

عضو سابق هیات مدیره سازمان کارگزاران بورس تحلیل کرد

# پرونده ۴ دبیر کل



**بورس** بازار سرمایه ایران در سکوتی سنگین شمع‌های ۴۶ ساله شدنش را خاموش کرد. برای او نه دست زدند و نه به او فرصت آرزو کردن دادند. آنها که امروز از بزرگان بازار محسوب می‌شوند خوب یادشان هست چطور این بازار ۴۶ ساله را قدم به قدم جلو بردند و به او چم و خم بودن و سرپا ماندن را یاد دادند. «خسرو پور معمار» که عضویت در شورای عالی انجمن حسابداران خیره و جامعه حسابداران رسمی ایران، نایب رییس شرکت بورس اوراق بهادار به نمایندگی از کانون کارگزاران، عضو هیات مدیره سازمان کارگزاران بورس، ریاست کمیته پذیرش و نظارت بر موسسات حسابرسی سازمان بورس و... بخشی از سابقه ۴۲ ساله حضور او در حرفه حسابرسی و بورس است. امروز از پیشکسوتان این بازار محسوب می‌شود. صفحه‌هایی از تاریخ بورس را با او که حالا عضو هیات پذیرش اوراق بهادار شرکت فرابورس ایران است، ورق زدیم. پورمعمار از ابتدا گفت تا رسید به این روزهای بورس، ضمن آنکه در این گفت و گو مروری بر عملکرد چهار دبیر کل بورس پس از انقلاب نیز صورت گرفته است.

ادامه این گفت و گو را با هم می‌خوانیم. ☺

اقتصادی و سیاسی فراهم نشده بود و در فاصله زمانی بعد از سال ۱۳۳۲ تا سال ۱۳۴۳ نیز فرصتی ۱۱ ساله را داریم که اقدامات موثری برای شکل‌گیری بورس به انجام نرسید. در چنین شرایطی وقتی ساختارها و صنایع لازم ایجاد نشده باشد راه‌اندازی بورس توجیهی ندارد. چرا که مهمترین شرط ایجاد بورس، وجود زیرساخت‌ها و صنایع اولیه است. بنابراین تاسیس بورس و آغاز فعالیت آن تا بهمن ۱۳۴۶ به طول انجامید. البته در آن سال‌ها سه حادثه مهم رخ داد: تصویب قانون قدیم مالیات‌ها در سال ۱۳۴۵، تصویب اصلاحیه قانون تجارت در اسفند سال ۱۳۴۷ و در نهایت تصویب قانون بورس در اردیبهشت ۱۳۴۵. به بیان دیگر، تصویب این سه قانون مهم پیش زمینه‌ای برای ایجاد و راه‌اندازی بورس شد.

**بورس** ۱۵ بهمن ماه سال ۱۳۴۶، زمانی است که با عرضه و معامله سهام بانک توسعه معدنی و صنعتی، فعالیت بورس اوراق بهادار در ایران آغاز شد. در عین حال ۷ سال قبل یعنی در ۱۸ مرداد ماه سال ۱۳۳۹ بانک مرکزی فعالیت خود را شروع کرده بود. با گذشت قریب نیم قرن از فعالیت این دو نهاد مالی و اختلاف تنها ۷ سال در زمان تاسیس، جایگاه این دو نهاد در اقتصاد ایران بسیار متفاوت است. به نظر شما چرا بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول، تا این حد توسعه نیافته باقی مانده است؟

**بورس** در بسیاری از متون تاریخی، ایده اصلی راه‌اندازی بورس را به سال ۱۳۱۳ و به دوره پهلوی اول منتسب می‌دانند، در آن زمان تصمیم بر این بود که با توسعه اقتصادی، توسعه سیاسی و اجتماعی نیز پیگیری شود ولی این اتفاق تا سال ۴۶ نیفتاد، به نظر شما ربع قرن تاخیر در تاسیس بورس ناشی از وجود چه موانع یا دیدگاه‌های بازدارنده‌ای بود؟

مهمترین عامل بازدارنده در آن سال‌ها، به رونق نداشتن صنعت در کشور بازمی‌گردد. چون تاریخی که شما به آن اشاره می‌کنید به قبل از شهر پورماه ۱۳۲۰ که ایران توسط قوای متفقین اشغال شد، مرتبط است. در آن سال‌ها، ایران از نظر اقتصادی، بافتی کشاورزی دارد و هنوز درآمدهای نفتی قابل توجه بسوی آن سرازیر نشده است. در سال ۱۳۱۵ طرحی برای تاسیس بورس توسط فردی بلژیکی به نام وان لوترفلد با همراهی یک کارشناس هلندی تهیه شد که با آغاز جنگ دوم جهانی و اشغال ایران و ماجراهای مربوط به شهریور ۱۳۲۰ عملاً به ثمر نرسید. پس از آن و تا زمان کودتای ۲۸ مرداد ۱۳۳۲ به سبب شرایط سیاسی آن دوره عملاً اقدامی برای تاسیس بورس صورت نپذیرفت. در اردیبهشت سال ۱۳۴۳ لایحه بوس اوراق بهادار تهیه و به مجلس تسلیم شد اما بعد از ۱۸ ماه و در آذر ۱۳۴۴ در دستور کار مجلس قرار گرفت تا در نهایت در اردیبهشت ۱۳۴۵ قانون به تصویب رسید. بنابراین در شرایط سیاسی و اقتصادی قبل از ۲۸ مرداد ۱۳۳۲ ساختارها و زمینه‌های لازم از نظر قانونی و از نظر

