

کارایی بازار سهام:

پیش شرط تحقق یافتن پس انداز ملی

نوشته دکتر فرهاد طالع

رشد و توسعه اقتصادی فقط با سرمایه گذاری امکان پذیر می شود. از سوی دیگر، سرمایه گذاری نیز مشروط به پس انداز کردن در سطح ملی است. پس انداز عبارت است از صرف نظر کردن از مصرف و کنار گذاردن بخشی از درآمد، برای ایجاد درآمد بیشتر در آینده. هرچه در یک جامعه ملی، نسبت پس انداز به درآمد ملی بالاتر باشد، به همان نسبت نیز سرمایه گذاری گسترش می یابد و بر نرخ رشد اقتصادی افزوده می شود و برعکس، هرگاه نرخ پس انداز منفی باشد (خرج بیش از دخل)، نرخ رشد اقتصادی در آینده منفی خواهد بود. از آنجا که پس انداز ملی از جمع پس انداز دو بخش خصوصی و دولتی تشکیل می شود، پس انداز منفی دولت (کسر بودجه)، تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد.

هر جامعه ملی در پی آن است که با افزایش نرخ پس انداز (نسبت پس انداز به درآمد ملی)، رشد اقتصادی خود و در نتیجه افزایش درآمد ملی را در آینده تضمین کند. در این راستا، پس از جنگ جهانی دوم کشور ژاپن با پس اندازی نزدیک به ۳۰ درصد درآمد ملی و کشورهای اروپای غربی با کمابیش ۲۰ درصد درآمد ملی، توانستند درآمد ملی و در نتیجه درآمد سرانه را به سرعت افزایش دهند. امروزه اکثر کشورهای جنوب شرق آسیا و به ویژه کشور چین نیز پایه پای این کشورها، پس انداز می کنند و در نتیجه در بیست سال گذشته از رشد اقتصادی چشم گیری برخوردار شده اند.

از این روی تشویق به پس انداز، از اولین مسئولیت های مدیران اقتصادی هر جامعه است؛ اما این موضوع، تنها یک روی سکه است. تشویق مردم به پس انداز، یعنی تشویق مردم به صرف نظر کردن از درآمد امروز برای فردای بهتر، نیازمند ایجاد انگیزه در مردم، و شرایط لازم برای آن است. انگیزه لازم نیز تضمین دستیابی به درآمد بیشتر در آینده است.

نخستین شرط برای تشویق جامعه به پس انداز، آن است که تورم نباید فزاینده باشد، در اثر تورم قدرت خرید پول کاهش می یابد. از این روی، مردم برای مقابله با آن بر میزان مصرف

می افزایند و در نتیجه مسابقه ای فزاینده برای «مصرف» آغاز می شود. در این میان بسیاری اقدام به گرفتن وام (پس انداز منفی) برای افزایش مصرف می کنند که این امر، به نوبه خود بر روند تورم اثر گذاشته و بر نرخ آن می افزاید. (البته باید متذکر شد این قاعده در برخی کشورها (از جمله ایران) به اشکال دیگری هم نمود پیدا می کند، کما این که در ایران آثار تورم به صورت «رشد معاملات در سایه» واسطه گیری، سفته بازی و... ظهور کرده است.)

از سوی دیگر، برای ایجاد انگیزه پس انداز، می بایست اقتصاد جامعه قادر به ایجاد امکانات جذب پس اندازهای مردم باشد. افزون بر امنیت اقتصادی، پس انداز، نیازمند امکان جذب است تا اشخاص و بنگاه های اقتصادی، تشویق به پس انداز شوند. امکانات جذب پس اندازها به صورت سنتی در ایران، عبارت بود از خرید کالاها و گران بها، سپرده گذاری نزد بانکها و خرید زمین و ساختمان.

۱- خرید کالاها و گران بها

در این زمینه تا چند سال پیش، خرید طلا و فرش، در اولویت قرار داشت؛ اما این هر دو کالا امروز ارزش خود را به عنوان کالای قابل پس انداز از دست داده است.

