

نقدی بر بورسهای اوراق بهادار خاورمیانه

تقدیم به استاد فرزانه، انسان درستکار و پاكدامن و سخت كوش استاد سيد حسن سجادی نژاد

پرویز گلستانی

فائمه مقام مديرعامل شركت سرمايه گذاري گروه صنعتي رنا

مقدمه

۱) توسعه بازار سرمایه از اواسط دهه هشتاد و بعضی از کشورهای منطقه مانند ترکیه، کویت، اردن و پاکستان و همچنین تقریباً در کلیه کشورهای آسیای خاور دور یعنی کشورهای هند، مالزی، جمهوری خلق چین، اندونزی، کره جنوبی، فیلیپین، تایلند، سریلانکا، نپال و بنگلادش مورد توجه مسئولان آن

در این گزارش بورسهای مهم اوراق بهادار خاورمیانه مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته و زمینه برای یک تحلیل تطبیقی فراهم آمده است. گرچه بورسهای اوراق بهادار متعددی در خاور میانه فعالند ولی با توجه به محدودیت امکانات پژوهشی و در دسترس نبودن اطلاعات بیشتر، فقط بورسهای مهم خاورمیانه مورد بررسی قرار گرفته است. در این گزارش علاوه بر مسائل و مشکلات بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهادهایی نیز در زمینه حل مشکلات موجود و کارآمدن نسبی بورس اوراق بهادار تهران ارائه شده است.

نگارنده اعتقاد دارد که نارسایی قوانین و مقررات و یا موانع سرمایه گذاری خارجی تنها موانع کارآمدن بورس تهران نبوده است، بلکه عوامل محیطی از جمله وضعیت اقتصادی، سیاسی و اجتماعی و میل سرمایه گذاران داخلی در سرمایه گذاری در اوراق بهادار از عواملی است که در کارآمدن بورس تهران موثر می باشد.

● اصلاح سایر قوانین و مقررات از جمله سرمایه گذاری خارجی به منظور هماهنگی با قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار.

۲) تا اواخر دهه ۱۹۸۰ بورسهای بعضی از کشورهای پیشرفته زمان را در پیچ و خم منطقی کردن قوانین و مقررات ناظر بر بازار سرمایه سپری کردند و در بسیاری از موارد مقامات نظارت کننده و قوانینی که این مقامات را مجاز به تنظیم بازار می کرد، هماهنگی

لازم را نداشتند ولی در نهایت بیشتر این کشورها با کمک و همکاری فنی بانک توسعه آسیایی^۶ توانستند بر این مشکلات پیروز شوند و برای این کشورها این امکان فراهم شد تا از نظر قوانین و مقررات و ساز و کار معاملات بورسی در سطح بورسهای توسعه یافته عمل کنند.

۳) در منطقه خاورمیانه و در بین همسایه های ایران، بورس استانبول با سرعت بیشتری در این راستا قدم برداشت و

به شرح زیر است:

- ساختار سازمان و نقش موسسات مسئول در نظام بخشی بر بازارهای اوراق بهادار مانند کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱؛
- قوانین بازارهای اوراق بهادار^۲؛
- نظارت بر بازار^۳؛
- ساختار سازمانهای خودگردان در امور اوراق بهادار^۴؛
- شفافیت اطلاعات و معاملات^۵؛

کشورها قرار گرفته است و بررسیهای جامعی در زمینه مقررات ناظر بر بازار اوراق بهادار، طرز کار و نحوه نظارت بر فعالیتهای بازار صورت گرفته و این بررسیها شامل قوانین و مقررات، دستورعملها، روشها و همچنین مطالعه در زمینه زیربنای اجتماعی و نقش آن در عملکرد بازارهای سرمایه بوده است. در همه این کشورها برای فعال کردن بازار سرمایه یک سری قوانین و مقررات پایه ای تهیه و تصویب شده که مهمترین آنها