در پاسخ به این سوال باز هم باید بر وجود زیرساخت‌های لازم برای توسعه بورس تاکید کنم. در همان بورسی که ما قبل از انقلاب داشتیم بیشترین اوراقی که معامله می‌شد مربوط به اوراق قرضه اصلاحات ارضی شاه بود. البته نه اینکه در آن زمان، شرکتی برای ورود به بورس وجود نداشت، اما بورس هم رونقی نداشت. به طوری که در سال‌های اولیه دهه ۵۰ محمدرضا شاه پهلوی درباره بورس می‌گفت: «این بورس ما هم کِرِکِر می‌کند.» مقصود او در استفاده از این اصطلاح این بود که انتظاری که از بورس می‌رفت، برآورده نشده است. با اینکه چندان جالب نبود که این اصطلاح غیرمؤدبانه از یک شخصیت سیاسی شنیده شود، اما نشان می‌داد که چقدر گله‌مندی درباره بورس وجود دارد تا جایی که شخصی مثل شاه، نسبت به فعال نبودن این بازار اعتراض داشته است. اما واقعیت این است که زیرساخت‌ها گام اول است که در آن سال‌ها به اندازه کافی رشد نکرده بود. نکته بعدی اینکه بازار پول اصولاً برای تامین مالی کوتاه‌مدت تعریف شده است و بازار سرمایه نقش تامین مالی بلندمدت را برعهده دارد. در سال‌های قبل از انقلاب وام‌های بانکی با سهولت و به ارزانی و به شکل بلندمدت در اختیار شرکت‌های بزرگ صنعتی و سرمایه‌داران بزرگ و وابسته قرار می‌گرفت و آنها نیازی به مراجعه به بازار سرمایه احساس نمی‌کردند. با این حال در همان شرایط تصویب قانون مربوط به گسترش مالکیت واحدهای تولیدی، شرکت‌ها را ناگزیر ساخت تا ۴۹ درصد سهام خود را بتوانند به کارگران، کارکنان و به عموم مردم عرضه کنند و این امر به نوبه خود توانست انگیزه‌های لازم را برای ورود شرکت‌ها به بورس و گسترش معاملات سهام فراهم سازد.

**بورس فعالیت بورس از دیدگاه تاریخی به دوره قبل و بعد از وقوع انقلاب در سال ۵۷ تقسیم می‌شود؛ مهمترین تحولات بورس از زمان تاسیس تا مقطع انقلاب چه بود؟**  
در سال ۱۳۵۰ با آنکه ۴ سال از آغاز فعالیت بورس می‌گذشت، بورس تهران از امکانات بسیار محدودی بهره‌مند بود که شامل دفتر و سالن معاملات کوچک در خیابان سعدی جنوبی بود. بودجه محدودی داشت که امکان تجهیز وسایل، استخدام نیروی انسانی و خرید محل مناسب را به آن نمی‌داد. تعداد کارگزاران ۱۵ نفر بود که ۱۳ کارگزار نماینده بانک‌ها و تعداد کارگزاران بخش خصوصی فقط دو نفر بود. مهمترین حادثه این دوران تصویب قانون گسترش مالکیت و سهم کردن کارگران در سود کارخانه‌ها بود. پس از انجام اولین معاملات در ساعت ۱۱ روز پانزدهم بهمن ۱۳۴۶ در مورد سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی، سهام شرکت‌هایی نظیر نفت پارس به بورس راه یافتند. با این حال بیشتر معاملات بر روی اوراق قرضه دولتی مربوط به اصلاحات ارضی اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت، اوراق قرضه عباس‌آباد و اسناد خزانه صورت می‌پذیرفت. در فاصله زمانی ۱۱ سال از تاریخ آغاز فعالیت بورس تا آغاز انقلاب در بهمن ۱۳۵۷ تعداد شرکت‌های پذیرفته شده از ۶ به حدود ۱۰۴ شرکت افزایش یافته بود که موضوع فعالیت این شرکت‌ها صنعت بانکداری، تولید سیمان، وسایل خانگی، خودرو و وسایل حمل‌ونقل، تولیدات نساجی، تولید مواد غذایی و قندی بود.

**بورس حضور سرمایه‌گذاران خارجی و تنوع اوراق بهادار در بورس قبل از انقلاب چگونه بود و اصولاً سهامداران در این بازار چگونه سازمان پیدا کرده بودند؟**  
سرمایه‌گذاران خارجی کمی در بورس قبل از انقلاب حضور داشتند، بعد از وقوع انقلاب و با ایجاد برخی محدودیت‌ها بسیاری از آنها که اغلب هم آمریکایی یا اروپایی بودند از بورس خارج شدند. در مورد تنوع اوراق هم، در بورس قبل از انقلاب، بخش عمده‌ای از معاملات در مورد اوراق قرضه اصلاحات ارضی، اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت، اوراق قرضه عباس‌آباد و اسناد خزانه انجام می‌شد و معاملات سهام، رونق در خور و قابل ملاحظه نداشت.