با توجه به روند نزولی قیمت طلا در دهه گذشته، اکنون این فلز نه تنها در ایران، بلکه در سطح جهانی نیز به عنوان کالایی که می تواند در مصاف با تورم، ارزش خود را حفظ کند، مطرح نیست. از سوی دیگر در گذشته در صورت شدت گرفتن بحران های سیاسی، اقتصادی و یا اجتماعی (در سطح ملی و یا جهانی)، به ارزش طلا افزوده می شد. در حالی که امروز، زر این نقش را نیز از دست داده است. با توجه به سیاست های اقتصادی قدرت های بزرگ جهانی، به نظر نمی رسد که زر بتواند نقش پیشین خود را در پهنه جهانی باز یابد.

همچنین، «فرش» نیز به عنوان کالایی که می توانست در درازمدت ارزش واقعی خود را (ارزش روز منهای نرخ تورم) حفظ کند، دیگر مطرح نیست. در گذشته ای نه چندان دور، فرش ایران، نه تنها در درون کشور بلکه در اروپا و به

ویژه کشور آلمان، به عنوان کالای قابل پس انداز به شمار می رفت. در ۲۰ سال گذشته با اتخاذ سیاست های نادرست، فرش ایران به عنوان کالای قابل پس انداز، ارزش واقعی خود را از دست داده است. تنزل دادن دایمی ارزش ریال از سوی گردانندگان حکومت برای اداره کشور، همراه با مقررات خلق الساعه و روزمره، عدم رعایت کیفیت فرش های صادراتی، مهم ترین کالای صادراتی غیرنفتی ایران را به ورطه نابودی کشاند. بدین سان، امروزه در داخل و خارج از کشور، فرش دستیاب ایران ارزش خود را به عنوان کالای قابل پس انداز از دست داده است.

۲- سپرده گذاری نزد بانکها

پول نیز مانند هر کالای دیگر می تواند کرایه داده شود. کرایه پول «بهره» نامیده می شود. بهره از دو بخش تشکیل می شود. یک بخش آن، برای خنثی کردن تورم است. هرچه تورم در جامعه بالا باشد، نرخ بهره نیز زیادتر خواهد بود. در صورتی که پس اندازکنندگان، نگران کاهش ارزش واقعی سپرده های خود باشند (ارزش روز منهای نرخ تورم)، اقدام به پس انداز و سپرده گذاری نزد بانکها نخواهند کرد. این امر نیز به نوبه خود بر اثر عدم پس انداز، به افزایش نرخ تورم کمک می کند. هنگامی که نرخ بهره از نرخ تورم پایین تر باشد، افزون بر آن که از میل به پس انداز و در نتیجه سپرده گذاری نزد بانکها کاسته می شود، رباخواری (نرخ بهره بسیار بالاتر و خارج از سیستم بانکی) نیز رواج پیدا می کند.

از سوی دیگر، چنان که گفته شد، بخشی از بهره بابت کرایه پول است. درآمدی که خرج نمی شود و پس انداز می گردد، می باید برای دارنده آن، عوضی به همراه داشته باشد.

در ایران، بر اثر کاهش اعتماد عمومی و پایین بودن نرخ بهره (با توجه به بالا بودن و افزایش دایمی نرخ تورم) در سال های اخیر، بانکها به عنوان بزرگ ترین نهاد جمع آوری پس اندازهای مردم، بخش بزرگی از نقش خود را از دست داده اند. در مقابل، وام گیری خارج از سیستم بانکی افزایش بی سابقه ای یافته که به نوبه خود بر اثر بروز اختلافات، بر مسایل دادگستری افزوده است.

۳- زمین و ساختمان

بر اثر پایین بودن کارایی دو عامل بالا و نبودن امکان دیگر برای جذب پس اندازها، چند سالی است که زمین و ساختمان تبدیل به مطمئن‌ترین و مهم‌ترین منبع جذب پس اندازهای مردم شده است. از این روی، در کشور ما همیشه قیمت زمین و ساختمان با افت و خیزهایی، از روند تورم پیروی کرده است. البته این امر باعث شده تا زمین و ساختمان، خود به عامل تورم‌زایی بدل شوند. از آنجا که نمی‌توان، عرضه زمین و ساختمان را در کوتاه‌مدت افزایش داد، استعداد تورم‌زایی زمین و ساختمان در کشوری مانند ایران که سرمایه‌گذاری زیربنایی و تولید کالاهاى مورد نیاز ساختمان با محدودیت زیاد روبروست، بسیار بالا است. گرچه در کوتاه‌مدت با اقدام‌های زودگذر می‌توان مانع بالا رفتن قیمت زمین و ساختمان حتی روند معکوس آن شد، اما در درازمدت این امر بدون ایجاد امکانات دیگر برای سرمایه‌گذاری و جذب پس اندازها، ممکن نیست.