جدول شماره ۱

کراچی	استانبول	تهران	
۱۹۲۷	۱۹۸۶	۱۹۶۷	تاریخ تاسیس
۷۴۸	۲۱۰	۲۷۸	تعداد شرکتهای پذیرفته شده (فعال)
۲۰۰	۷۴	۴۵	تعداد موسسات کارگزاری
۲۲	۶۱/۹	۸/۸*	ارزش جاری بازار در پایان سال (به میلیارد دلار) (Market Capitalization)
۴۵	۲۳۰	۴/۳*	متوسط ارزش معاملات روزانه (میلیون دلار)
۲۶۰۰	۲۷۰۰	۵	متوسط تعداد اوراق معاملات روزانه (میلیون سهم)
نیمه مکانیزه	مکانیزه	مکانیزه	سیستم معاملات
روز ۵	روز ۵	روز ۵	روزهای معاملات در هفته
T+۱۰	T+۲	T+۵	روز تسویه معاملات بورس بعد از انجام معاملات روزانه (Trading)
۴ ساعت	۴ ساعت	۲/۵ ساعت	ساعات معاملات روزانه

* نرخ تسعیر برای هر دلار آمریکا ۲۰۰۰ ریال محاسبه شده است.

ارمنستان، قزاقستان، تاجیکستان، قرقیزستان، ترکمنستان، ازبکستان و تل آویو.

۶) هدف از تاسیس فدراسیون مزبور همکاریهای فنی در زمینه یکنواخت کردن قوانین و مقررات تبادل اطلاعات از راه سیستمهای الکترونیک و در نهایت انجام معاملات بین بورسهای منطقه را می توان نام برد. برای رسیدن به هدفهای فدراسیون کمیته های زیر فعال هستند:

● کمیته قوانین و مقررات (به ریاست بورس تهران)

● کمیته فن آوری و ارتباطات (به ریاست بورس استانبول)

۷) تاکنون پیشرفتهای زیادی بویژه در ارتباط با کمیته قوانین و مقررات حاصل شده است و در ارتباط با کمیته فن آوری و ارتباطات به علت آنکه هنوز تعداد زیادی از بورسها از سیستم مکانیزه (رایانه ای) استفاده نمی کنند از این رو پیشرفت در این زمینه کند می باشد. قسمت عمده از هزینه های دبیرخانه فدراسیون توسط بورس استانبول و بقیه آن از محل حق عضویت سالانه اعضا تامین

خود را می گذرانند زیرا به علت پایین بودن تعداد شرکتهای قابل پذیرش و سایر عوامل زیربنایی، بورس فعالی ندارند. در کشور پاکستان سه بورس مستقل در شهرهای کراچی، لاهور و اسلام آباد فعالیت دارند که بورسهای کراچی و لاهور فعالتر و از سابقه بیشتری برخوردارند. در ترکیه فقط بورس استانبول فعال می باشد که از نظر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات روزانه و ارزش جاری بازار به مراتب بالاتر از سایر بورسهای منطقه می باشد.