**بورس بعد از آغاز انقلاب و توقف فعالیت در بورس در سال ۵۷، وضعیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و روند معاملاتی آنها به دنبال مصادره شدن بعضی از صنایع چگونه پیش رفت. وضعیت سهامداران این دسته از شرکت‌ها به چه سمتی رفت؟**

بعد از انقلاب از ۲۲ بهمن سال ۱۳۵۷ تا آذرماه ۱۳۵۹ در بورس تهران هیچ معامله‌ای صورت نگرفت. از بهمن‌ماه ۱۳۵۹ تعداد بسیار محدودی از کارگزاران و از جمله مرحوم آقای محمود کریشچی و آقایان حسن معینی، احمد سلطانی و سادات برای انجام معاملات محدود در بورس حضور می‌یافتند. در خرداد و تیر سال ۱۳۵۸ تصویب قانون ملی کردن بانک‌ها و بیمه‌ها و تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران و در تیرماه سال ۱۳۶۲ ممنوعیت پرداخت سود به اوراق قرضه سبب شد بخش عمده‌ای از ابزار معاملاتی در بورس شامل سهام پنجاه شرکت و همچنین اوراق قرضه از بورس خارج شوند. قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران که در تاریخ ۱۳۵۸/۴/۱۰ به تصویب شورای انقلاب رسیده بود صنایع کشور را به چهار دسته تقسیم می‌کرد. شرکت‌های موضوع بند الف ماده یک قانون مزبور شامل شرکت‌های فعال در زمینه نفت، گاز، راه‌آهن، برق و شیلات می‌شد که قبلاً ملی تلقی می‌شدند و شرکت‌های تولید فلزات با مصرف عمده و شرکت‌های ذی‌ربط با تولید و ساخت و مونتاژ کشتی، هواپیما و اتومبیل به آنها اضافه شده بودند. شرکت‌های موضوع بند ب ماده یک قانون شامل صنایع و معادن بزرگی بودند که صاحبان آنها از طریق ارتباط با رژیم گذشته به ثروت‌های کلان دست‌یافته بودند. این اشخاص ۵۱ نفر بودند - از جمله اکبر لاجوردی و خانواده، محمود خیامی، محمدرحیم ایروانی، محمدتقی برخوردار، مرتضی رستگار جواهری، کاظم خسروشاهی، علی رضایی و ... - که سهام آنان در اجرای قانون مزبور به تملک دولت درآمد. بند ج این ماده مربوط به کارخانه‌ها و موسساتی بود که وام‌های قابل توجه برای احداث یا توسعه از بانک‌ها دریافت کرده بودند و کل بدهی اینگونه شرکت‌ها از خالص دارایی آنان بیشتر بود و در نهایت بند د ماده یک قانون شامل سایر شرکت‌هایی می‌شد که مالکیت آنها مشروع شناخته شده بود. بخش عمده‌ای از شرکت‌های چهارگانه مذکور در آغاز انقلاب از بورس خارج شدند و اداره امور آنها از طریق سازمان حفاظت و توسعه صنایع ایران و سازمان صنایع ملی انجام می‌پذیرفت.

**بورس و سرنوشت سهامداران این شرکت‌ها چه شد؟**  
این قبیل کارخانه‌ها سهامداران خرد داشتند، اما تعداد آنها بسیار محدود بود.

**بورس وضعیت بورس در دوره جنگ را چگونه ارزیابی می‌کنید؟**  
در سال‌های جنگ، معاملات در بورس بسیار راکد بود. آقای ا...وردی رجایی سلماسی در آذرماه ۱۳۵۹ به‌عنوان دبیرکل بورس انتخاب شدند که تا ۱۷ سال یعنی تا مهرماه ۱۳۷۶ این سمت را عهده‌دار بودند. با بروز جنگ و شرایط اقتصادی کشور و مشکلات شرکت‌ها در اداره امور خود و محدودیت آنها در تولید و عرضه و استفاده از ظرفیت خود و در شرایط فروش کوپنی بسیاری از محصولات، شرکت‌های پذیرفته شده نیز حال و روز خوبی نداشتند و سرمایه‌گذاران نیز به سبب ریسک‌های ناشی از جنگ تمایلی به خرید سهام نشان نمی‌دادند.

**بورس استقبال مردم از سرمایه‌گذاری در بورس چگونه بود؟ آیا رکود این بازار ناشی از وجود ریسک‌های متعدد نبود؟**  
در آن سال‌ها، وضعیت بحرانی موجود در کشور اجازه و انگیزه حضور مردم را در بورس نمی‌داد. از سویی دیگر ساختارهای لازم نیز ایجاد نشده بود و جنگ هم دلیل مضاعفی شده بود برای رونق نگرفتن بورس.

شاخص مواجه بودیم ولی حجم معاملات در سال ۱۳۸۷ با افزایش همراه بود؛ و پس از آن از سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۱ همواره با رونق مواجه بوده‌ایم.