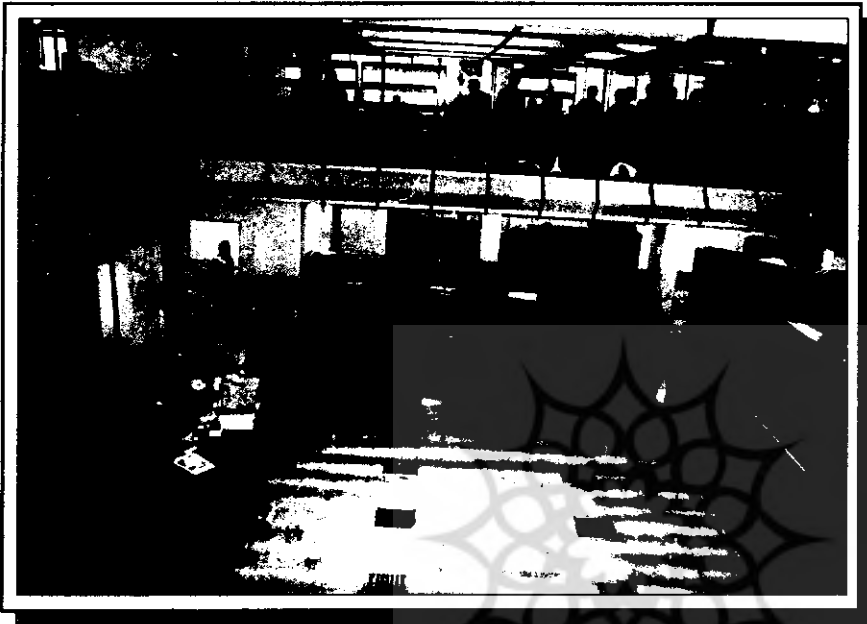
بازار سهام (یا بورس)

نهاد دیگری برای جذب پس اندازها که هر روزه بر اهمیت آن در سطح جهان افزوده می‌شود، بازار سهام است. این بازار اگر درست عمل کند، می‌تواند با جمع‌آوری پس اندازهای کوچک و هدایت آنها به سوی بنگاه‌های تولیدی و خدماتی کشور، مشارکت مستقیم و هرچه بیشتر پس اندازکنندگان را به همراه آورد. به عبارت دیگر، توده‌های عظیم مردم که به خاطر کمی سرمایه امکان مشارکت در بنگاه‌های تولیدی و خدماتی را ندارند، از طریق بازار سهام (بورس)، قادر به مشارکت در مالکیت این بنگاه‌ها و در نتیجه شرکت مستقیم در امر سرمایه‌گذاری ملی می‌شوند. هرچه مشارکت مردم در مالکیت بنگاه‌های اقتصادی بیشتر باشد، علاقه و شرکت آنها در کل اقتصاد کشور نیز بیشتر خواهد بود. نتیجه مستقیم این امر، کمک به خارج کردن جامعه از حالت بی‌تفاوتی و یأسی است که در حال حاضر گریبان‌گیر آن است. هرچه تمرکز پس اندازها در بنگاه‌های اقتصادی بیشتر شود، امکان سرمایه‌گذاری ملی افزایش می‌یابد و در این فرآیند، امکان اشتغال و افزایش درآمد سرانه نیز بیشتر خواهد شد.

بازار سهام علاوه بر خرید و فروش سهام باید قادر به خرید و فروش اوراق قرضه بنگاه‌های اقتصادی و ارز نیز باشد. بدین‌سان قیمت ارز نیز مانند اوراق سهام، بسته به عرضه و تقاضا، تعیین می‌شود و در نتیجه تغییرات نرخ برابری که در حال حاضر تنها بسته به نظر حکومت است، به دست بازار انجام می‌گیرد. البته باید در نظر داشت که چون تقریباً تمامی درآمد ارزی کشور در اختیار

حکومت است، از این روی در حال حاضر، حکومت بیشترین تأثیر را نیز بر روند نرخ ارز دارد. اما امید است که سرانجام با فزونی گرفتن توان صادراتی کشور، تأثیر بخش خصوصی بر تعیین نرخ ارز افزایش یابد. در بازار ارز، افزون بر دستگاه‌های حکومت، می‌بایست همه افراد حقیقی و حقوقی قادر به خرید و فروش ارز باشند.

