

بورس اوراق بهادار تهران، اصلاح ساخت و بازنگری در قوانین و مقررات

نویسنده: مریم کشتکار*

چکیده

بورس اوراق بهادار، در همه کشورها به عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای بازار سرمایه، نقش مهمی در تجهیز منابع پس‌انداز در جهت سرمایه‌گذاری‌ها و تأمین نیازهای مالی واحدهای تولیدی دارد. اما بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه کشور، با بیش از سی سال سابقه فعالیت، هنوز جایگاه مناسب خود را در اقتصاد کشور نیافته است. در بیشتر پژوهش‌های انجام شده در زمینه عملکرد این نهاد نیز، ناکارآمدی این بازار مورد تأیید قرار گرفته است. از این رو، در این مقاله به بررسی عوامل ناکارآمدی این بازار و موانع موجود در مسیر توسعه این بازار می‌پردازیم. در این راستا، عوامل زیر را به عنوان ناکارآمدی‌های سازمان بورس اوراق بهادار، مورد بررسی قرار می‌دهیم:

ضعف ساختار تشکیلاتی بورس تهران، نفوذ و دخالت مستقیم دولت و سازمان‌های دولتی، به ویژه بخش پولی در این سازمان.

شفاف نبودن و کمبود اطلاعات و شیوه کارکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس.

ضعف و نبودن پویایی قوانین و مقررات و ضرورت بازنگری در قوانین و مقررات مؤثر بر فعالیت این سازمان، مانند قانون بورس، قانون تجارت و قانون مالیات‌ها و

ضرورت تدوین قانون بازار سرمایه ایران.
 عدم تفکیک بازار اول و دوم سهام و نبودن بازارهای فرعی و ضرورت ایجاد
 تالارهای جداگانه (تالار اصلی، تالار فرعی و تالار آزاد) برای معامله سهام شرکت‌ها با
 ویژگی‌های مشخص.
 نبودن ابزارهای حمایت‌کننده بورس در مواقع بحرانی و ضرورت ایجاد صندوق
 حمایت سهام و فراهم‌آوری زمینه فعالیت بازرسان و شرکت‌های پذیرهنویس در بازار
 سرمایه و بورس اوراق بهادار.
 معامله براساس اطلاعات درونی و نبودن ضوابط شفاف برای توقف معاملات.

۱. مقدمه

یکی از ویژگی‌های حرکت به سوی توسعه اقتصادی، این است که مجموعه اقتصاد، بتواند منابع پس‌انداز را به سوی سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز اقتصاد ملی و در صورت مازاد، به سوی سرمایه‌گذاری‌های خارجی هدایت کند. وظیفه تجهیز منابع پس‌انداز به سوی سرمایه‌گذاری مورد نیاز نیز، توسط بازار پول و بازار سرمایه انجام می‌شود. البته در نخستین مراحل توسعه، بازار پول نقش اساسی را در تجهیز منابع پس‌انداز به عهده دارد، اما به تدریج که اقتصاد توسعه می‌یابد، بازار سرمایه، بخش فزاینده‌ای از پس‌اندازها را به سوی سرمایه‌گذاری هدایت می‌کند. با نگاهی به تجربه کشورهای توسعه یافته و صنعتی نیز مشاهده می‌شود که توسعه بخش مالی و اجزای آن، از جمله بازار سرمایه در این کشورها، به گونه‌ای بوده است که همواره بخش چشمگیری از منابع مالی مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی و اقتصادی، از طریق بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه تأمین شده است. در دهه‌های اخیر نیز اقتصاد جهانی، شاهد ظهور بازارهای سرمایه و گسترش نقش و رشد بازارهای متشکل سرمایه از جمله بورس اوراق بهادار در کشورهای در حال توسعه مانند کره، تایلند و ترکیه بوده است. در این میان بازار سرمایه کشور ما و بورس اوراق بهادار، به عنوان نماد اصلی این بازار، با این که از پیشینه ۳۰ ساله برخوردار است، هنوز نتوانسته جایگاه اصلی خود را در اقتصاد کشور پیدا کند. این در حالی است که تأثیر متقابل گسترش بازار سرمایه و توسعه اقتصادی، مورد توافق بیشتر پژوهشگران اقتصادی است و نقش مثبت بازار سرمایه

و بورس اوراق بهادار در رشد و توسعه اقتصادی، از راه افزایش و سالم‌سازی سرمایه‌گذاری، پذیرفته شده است.

از این رو، در کشور ما به عنوان کشوری در حال توسعه، که می‌خواهد گام‌های بلندی در جهت توسعه پویا بردارد، لزوم توجه به مشکلات و نارسایی‌های بازار سرمایه و علل عدم توسعه این بازار و نیز بورس اوراق بهادار به عنوان نماد اصلی آن، به خوبی احساس می‌شود.

در این مقاله، به معرفی ساختار تشکیلات بورس اوراق بهادار تهران و ساز و کارهای آن و بیان کمبودهای این بازار در مقایسه با بازارهای بورس دیگر کشورها می‌پردازیم. همچنین، مشکلات و نارسایی‌های این نهاد را به طور یک جا بررسی می‌نماییم و سپس با ارائه پیشنهادها مشخص در جهت اصلاح این نهاد، نظر سیاست‌گذاران را به فراهم‌آوری زمینه سالم‌سازی و کارکرد مناسب این نهاد در مجموعه اقتصاد کشور جلب می‌کنیم.

۲. ساختار تشکیلاتی بورس اوراق بهادار و نارسایی‌های آن

بورس اوراق بهادار تهران، تنها بازار رسمی و متشکل سرمایه ایران، با تصویب قانون تأسیس بورس در سال ۱۳۴۶، فعالیت رسمی خود را آغاز کرد. در قانون مزبور، برای اداره بورس به چهار رکن اساسی به شرح زیر اشاره شده است.

۲-۱. شورای بورس اوراق بهادار

شورای بورس اوراق بهادار به عنوان رکن اصلی تصمیم‌گیری و نظارت بر فعالیت‌های بورس، مسئول تصویب آیین‌نامه‌ها و مقررات و نظارت بر اجرای قانون و مقررات است. اعضای شورا در حال حاضر عبارتند از:^۱

۱. پیش از سال ۱۳۵۸، رئیس کانون بانک‌ها یا نماینده او نیز عضو شورا بود، اما کانون بانک‌ها در سال ۵۸ منحل شد. همچنین پیش از سال ۱۳۵۸، رئیس اتاق بازرگانی تهران یا نماینده او نیز عضو شورا بود، اما پس از انقلاب، این اتاق با اتاق صنایع و معادن ادغام شد.

رئیس کل بانک مرکزی یا قائم مقام او (به عنوان رئیس شورای بورس)

دادستان کل کشور یا معاون او

خزانه دار کل

معاون وزیر امور اقتصادی و دارایی (معاون امور بیمه و بانکی وزارت امور اقتصادی و دارایی)

رئیس اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران یا نماینده او

رئیس هیئت مدیره بورس

سه نفر شخصیت مالی و اقتصادی به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی

۲-۲. هیئت پذیرش اوراق بهادار

این هیئت برای تصمیم‌گیری در مورد قبول یا رد اوراق بهادار یا حذف اوراق بهادار موجود در بورس که فاقد صلاحیت لازم هستند، تشکیل می‌شود. اغلب، شرکتی که می‌خواهد سهامش در بورس عرضه شود، تقاضای خود را از طریق یکی از کارگزاران بورس اوراق بهادار، به همراه دیگر اطلاعات لازم به هیئت مدیره بورس ارائه می‌دهد. هیئت مدیره، تقاضای مزبور را به همراه اطلاعات پیوست، به اداره نظارت بر شرکت‌ها^۱ (یکی دیگر از ارکان سازمان بورس اوراق بهادار) ارسال می‌کند.

هم اکنون، اعضای هیئت پذیرش، عبارتند از:^۲

قائم مقام رئیس کل بانک مرکزی ایران

رئیس هیئت مدیره بورس یا قائم مقام او

۱. پیش از سال ۱۳۷۶، این اداره تحت عنوان اداره پذیرش و نظارت بر شرکت‌ها مسئول بررسی اطلاعات ارسالی در مورد فعالیت شرکت‌های متقاضی پذیرش و تعیین درستی و کامل بودن اطلاعات بود. پس از بررسی اطلاعات نیز نظر خود را به هیئت پذیرش اعلام و این هیئت در مورد رد یا قبول شرکت، تصمیم‌گیری می‌کرد. اما از ابتدای سال ۱۳۷۶، وظیفه اداره نظارت، تنها دریافت اطلاعات و صورت‌های مالی شرکت‌های متقاضی پذیرش و ارسال آنها به اداره پذیرش (مستقر در بانک مرکزی) است.

۲. پیش از سال ۱۳۵۸، نماینده کانون بانک‌ها و همچنین نماینده اتاق بازرگانی تهران نیز عضو شورا بودند، اما پس از انقلاب، کانون بانک‌ها منحل و نیز اتاق بازرگانی تهران در اتاق صنایع و معادن ادغام شد.

یک نفر کارشناس به نمایندگی از سوی اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران
دو نفر حسابدار خبره

۲-۳. سازمان کارگزاران بورس

این سازمان دارای شخصیت حقوقی مستقل از بورس است و توسط هیئت‌مدیره‌ای مرکب از هفت نفر از کارگزاران، برای مدت سه سال توسط مجمع عمومی عادی انتخاب می‌شوند.^۱ وظیفه اساسی هیئت‌مدیره، ایجاد تسهیلات لازم برای خرید و فروش اوراق بهادار، نظارت بر انجام معاملات، مراقبت در حسن جریان امور و روابط بین کارگزاران و مشتریان، تنظیم و ارائه فهرست نرخ‌های اوراق بهادار بلافاصله پس از هر جلسه، رسیدگی به درخواست متقاضیان کارگزاری و تصویب بودجه سالانه سازمان است.^۲ هیئت‌مدیره بورس، یک نفر را نیز خارج از اعضای سازمان بورس به عنوان دبیر کل سازمان برای مدت ۲ سال که قابل تمدید است، به منظور تصدی امور اجرایی هیئت انتخاب می‌کنند. به دنبال اصلاحات به عمل آمده در اساسنامه بورس، از سال ۱۳۶۹، تعداد اعضای حقیقی هیئت مدیره (کارگزاران خصوصی)، از سه نفر به دو نفر کارگزار کاهش یافت و ۵ عضو دیگر هیئت مدیره از میان کارگزاران حقوقی انتخاب می‌شوند. دست کم ۴ عضو از اعضای اخیر باید از بین کارگزاران بانک‌ها انتخاب شوند.^۳

هم اکنون اعضای هیئت مدیره، شامل افراد زیر می‌باشند:

رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل بانک ملی ایران

رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل بانک صنعت و معدن

رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل بانک سپه

۱. انتخاب نخستین هیئت مدیره، توسط مجمع عمومی مؤسس انجام می‌شود.

۲. ماده ۱۰ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، مصوب ۱۳۴۵.

۳. کارگزاران بورس به دو دسته تقسیم می‌شوند. دسته اول اشخاص حقیقی هستند که برای کارگزاری بورس پذیرفته می‌شوند و دسته دوم، مؤسسه‌های مالی و اعتباری موردتایید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران است که مجوز کارگزاری بورس دارند.