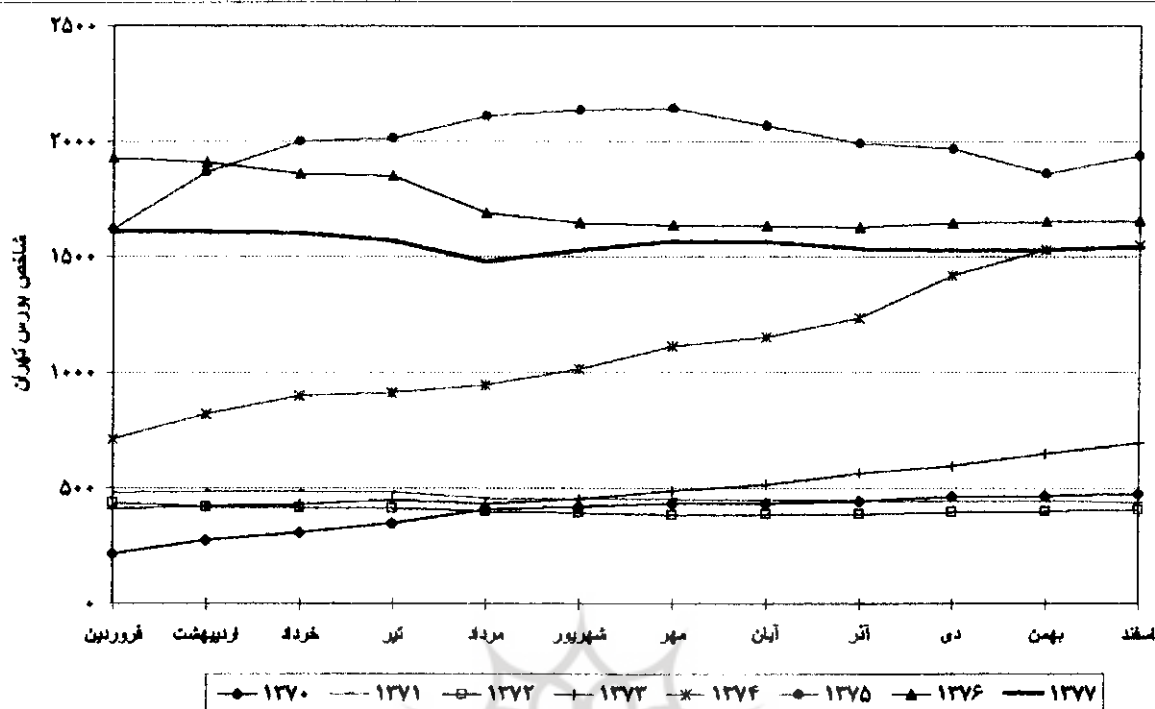
فدراسیون بورسهای منطقه ای آسیا/اروپا

۵) در سال ۱۹۹۵ با پیشنهاد بورس استانبول و با همکاری نزدیک بورس تهران فدراسیون بورسهای منطقه ای^۷ شامل بورسهای اروپای شرقی، خاورمیانه، آسیای مرکزی و آسیای غربی پایه گذاری شد و دبیرخانه فدراسیون در استانبول و اعضای آن در پایان سال ۱۹۹۷ عبارتند از بورسهای استانبول، تهران، اردن، کراچی، لاهور، بنگلادش، چک، اسلواکی، اسلوانی،

کشورهای دیگر از جمله اردن، کویت، عربستان سعودی و عمان در مراحل بعدی قرار دارند. بورسهای اوراق بهادار در پاکستان به علت سابقه طولانی در وضعیت خاصی قرار دارند. متأسفانه بورس تهران به رغم قدمت ۳۰ ساله خود هنوز از نظر داشتن قوانین و مقررات پایه ای با مشکلات فراوان مواجه است و از جهات مختلف از جمله نبود اعتماد سرمایه گذاران، ضعف اطلاع رسانی و شفاف نبودن اطلاعات و معاملات رنج می برد. با آنکه بیش از ۹ سال از تجدید حیات بورس تهران می گذرد، با وجود این هنوز قانون مدون در ارتباط با بازار سرمایه گذار و جایگاه آن در سایر قوانین موجود مشخص نشده است.

بورسهای منطقه خاورمیانه و آسیای میانه
۴) کشورهای پاکستان، ترکیه، کویت، اردن، عربستان سعودی و عمان بازار بورس نسبتاً فعالی دارند و کشورهای آسیای میانه (شمال ایران) نیز در سالهای ۱۹۹۴ و ۱۹۹۵ شروع به تاسیس بورس اوراق بهادار یا بورس کالا کرده اند ولی هنوز مراحل اولیه

نمودار ۱- شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۰ تا پایان اسفند ۱۳۷۷



شرکتها به حدود ۲۳۰ میلیون دلار بالغ شد. طبق آمار موجود در بعضی از روزهای ماه اکتبر سال مزبور جمع رقم معاملات سهام به بیش از ۷۵۰ میلیون دلار در روز نیز رسیده است. گفتنی است میانگین معاملات روزانه بورس استانبول در سال اول تاسیس (۱۹۸۶) حدود ۵۰,۰۰۰ دلار بوده است معاملات بر روی اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار بورس استانبول بسیار فعال است به طوری که میانگین معاملات روزانه این نوع اوراق در سال ۱۹۹۷ حدود ۱/۶ میلیارد دلار بوده است. ضمناً بازار بورس بین‌المللی نیز از اواسط سال ۱۹۹۷ در بورس استانبول شروع به کار کرد و میانگین حجم روزانه این بازار در سال مزبور حدود ۳۲۵,۰۰۰ دلار بوده است. ارزش جاری بازار در پایان سال ۱۹۹۷ در بورس استانبول بالغ بر ۶۱/۹ میلیارد ریال می‌باشد.