شریک شود. بنابراین جزئیات اطلاعات مالی، ساختار تشکیلاتی، برنامه‌های آینده، اعضای هیأت مدیره و حقوق مزایا و میزان مالکیت سهام آنها در شرکت، باید در اختیار عموم باشد. هیأت مدیره و مؤسسه حسابرسی مربوط، هر دو در برابر هرگونه نادرستی و حساب‌سازی مسئولند. بیان شرکت‌های سهامی عام باید هر سه ماه یکبار به



تالار بورس (بازار سهام) تهران... این بازار تا رسیدن به عملکردی مطلوب، راه درازی را باید پیماید.

منظور جلوگیری از عملیات احتمالی خلاف و افزون بر آن به عنوان میزانی برای تعیین قیمت سهام، در اختیار عموم قرار گیرد. به علاوه قوانین مربوط به خرید و فروش سهام هر شرکت، خرید سهام یک شرکت توسط شرکت دیگر، ادغام شرکت‌ها در یکدیگر، شرایط اخذ وام داخلی و خارجی، جلوگیری از ایجاد انحصارات، جلوگیری از تبانی شرکت‌ها، مقررات خرید و فروش سهام متعلق به هیأت مدیره و سهام‌داران بزرگ و... باید کاملاً روشن باشد. کوتاه سخن این‌که هر سرمایه گذار باید اول از موقعیت خود در آن مؤسسه مطمئن باشد تا اقدام به سرمایه‌گذاری از طریق خرید سهم کند. افزون بر آن، باید امکان داشته باشد تا با مشارکت در انتخاب هیأت مدیره و تصمیمات اساسی، احساس کند که بخشی از آن مؤسسه است. بدین ترتیب در درازای زمان، فرهنگ حاکم بر مؤسسات بزرگ که مدیر مربوطه خود را صاحب آن مؤسسه دانسته و به خود حق می‌دهد که بدون بیم از بازخواست، هر کاری را که مایل است انجام دهد، تغییر خواهد یافت، (چندی

شرط موفقیت بازار سهام، مانند هر نهاد اقتصادی دیگر، بر خورنداری از اطمینان مردم است. این اطمینان در درازای زمان و به تدریج بدست می‌آید. پیش‌شرط جلب اطمینان توده‌های مردم در گروهی تغییرات اساسی است که نکات مهم آن عبارت است از:

الف - وضع قوانین لازم در مورد شرکت‌های سهامی عام و شرایط پذیرش آنها در بازار سهام و قوانین مربوط به عملکرد بازار سهام.

یک - قوانین مربوط به شرکت‌های سهامی عام باید از هر نظر جامع و مانع باشند. به طوری که نه تنها مالکیت سهام‌داران را تضمین کند بلکه باید حق آگاهی کامل و مشارکت همه سهام‌داران نیز تضمین شود. شرکت‌های سهامی عام، در قالب مؤسسات «بسته» اداره نمی‌شوند که مدیران آنها بتوانند بدون اطلاع عموم تصمیم بگیرند و آنها را اجرا کنند. این شرکت‌ها مؤسسات شفاف و بازی هستند که هرکس می‌تواند با خرید حتی یک سهم، در مالکیت آن بنگاه و سود و زیان آن

پیش بود که رییس بزرگ‌ترین سازمان اقتصادی و بنیاد مالی کشور، حسابرسی بنیاد تحت سرپرستی خود را، امری زاید و پرخرج اعلام کرد؟! در آن صورت هر مدیر، در درازای زمان در خواهد یافت که تنها امانت‌دار صاحبان سهم است و هر زمان که کارایی او مورد قبول سهام‌داران نباشد، به خدمت او پایان داده خواهد شد. با افزایش نقش شرکت‌های سهامی عام، می‌توان امیدوار بود، که در درازای زمان، مدیران حرفه‌ای برای اداره مراکز تولیدی تربیت شوند. مدیرانی که بر اثر رقابت دایم، از احساس مسئولیت بیشتر و در نتیجه کارایی بیشتری برخوردار گردند.

