹۰۶۶۷۶	۰/۴۷۵۲۶۹۷۵۳	۱/۰۷۱۳۶۲
۱۳۷۳	۷۹۳/۴	۰/۳۰۵۲۹۹۰۹۸	۱/۲۷۱۶۸۰۱۹۲	۰/۷۹۶۶۹۷۷۴۱	۱/۲۸۲۹۰۷
۱۳۷۴	۱۸۸۰/۶	۰/۷۰۰۲۹۳۸۱۶۶	۳/۱۵۷۷۷۶۶۴۴	۱/۸۶۳۸۲۸۳۳	۲/۲۱۰۵۹
۱۳۷۵	۴۳۸۱/۶	۱/۵۴۳۸۶۸۲۵۴	۵/۸۸۴۰۷۵۰۲	۳/۷۰۰۲۳۷۳۳۹	۳/۷۵۹۳۳۳
۱۳۷۶	۲۰۱۷/۶	۰/۶۹۱۵۰۶۹	۲/۳۰۹۴۰۴۸۵	۱/۸۲۷۴۱۳۷۴۲	۱/۵۰۲۴۶۲
۱۳۷۷	۳۱۷۰/۴	۱/۰۵۶۳۰۸۴۶۴	۳/۶۶۵۸۲۴۸۶۷	۳/۳۶۶۹۸۳۵۳۸	۱/۹۷۶۵۴
۱۳۷۸	۵۲۴۳/۶	۱/۷۱۹۵۴۴۶۲	۵/۷۳۰۳۷۸۴۵۹	۴/۳۵۲۶۵۵۰۴	۲/۷۲۱۲۷۳
۱۳۷۹	۹۱۷۶	۲/۸۶۶۸۲۷۲۴	۹/۶۳۱۸۳۶۲۸۴	۷/۳۸۰۳۷۰۵۹۵	۳/۶۸۳۵۰۳
۱۳۸۰	۷۸۳۰	۲/۳۶۸۶۷۱۸۱۹	۷/۴۰۳۴۱۵۲۱۵	۶/۱۰۹۳۱۲۲۱۵	۲/۴۳۹۵۷۷
۱۳۸۱	۲۳۷۷۰	۶/۴۰۹۴۵۵۴۶۶	۱۸/۲۵۵۸۹۳۹	۱۶/۴۶۹۰۲۲۹۷	۵/۴۵۵۰۱۶
۱۳۸۲	۶۶۸۶۰	۱۷/۶۴۳۱۱۶۶۵	۴۹/۹۵۶۲۹۵۹۹	۴۳/۷۱۳۲۲۸۵۶	۱۲/۶۹۸۳۴
۱۳۸۳	۱۰۴۲۰۲/۲	۲۶/۲۲۷۳۲۲۱۵	۷۳/۱۶۰۲۸۹۲۶	۶۰/۲۹۰۱۸۰۷۱	۱۵/۱۹۶۵۳
میانگین	۶۰۵۰/۹۳۴	۱/۶۳۶۳۶۹۴۷۷	۴/۸۱۴۰۴۵۲۲۵	۳/۹۹۶۱۷۷۰۸۳	۱/۷۶۷۷۸