مدیرعامل شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران
دو نفر کارگزاران حقیقی
ناظر شورای بورس

۲-۴. هیئت داورى بورس

این هیئت، مرجع رسیدگی به اختلاف‌های میان کارگزاران و نیز اختلاف‌های خریداران یا فروشندگان اوراق بهادار در بورس می‌باشد. هم‌اکنون، اعضای این هیئت عبارتند از:

نماینده وزیر دادگستری

نماینده شورای بورس

نماینده اتاق بازرگانی و صنایع و معادن

با نگاهی به ترکیب اعضا و چهار رکن اساسی بورس اوراق بهادار تهران، می‌توان گفت که این نهاد، دارای ضعف‌های تشکیلاتی و ساختاری زیر است که باید در جهت رفع و اصلاح آنها کوشید. الف) ساختار تشکیلاتی بورس تهران، زیرنظر و دخالت مستقیم دولت و سازمان‌های دولتی، به ویژه بخش پولی می‌باشد. به گونه‌ای که نمی‌توان گفت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمانی مستقل و متعلق به کارگزاران عضو است و توسط آنها اداره می‌شود، زیرا همان گونه که می‌بینیم، همه اعضای شورای بورس و هیئت پذیرش، دولتی هستند. البته با توجه به قانون بورس، در گذشته نمایندگان اتاق بازرگانی تهران و اتاق صنایع و معادن، به عنوان بالاترین مرجع بخش خصوصی در شورای بورس و هیئت پذیرش و داوری حضور داشتند، اما پس از سال ۱۳۵۸، با وجود مدیریت دولتی حاکم بر اتاق بازرگانی و صنایع و معادن،^۱ نماینده این اتاق به عنوان یک ارگان دولتی در تشکیلات بورس حضور دارد. اعضای هیئت مدیره نیز بیشتر از نمایندگان بانک‌های دولتی می‌باشند که

۱. ماده واحده لایحه قانونی مصوب ۱۳۵۹/۴/۲۱:

به منظور آن که مدیران منتخب دولت، نقش شایسته‌ای در اتاق‌های بازرگانی و صنایع داشته باشند، به وزرای صنایع و معادن و بازرگانی اجازه داده می‌شود که اندکی کمتر از $\frac{1}{3}$ اعضای هیئت نمایندگی اتاق‌های بازرگانی و صنایع و معادن را انتخاب و منصوب کنند.

به‌عنوان کارگزار در هیئت‌مدیره مشارکت دارند و تنها دو کارگزار خصوصی در هیئت‌مدیره حضور دارند. ب) علی‌رغم تصویب قانون ملی شدن بانک‌ها در ۱۷ خرداد ۱۳۵۸، قانون و مقررات حاکم بر بورس در این رابطه، تغییر اساسی نداشته است و بانک‌ها که در گذشته به‌عنوان شرکت‌های خصوصی و ذی‌نفع در کنار دیگر شرکت‌ها در بورس فعال بودند، امروزه نه تنها به‌عنوان کارگزار، بلکه به‌عنوان سازمان‌های دولتی که بیشتر نیز از سهامداران عمده شرکت‌های واگذار شده از سوی دولت و سهامدار برخی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌باشند، از اقتدار به‌سزایی در بورس برخوردار شده‌اند. آن چنان که می‌توانیم بگوییم، امروزه تفکر حاکم بر بورس، تفکر دولتی و بانکی است. در حالی که همکاری بانک‌ها در بورس، بیشتر از آن جهت در قانون بورس مصوب ۱۳۴۵ پیش‌بینی شده بود که بانک‌ها علاوه بر آن که با اصناف و بازرگانان و دیگر طبقات مردم، در تماس و مورد اعتماد آنها بودند، نقش هدایت و ارشاد مشتریان در امور مالی را نیز می‌توانستند به‌عهده داشته باشند. نکته‌ای که در این جا باید موردتوجه قرار گیرد، این است که بانک‌ها در واقع باید در بازار پول فعال باشند و به دلیل ساخت قانونی خود، دولتی هستند. حال آن که بازار سرمایه براساس قانون اساسی می‌تواند به کلی خصوصی باشد. بنابراین، مهار کردن بازار سرمایه توسط نهادهای بازار رقیب (بازار پول) و با مالکیت مخالف ارکان بازار سرمایه، معنایی ندارد.

ج) شورای بورس نیز به‌عنوان نهادی که وظیفه نظارت بر اوراق بهادار و تضمین سلامت آنها را به‌عهده دارد، به‌طور کلی دولتی است. از آن جا که بیشتر شرکت‌های فعال و پذیرفته شده در بورس نیز، تحت نظارت و مدیریت دولت یا نهادها و سازمان‌های دولتی هستند، این نهاد نمی‌تواند نقش خود را به‌عنوان حمایت‌کننده و تضمین‌کننده سلامت بازار سرمایه به‌خوبی اجرا کند. در حالی که در بیشتر کشورها، علاوه بر این که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس خصوصی هستند، شورای بورس به‌طور کامل از بورس مجزاست و نمایندگان دولت و بانک مرکزی در آن جا، در کنار نمایندگان کارگزاران و سرمایه‌گذاران و دیگر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه، تنها برای هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی دولت با بازار سرمایه حضور دارند.

برای مثال در کشور کره، علاوه بر قانون بورس اوراق بهادار، شورای بورس اوراق بهادار تحت

نظارت وزیر اقتصاد و دارایی، به منظور تضمین سلامت اوراق بهادار عرضه شده به عموم، مقرراتی تنظیم می‌کند. همچنین وزیر امور اقتصادی و دارایی، سیاست‌های لازم برای عملیات بازار اوراق بهادار و تدابیر لازم را به منظور نظارت بر معاملات اوراق بهادار تدوین می‌کند (بورس اوراق قرضه کره، ۱۹۹۳). در مالزی نیز در سال ۱۹۹۳، قانون شورای اوراق بهادار، تصویب شد و به دنبال آن نیز شورای اوراق بهادار برای تعیین چهارچوب‌های عملیاتی بازار سرمایه، انتشار اوراق بهادار، ادغام شرکت‌ها، بازار معاملات آتی و دیگر موضوع‌های مرتبط با آن تشکیل شد. این شورا در تمام زمینه‌های مورد اشاره، به ارائه نظرات مشورتی به وزارت دارایی اقدام می‌کند (قانون صنایع اوراق بهادار، ۱۹۹۳ و بورس اوراق قرضه کوآلا لامپور، ۱۹۹۶).

در ترکیه نیز در سال ۱۹۸۱، قانون بازار سرمایه ترکیه تصویب شد و در سال ۱۹۸۲، نهاد نظارتی و تنظیمی، با عنوان هیئت بازار سرمایه یا شورای بازار سرمایه به وجود آمد. این شورا مسئول ثبات، نظارت و تنظیم بازار سرمایه ترکیه و نیز بازار سهام استانبول است. به طوری که همه اوراق بهادار، پیش از انتشار و عرضه عمومی در بازار سهام، باید از سوی این شورا به ثبت رسیده باشد. همچنین شورا حافظ منافع عمومی و همه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و سهام می‌باشد. اعضای شورا، مجاز به انجام هیچ نوع کار خصوصی و دولتی نیستند و نمی‌توانند اقدام به هیچ نوع فعالیت تجاری - از جمله سهامدار شرکت - نمایند. رئیس شورا، از سوی دولت انتخاب می‌شود. شورای بازار سرمایه از نظر مالی، مستقل از دولت است و درآمد آن، حاصل از کارمزد دریافتی از اوراق بهادار ثبت شده توسط شورا است. در آمریکا، شورای اوراق بهادار توسط ۵ مأمور بلندمرتبه دولتی به انتخاب رئیس جمهور و با تأیید مجلس سنا اداره می‌شود. شاغلان یا فعالان در بازار بورس، از جمله کارگزاران و دلالان و مدیران سرمایه‌گذاری، توسط این شورا به ثبت می‌رسند و مجوز فعالیت دریافت می‌کنند. فعالان در بازار بورس، علاوه بر این که از سوی شورای اوراق بهادار به ثبت می‌رسند و عضو آن محسوب می‌شوند، عضو سازمان بورس نیز هستند (ویلی، جان و سونز، ۱۹۹۴). البته در بیشتر بورس‌های جهان نیز بررسی قانون‌شکنی و عدم رعایت قوانین و مقررات و تخلفات کارگزاران و مجریان بورس، در اختیار یک واحد دولتی و جدا از بورس می‌باشد. اما به منظور اشراف کامل این واحد بر اعمال و

فعالیت‌های بورس و کارآیی بیشتر آن، نماینده سرمایه‌گذاران خصوصی و نهادهای مالی که در بورس فعال هستند، در این شورا در کنار نمایندگان دولت حضور دارند. برای مثال در فرانسه، هیئت بررسی معاملات بورس اوراق بهادار، به عنوان یک نهاد دولتی مستقل، وظیفه رهبری بازار مالی از راه ارائه توصیه‌ها و اختارها، بررسی درستی یا نادرستی اطلاعات منتشره توسط شرکت‌های پذیرهنویسی شده، نظارت بر معاملات بازار به منظور بررسی موارد تخلف از قانون اوراق بهادار و نیز رسیدگی به شکایت مردم در زمینه‌های مربوطه را به عهده دارد (بازار اوراق بهادار پاریس، ۱۹۹۷).

در مجموع می‌توانیم بگوییم این ساختار تشکیلاتی خاص در بورس اوراق بهادار تهران و قانون و مقرراتی که از پویایی لازم برخوردار نیست، از جمله عوامل ناکارآمدی این نهاد است. علاوه بر این، در چهارچوب قانون اساسی کشور نیز حضور گسترده بخش پولی در این بازار، الزامی نیست.

۳. عوامل بیرونی و درونی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران

تأثیرپذیری بورس اوراق بهادار از سیاست‌ها و شرایط اقتصادی، اجتناب‌ناپذیر است و به همین دلیل، بورس اوراق بهادار را به دماسنج اقتصاد تشبیه کرده‌اند. اما آنچه مهم است، شدت تأثیرپذیری بورس از عوامل بیرونی است. اگر ساختار تشکیلاتی و سازوکارها و ابزارهای موجود در بازار سرمایه، به عنوان مکمل بورس اوراق بهادار و پشتیبان آن به درستی پیش‌بینی و طراحی شده باشد، به بیان دیگر، بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در بستری مناسب فعالیت داشته باشند، از شدت تأثیرپذیری بورس اوراق بهادار از عوامل خارجی کاسته می‌شود و در صورت لزوم نیز بورس اوراق بهادار می‌تواند خود را با شرایط تطبیق دهد. اما تجربه سی‌ساله فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، بیانگر شدت تأثیر و آسیب‌پذیری فعالیت این نهاد نسبت به سیاست‌ها و راهبردهای دولتی و شرایط اقتصادی است.

بدین روی، در این بخش از مقاله، پس از مرور اجمالی بر پیشینه عوامل بیرونی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، به عوامل درونی تأثیرگذار بر آن می‌پردازیم و در پایان نیز کمبودها و کاستی‌های بازار سرمایه کشور و به ویژه بورس اوراق بهادار تهران که منجر به تشدید اثر عوامل بیرونی بر این نهاد و کارکرد نامناسب آن در مدت فعالیتش شده را بررسی می‌نماییم.

۳-۱. عوامل بیرونی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران

برخی از عوامل بیرونی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، عبارت است از:

۳-۱-۱. سیاست‌های دولت و شرایط اقتصادی - اجتماعی

در مورد سیاست‌های دولت و شرایط اقتصادی-اجتماعی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، می‌توان به ترتیب زمانی به عوامل زیر اشاره کرد.

در ابتدای تأسیس این نهاد، ضعف‌ها و کمبودهایی در زمینه‌های زیر وجود داشت:

نبودن شرکت‌ها و مؤسسه‌های تولیدی و تجاری بزرگ.

دسترسی شرکت‌ها و مؤسسه‌های تولیدی و تجاری موجود به اعتبارات و تسهیلات بانکی و

بی‌نیازی نسبی آنها به بازار سرمایه.

نفوذ صاحبان صنایع در نظام بانکی که امکان دسترسی آسان آنها را به اعتبارات بانکی فراهم

می‌کرد.