(۱۱) معاملات بورس مزبور از سال ۱۹۹۲ با خرید و نصب سخت‌افزار و

بورس استانبول^۸ بورس اوراق بهادار استانبول در سال ۱۹۸۶ فعالیت خود را شروع نموده و تنها بورس در کشور ترکیه می‌باشد و بورس آنکارا قبل از راه‌اندازی بورس استانبول فعال بوده و بعد تعطیل شده است. در بورس استانبول علاوه بر انجام معاملات بر روی سهام شرکتی پذیرفته شده، انواع اوراق بهادار شامل اوراق قرضه شرکتی و موسسات و سازمانهای دولتی و سایر اوراق نیز مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. به موازات راه‌اندازی بورس استانبول قوانین و مقررات پایه‌ای از جمله قانون بازار سرمایه، ساختار بازار سرمایه، ایجاد نهادهای بازار سرمایه، و قانون و مقررات سرمایه‌گذاری خارجی مورد توجه قرار گرفت. در حال حاضر بورس استانبول بزرگترین بورس اوراق بهادار منطقه قلمداد می‌شود.

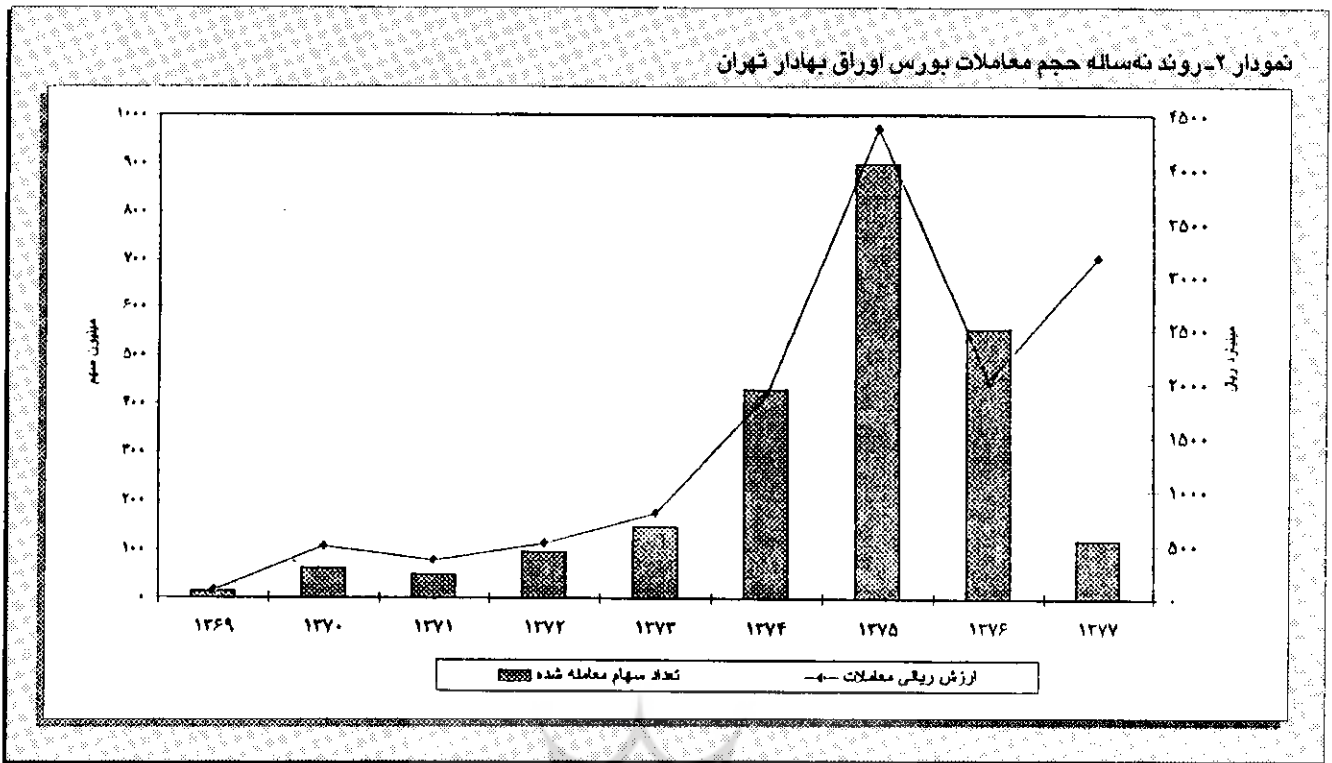
(۱۰) میانگین حجم معاملات روزانه این بورس در طی سال ۱۹۹۷ در مورد سهام