### بورس عوامل تهدیدکننده بورس در آن موقع چه بود؟

عوامل سیاسی و اقتصادی در رونق بورس تاثیرگذار هستند، اما در مجموع نمی‌توان انتظار رونق دایمی را در این بازار داشت. در بورس‌های دنیا به منظور کنترل اوضاع در چنین بحران‌هایی، بازارسازها وجود دارند و متعهد هستند تا نوسانات کوچک را پوشش دهند. اما برای نوسانات بزرگ نیز توان بورس‌های بزرگ محدود است- همانند اتفاقی که در سال ۲۰۰۷ در غرب روی داد- در نتیجه می‌خواهم بگویم که حتی در بورس‌های بزرگ دنیا هم همه شرایط و اوضاع قابل کنترل نیستند. پس می‌بینیم که در بورس‌های دنیا نیز دوران رکود و رونق زیادی وجود دارد. فقط یک نکته اساسی اینکه در بورس‌های خوب دنیا سعی می‌کنند افزایش و کاهش شدید در شاخص را مدیریت کرده و متعادل سازند و البته بخش عمده چنین تعادلی ناشی از ثبات اقتصادی است ولس سبب می‌شود که شاخص همیشه روندی متعادل و ملایم داشته باشد. به هر حال عوامل بسیاری هستند که بر روی بازار سهام اثر گذارند به عنوان مثال کافی است اوضاع سیاسی در کشور یا در منطقه به هم بخورد یا قانونی به تصویب برسد که آثار آن به ویژه در بخش صنایع، گسترده باشد. به غیر از عوامل سیاسی و اقتصادی، یک عامل بسیار مهم دیگر به نام درجه گستردگی سهامداران یا به زبان امروزی سهام شناور آزاد هم وجود دارد. به این معنا که هرچقدر سهام شناور یک شرکت خاص در بورس بیشتر باشد، نوسانات قیمت می‌تواند تا اندازه زیادی مهار شده و بهای سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک شود. به بیان دیگر، وقتی سهام شناور آزاد یک شرکت زیاد است و سهامدار مبادرت به فروش سهام خود می‌کند این عرضه دایمی موجب می‌شود هیچ وقت قیمت بدون ملاحظه افزایش نیابد. در نتیجه عمق بازار و درجه گستردگی مالکیت سهام، باعث جلوگیری از افت و خیزهای شدید در بازار سهام می‌شوند. به طور خلاصه، می‌توانیم عوامل تاثیرگذار بر سرمایه‌گذاری در هر کشور را ناشی از ثروت کشور از نظر امکانات نظیر معادن، نیروی کار، درجه استفاده از تکنولوژی، درجه اتکاء درآمد کشور به یک نوع محصول، درجه دولتی بودن اقتصاد، توان کشور در تولید کالا و رقابت، ثبات قوانین، ثبات وضعیت سیاسی، میزان بیسوادی، میزان رشد جمعیت، میزان بهره‌مندی کشور از ساختارهای مناسب اداری و تشکیلاتی، درآمد سرانه، نرخ بیکاری، نرخ تورم، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ رشد سرمایه‌گذاری، توزیع مناسب و عادلانه درآمد و جهت‌گیری یارانه‌ها و میزان گستردگی آنها و شاخص‌هایی نظیر موارد فوق بدانیم.

### بورس حال برسیه به سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۲ یعنی دوران ریاست دکتر میرمطهری. کارشناسان در نقد کارنامه وی، دوره فعالیت میرمطهری را بدون فراز و فرود می‌دانند. نظر شما در این خصوص چیست؟

آقای رجایی در مهرماه ۱۳۷۶ و پس از ۱۷ سال مسئولیت دبیرکل سازمان بورس را به آقای میرمطهری سپرد. شرایط رکودی سال ۱۳۷۶ در ایجاد این تغییر موثر بود. دکتر میرمطهری در نیمه اول سال ۱۳۷۶ و در سال ۱۳۷۷ با شرایط رکود بورس مواجه بود اما اقداماتی که او به انجام رساند سبب شد تا پایان مدیریت وی در نیمه اول سال ۱۳۸۲، بورس همواره از نظر حجم معاملات و عدد شاخص دوران پررونقی را طی کند و در واقع یکی از دوران طلایی بورس در تاریخچه آن مربوط به همین سال‌هاست. آقای میرمطهری شخصی سخت‌گیر، بسیار منضبط و معتقد به بررسی‌های کارشناسانه قبل از هرگونه اقدام بود. از نظر استراتژی اداره بازار، او نیز مانند آقای رجایی می‌دانست که از نظر تامین عرضه کافی سهام برای بازار تشنه با دشواری مواجه خواهد بود. به همین سبب برای اجتناب از عوارض افزایش افسارگسیخته بهای سهام، دامنه تغییر با افزایش قیمت‌ها را محدود به مقدار معاملات هر سهم کرد. خریداران سهام برای خرید در بسیاری موارد با صف خرید مواجه بودند ولی فروشندگان می‌توانستند به سهولت سهام خود را بفروشند. این استراتژی نارضایتی خریداران را به دنبال داشت و

بورس با پایان جنگ و آغاز فعالیت دولت سازندگی، توسعه بورس نیز در دستور کار قرار گرفت. اما در آن دوران به دلیل وجود دیدگاه‌های ضد سرمایه داری، روی چندان خوشی به این بازار از سوی برخی جریان‌ها نشان داده نمی‌شد. حتی خاطره‌هایی از حملات فیزیکی برخی گروه‌ها به ساختمان بورس واقع در خیابان سعدی نیز مطرح می‌شود. در این شرایط سیاست‌های مدیران این بازار برای توسعه بورس چه بود؟ و شرایط واقعی بازار چگونه پیش رفت؟

مروری بر خاطرات آقای رجایی سلماسی به عنوان اولین دبیرکل بورس بعد از انقلاب بیانگر چالش‌هایی است که وی به عنوان مدیر برای توسعه بورس با آنها دست به گریبان بوده است. در همان موقع مشکلات بسیاری برای توسعه بورس و شکل‌گیری منسجم آن وجود داشت که بخش عمده آنها را قبلاً مورد اشاره قرار دادم ولی باید توجه داشت که بورس برای شکل گرفتن به مجموعه‌ای از سازمان‌ها و ابزار نیاز دارد. مشکلات بسیاری از نظر تامین نیروی انسانی، بودجه و امکانات نیز وجود داشت تا اینکه به تدریج از سال ۱۳۶۸ و با روی کارآمدن دولت آقای هاشمی‌رفسنجانی در زمان مرحوم دکتر نوربخش، دولت تصمیم گرفت نظر به اتمام جنگ، اقتصاد کشور را از حالت دولتی خارج کرده و به سمت خصوصی‌سازی گام بردارد. این تصمیم اگرچه در زمان خود با مقاومت‌های بسیاری روبرو شد، اما در هیات دولت و در ارکان بالا و سیاست‌گذار کشور تصویب و حرکت به سمت آن اتخاذ شد. حرکت به سمت خصوصی‌سازی در صنعت، نیازمند پیش شرط اساسی مشخص شدن تکلیف مالکیت‌ها و درجه گستردگی آن بود.