وجود درآمدهای ارزی ناشی از صادرات نفت، که منابع عظیم وارداتی را در اختیار اقتصاد کشور

قرار داده‌بود و تأمین سرمایه با استفاده از ابزارهای مالی را ضروری نمی‌ساخت.

ضعف فرهنگ سرمایه‌گذاری در کشور.

عوامل یادشده، مانع توسعه فعالیت این نهاد و استفاده از بورس اوراق بهادار به عنوان مکانی

برای سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی شرکت‌ها بود. اما پس از مدتی، قوانین و مقررات دولتی برای

توسعه این بازار وضع شد. برای نمونه، تصویب قانون گسترش مالکیت سهام واحدهای تولیدی در ۴

اردیبهشت ۱۳۵۴، که به موجب آن مؤسسه‌های دولتی و خصوصی موظف شدند، به ترتیب ۴۹ درصد

و ۹۹ درصد سهام خود را به عموم عرضه کنند (گلریز، ۱۳۷۴).

دولت نیز برای تسهیل امر انتقال سهام، اقدام به تأسیس دو شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران و

سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی کرد. فعالیت این دو سازمان، در عرضه سهام

شرکت‌های مشمول قانون مزبور و افزایش حجم معاملات بورس، تأثیر زیادی داشت. همچنین،

قانون معافیت مالیاتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مصوب سال ۱۳۵۴، نقش چشمگیری در توسعه بورس داشت، به طوری که حجم کل داد و ستد سهام، از ۸/۵ میلیارد ریال طی سال‌های ۱۳۴۶-۱۳۵۳، به ۷۴/۸ میلیارد ریال طی سال‌های ۱۳۵۴-۱۳۵۷ افزایش یافت (به جز معاملات اوراق قرضه).^۱

سال‌های ۱۳۵۷-۱۳۶۷ نیز دوره رکود بورس، ناشی از عوامل خارجی دیگر بود. از جمله، وقوع انقلاب و سیاست‌های دولت، مبنی بر ملی کردن بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و حذف آنها از فهرست نرخ‌های بورس و نیز تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران که به دنبال آن تعداد زیادی از شرکت‌های بخش خصوصی، تحت نظارت دولت و نهادهای دولتی درآمدند و از فهرست بورس خارج شدند. همچنین، اعمال قانون بانکداری بدون ربا که معامله اوراق قرضه را ممنوع می‌کرد. در این دوره، حجم معاملات بورس (شامل سهام و اوراق قرضه) ۴۷ میلیارد ریال بود که در مقایسه با حجم معاملات بورس (شامل سهام و اوراق قرضه) در دوره ۱۳۴۶-۱۳۵۷ که بیش از ۱۵۰ میلیارد ریال بود، ۶۸/۷ درصد کاهش داشت. رونق دوباره این نهاد نیز در سال ۱۳۶۷، با پایان جنگ و اجرای قانون برنامه پنج‌ساله اول توسعه اقتصادی (۱۳۶۸-۱۳۷۲) و اعلام سیاست دولت مبنی بر خصوصی‌سازی در این برنامه و استفاده از بورس اوراق بهادار به عنوان بازوی اجرایی سیاست‌های خصوصی‌سازی دولت و ابزاری برای جذب نقدینگی، امکان‌پذیر شد. به طوری که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، از ۶۷ شرکت در سال ۱۳۶۸، به ۱۵۱ شرکت در سال ۱۳۷۲ و ۲۶۳ شرکت در سال ۱۳۷۶ و ۲۸۴ شرکت در سال ۱۳۷۷ و ۲۹۵ شرکت در سال ۱۳۷۸ و ۳۰۷ شرکت در پایان سال ۱۳۷۹ افزایش یافت. حجم معاملات نیز در این مدت، افزایش چشمگیری داشت که در جدول پیوست آمده است. سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۷۰، بازار بورس از رونق چشمگیری برخوردار بود (آمار جدول پیوست). دلیل اساسی این رونق، عوامل بیرونی از جمله سیاست دولت مبنی بر حمایت از صنایع از راه تأمین ارز کافی برای ورود مواد اولیه، قطعات و لوازم یدکی مورد نیاز آنها بود. با رونق بازار بورس و افزایش قیمت سهام، از اواخر سال ۱۳۷۰ مازاد عرضه بر تقاضا شروع شد. به همین دلیل، برای تعدیل بازار،

۱. به سالنامه‌های سازمان بورس اوراق بهادار، نگاه کنید.

بخش عمومی و نظام بانکی به خرید سهام تشویق شدند. آن چنان که بخش عمومی و نظام بانکی که در سال‌های ۱۳۶۸ و ۱۳۶۹، تنها عرضه‌کننده سهام بودند، از سال ۱۳۷۰ به عنوان تقاضاکننده در بازار حضور یافتند. در سال ۱۳۷۱ نیز بر اساس مصوبه مجمع عمومی بانک‌ها، مورخ ۱۳۷۱/۳/۶ و نیز مصوبه شورای بورس، بانک‌های کارگزار برای حفظ قیمت سهام شرکت‌هایی که از پیش در آنها سرمایه‌گذاری کرده بودند و نیز به منظور ایجاد تعادل در عرضه و تقاضای سهام، شروع به خرید سهام کردند تا در موقع مناسب، دوباره آنها را عرضه کنند. همچنین در این سال، عرضه سهام از سوی بخش دولتی و عمومی محدود شد. بدیهی بود که سیاست دولت و شورای بورس، مبنی بر جمع‌آوری و خرید سهام از سوی بانک‌ها و نیز محدود کردن عرضه سهام، همچنین اجرای سیاست تصحیح و منطقی کردن قیمت سهام شرکت‌هایی که بیش از اندازه افزایش یافته بودند^۱ در نیمه اول سال ۱۳۷۲، سبب رونق بازار سهام در سال ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳ شد. اما سیاست تک‌نرخ شدن نرخ ارز در سال ۱۳۷۲ و اقدامات دولت در جهت مهار قیمت کالاهای تولیدی شرکت‌ها که از نیمه سال ۱۳۷۳ شروع شد و نیز سیاست مهار حجم پول و محدود کردن بازار اعتبارات در سال ۱۳۷۴، از سوی بانک مرکزی، سبب شد شرکت‌های دولتی و پذیرفته شده در بورس که امکان استفاده از ارز ارزان را از دست داده بودند، از وضعیت نامطلوبی برخوردار شوند. از این رو، این شرکت‌ها برای رفع مشکلات و نیازهای مالی خود با توجه به محدود شدن اعتبارات نظام بانکی، اقدام به افزایش سرمایه کردند. برآیند و نتیجه این سیاست‌ها و اقدامات، کاهش قیمت سهام بیشتر شرکت‌های فعال در بورس و رکود این بازار بود که از نیمه دوم سال ۱۳۷۵ به طور چشمگیری مشهود شد و تا سال ۱۳۷۶ ادامه یافت. نکته مهم در این جا، نقش و وظیفه دوگانه بانک‌ها در بازار سهام است، به طوری که از یک سو به نظر می‌رسد بر اساس اهداف و راهبرد مشخص دولت در زمینه خصوصی‌سازی، باید از نقش بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های دولتی در خرید سهام کاسته شود، اما از سوی دیگر، تجربه خصوصی‌سازی در کشور از طریق بازار بورس در این مدت، بیانگر این است که با بروز بحران در بازار بورس، نظام بانکی و دیگر مؤسسه‌های دولتی و عمومی به عنوان تقاضاکننده، وارد بازار سهام شدند. به هر حال در

۱. بر مبنای این سیاست، قیمت سهام بیشتر شرکت‌های درج شده در فهرست بورس، با نرخ بازده ۲۵ درصد تعدیل و موجب کاهش قیمت سهام بیشتر شرکت‌ها شد.

دوران فعالیت دوباره بورس، بانک‌ها به عنوان یکی از عمده‌ترین عرضه‌کنندگان سهام، نقش مسلط و تعیین‌کننده‌ای در این بازار داشته‌اند. وجود بانک‌ها و مؤسسه‌های دولتی دیگر، به عنوان عمده‌ترین عرضه‌کنندگان سهام در بازار بورس، بیانگر این است که بخش دولتی، نخستین منبع عرضه سهام جدید در بازار بورس بوده و شرکت‌های خصوصی، تمایل کمتری به استفاده از ابزار بورس برای تأمین مالی نشان داده‌اند.

در واقع عامل بیرونی مهم و مؤثر بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در زمان تجدید فعالیت آن در سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۷۵ را در نحوه واگذاری شرکت‌های دولتی باید جستجو کرد. واگذاری‌ها نیز بیشتر به گونه‌ای انجام شده که کماکان، سهامدار عمده این شرکت‌ها، بانک‌ها یا نهادهای دولتی دیگر بوده‌اند. برای مثال، سهامدار اصلی شرکت پارس خزر و پارس شهاب، شرکت سرمایه‌گذاری پارس توسعه (سهامدار اصلی این شرکت نیز سازمان مالی گسترش و بانک صنعت و معدن است) می‌باشد. سهامدار اصلی شرکت لوازم خانگی پارس نیز شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی و سهامدار اصلی شرکت کرین ایران، شرکت سرمایه‌گذاری صنایع پتروشیمی، سهامدار اصلی شرکت درین کاشان نیز شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی و سهامدار اصلی شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، شبکه بانکی است. سهامدار عمده شرکت‌های چینی ایران و سیمان تهران و شیشه و گاز نیز بنیاد مستضعفان است. بنابراین، بافت مدیریتی این شرکت‌ها، کماکان دولتی باقی مانده است. تجربه نیز ثابت کرده است که این ویژگی، تأثیر منفی بر تولید و سودآوری شرکت‌ها داشته است. به هر حال، این گونه انتشار و معامله سهام شرکت‌های دولتی در بازار بورس، بیشتر عرضه خصوصی اوراق بهادار و نه عرضه عمومی آن است. به همین دلیل، برنامه خصوصی‌سازی از طریق بورس، منجر به توزیع گسترده سهامداری و توسعه بازار بورس نشده است.^۱

۱. از سال ۱۳۷۷، بورس اوراق بهادار تهران وارد مرحله دیگری از رونق فعالیت خود شده است. بررسی علل آن و پاسخ به این سؤال‌ها که تا چه اندازه عوامل بیرونی (شرایط اقتصادی کشور، رونق رکود بخش‌های گوناگون اقتصادی، سیاست‌های دولت و به ویژه خصوصی‌سازی در سطح گسترده و سیاست‌های پولی بانک مرکزی و مانند اینها) و تا چه میزان عوامل درونی (شفافیت اطلاعاتی و بهبود سازوکار فعالیت و مانند اینها) مؤثر بوده؟ و این که آیا این رونق، تداوم خواهد داشت؟ یا این که به مانند رونق سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۷۵ سقوطی را در پی خواهد داشت؟ به پژوهش و بررسی جداگانه‌ای نیاز دارد.

۳-۱-۲. شفاف نبودن و ضعف اطلاعات و شیوه عمل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

عامل دیگری که می‌توان به عنوان عامل بیرونی اثرگذار بر فعالیت بورس تهران از آن نام برد، ضعف اطلاعاتی حاکم بر بازار بورس است که منجر به ناکارآمدی این بازار شده است. یک علت اساسی این ضعف اطلاعاتی، همکاری نکردن شرکت‌ها با بورس در زمینه ارائه اطلاعات کامل و به هنگام در مورد فعالیت‌ها و وضعیت مالی شرکت است. بیشتر شرکت‌ها، تنها برای استفاده از معافیت‌های مالیاتی، با عرضه ناچیزی از سهام خود، متقاضی ورود به بورس می‌شوند. اما پس از پذیرش و درج نام آنها در فهرست نرخ‌های بورس، همکاری لازم را با این نهاد، در جهت ارائه اطلاعات کامل و به هنگام، به منظور استفاده سهامداران و سرمایه‌گذاران ندارند. در مواردی نیز برخی از شرکت‌ها اطلاعات نادرست در اختیار بورس و سرمایه‌گذاران قرار داده‌اند. البته این نارسایی تا اندازه‌ای نیز از ضعف اقتداری بورس و نبودن قوانین و مقررات تنبیهی ناشی می‌شود.