می‌شود. دومین مجمع عمومی سالانه فدراسیون در اکتبر ۱۹۹۶ (مهرماه ۱۳۷۵) در ایران و در شهر اصفهان تشکیل شد و بورسهای کراچی و لاهور (به طور مشترک) مهماندار مجمع عمومی سال ۱۹۹۷ بودند.

ارقام مقایسه‌ای بورسهای استانبول، کراچی و تهران

(۸) در این گزارش ابتدا اطلاعات و ارقام مهم هر یک از بورسهای استانبول و کراچی با بورس تهران مورد مقایسه قرار می‌گیرد (جدول شماره ۱) و سپس خلاصه‌ای از فعالیتهای هر یک از سه بورس به اطلاع خواهد رسید. اطلاعات و ارقام مربوط به بورسهای استانبول و کراچی مربوط به سال مالی منتهی به ماه دسامبر ۱۹۹۷ و در مورد بورس تهران مربوط به پایان اسفندماه ۱۳۷۷ می‌باشد. ضمناً به منظور مقایسه بهتر، ارقام مربوط به بورس تهران برحسب نرخ هر دلار ۳۰۰۰ ریال تبدیل شده است.

نمودار ۲- روند نه ساله حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران



خود تخصیص دهند.

۱۳) هدف از تاسیس تاکاس بانک، نگهداری اوراق بهادار پذیرفته در بورس استانبول، پایاپای وجوه بین کارگزاران، و انجام خدمات جانبی آن از قبیل پرداخت سود به سهامداران شرکتهای بورسی است. پایاپای وجوه بین کارگزاران بورس استانبول به دلیل تشکیل شرکت مزبور و وجود شبکه بانکی مکانیزه پیشرفته در ترکیه بسیار سریع صورت می‌گیرد و در حال حاضر ۲ روز بعد از انجام معاملات در بورس عملیات تسویه حساب صورت می‌گیرد که در اصطلاح بورسی پایاپای وجوه در بورس مزبور $T + 2$ می‌باشد (یعنی ۲ روز بعد از معامله^۹ در بورس) و بورس استانبول در نظر دارد این مدت را به $T + 1$ کاهش دهد.