دو - نظارت بر بازار سهام

باید توجه داشت که بازار سهام، سرمایه‌گذاران را قادر می‌کند که به سرعت و به سادگی، هر روزه انبوهی از سهام را خرید و فروش کنند. این امر نه تنها افراد را قادر به مشارکت در سرمایه‌گذاری ملی می‌سازد و راهی برای جمع‌آوری پس‌اندازها است، بلکه هم‌زمان به عنوان مرکزی برای فراهم آوردن سرمایه برای مؤسساتی خواهد بود که دارای متاع قابل عرضه در بازار هستند ولی سرمایه لازم را در اختیار ندارند. این مؤسسات با عرضه سهام خود در بازار سهام می‌توانند سرمایه لازم را (بسته به اقبال عمومی)، گردآوری کنند.

در جهان امروز بازار سهام، حتی در کشورهای در حال توسعه از اهمیت خاصی برخوردار است، به طوری که نوسانات آن به طور دایم به اطلاع عموم می‌رسد. در جهان پیشرفته صنعتی، هر روزه چند میلیارد سهم میان افراد و مؤسسات مختلف داد و ستد می‌شود. برای مثال در کشور آمریکا امروزه کمابیش پنجاه در صد خانواده‌ها در یک یا چند بنگاه اقتصادی دارای سهم هستند. یعنی پنجاه درصد خانواده‌ها، با نسبت‌های گوناگون، در سلک صاحبان «وسایل تولید» قرار دارند.

در بازار سهام بنا به طبیعت آن، امکان تقلب، جعل، افزایش و کاهش تصنعی قیمت سهام، حساب‌سازی و... وجود دارد. بنابراین، سیستم ثبت عملیات و کنترل بر آن (که امروزه با وجود رایانه، هم‌زمان انجام می‌شود)، باید بسیار دقیق و دایمی و زیر نظارت بانک مرکزی باشد. چون بازار سهام، مؤسسه‌ای مالی برای جمع‌آوری پس‌اندازهای مردم است، منطقی حکم می‌کند که بانک مرکزی ناظر بر فعالیت این بازار و تضمین‌کننده امنیت آن، همانند مؤسسات مالی دیگر باشد. البته بانک مرکزی باید مستقل از دولت و تحت نظر مجلس باشد تا بتواند به وظایف خود عمل کند.

تعیین کارگزاران بازار سهام، دستمزد و میزان مشارکت آنها در عملیات بازار که بتواند مانع از

تأثیرگذاری آنان بر روند و سرعت حرکت بازار گردد، باید کاملاً روشن و تحت نظارت دقیق باشد. لازم است که وضعیت سرمایه‌گذاران خارجی و میزان فعالیت آنها نیز روشن شود. کارمزد کارگزاران بورس باید پایین نگاه داشته شود، تا از تبدیل بازار سهام به باشگاه ویژه سرمایه‌گذاران بزرگ جلوگیری شود. با وجود شگردشناسی (تکنولوژی) نوین، خرید و فروش آسانی بوده و از این روی، حساب معامله‌کنندگان باید در هر لحظه روشن باشد. امروزه معاملات در بازار سهام «نزدک» (NASDAQ) در آمریکا با حجم عملیات حدود یک میلیارد سهم در روز، بدون واسطه انسانی و بدون داشتن تالار بورس و تنها به وسیله رایانه به طور مستقیم انجام می‌شود.^(۱)

سرمایه شرکت‌کنندگان و تسویه حساب بین خریداران و فروشندگان، در بازار سهام، نباید در اختیار کارگزاران باشد، بلکه برای تضمین امنیت مالی، می‌بایست نزد مؤسسات مالی معتبر نگاه‌داری شود. خطرات و میزان سرمایه‌ای که می‌تواند بر اثر نوسانات بازار، در بورس از بین برود، باید برای سرمایه‌گذاران روشن باشد. بانک‌های تجاری و یا کارگزاران بازار سهام با دادن وام به میزان بخشی از قیمت سهام و پذیرش سهام به عنوان وثیقه، می‌توانند به حجم مشارکت سهامداران کوچک کمک کنند. با بالا رفتن حجم عملیات، نفوذ این بازار طوری طراحی گردد که بتواند نقش خود را به خوبی در اقتصاد ملی ایفا کند. در غیر این صورت نقش این مؤسسه منفی بوده و ضربه دیگری بر اقتصاد وارد خواهد آورد.