برای مثال، آنچه اغلب مورد توجه همه سرمایه‌گذاران است و در تصمیم‌گیری آنها نقش مؤثری دارد، اطلاعات مربوط به درآمد هر سهم^۱ شرکت‌هاست. اما اغلب، تازه‌ترین اطلاعات مربوط به شرکت‌ها از جمله درآمد هر سهم آنها، همزمان با برگزاری مجامع عمومی آنها مشخص می‌شود که این زمان برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دیر است. در این میان، تنها تعداد اندکی از کارکنان شرکت، مدیران و حسابرسان که در جریان تهیه صورت‌های مالی یا رسیدگی به آنها هستند، می‌توانند از اطلاعات موجود استفاده کنند و سودهای کلانی را عاید خود یا نزدیکانشان کنند. در حالی که بررسی تجربه دیگر کشورها در این زمینه، بیانگر این است که در این کشورها به علت وجود نهادها و مؤسسه‌های مکمل بورس - در زمینه جمع‌آوری اطلاعات از شرکت‌های تولیدی و تجاری - از جمله مجمع یا شورای اوراق بهادار، مؤسسه‌های حسابرسی مستقل و مؤسسه‌های کارگزاری فعال در بورس، صورت‌های مالی شرکت‌ها تحلیل می‌شود و گزارش‌ها و اطلاعات لازم در اختیار بورس قرار می‌گیرد. برای نمونه، در بورس توکیو، کره و سنگاپور، صورت‌های مالی شرکت‌ها توسط مؤسسه‌های حسابرسی مستقل، حسابرسی می‌شوند، سپس توسط بخش تحقیقات مؤسسه‌های کارگزاری، مورد

1. Every Prelude Share (EPS)

تحلیل قرار می‌گیرد و سرانجام به بورس گزارش داده می‌شود. در بورس مالزی نیز مؤسسه مستقلی وجود دارد^۱ که مشکلات شرکت‌های پذیرفته شده را به موقع اطلاع می‌دهد. در ضمن، مؤسسه‌های حسابرسی موظفند اطلاعات مالی لازم را در اختیار بورس بگذارند (احمدی‌زاده طورزنی، ۱۳۷۲). اما در ایران، به علت نبودن چنین مؤسسه‌هایی، همچنین نارسایی قوانین و مقررات و نبودن ضمانت قوی در اجرای قوانین، مشکل موجود نبودن اطلاعات کافی و به هنگام، مانع بزرگی در زمینه توسعه فعالیت بورس بوده است.

نارسایی‌های دیگری که از سوی شرکت‌های پذیرفته شده، فعالیت‌های بورس را تحت تأثیر قرار داده است، عرضه ناکافی سهام از سوی برخی از شرکت‌هاست. این شرکت‌ها اغلب به طور مشروط در بورس پذیرفته می‌شوند. پس از پذیرش، صاحبان اصلی سهام این شرکت‌ها، با عرضه مقدار کمی از سهام خود در بورس، می‌توانند از امتیازهای پذیرش در بورس، مانند معافیت مالیاتی سود ببرند و بیشتر، هنگام پرداخت سود سهام نیز سهامداران اصلی در اولویت قرار می‌گیرند. برخی از شرکت‌ها نیز علی‌رغم تأکید بورس، نظام حسابداری صنعتی (حسابداری قیمت تمام شده) را رعایت نمی‌کنند و بدین وسیله، ضعف اطلاعاتی بورس را تشدید می‌کنند. برخی از شرکت‌ها نیز به دلیل وابستگی به نهادها و بنیادهای دولتی یا عمومی، خود را در مقابل بورس پاسخگو نمی‌دانند. این مشکلات نیز تا اندازه زیادی به نبودن قوانین و مقررات لازم یا ضعف بورس در اجرای قوانین و مقررات برمی‌گردد. بنابراین، ضعف و نارسایی قوانین و مقررات نیز عامل بیرونی دیگری است که بر فعالیت‌های بورس، تأثیر می‌گذارد.

۳-۱-۳. ضعف و عدم پویایی قوانین و مقررات

قانون بازار بورس ایران، مصوب سال ۱۳۴۵، در مورد بازار دست دوم (بازار ثانویه) اوراق بهادار، در بورس پذیرفته شده است، اما مقررات جامع پیرامون بازار دست اول و فعالیت‌هایی مانند پذیره‌نویسی را دربر نمی‌گیرد. این ویژگی از اساسی‌ترین نارسایی‌های قانون بورس است. همچنین قوانین و

مقررات کنونی، موضوع‌هایی مانند شیوه معاملات داخلی، حمایت از سهامداران و ضمانت اجرای قوانین را شامل نمی‌شود. بنابراین، ضرورت بازنگری در قوانین و مقررات موجود درخصوص بورس اوراق بهادار و تدوین قانون جامع بازار سرمایه ایران به خوبی احساس می‌شود. به طور کلی در یک تقسیم‌بندی، می‌توان نیازهای مقرراتی و قانون بازار سرمایه ایران را به شرح زیر بیان کرد:

الف) نیازهای مقرراتی به منظور افزایش شفافیت اطلاعاتی

الزام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، به ارائه اطلاعات جامع، از جمله خلاصه وضعیت شرکت و تحولات آن و گزارش‌های ادواری فصلی و سالانه درباره فعالیت شرکت. تهیه مجموعه اطلاعاتی راهنمای سرمایه‌گذاران، شامل اطلاعات کامل ادواری از بازار سرمایه.

ب) نیازهای مقرراتی در رابطه با توسعه تشکیلات و ایجاد نهادهای لازم

ایجاد مجمع یا شورای اوراق بهادار، با اختیارات گسترده در زمینه تدوین آیین‌نامه‌ها در مورد روش و شرایط انتشار اوراق بهادار و نظارت بر انتشار آنها با بهره‌گیری از دیده‌گاه‌های خبرگان رشته‌های اقتصاد، حقوق و تحلیلگران اوراق بهادار. تصویب قوانین و ایجاد تشکیلات نظارتی، مهارکننده جریان فعالیت شرکت‌ها و معاملات اوراق بهادار در بورس.

جایگزینی و تبدیل قانون بورس به یک قانون جامع اوراق بهادار یا بازار سرمایه، که دربرگیرنده همه معاملات داخل یا خارج از بورس، معاملات مخدوش، تخلفات، انواع اختلال‌ها در بازار بورس و ممنوعیت و مجازات آنها باشد.

ج) اصلاح قانون تجارت و قانون مالیات‌ها

علاوه بر کاستی‌های قانون بورس، دیگر قوانین مرتبط با فعالیت بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، از جمله قانون تجارت و قانون مالیات‌ها نیز دارای کمبود و نارسایی‌هایی می‌باشد. برای نمونه، مقررات

مربوط به شرکت‌های سهامی در قانون تجارت بسیار ناقص است، به گونه‌ای که مردم اطمینان کافی برای خرید سهام شرکت‌ها ندارند، زیرا در قوانین و مقررات جاری، مسئولیت مدیران شرکت‌های سهامی به خوبی روشن نیست و مسئولیت آنها تنها در حدود مسئولیت وکیل نسبت به موکل آن می‌باشد. مقررات باید به گونه‌ای باشد که شرکت‌های سهامی، تحت مراقبت بیشتری باشند و چنانچه خطا و تقلبی مشاهده شد، مدیران تحت پیگرد قانونی قرار گیرند.

برخی از موارد دیگر که باید در قانون تجارت یا بورس در نظر گرفته شود، عبارت است از:^۱ قوانین و مقررات مربوط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های فروشنده سبد سهام، به صورت مستقیم یا غیرمستقیم^۲ و مانند آن که دربرگیرنده عملیات مجاز و اقدامات غیرقانونی آنها باشد.

لزوم به کارگیری معیارهای حسابداری و شیوه استفاده از خدمات حساب‌برسان مستقل در شرکت‌های پذیرفته شده یا متقاضی پذیرش در بورس.

نحوه همکاری بورس اوراق بهادار با انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری.

مقررات مربوط به الزامی شدن معیارهای حسابداری و شفافیت و به‌هنگام‌بودن اطلاعات.

دیگر مقررات ناظر بر حمایت از سرمایه‌گذاران و امنیت بازار سرمایه.

در مورد قانون مالیات‌ها باید بگوییم، با این که در قانون مالیات‌های مصوب سال ۱۳۶۶ و اصلاحیه‌های بعدی، به منظور حمایت از بازار سرمایه، فروش سهام، مشمول مالیات کمی شده است (۰/۵ درصد)، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیز از ده درصد مالیات شرکت معاف می‌شوند. همچنین ۱۵ درصد درآمد مشمول مالیات سهامداران جزء (سهامدارانی که کمتر از ۵ درصد سهام شرکت را دارا هستند)، از معافیت مالیاتی برخوردار است، اما با این وجود به نظر می‌رسد که قانون و نظام مالیاتی کنونی، یکی از عوامل محدودکننده توسعه بازار سرمایه است، زیرا در ایران با توجه به این که بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار بسیار نوباست، تمهیداتی لازم است که فرهنگ این نوع سرمایه‌گذاری در جامعه تشویق شود. بنابراین، حذف این مالیات اندک به طور کلی، یا حذف آن برای

۱. برای آگاهی بیشتر، نگاه کنید به: مرکز پژوهش‌های مجلس. مجلس و پژوهش، شماره ۲۱، صفحه ۱۳۱.

سرمایه‌گذاران (برای مثال، کسانی که دست کم یک سال سهام را نگهداری کرده‌اند)، می‌تواند به توسعه بازار و جلب سرمایه‌گذاران به این بازار کمک کند. ضمن این که با توجه به حجم معاملات در بازار سهام، حذف این مالیات، تأثیر چندانی بر درآمدهای مالیاتی دولت ندارد.^۱ برای نمونه، در برخی کشورها از جمله آلمان، نقل و انتقال سهام در مورد سرمایه‌گذاران (خریداران سهامی که دست کم ۶ ماه سهام را در اختیار داشته باشند) مشمول مالیات نمی‌شود. از جمله موارد دیگری که در قانون مالیات‌ها می‌تواند مانع توسعه بازار سرمایه و سهام شود، به شرح زیر می‌باشد.^۲

نرخ بالا و نامتناسب مالیات در نظر گرفته شده در ماده ۱۳۱ (مازاد ۵۰ میلیون ریال درآمد، نرخ مالیات ۴۵ تا ۵۴ درصد)، براساس این ماده قانون، سود تخصیص داده شده به سرمایه‌گذاری مجدد نیز مشمول مالیات‌های تصاعدی می‌شود. در حالی که در برخی کشورها مانند آمریکا، این سود مشمول مالیات نزولی می‌شود و بدین وسیله تبدیل سود به سرمایه را تشویق می‌کنند. در تایلد، سود سهام شرکت‌های داخلی تا ۵۰ درصد سود سهام دریافت شده از مالیات معاف است. در مورد شرکت‌های مالک^۳ (شرکت‌هایی که شراکت دائمی در دیگر شرکت‌ها برقرار نموده تا بتوانند آنها را تحت نظارت خود داشته باشند یا منابع مالی موردنیاز آن شرکت‌ها را برای آنها فراهم آورند)، و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، سهامداران به طور کامل از پرداخت مالیات بر سود معاف هستند. البته مشروط به این که مدت ۳ ماه پیش از دریافت سود سهام، سهام را در اختیار داشته باشند. شرکت‌ها نیز منابع مالی ناشی از عدم پرداخت سود نقدی به سهامداران را در حساب‌های طرح و توسعه و اندوخته‌های گوناگون جمع‌آوری می‌کنند که سرانجام، سبب افزایش قیمت سهام می‌شود و به صورت سهام جایزه به سهامداران ارائه می‌گردد.