بورس یکی از مهمترین بحران‌های بورس در سال‌های ۷۶ و ۷۷ رخ داد. جایی که بورس با ترکیدن حباب قیمتی روبرو شد و طی این دو سال، شاخص بورس شاهد یکسال و نیم روز منفی در تقویم کاری خود بود. بسیاری از کارشناسان عدم توجه مسئولان بازار به رشد بی رویه قیمت‌ها و شاخص و عدم چاره‌اندیشی برای این افزایش‌ها را عامل بحران و فرار سرمایه‌ها از این بازار می‌دانند. به نظر شما، دلایل اصلی بحران آن سال‌ها چه عواملی بود و آیا آن عوامل هنوز هم ممکن است بورس را تهدید کنند؟

حجم معاملات در سال ۱۳۶۸ یعنی در سالی که عدد شاخص در آن سال ۱۰۰ تعریف شد، مبلغ ۱۱/۲ میلیارد ریال بود. حجم معاملات در سال ۱۳۷۵ به مبلغ ۴۳۸۱ میلیارد ریال رسید یعنی ۳۹۱ برابر شد. شاخص بورس نیز در پایان سال ۱۳۷۵ به عدد ۱۹۳۶ رسید که معادل ۱۹ برابر آن در سال ۱۳۶۸ بود و در تمام این سال‌ها یعنی از سال ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۵، شاخص مستمراً با رشد مواجه بود. دشواری بورس در همه سال‌های گذشته آن و در سال‌های اخیر مربوط به عرضه سهام است. توجه داشته باشید که با ملی شدن بسیاری از شرکت‌ها در نیمه اول سال ۱۳۵۸، بخش عمده سهام شرکت‌ها در اختیار سازمان‌ها، بانک‌ها و یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری دولتی قرار گرفت. بازار بورس مانند هر بازار دیگر محل تلاقی عرضه و تقاضاست. بدیهی است هرگاه تقاضای مستمری برای خرید سهام وجود داشته باشد و عرضه سهام با محدودیت صورت گیرد، این امر سبب افزایش قیمت‌ها و بالا رفتن شاخص می‌شود. در کشور ما همواره این امر به معنای رونق اقتصادی تلقی می‌شود در حالی که دلیل اصلی چنین رویدادی (یعنی افزایش شاخص) ناشی از محدودیت عرضه است. به طور کلی درصد سهام شناور کم است و این امر همواره باعث آن می‌شود که معامله سهام به ارزش ذاتی آنها صورت نپذیرد. بحران‌های چندماهه اخیر نیز ناشی از همین رویداد است. در هر حال شاخص بورس پس از کاهش آن در سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ نسبت به سال ۱۳۷۵ مجدداً در سال ۱۳۷۸ افزایش یافت و به ۲۲۰۶ رسید که در سطحی بالاتر از سال ۱۳۷۵ قرار داشت و پس از آن و تا پایان سال ۱۳۸۳ شاخص مستمراً با افزایش مواجه بود تا آنکه در سال ۱۳۸۳ به عدد ۱۲۱۱۳ رسید. یعنی دوران رکود سال‌های ۷۶ و ۷۷ دو سال بود و دوران رونق بعدی از سال ۱۳۷۸ تا پایان ۱۳۸۳ شش سال بود. در چهار ساله از ۱۳۸۴ تا پایان ۱۳۸۷ دوباره با نزل



گروهی از فروشندگان نیز همواره تصور می‌کردند در چنین شرایطی سهام خود را ارزان می‌فروشند. ولی در مجموع اتخاذ این شیوه رشد مستمر حجم معاملات و شاخص کل را در دوره مدیریت وی در پی داشت. در نهایت در سال ۱۳۸۲، آقای دکتر میرمطهری با صلاحدید و اصرار وزیر اقتصاد وقت سکان بورس را به آقای دکتر عبده‌تبریزی سپرد و عازم سازمان خصوصی‌سازی شد تا بتواند برای تسریع عرضه سهام و افزایش درصد سهام شناور بازار چاره‌اندیشی کند تا شاید این بیماری مزمن بورس بهبود یابد.

**بورس شما دیدگاه متفاوتی را درباره دوره دبیر کلی میرمطهری مطرح می‌کنید. چه اتفاقاتی باعث شدند تا بورس در آن دوران روند افزایشی و رکوردشکن داشته باشد؟**