ب - اقدامات دولت در راستای افزایش کارایی بازار سهام

یک - خصوصی‌سازی: بدون اعلام برنامه و زمان‌بندی روشن و دقیق در مورد خصوصی‌سازی بنگاه‌های مالی، خدماتی و صنایع دولتی، بازار سهام دارای کارایی لازم نخواهد بود. اگر مؤسسات مزبور در اختیار دولت باشد و مدیران دولتی آنها را اداره کنند، تنها معدودی، با برخورداری از شرایط ویژه که به هر حال سود خود را تضمین شده می‌دانند، وارد این بازی خواهند شد و توده سرمایه‌گذاران احتمالی، دارایی خود را به خطر نخواهند انداخت.

پس از بیست سال تجربه تلخ در زمینه دولتی کردن مؤسسات مالی و صنعتی، مقامات مسئول باید به این نتیجه رسیده باشند که باید هرچه زودتر به دخالت بخش عمومی در اقتصاد ملی پایان داده شود. هنگام خصوصی‌سازی، لازم است که از به وجود آمدن انحصارات جلوگیری شود. می‌بایست قوانین لازم برای جلوگیری از مالکیت بیش از ۵٪ سهام مؤسسات اعتباری توسط

اشخاص حقیقی یا حقوقی، تدوین شود. بانک‌ها نباید اجازه مالکیت سهام مؤسسات تولیدی و یا خدماتی را داشته باشند. البته بانک‌ها و دیگر مؤسسات مالی می‌توانند در طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری کنند، اما در مدت زمان معین باید سهام خود در آن طرح‌ها را بفروشند.

دو - برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران لازم است که نهاد ویژه‌ای (به صورت حکمیت) تشکیل شود که به سرعت و با بی‌طرفی ناظر بر اجرای قراردادهای و حل اختلافات ناشی از عملیات بازار سهام و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و مرجع رسیدگی به شکایات باشد. اگر سرمایه‌گذاران مطمئن باشند که در صورت بروز هر نوع اختلاف، گذر آنان به دادگستری و پیچ و خم‌های قضایی نخواهد افتاد، رغبت به شرکت در این بازار افزایش بیشتری خواهد یافت.

باید توجه داشت که بازار سهام هنگامی موفق است که بتواند خیل عظیم سرمایه‌گذاران کوچک را جلب کند. این سرمایه‌گذاران به خاطر داشتن امکانات مالی محدود، دارای چنان توانی نیستند که سال‌های درازی را در دادگستری برای بازیابی حقوق از دست رفته خود، صرف کنند. کوچک‌ترین احساس عدم امنیت مالی، سبب زوگردانی این خیل عظیم سرمایه‌گذاران که در حقیقت موتور محرکه گسترش اقتصادی کشور هستند، می‌شود. کوتاه سخن آن‌که بازار سهام، اگر تحت شرایط و قوانین ثابت شده، فعالیت کند می‌تواند به مرکزی برای گردآوری پس‌انداز توده مردم و در نتیجه منبع سرمایه‌گذاری اقتصاد ملی تبدیل شود. هم‌زمان، در نتیجه مشارکت مردم، احساس همبستگی و مشارکت در سرنوشت اقتصادی کشور تشدید خواهد شد. □

۱- در آمریکا دو بازار اصلی سهام وجود دارد که حجم مبادلات هر یک کم یا بیش، یک میلیارد سهم در روز، به شرح زیر است:

الف - NEW YORK STOCK EXCHANGE
قدیمی‌تر و به طور سنتی در تالاری در نیویورک تشکیل می‌شود. نامگر اصلی این بازار به نام «داوجونز» DOW JONES = معرف ضریب قیمت سهام سی بنگاه اقتصادی است.

۲- NASDAQ که بسیار جدیدتر است و خریداران و فروشندگان به وسیله رایانه به هم متصل هستند. این بازار دارای تالار مبادلات نیست و دادوستدها در مراکز مختلف، در همان زمان ثبت می‌شود. نامگر فعالیت این بازار که معرف ضریب قیمت ۵۰۰ سهم است، هر لحظه اعلام می‌شود و در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. تسویه حساب خرید و فروش میلیاردها سهم هر دو بازار، عرض ۲ روز توسط رایانه انجام می‌شود.