استفاده نکردن از نرخ ثابت مالیاتی برای شرکت و سهامداران.

شمول مالیات بر اندوخته‌ها براساس حصة هر سهامدار و پیچیدگی و در بعضی مواقع غیرقابل

۱. برای نمونه، با توجه به حجم معاملات در سال ۱۳۷۷، که حدود ۳,۱۱۶ میلیارد ریال بوده است، کاهش درآمدهای مالیاتی دولت با حذف کامل مالیات بر فروش سهام، ۱۶ میلیارد ریال خواهد بود.
۲. همان مأخذ.

اجرا بودن ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌ها (سامان نژاد، ۱۳۷۵) و عدم امکان رعایت آن با توجه به مقررات قانون تجارت.

مقررات غیر قابل انعطاف در مورد استهلاک و هزینه‌های قابل قبول.

مالیات بر تجدید ارزیابی دارایی‌ها که سبب شده اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی در شرایط تورمی، غیرشفاف و در بسیاری از موارد گمراه‌کننده باشد.

مالیات بر اندوخته صرف سهام، آن چنان که موجب شده است منابع جدید، به جای حرکت به سوی شرکت‌ها، نصیب سهامداران اصلی شود.

۳-۲. عوامل درونی اثرگذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار

منظور از عوامل درونی اثرگذار، ابزارها و سازوکارهای بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار است که در صورت وجود و کارکرد مناسب آنها، پویایی و توسعه بازار سرمایه تضمین می‌شود. نبودن آنها یا نارسایی‌های آنها، از توسعه بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، جلوگیری می‌کند. برخی از عوامل درونی اثرگذار بر فعالیت نهاد یادشده بالا عبارتند از:

۳-۲-۱. نبودن شورا یا مجمع بورس اوراق بهادار

در بیشتر کشورها، سازمانی به نام مجمع یا شورای بورس اوراق بهادار، بر عرضه عمومی اوراق بهادار نظارت دارد. این سازمان، شرکت‌هایی که قصد عرضه عمومی سهام دارند را وادار می‌کند تا اطلاعات دقیقی در مورد شرکت منتشر نمایند و چنانچه، اطلاعات ناقص و گمراه‌کننده‌ای را منتشر نمایند، جریمه خواهند شد. سازمان مزبور، پس از اطمینان یافتن از درستی و کامل بودن اطلاعات، اجازه فروش اوراق بهادار را صادر می‌کند. هدف از وجود چنین نهادی و همچنین وضع مقررات عرضه عمومی اوراق بهادار از سوی آن، جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و اطمینان یافتن از دسترسی همه سرمایه‌گذاران به اطلاعات کامل و درست در مورد ناشر اوراق است. این مجمع یا شورا، اغلب دولتی و به طور کلی از تشکیلات بورس جداست و تضمین‌کننده سلامت اوراق بهادار است. در برخی از

کشورها مانند مالزی و ترکیه، این شورا مسئولیت صدور مجوز افزایش سرمایه شرکت‌ها را نیز به عهده دارد. همان گونه که گفتیم، یکی از شرایط مهم عرضه عمومی سهام، ارائه صورت‌های مالی از سوی ناشر سهام است. از این رو، در شورای بورس اوراق بهادار، کارشناسان حسابداری خبره‌ای وجود دارند که ضمن بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های متقاضی، رابطه نزدیک و فعالی با حسابداران شرکت‌ها، برای اعمال و گسترش اصول حسابداری درست و به کارگیری معیارهای حسابرسی برقرار می‌کنند. این شورا مرز مشخص عرضه اوراق بهادار و نیز مدت زمان عرضه اوراق^۱ بهادار را تعیین می‌کند و بر آن نظارت دارد. این شرط در واقع از عرضه بسیار زیاد سهام که می‌تواند بازار دست دوم را متأثر کند، جلوگیری می‌کند. در همین راستا، چنانچه همه سهام، پیش از انقضای مدت عرضه، فروخته شود، شرکت نمی‌تواند بدون ثبت مجدد، اقدام به عرضه سهام کند. در ایران نیز مقررات عرضه عمومی سهام می‌تواند تحت اداره و نظارت چنین نهادی قرار بگیرد و مقررات عرضه عمومی در مورد همه اوراق بهادار، هم اوراق بهاداری که متقاضی پذیرش در بورس هستند و هم اوراقی که قصد عرضه عمومی آنها، تنها در خارج از بورس است، اعمال شود. شورای بورس اوراق بهادار که یکی از ارکان بورس است، می‌تواند با تغییر و تحولات لازم، جای‌گزین این شورا شود.

۳-۲-۲. نبودن مؤسسه‌های پذیرهنویسی و متعهد خرید^۲

در بیشتر کشورها، شرکت‌هایی که قصد فروش سهام به عموم را دارند، برای ارزیابی قیمت سهام و پذیرهنویسی آن از خدمات مؤسسه‌های پذیرهنویسی و بانک‌های سرمایه‌گذاری^۳ استفاده می‌کنند. این مؤسسه‌ها با توجه به اوضاع عمومی بازار سرمایه و تحلیل وضعیت مالی و چشم‌انداز سودآوری شرکت و نیز قیمت سهام شرکت‌های مشابه، به تعیین قیمت سهام و اوراق بهادار شرکت‌های

۱. اغلب، این مدت ۶ تا ۹ ماه است، اما چنانچه شرکت ملزم به ارائه گزارش دوره‌ای باشد و در دفاترش تخلفی نداشته باشد، این مدت تمدید می‌شود.

2. Underwriter

۳. این بانک‌ها علاوه بر قیمت‌گذاری، پذیرهنویسی و باز آریابی اوراق بهادار جدیدالانتشار شرکت‌ها، می‌توانند به شرکت‌ها، خدمات مشاوره‌ای در مورد انتشار نوع اوراق بهادار ارائه دهند.

متقاضی اقدام می‌کنند. این مؤسسه‌ها، علاوه بر تعیین قیمت سهام، مسئولیت فروش و عرضه عمومی سهام در بازار اولیه (دست اول) را به عهده می‌گیرند. همچنین، تهیه کتابچه اطلاعات مربوط به شرکت، برای استفاده سرمایه‌گذاران و نیز ارائه به مراجع ذی‌صلاح مانند شورا یا مجمع بورس اوراق بهادار، به منظور اخذ مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار مزبور، به عهده این مؤسسه‌هاست. روش‌ها و فنون پذیرهنویسی که در بسیاری از کشورها برای توزیع اوراق بهادار استفاده می‌شود، شامل موارد زیر است (بانک جهانی، ۱۹۹۴):

تعهد قطعی پذیرهنویسی؛ در این شیوه همه سهام به تعدادی از معامله‌گران اوراق بهادار، که تحت سرپرستی یک یا تعدادی از مدیران پذیرهنویسی هستند، فروخته می‌شود. آنها نیز سهام را در بازار دست دوم می‌فروشند. البته هم پذیرهنویسان و هم معامله‌گران از این خرید و فروش سود می‌برند.

فروش سهام بدون هیچ تعهدی؛ در این شیوه، مؤسسه پذیرهنویسی، تنها با ناشر اوراق سهام به توافق می‌رسد که در ازای دریافت کار فردی اقدام به فروش سهام ناشر بکند.

روش ترکیبی؛ مؤسسه پذیرهنویس به عنوان کارگزار، متعهد فروش اوراق می‌شود و تضمین می‌کند که سهام فروش‌نرفته در پایان مدت تعیین شده را خود خریداری کند.

در بورس‌های معتبر جهان، مؤسسه‌های متعهد خرید، بیشتر شامل شرکت‌های بیمه یا بانک‌ها مانند بانک‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. اغلب، متعهد خرید آن میزان از اوراق سهام می‌شوند که از سوی عموم خریداری نشده باشد. در مقابل برای جبران خطر، متعهدان خرید کارمزد دریافت می‌کنند که اغلب بیش از یک درصد ارزش واقعی سهم است. البته متعهدان خرید پس از بررسی وضعیت شرکت متقاضی، خرید درصدی از سهام آن را تضمین می‌کنند.

در واقع وجود مؤسسه‌های پذیرهنویسی و متعهد خرید، سبب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران به کیفیت سهام شرکت‌ها و سلامت بازار سرمایه می‌شود. از سوی دیگر با وجود این مؤسسه‌ها، جداسازی بازار اولیه و ثانویه نیز به خوبی انجام می‌شود. همچنین قیمت‌گذاری‌های پایه سهام (قیمت سهام یا اوراق بهادار در اولین عرضه) که بیشتر از سوی این مؤسسه‌ها انجام می‌شود،

منطقی تر است. در عمل نیز مشاهده می‌شود که نبودن این مؤسسه‌ها در بازار سرمایه کشور ضمن این که جداسازی بازار اولیه و ثانویه را با مشکل روبه‌رو می‌سازد، بورس اوراق بهادار را نیز پیوسته درگیر ارزیابی قیمت سهام می‌نماید. همچنین سرمایه‌گذاران این بازار را با عدم اطمینان از درستی و سلامت و قیمت تعیین شده این اوراق رو به رو کرده است. در حالی که در بیشتر کشورها وجود مؤسسه‌های مزبور سبب شده که نیازی به دخالت بورس اوراق بهادار در قیمت‌گذاری پایه سهام نباشد. اما در ایران، نبودن چنین مؤسسه‌هایی سبب شده که مسئولیت تعیین قیمت پایه سهام به عهده سازمان بورس باشد که به عنوان یکی از معضلات این سازمان از زمان تجدید فعالیت آن تاکنون مطرح بوده است. همان گونه که طی سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۷۸، این سازمان به شیوه‌های گوناگونی برای قیمت‌گذاری قیمت پایه کوشید و حتی طی سال‌های ۱۳۷۲ و ۱۳۷۳، اقدام به تعدیل قیمت سهام کرد. در سال ۱۳۶۸ و اوایل سال ۱۳۶۹، ده شرکت که بالاترین حجم معامله سهام را در بورس داشتند، انتخاب و نسبت ارزش متوسط معاملاتی به ارزش دفتری آنها محاسبه شد و عدد ۲/۵۵ را به عنوان ضریب، به دست آمد که آن را در ارزش دفتری سهام شرکت مورد نظر ضرب می‌نمودند و قیمت اولیه عرضه سهام را به دست می‌آوردند (شباهنگ، ۱۳۷۴). در سال ۱۳۶۹ و سال ۱۳۷۰، با رونق بورس، مبنای قیمت‌گذاری را نرخ بازدهی شرکت قرار دادند و نرخ بازدهی ۱۰-۱۵ درصد تعیین شد. پس از مدتی نیز نرخ بازدهی را به ۱۵-۲۰ درصد افزایش دادند و در اواخر سال ۱۳۷۱ این نرخ به ۲۰-۲۵ درصد افزایش یافت. طی سال‌های ۱۳۷۲-۱۳۷۴، مجمع قیمت‌گذاری در بورس اوراق بهادار مسئول قیمت‌گذاری سهام شد. این مجمع، مبنای قیمت‌گذاری را میانگین سه ساله درآمد هر سهم شرکت و نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد انتظار سهامداران - سه نرخ ۱۲ و ۱۵ و ۱۸ درصد تعیین شد - قرارداد.^۱ اما این شیوه قیمت‌گذاری نیز موفق نبود. هم‌اکنون سازمان بورس در قیمت‌گذاری پایه سهام، کمترین دخالت را دارد و قیمت‌گذاری پایه سهام با توافق مدیران و سهامداران اصلی آن و کارگزاری که رابط شرکت با بورس و بیشترین عرضه‌کننده سهام شرکت در

۱. رابطه مورد استفاده برای تعیین قیمت پایه عبارت بود از: $\frac{EPS}{K} = \text{ارزش هر سهم}$.
 K : نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد نظر سهامداران (۱۲ و ۱۵ و ۱۸ درصد).