بهتر است برای پاسخ دادن به این پرسش مقایسه‌ای داشته باشیم میان دوران مدیریت آقایان میرمطهری و رجایی سلماسی. آقای رجایی سلماسی در دوران ریاست خود بر سازمان کارگزاران بورس با محدودیت‌های بسیاری مواجه بود، زیرا بورس در مرحله گذار از مرحله سنتی و دوران انقلاب به مرحله مکانیزه بود و این تحول بسیار عمده و اساسی برای بورس تهران محسوب می‌شد. قبل از این دوران گذار، معامله‌گران بورس دور یک میز بزرگ می‌نشستند و به خرید و فروش سهام می‌پرداختند، یاد می‌آید که مرحوم مدنی در آن زمان ناظر معاملات بود و روند دادوستد این گونه بود که یکی از کارگزاران پیشنهاد فروش سهمی را می‌داد و پس از رقابت شفاهی کارگزاران دیگر سهام را می‌خریدند و پس از این موافقت، اعلامیه‌ای در سه نسخه میان کارگزار خریدار و فروشنده با امضای ناظر و یکی هم مخصوص شرکتی که سهامش مبادله شده، صادر می‌شد. مسلم است هیچ وقت یک روش دستی از نظر انعطاف، سرعت و شفافیت به پای روش کامپیوتری و مکانیزه نمی‌رسد. در آغاز کار نیز به دلیل محدودیت و کمبود نیروهای انسانی آموزش دیده، سیستم مکانیزه فعالیت خود را تنها با سه شرکت آغاز کرد و قدم به قدم توسعه یافت. بعد از استقرار سیستم مکانیزه، نوبت نظم‌دهی نیروی انسانی و کارگزاران بود. در آن زمان افراد حقیقی جزو کارگزاران بورس بودند، تا اینکه ۱۳۷۱ مقررات مصوب کاملاً جنبه اجرایی یافت و تصریح شد که کارگزاران باید دارای شخصیت حقوقی شوند. وقتی هم که شرکت‌ها دارای اهمیت حقوقی می‌شوند نیاز به ساختارها، سازماندهی و نیروی انسانی بیشتری دارند. در آن سال که بورس در خیابان حافظ بود به شرکت‌های کارگزاری، فضایی به ابعاد دو متر در سالن فوقانی تالار معاملات بورس اختصاص داده شد و تنها یک نفر می‌توانست در آنجا حضور داشته باشد. اما بعد از مدتی با افزایش تعداد سهامداران، کارگزاران از نظر مکانی و ابعاد در تنگنا قرار گرفتند و این موضوع باعث شد که بورس از بانک مرکزی که در بعضی از طبقات بالای ساختمان حافظ ساکن بود، درخواست کند که به دلیل محدودیت مکانی برای کارگزاران، طبقات را تخلیه کند و بدین ترتیب به هر شرکت کارگزاری یک اتاق اختصاص داده شد، ولی این راه‌حل هم مفید واقع نشد و نتوانست مشکلی را حل کند. زیرا هر روز بر ازدحام و ترافیک انسانی در طبقات اضافه می‌شد تا در نهایت بورس تصمیم گرفت عذر شرکت‌های کارگزاری را بخواهد و آنها مجبور به ترک ساختمان شدند. منتها از آنجا که تفکر

و گرایش در کنار هم بودن از آغاز در میان کارگزاران حاکم بود، اولین جایی که آنها برای خرید اقدام کردند ساختمانی چند طبقه در میدان آرژانتین بود تا همه آنها بتوانند در یک ساختمان مستقر باشند و هنوز هم هستند. به همین علت از این ساختمان به عنوان مجموعه (کلونی) کارگزاران نام برده می‌شد. ایجاد بازار فرعی در ساختمان سعدی، الزام کارگزاران به ترک ساختمان بورس در خیابان حافظ، حمایت از نظارت بر حساب‌رسان معتمد بورس، بازنگری در سیستم مکانیزه معاملات، افتتاح تالار بورس مشهد، اعمال رویه‌های کارشناسانه در اتخاذ تصمیمات و در نهایت به کار بستن روش‌های جدید در اداره بازار و کنترل قیمت سهام از جمله اقدامات آقای میرمطهری بود.

**بورس ورود دکتر عبده‌تبریزی به ریاست سازمان کارگزاران بورس در سال ۸۲ نوید توسعه همه جانبه بورس را می‌داد اما همزمان بزرگترین بحران بورس نیز رخ داد؛ به نظر شما مهمترین اتفاق در دوره مدیریت وی بین سال‌های ۸۲ تا ۸۴ چه بود؟**

دکتر عبده نسبت به دکتر میرمطهری سال‌های بسیاری کمی را بر مسند مدیریت سازمان تکیه زد، تنها دوسال. اما در این دو سال بیشترین کاری که وی برای بورس انجام داد، گسترش بورس به ویژه تالارهای بورسی در شهرستان‌ها و تهران بود. وی این تفکر را داشت که با افزایش تعداد تالارها می‌توان فرهنگ سهامداری را در میان اقشار بیشتری از جامعه ایجاد کرد. در واقع گسترش بورس را از طریق گستردگی فیزیکی بازارهای آن میسر می‌دانست. از طرفی از اوایل سال ۱۳۸۴ بازار با شرایط نامناسبی از نظر عدد شاخص و حجم معاملات نسبت به سال ۱۳۸۳ مواجه شد و وی برای کنترل شرایط مزبور از روش حجم مبنای استفاده کرد که البته این محدودیت‌ها در زمان بحران همیشه در بورس بوده و فقط از نظر نوع تکنیک، تفاوت دارد. بدیهی است که سازمان بورس خود عرضه‌کننده سهام نیست، سهامداران عمده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باید درباره عرضه سهام تصمیم بگیرند. حال وقتی شاخص صعود می‌کند طبیعتاً تمایل مردم برای خرید سهام افزایش می‌یابد، متأسفانه وقتی تقاضا برای سهام افزایش می‌یابد سهامداران عمده دولتی یا شبه‌دولتی میزان عرضه سهام خود را افزایش نمی‌دهند. عدم عرضه کافی و به موقع سهام سبب افزایش قیمت‌ها می‌شود در نتیجه به سبب کمی عرضه مدیریت‌ها ناگزیر از اعمال روش‌هایی برای کنترل قیمت‌ها می‌گردند که در صورت نبود این روش‌ها شرایط می‌تواند دشوارتر شود. اعمال این روش‌ها همیشه سبب بروز نارضایتی می‌شود. ملاحظه می‌کنید که تمامی این رویدادها سبب عدم عرضه کافی و به موقع سهام و کمی سهام شناور است. به اعتقاد من، مدیران بورس و مجموعه اقتصاد باید بدانند وقتی عرضه سهام با محدودیت روبه‌روست و سیستم حراج نیز وجود ندارد، بهتر است از ابتدا به یک رشد تدریجی قناعت کنند و سیاست‌هایی را اتخاذ کنند که فروش به راحتی انجام شود و خرید به سختی، یعنی بازار به نوعی همیشه منتظر خریدار بماند. در شرایطی که محصول کمی در ویتترین مغازه داریم و عرضه محدود است، تشویق مردم برای سرمایه‌گذاری در سهام سبب افزایش سریع و بی‌رویه قیمت‌ها می‌شود که این امر تبعات نامناسب خود را دارد.