بورس است، تعیین و به بورس اعلام می‌شود. پس از تأیید این قیمت از سوی اداره ارزیابی سهام واقع در سازمان بورس، که اغلب نیز با اندکی چانه‌زنی قیمت پذیرفته و تأیید می‌شود، این نرخ در فهرست نرخ‌های بورس درج می‌شود. اما مشکلات قیمت‌گذاری و منطقی بودن قیمت‌های اعلام شده به عنوان قیمت پایه، همچنان وجود دارد، به ویژه با وجود ضعف اطلاعاتی که در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. اما در صورت ایجاد مؤسسه‌های پذیرهنویس و متعهد خرید، این مشکل تا اندازه زیادی حل خواهد شد.

۳-۲-۳. جدا نبودن بازار اولیه و ثانویه

بیشتر بازارهای سرمایه به دو بخش بازار اولیه و ثانویه تقسیم می‌شوند. اوراق بهاداری تازه‌ای که منتشر می‌شوند در بازار اولیه مورد مبادله قرار می‌گیرند. اما بازارهای ثانویه (دست دوم) در زمینه مبادلات اوراق بهادار موجود فعال می‌باشند. این دو بازار در بیشتر کشورها، به کلی از هم جدا و مشخص هستند. اما در ایران به علت نبودن قوانین و مقررات در مورد بازار اولیه و نیز نبودن مؤسسه‌های پذیرهنویس و متعهد خرید، این دو بازار از یکدیگر جدا نشده‌اند. این جدا نبودن، در خصوص حجم معاملات، مشکلات آماری به وجود می‌آورد. برای مثال از نظر آماری، در بورس تهران پذیرش اولیه سهام شرکت در طول یک سال در همه معاملات در نظر گرفته می‌شود و از معاملات بازار دست دوم جدا نیست. در حالی که جداسازی سهام جدید در آمارهای معاملاتی مهم است و در نظر گرفتن آنها در همه معاملات، حجم حقیقی معاملات دست دوم را خدشه‌دار می‌نماید و تعیین حجم واقعی معاملات اوراق بهادار را با مشکل رو به رو می‌کند. بنابراین، بورس تهران باید پایه آماری خود را در این زمینه مورد تجدید نظر قرار دهد، به گونه‌ای که آمارهای این دو بازار به کلی از یکدیگر جدا شود. از این رو، شایسته است که دسترسی همه به بازار دست اول به وسیله واحد و نهاد دیگری به جز بورس، قانونمند شود. در این راستا، نکته بسیار مهم در مورد عرضه سهام برای نخستین بار (بازار دست اول) اطمینان یافتن از ارائه اطلاعات لازم، از جمله صورت‌های مالی از سوی ناشر سهام به عموم است. در این رابطه نیز باید تمهیداتی اتخاذ شود که آگهی عرضه سهام به سرعت در اختیار همه مردم و کارگزاران سهام قرار داده شود.

۳-۲-۴. نبودن بازار سوم یا بازار فرعی بورس

این بازارها برای پاسخ‌گویی به تفضای شرکت‌هایی ایجاد می‌شوند که شرایط لازم را برای ورود به بازار اولیه و ثانویه ندارند. این بازارها در واقع نقش کمک‌رسانی در بازار اوراق بهادار دارند و به ورود شرکت‌ها به بازار اولیه کمک می‌کنند، اغلب، شرایط پذیرش در این بازارها بسیار آسان‌تر از شرایط پذیرش در بازار بورس است. شرکت‌های پذیرفته شده در این بازارها که بیشتر کوچک یا نوپا می‌باشند، پس از آمادگی و به دست آوردن شرایط لازم، اغلب وارد بازار بورس می‌شوند. همچنین، براساس قوانین و مقررات در بیشتر کشورها، چنانچه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس دچار نارسایی شوند، به گونه‌ای که از شرایط لازم برای فعالیت در بورس برخوردار نباشند، به بازار فرعی یا بازار سوم ارجاع داده می‌شوند.

در ایران، نبودن چنین سازوکارهایی سبب شده که برخی از شرکت‌های متقاضی پذیرش که شرایط لازم را ندارند، وارد بورس و بازار اوراق بهادار نشوند. البته برخی از شرکت‌ها نیز به طور مشروط پذیرفته می‌شوند اما بیشتر به علت این که تعهدات خود را انجام نمی‌دهند، برای بورس ایجاد مشکل می‌کنند. بنابراین، برای رفع این نارسایی و توسعه بازار سرمایه، شایسته است سیاست‌گذاران بازار بورس اوراق بهادار به جای آسان‌سازی نامناسب شرایط پذیرش شرکت‌ها در بورس، بازار فرعی یا بازار سوم که دارای شرایط آسان‌تری باشد را در کنار بازار دست دوم (ثانویه) برای این گونه شرکت‌ها ایجاد نمایند. در عمل نیز در بازار بورس تهران می‌بینیم که از حدود ۲۹۵ شرکت عضو، تنها حدود ۴۰ یا ۵۰ شرکت در این بازار به طور عمده فعال هستند و سهام آنها خرید و فروش می‌شود. بنابراین، با ایجاد بازار سوم اوراق بهادار می‌توان ضمن جلوگیری کردن از شلوغی بی‌ثمر بازار ثانویه، بازار سرمایه را با پذیرش تعداد بیشتری از شرکت‌ها در بازار سوم توسعه داد. به عبارتی بورس می‌تواند سه تالار داشته باشد.

۱. تالار اصلی

۲. تالار فرعی

۳. تالار آزاد

در تالار اصلی، اوراق پرمبادله و تراز اول معامله می‌شوند. در تالار فرعی، دیگر اوراق ثبت شده مبادله می‌شوند و در تالار آزاد نیز اوراق ثبت نشده در فهرست بورس مورد مبادله قرار می‌گیرد.

۳-۲-۵. فعالیت نامناسب شرکت‌های سرمایه‌گذاری

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، به شرکت‌هایی گفته می‌شود که فعالیت اساسی آنها تجارت اوراق بهادار است. در واقع با گسترش و پیچیدگی بازار سرمایه و تخصصی شدن حرفه سرمایه‌گذاری، افراد ترجیح می‌دهند که از طریق این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری کنند. این شرکت‌ها می‌توانند وجوه جمع‌آوری شده را در بورس اوراق بهادار و طرح‌های اقتصادی و تولیدی دیگر سرمایه‌گذاری نمایند. در کشورهای پیش‌رفته، مقرراتی برای انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری و حوزه فعالیت آنها وجود دارد. در ایران شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دو صورت فعالیت می‌کنند.

۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری ناب که مجموعه‌ای از چند شرکت هستند و با داشتن بیشترین سهام، این شرکت‌ها نظارت و اداره آنها را به عهده دارند، مانند شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنایع بهشهر و شرکت سرمایه‌گذاری البرز.
۲. شرکت‌های سرمایه‌گذاری که تنها برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و پروژه‌های عمرانی تشکیل شده‌اند.

تا پیش از انقلاب، تنها ۴ شرکت سرمایه‌گذاری وجود داشت - شرکت سرمایه‌گذاری گروه صنعتی ملی، توسعه صنعتی بهشهر، شرکت سرمایه‌گذاری البرز و شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران - اما هم اکنون ۱۶ شرکت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران فعالیت دارند. افزون بر این، در سراسر کشور، بیش از ۵۰ شرکت سرمایه‌گذاری در زمینه‌های گوناگون فعالیت دارند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، ۱۳۷۵) که راه‌نیافتن برخی از آنها به بازار بورس، تنها به دلیل وضعیت اقتصادی کشور و نگرش به این سازمان‌ها بوده‌است. در واقع با اجرای برنامه خصوصی‌سازی دولت، بیشتر سهام شرکت‌های

تحت پوشش دولت که شرایط پذیرش در بورس را داشتند در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری متعلق به بانک‌ها و دیگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار گرفت و به ازای آن، قسمتی از سهام این شرکت‌های سرمایه‌گذاری به تدریج از طریق بورس عرضه شد. اما نکته مهم این است که سهامداران اصلی این شرکت‌ها، حتی شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس تا سال ۱۳۷۵، بیشتر بانک‌ها، سازمان‌ها و نهادهای دولتی بودند و علی‌رغم استقبال مردم از سهام این شرکت‌ها، عرضه عمومی سهام آنها بسیار محدود بود. این امر موجب افزایش چشمگیر قیمت سهام این شرکت‌ها و استقبال بیشتر مردم از سهام این شرکت‌ها شد. در این میان با افزایش سرمایه شرکت‌های یادشده و افزایش تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس، عرضه سهام این شرکت‌ها افزایش یافت. آن چنان که طی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۷۷، اگرچه سهامداران اصلی برخی از این شرکت‌ها، بیشتر بخش خصوصی بودند (از جمله سرمایه‌گذاری سپه ۵۳/۹ درصد؛ پتروشیمی ۶۷/۲ درصد؛ ساختمان ایران ۷۷ درصد؛ سرمایه‌گذاری ملی ۵۴ درصد؛ پارس توشه ۷۰/۵ درصد و توسعه صنایع بهشهر ۵۴/۶ درصد) اما عملکرد ضعیف برخی از این شرکت‌ها و کاهش سودآوری آنها سبب کاهش تقاضا برای سهام آنها و افزایش عرضه و کاهش قیمت سهام آنها شد. به گونه‌ای که حجم معاملات صنایع واسطه‌گری مالی در بورس اوراق بهادار، نسبت به همه معاملات سهام در بورس، از ۳۴ درصد در سال ۱۳۷۷ به ۱۹ درصد در سال ۱۳۷۸ کاهش یافت. بنابراین، می‌توان گفت عملکرد نامناسب و ضعیف برخی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری (ناشی از مدیریت دولتی حاکم بر آنها) در دوره مزبور، سبب زیانی چشمگیر به سهامداران خصوصی آنها شد.

بنابراین، لازم است با تمهیدات خاص قانونی، حوزه فعالیت این گونه شرکت‌ها، انواع آنها و عملیات مجاز و غیرمجاز آنها مشخص شود. شیوه و میزان عرضه سهام آنها به همگان نیز قانونمند شود و تحت نظارت قرار گیرد و مالکیت و مدیریت دولتی حاکم بر این شرکت‌ها به سوی مالکیت و مدیریت خصوصی آنها تغییر یابد. به گونه‌ای که فعالیت مناسب این شرکت‌ها در بازار بورس بتواند اعتماد عمومی به این بازار را افزایش و سرمایه‌گذاران را به سوی خود جذب نماید. همچنین، زمینه

برای ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری خارج از بورس به این بازار فراهم شود^۱ (هم‌اکنون ۱۸ شرکت سرمایه‌گذاری، خارج از بورس فعالیت می‌کنند).

۳-۲-۶. نبودن تنوع در واسطه‌های مبادله و اوراق بهادار

در بیشتر کشورها، تنوع و تخصصی شدن مبادلات اوراق بهادار سبب شده که انواع واسطه‌های مبادله به وجود بیاید تا مبادلات، با کارایی بیشتری انجام شود. اما در بازار بورس تهران، تنها یک نوع واسطه مبادله (کارگزار) وجود دارد. کارگزار، بیشتر به حساب مشتری وارد بازار می‌شود و به نام او معامله می‌کند. در بورس‌های اوراق بهادار معتبر به کارگزاران اجازه داده نمی‌شود که به نفع خود وارد معامله شوند، مگر برای برخی از انواع خاص معاملات، که این موارد به طور مشخص تعریف شده است. البته در این بورس‌ها، بیشتر برای افزایش نقدینگی بازار، اجازه فعالیت به نام خود به برخی از کارگزاران داده می‌شود. به این کارگزاران، کارگزار به نام خود^۲ یا دلال می‌گویند. در بازار بورس تهران به کارگزار اجازه داده شده تا سقف سرمایه شرکت، به نام خود معامله کند، مشروط به این که گردش معاملات شرکت کارگزاری، بیشتر از ۲۰ درصد حجم معاملاتش در آن سال نباشد. البته هر چند این ویژگی تا اندازه‌ای به افزایش نقدینگی بازار کمک می‌کند، اما با توجه به این که در بازار بورس تهران، بیشتر سهام‌ها نیز تحت نظارت دولت و بخش عمومی است و بخش بزرگی از حجم معاملات سهام نیز توسط بخش بانکی انجام می‌شود، مجاز دانستن کارگزار در انجام معامله به نام خود تردید عمومی

۱. براساس مصوبه شورای بورس مورخ ۱۳۷۷/۶/۱۶، شرکت‌های سرمایه‌گذاری موظف شده‌اند که دست کم ۸۰ درصد از منابع خود را به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق مشارکت مورد تأیید بانک مرکزی و سپرده‌های بانکی اختصاص دهند. اما به نظر می‌رسد که این نوع قید و بندها، بیشتر دخالت در مدیریت این شرکت‌هاست و تأثیری در بهبود عملکرد این شرکت‌ها نداشته باشد. ضمن این که وجاهت قانونی نیز ندارد (از نظر گستره اختیارات قانونی بورس) و انگیزه ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری را به بورس کاهش داده است. نکته قابل توجه این است که شرکت‌هایی که در ایران، عنوان شرکت سرمایه‌گذاری دارند، همه از نوع شرکت سرمایه‌گذاری ناب نیستند و در بیشتر موارد وظایفی مانند وظایف توسعه‌ای و تأمین مالی را به عهده دارند. این شرکت‌ها از جنبه اساسنامه‌ای نمی‌توانند مصوبه بورس را اجرا کنند.

در مورد دلایل بازی خودی‌ها در بازار بورس را تقویت می‌کند و مانع از توسعه بازار می‌شود. به هر حال با توجه به این که جلب اعتماد عمومی در یک بازار نوپای سهام، مهمتر از افزایش نقدینگی است، بهتر است که کارگزاران از معامله به نفع خود منع شوند، یا این که تحت شرایط خاص و تعریف شده‌ای به برخی از کارگزاران اجازه داده شود که به عنوان کارگزار به نام در بورس فعالیت داشته باشند. یکی دیگر از مشکلاتی که سبب توسعه نیافتن بازار بورس اوراق بهادار تهران شده است، وجود تنها یک یا دو نوع اوراق بهادار (سهام و اوراق مشارکت) در این بازار است. بدیهی که در این صورت این بازار موفق نخواهد شد تا نظر سرمایه‌گذاران با سلیقه‌های گوناگون را جلب کند. بدین روی، لازم است با تمهیداتی خاص در این بازار، اوراق بهادار گوناگون رواج یابد. (از جمله قراردادهای اختیار خرید یا فروش سهام، اوراق بدهی کوتاه‌مدت و درازمدت شرکت‌ها و مؤسسه‌های دولتی و عمومی) با توجه به این که از جنبه قانونی، ابزارها با نام خاص در قانون ذکر شده‌اند و به صورت گروه ابزار معرفی نشده‌اند، نوآوری در ایجاد ابزار با مشکل رو به رو می‌شود. زیرا هر بار که ابزاری ساخته می‌شود باید مجوز قانونی برای استفاده از آن کسب شود. بنابراین، در این جا اصلاح و بازنگری قانونی ضرورت می‌یابد.

۳-۲-۷. عدم تعریف واحد سهام

در بورس اوراق بهادار تهران، کمترین تعداد سهامی که قابل خرید و فروش است مشخص نشده است. در حالی که در بیشتر بورس‌های جهان، کمترین سهام^۱ قابل معامله تعریف شده است و کمتر از آن تعداد به عنوان خرده سهام تعریف می‌شود. در برخی از بورس‌ها نیز واسطه‌های مبادله‌ای وجود دارند که تنها کارشناس خرید و فروش خرده سهام^۲ هستند. هر چند عدم تعیین این کمترین سهام، شاید به منظور جذب پس‌اندازهای کوچک باشد، اما به گفته بیشتر کارگزاران، خرید و فروش سهام ریز و خرده، برای آنها ایجاد مشکل می‌کند. بنابراین، بهتر است ضمن تعیین میزان کمترین سهام، به تعدادی از کارگزاران نیز برای فعالیت در زمینه خرید و فروش خرده سهام اجازه فعالیت داده شود یا این که ساعت مشخصی در روز، به معامله خرده سهام اختصاص داده شود.

1. Unit Share

2. Specialist

۳-۲-۸. نبودن ابزارهای حمایت کننده بورس در مواقع بحران

در بیشتر بورس‌های جهان، برای حمایت از بورس و سرمایه‌گذاران آن در مواقع بروز بحران، ابزارهایی مانند بازارسازان و صندوق‌های حمایت از سهام پیش‌بینی شده است. بازارسازان، برای کاهش ناترازی بین عرضه و تقاضا که به دلایل گوناگون ممکن است بروز کند، در بازار حضور دارند. در بیشتر کشورها بازارسازان شامل بانک‌ها، به ویژه بانک‌های سرمایه‌گذاری که به خرید و فروش و پذیره‌نویسی اوراق بهادار اشتغال دارند و نیز مؤسسه‌های کارگزاری، به ویژه مؤسسه‌های کارگزاری که اجازه پذیره‌نویسی دارند، می‌باشند.

در برخی از بورس‌ها، مؤسسه‌های کارگزاری که تقاضای درج سهام شرکتی را به بورس ارائه می‌دهند، حمایت کننده سهام آن شرکت در مواقع بروز بحران نیز می‌باشند. در برخی از بورس‌های جهان نیز به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران در بورس، صندوق‌های حمایت از سهام که بیشتر با سرمایه شرکت‌های عضو اداره می‌شود، هرگونه خسارت یا زیانی را که از عملکرد شرکت‌های عضو یا مدیران آنها متوجه سرمایه‌گذاران شود، جبران می‌کنند. اما در بورس اوراق بهادار تهران، هیچ کدام از این ابزارها وجود ندارد. البته در طی دوره تجدید فعالیت بورس تهران، همان گونه که پیش از این گفتیم، با بروز بحران در بورس در سال ۱۳۷۱، بر اساس مصوبه شورای بورس در آن سال، بانک‌های کارگزار اقدام به خرید سهام روی میز (سهام بدون مشتری) کردند. اما با توجه به دولتی بودن بانک‌ها در ایران، دخالت آنها در بورس در زمان بحران، از یک سو این تردید عمومی را که بورس دولتی است بیشتر تقویت می‌کند و از سوی دیگر، برنامه‌های خصوصی سازی دولت را زیر سؤال می‌برد. در حالی که اگر بانک‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های پذیره‌نویس خصوصی یا کارگزاران پذیره‌نویس که تخصص و شناخت کامل نسبت به شرکت‌ها دارند، در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار حضور پیدا کنند و به عنوان بازارساز در موقع بروز بحران، اقدام به خرید و فروش سهامی کنند که دچار ناترازی عرضه و تقاضا شده است، اعتماد عمومی را نسبت به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، بیشتر جلب خواهند کرد. همچنین با توجه به تخصص و دقت نظر نهادهای یادشده از وضعیت شرکت‌ها، خرید و فروش سهام آنها اصولی‌تر و قانونمندتر خواهد بود. به ویژه این که با حضور این نهادها، امکان جداسازی بازار دست اول و دست دوم نیز فراهم می‌شود.

۳-۲-۹. نبودن ضوابط شفاف‌بر

برای مثال دبیرکل بورس می‌تواند در پایان روز، هر معامله‌ای را که بخواهد لغو کند و برای این کار نیز به صورت شفاف به کسی پاسخگو نیست.

۳-۲-۱۰. معامله براساس اطلاعات درونی تا همین اواخر در بورس اوراق بهادار تهران گسترده بوده است.

اگرچه هم اکنون، قانون وجود دارد اما هنوز موارد زیادی وجود دارد که امکان استفاده از اطلاعات درونی را ممکن می‌سازد و معاملات درون‌گروهی و ازپیش‌سازمان‌یافته هنوز در بورس قابل انجام است.

۳-۲-۱۱. بورس اوراق بهادار تهران برای جلوگیری از پول‌شویی^۱ هم تجهیز نشده است. این در حالی است که اقتصاد زیرزمینی در ایران بسیار بزرگ است و بورس اوراق بهادار، می‌تواند به خوبی برای مقاصد پول‌شویی مورد استفاده قرارگیرد.

۳-۲-۱۲. به دلیل موانع قانونی، وضعیت شرکت‌های سرمایه‌گذار خارجی برای مبادله اوراق بهادار موجود در بورس، هنوز نامشخص باقی مانده است.

بنابراین، بورس اوراق بهادار تهران هنوز به صورت یک بازار محلی عمل می‌کند. این درحالی است که حتی در کشورهای همسایه، بورس‌های اوراق بهادار، به نوعی به بازارهای جهانی پیوند یافته‌اند. در پایان باید بگوییم که وجود ناسازگاری تحولات قیمتی اوراق بهادار در بورس تهران با وضعیت واقعی این اوراق، به خوبی نشان‌دهنده وجود سازوکارهایی است که به صورت غیرشفاف در بورس دخالت دارند. این وضعیت نیز از کارایی این نهاد می‌کاهد و سرانجام، عامه مردم را نسبت به این سازمان بی‌اعتماد می‌سازد.

1. Money Laundering

پول‌های غیرقانونی و نامشروع که به شیوه‌های گوناگون به درون شبکه بانکی راه می‌یابد و شکل قانونی به‌خود می‌گیرد. این عمل در اصطلاح، شستن پول نامیده می‌شود.