**بورس بسیاری چنین سیاست‌های محدودکننده‌ای را دخالت در معاملات از سوی ناظر می‌دانند و ایرادهایی بر آن می‌گیرند، سوال این است که چرا هنوز هم ابزارهای کنترلی در بورس مورد استفاده قرار می‌گیرد؟**

کسانی که این استراتژی را نمی‌پسندند، مدعی‌اند که با اتخاذ این رویه‌ها جلوی آزادی گرفته می‌شود؛ چرا که معتقدند این محدودیت‌ها مانع رشد قیمت می‌شود. در شرایطی که مانند بورس‌های دنیای غرب سیستم حراج نداریم و از سوی دیگر عرضه سهام هم محدود است؛ پس دو استراتژی بیشتر وجود ندارد یا باید شرایط خرید را سخت کنیم یا فروش را. البته باید بگویم که ایجاد محدودیت در خرید یا فروش در بورس‌هایی جواب می‌دهد که سهام شناور در آنها کم است، در بورس‌هایی که سهام شناور زیاد است چنین محدودیت‌هایی وجود ندارد. در بورس‌های با سهام شناور کافی و سیستم حراج نیازی به صف‌های خرید و فروش



درصد در یک سال. شاخص کل نیز از ۱۲۱۱۳ واحد در سال ۱۳۸۳ به ۹۴۵۹ واحد در سال ۱۳۸۴ تنزل یافته بود یعنی کاهش معادل ۲۲ درصد در یک سال. با این حال دکتر صالح‌آبادی و سایر اعضای هیئت‌مدیره جوانانی بودند که با علم به شرایط بحرانی و با تکیه بر رشته مدیریت مالی و حسابداری که تحصیلات آنها در آن رشته بود و براساس حمایت دولت وقت مسئولیت را پذیرا شدند و از همان ابتدا و با توجه به تصویب قانون جدید در آذرماه سال ۱۳۸۴ دست به مستندسازی و مکانیزه کردن گسترده روش‌های کار زدند. آثار اینگونه روش‌ها به تدریج از سال ۱۳۸۸ ظاهر شد و عدد شاخص از ۷۹۶۶ در سال ۱۳۸۷ به ۳۸۰۴۰ واحد در پایان سال ۱۳۹۱ و پس از آن به ۸۹۵۰۰ واحد در دی ماه ۱۳۹۲ رسید. متأسفانه این امر در شرایط تحریم اقتصادی کشور و محدودیت بسیاری از شرکت‌های تولیدی در دستیابی به ظرفیت آنها رخ داد. به همین جهت پرسش و نگرانی بسیاری از کارشناسان در مورد دلایل بروز چنین پدیده‌های بدون پاسخ ماند. به عبارت بهتر در شرایطی که از نظر اقتصادی با دشواری‌های بسیار مواجه بودیم که هنوز هم ادامه دارد، بسیاری از کارشناسان دلایل رشد قابل ملاحظه شاخص بورس و قیمت‌های سهام را قابل توجه نمی‌دانستند. از سوی دیگر برخی رشد شاخص را به معنای رشد اقتصاد کشور و به منزله عدم تأثیرپذیری اقتصاد کشور از شرایط تحریم تلقی می‌کردند و شادی خود را از افزایش شاخص پنهان نمی‌ساختند. در این شرایط گروه اندکی باور داشتند که این افزایش شاخص همان بیماری قدیمی بورس و ناشی از محدودیت عرضه و کمی سهام شناور است.

**بودن** فقدان سرمایه‌گذاران خارجی در بورس، نبود ارتباطات بین‌المللی قوی با بورس‌های معتبر، اقبال کم سرمایه‌گذاران خرد، تصمیم‌گیری نهادهای خارج از بازار برای فعالان و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و ضعف نظارتی، نقص‌های بورس از ابتدای فعالیت تاکنون به شمار می‌روند. به نظر شما این نقص تا چه حد به دلیل توسعه نیافته بودن بورس است و تا چه ناشی از ضعف متولیان این بازار؟

به اعتقاد من ناشی از شرایط سیاسی و اقتصادی کشور است. من از شما می‌پرسم ما در کدام بخش از اقتصاد کشور، سرمایه‌گذار خارجی داریم که حال نیامان آنها به بورس به چالشی اساسی تبدیل شده است. متأسفانه بسیاری از کشورهای خارجی، کشورهای تولیدکننده نفت را برای فروش محصولات خود می‌خواهند. درخصوص اقبال کم سرمایه‌گذاران خرد به بازار هم معتقدم همواره چنین اقبالی وجود داشته ولی نارسایی‌های آن را ناشی از نبود فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری در بورس می‌دانم. در این باره باید تأکید کنم که بورس مقوله پیچیده‌ای است و ورود به آن راحت نیست. متأسفانه در کشور ما اعتقادی به مشاوره وجود ندارد به همین دلیل افرادی که به بازار سرمایه وارد می‌شوند اغلب به تک سهم‌ها گرایش نشان می‌دهند یا اینکه خودشان تصمیم می‌گیرند که چه چیز را دادوستد کنند و یا فقط تمایل به سفته‌بازی و نوسان‌گیری دارند که هیچ یک از این روش‌ها علمی نیست. درباره قوانین و مقررات هم باید بگویم بورس نمی‌تواند راساً اقدام به تصویب قانون کند. مشکلاتی که بیان کردید مختص سازمان بورس نیست، بلکه به ساختار دولتی اقتصادی ما مربوط می‌شود. این مسئله ریشه تاریخی دارد. درسال‌های اخیر هم با وجودی که بر اجرای اصل ۴۴ تأکید می‌شود، آیا ما خریدار کافی برای سهام شرکت‌های دولتی داریم؟ آیا زیرساخت‌های کافی وجود دارد تا بخش خصوصی بتواند عهده‌دار کارهای بزرگ شود؟ با تمام این تفاسیر، این به معنی دولتی ماندن نیست، بلکه باید آزادسازی و رقابتی کردن اقتصاد را دنبال کنیم و با تسهیل فعالیت‌ها برای بخش خصوصی فرصت لازم را برای رشد بخش خصوصی واقعی فراهم کنیم.

نداریم، از دیدگاه کلی وقتی محصول کافی یا همان سهام در بازار وجود ندارد باید مراقب افزایش نرخ‌ها باشیم.

**بودن** در شرایط کنونی وقتی بورس سقوط کرد و یک‌باره از قله ۸۹ هزار واحدی به ۷۹ هزار واحد کاهش یافت، بسیاری از فعالان بازار به یاد سال‌های ۸۲ و ۸۳ افتادند، به نظر شما آیا این مقایسه درست است؟

شرایط کاملاً متفاوت است ولی از نظر ریشه بروز آنها کاملاً مشابه هستند. نوسان جزو ذات بازار است. اما نکته مهم آن است که علت چنین نوساناتی در هر دو مورد ناشی از محدودیت عرضه سهام است. علت چنین محدودیتی نیز بی میلی سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و شبه دولتی برای عرضه به‌موقع سهام به میزان کافی است.

**بودن** در حال حاضر بخش بزرگی از سهام بازار به شرکت‌های نیمه دولتی اختصاص دارد و این موضوع را یکی از ایرادات بزرگ بازار سهام کنونی می‌دانند. دیدگاه شما درباره حضور این شرکت‌ها در بورس چیست؟

مواقف که این موضوع یک ایراد در بورس به شمار می‌آید. در جامعه ما فرهنگ سهامداری رشد نکرده و از سوی دیگر بخشی اعظمی از مالکیت سهام شرکت‌های بورسی به شرکت‌های شبه دولتی و نیمه‌دولتی اختصاص داشته و تنها ۱۵ درصد از بازار را سهام شناور تشکیل می‌دهد. این تقسیم‌بندی هم خوب است و هم بد. خوب است به این دلیل که اگر یکباره یک حادثه ناگوار سیاسی و اقتصادی رخ دهد، نهادهای دولتی و شبه‌دولتی اقدام به فروش سهام نمی‌کنند. اما از دیدی دیگر، این موضوع سدی بزرگ در گسترش مالکیت‌ها به شمار می‌رود و مانع روانی بازار و نزدیکی بهای سهام به ارزش ذاتی آن است. چرا که بازار کار، بازاری است که خریدار، فروشنده و کالا به اندازه کافی در آن وجود داشته باشد و اطلاعات هم لحظه به لحظه در اختیار همه سهامداران به صورت یکسان قرار گیرد.

**بودن** با آغاز به کار دولت نهم در تیرماه سال ۸۴، علی صالح‌آبادی به عنوان چهارمین و جوان‌ترین دبیرکل بورس منصوب شد. همزمان با انتصاب وی، قانون جدید بازار نیز در اول آذرماه این سال به تصویب مجلس رسید که طی آن نهاد ناظر و نهاد مجری بورس از هم جدا شدند. به نظر شما تصویب قانون جدید تا چه حد به نفع توسعه بازار و دبیرکل جدید بود؟

برای این قانون زحمت بسیاری کشیده شد. قوانین تجربه‌ها هستند، بنابراین هرچه در تدوین قوانین از تجربه خودمان یا کشورهای دیگر استفاده کنیم، می‌توانیم قوانین محکم‌تری بنویسیم و به همان اندازه، پایداری قانون را نیز بالاتر ببریم. قانون قدیم بورس در سال ۱۳۴۵ و با شرایط حاکم در آن زمان، نوشته شده بود زیرا در آن زمان ابزارها و سیستم‌های معاملاتی و همچنین علم مدیریت مالی مثل امروز پیشرفت نکرده بود. نتیجه اینکه در قانون مصوب سال ۸۴ کارشناسان به این مهم رسیدند که باید بخش نظارت را از بخش اجرا تفکیک کنند، زیرا مدیریت ارشد نباید خود را گرفتار اجرا کند و باید به نظارت بپردازد. شورای بورس نیز به عنوان عالی‌ترین مقام سیاست‌گذاری، چشم‌اندازها و استراتژی‌های آتی را مشخص و آیین‌نامه‌های جدید را تصویب کند. البته قانون بدون اشکال نیست و لازم است اینگونه اشکالات به صورت کارشناسانه مورد بررسی قرار گرفته و مرتفع شوند.

دکتر صالح‌آبادی در زمانی مدیریت بورس را در سال ۱۳۸۴ عهده‌دار شد که بورس شرایط دشواری را سپری می‌کرد. حجم معاملات از ۱۰۴۲۰۳ میلیارد ریال در سال ۱۳۸۳ به ۵۶۵۲۹ میلیارد ریال کاهش یافته بود یعنی کاهش معادل ۴۶