۴. خلاصه و نتیجه گیری

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نماد اصلی بازار سرمایه کشور، در مدت فعالیت خود از عملکرد مناسبی در مجموعه اقتصاد کشور برخوردار نبوده است. البته یک علت اساسی آن را باید در کارکرد نامناسب مجموعه اقتصاد جستجو کرد. اما موانع، محدودیت‌ها و کمبودهای بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تهران نیز در عدم توسعه و پویایی و کارکرد نامناسب این نهاد به عنوان مکانی برای سرمایه‌گذاری افراد و جذب پس‌اندازها و ابزاری برای تأمین مالی شرکت‌های تولیدی و تجاری، در دوران فعالیت این نهاد، نقش مؤثری داشته است. آن چنان که این موانع، محدودیت‌ها و کمبودها سبب شده که از یک سو، بستر مناسبی برای فعالیت سالم و گسترده بازار بورس فراهم نشود و از سوی دیگر، این نهاد را به شدت نسبت به عوامل بیرونی تأثیرپذیر و مخاطره‌آمیز در زمینه سرمایه‌گذاری کرده است. بنابراین، باید با رفع این موانع و محدودیت‌ها و اقدام در جهت فراهم‌سازی ابزارها و سازوکارهای لازم در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، بستر مناسبی برای فعالیت سالم و گسترش این بازار آماده شود. با توجه به مطالب مورد بحث در این مقاله، آنچه در نخستین گام، قابل توجه می‌باشد، لزوم بازنگری در قانون بورس اوراق بهادار و دیگر قوانین مرتبط و تأثیرگذار بر فعالیت بورس از جمله قانون تجارت و قانون مالیات‌هاست. به ویژه در بازنگری قانون بورس و قانون تجارت، باید ابزارها و تسهیلات لازم در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار از جمله شورای نظارت بر اوراق بهادار و تضمین سلامت اوراق، شرکت‌های پذیرهنویسی، بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بازارسازان و همچنین وظیفه و گستره فعالیت هر یک پیش‌بینی و مشخص شود. گام بعدی می‌تواند بازنگری در ساختار تشکیلاتی بورس اوراق بهادار و تبدیل دخالت دولت و بخش بانکی به نظارت آنها بر این نهاد و مشخص کردن گستره فعالیت قانونی بخش بانکی در این بازار باشد. سرانجام نیز باید به منظور ایجاد ابزارها (انواع اوراق بهادار و قراردادهای آتی) و سازوکارهای لازم یا اصلاح ابزارها و سازوکارهای موجود مانند کارگزاران یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری، در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تمهیدات قانونی و تسهیلات لازم فراهم شود. قانون جامع بازار سرمایه به گونه‌ای تدوین شود که امکان فعالیت مناسب بورس اوراق بهادار و دیگر نهادهای بازار سرمایه از

جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های پذیرهنویسی و شرکت‌های بیمه و فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه ایران فراهم و مشخص گردد. قانون بورس اوراق بهادار به گونه‌ای اصلاح شود که معامله بر اساس اطلاعات درونی، امکان‌پذیر نباشد و ضوابط شفاف برای انجام معاملات و توقف معاملات در شرایط خاص به خوبی مشخص شود. همچنین با توجه به رشد اقتصاد زیرزمینی در ایران و اثرات سوء آن بر عملکرد اقتصاد کشور، لازم است که در این قانون و قانون بازار سرمایه، مسئله پول‌شویی و تجهیز بازار سرمایه کشور برای مقابله با آن در نظر گرفته شود.











منابع

الف) فارسی

- احمدی زاده طورزنی، کورش. (۱۳۷۵). بورس اوراق بهادار تهران و توسعه اقتصادی. مجتمع آموزش عالی صنایع ایران.
- تنگناهای ساختاری در بازار سرمایه ایران. (مهر و آذر ۱۳۷۵). مجله مجلس و پژوهش. شماره ۲۱. صفحه ۱۳۱.
- جهانخانی، علی. (۱۳۷۲) محدودیت‌های بورس اوراق بهادار تهران و طرق رفع آنها. گزارش سومین سمینار سیاست‌های پولی و ارزی.
- جهانخانی، علی. (۱۳۷۴). بورس اوراق بهادار. انتشارات دانشگاه تهران.
- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۷۸). بورس اوراق بهادار، مجموعه قوانین، مقررات و آیین‌نامه‌ها.
- سالنامه‌های سازمان بورس اوراق بهادار.
- سامان نژاد، امیر هوشنگ. (۱۳۷۵). مجموع کامل قوانین و مقررات مالیاتی (مستقیم و غیرمستقیم). انتشارات فردوسی.
- شباهنگ، رضا. (۱۳۷۴). تحقیق پیرامون مشکلات قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی. پایان‌نامه دوره دکتری حسابداری، دانشگاه تهران.
- کدخدایی، حسین. (۱۳۷۳ و ۱۳۷۴). نیازهای مقرراتی بازار سرمایه ایران. مجله تحقیقات مالی. سال دوم. شماره ۵ و ۶، صفحه ۲۷.
- گلریز، حسن. (۱۳۷۴). بورس اوراق بهادار با توجه خاص به بورس اوراق بهادار تهران. انتشارات امیرکبیر.

ب) انگلیسی

John Wiley and Sons. (1994). *International Market Regulation*, London.

Korea Stock Exchange. (1993). Fact book.

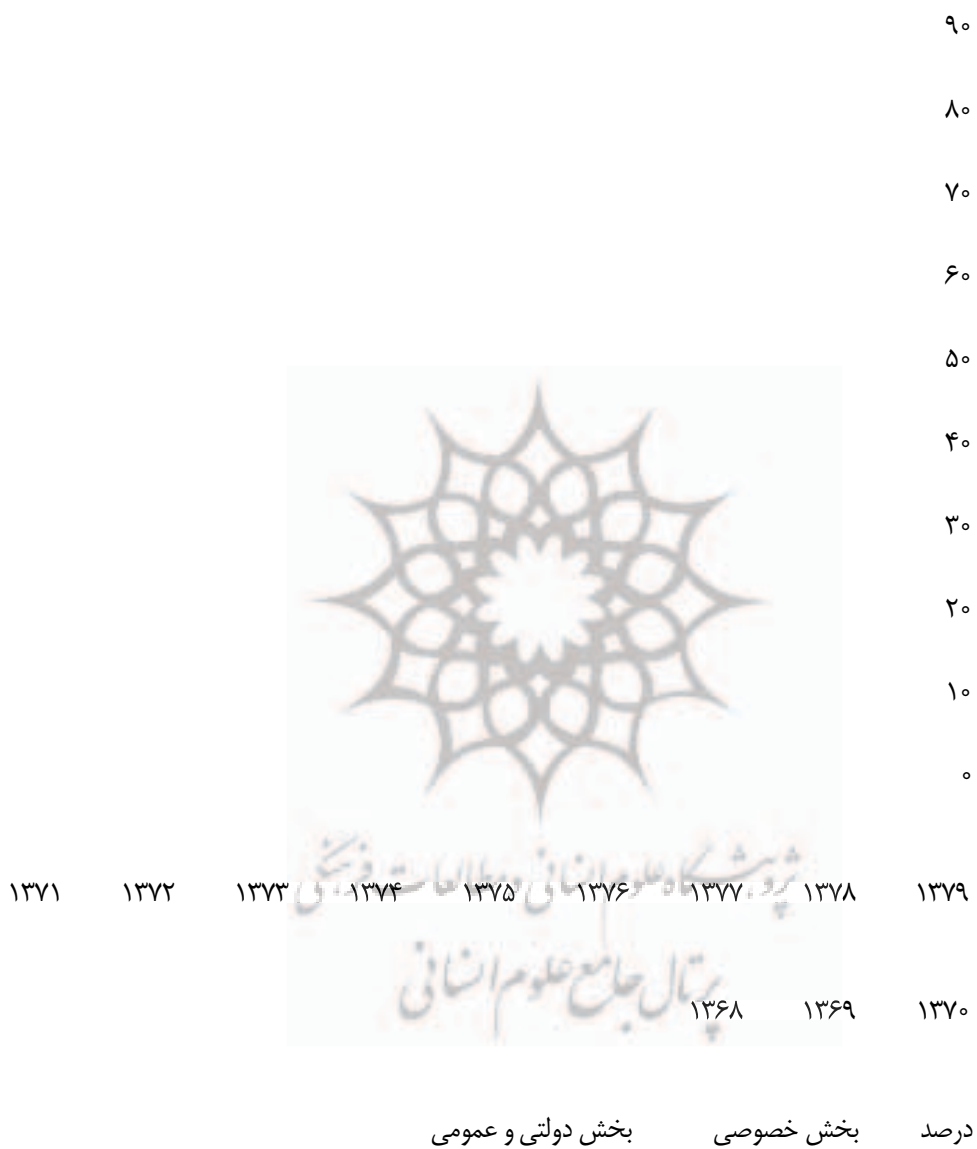
Paris Bowse. (1997, July). Fact Book.

Securities Industry Act. 1993 & Kualalumpur Stock Exchange: Information Book.
January, 1996.

Worldbank. (1994). *The Islamic Republic of Iran Capital Market & Financial Institution.*



درصد سهام عرضه شده به تفکیک بخش دولتی و خصوصی

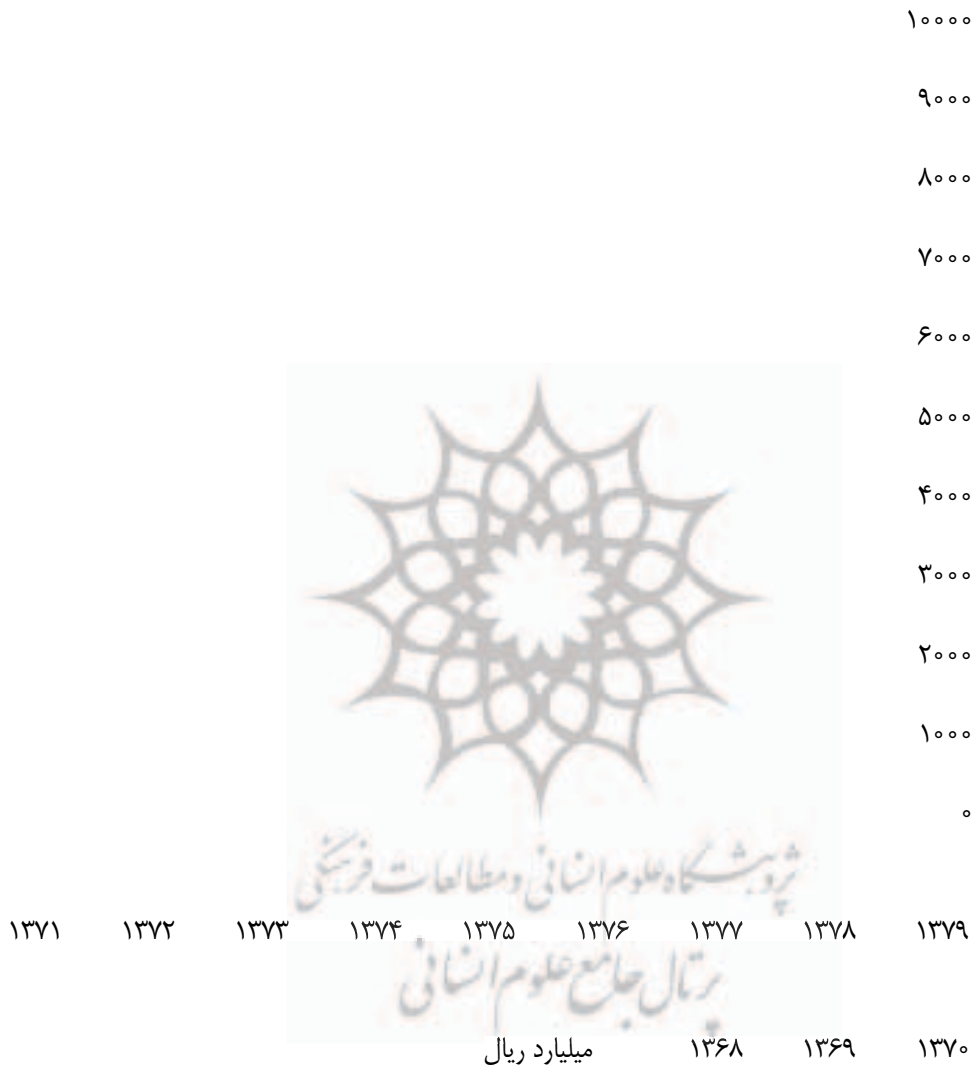


بخش دولتی و عمومی

بخش خصوصی

درصد

کل ارزش سهام معامله شده



ارزش سهام عرضه شده با تفکیک عرضه کنندگان خصوصی و دولتی

۱۳۷۱ ۱۳۷۲ ۱۳۷۳ ۱۳۷۴ ۱۳۷۵ ۱۳۷۶ ۱۳۷۷ ۱۳۷۸ ۱۳۷۹

عرضه کنندگان خصوصی میلیارد ریال ۱۳۶۸ ۱۳۶۹ ۱۳۷۰

عرضه کنندگان دولتی و عمومی ۷۰۰

۶۰۰

۵۰۰

۴۰۰

۳۰۰

۲۰۰

۱۰۰

۰