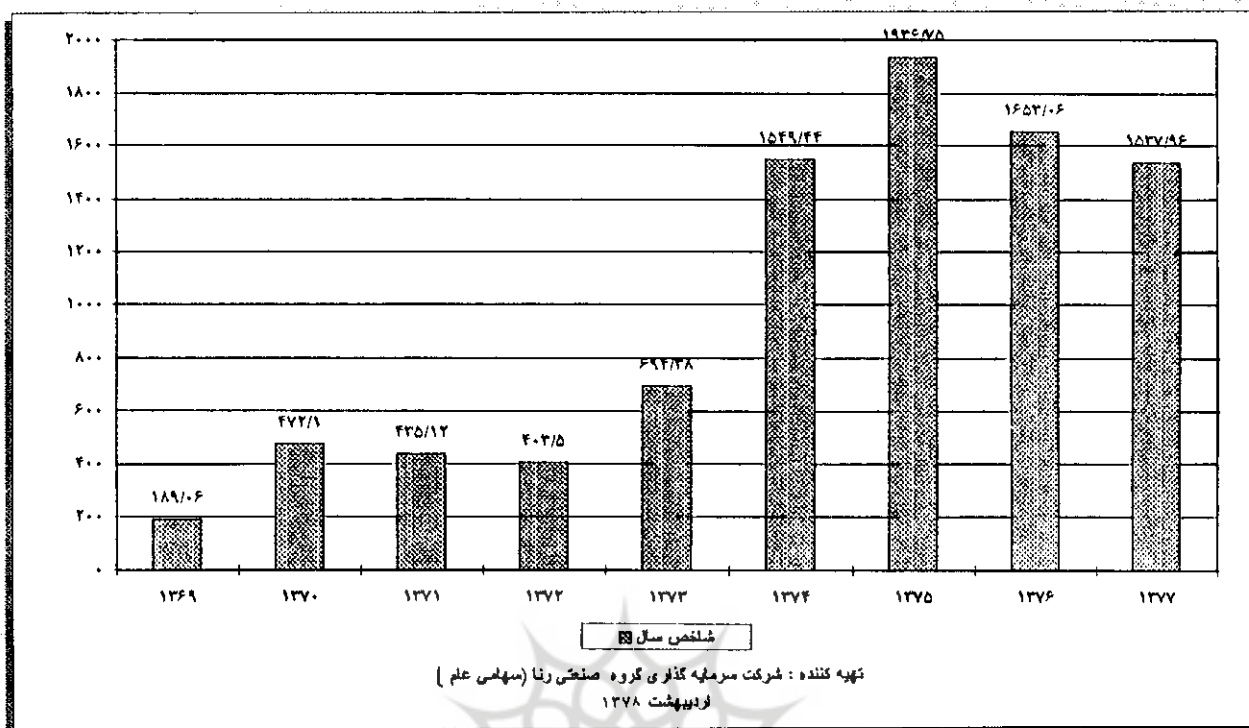
۱۴) وجود قوانین و مقررات پیشرفته و ایجاد ساختار مناسب برای بازار و تاسیس نهادهای قوی نظارت کننده بر بازار سرمایه موجب شده است تا بورس استانبول در ظرف مدت ده سال به بورسهای پیشرفته جهان نزدیک شود. اگر چه حجم معاملات

عملیات مربوط به نگهداری پرتفوی مشتریان را نیز در قبال دریافت کارمزد اضافی به عهده دارند و در واقع انجام این نوع خدمات در افزایش کارایی بورس استانبول بسی تاثیر نبوده است. سهام شرکتهای بورسی در ترکیه به صورت سهام بی نام می‌باشد و تقریباً کلیه سهام در ابتدای ورود به بورس و یا انتشارهای بعدی حاصل از افزایش در سرمایه یکجا به موسسه‌ای بنام تاکاس بانک (TAKAS BANK) که به بورس استانبول وابسته است سپرده می‌شود. در واقع نقل و انتقال معاملات در بورس به صورت فیزیکی صورت نمی‌گیرد، بلکه کلیه اسامی سهامداران شرکتها و خریداران فروشندهگان در رایانه‌های شرکتهای کارگزاری نگهداری می‌شود (نه در رایانه مرکزی بورس استانبول) و در سیستم رایانه‌ای بورس استانبول معاملات روزانه برحسب نام کارگزاران صورت می‌گیرد و کارگزاران پس از انجام خرید و فروش روزانه آنها را وارد سیستم رایانه‌ای خود می‌کنند تا به مشتریان

نرم افزار از خارج، مکانیزه شده است. در پایان سال ۱۹۹۷ بیش از ۷۵ موسسه کارگزاری خصوصی و یا وابسته به بانکها در بورس استانبول فعالیت داشته‌اند و دفاتر تمامی کارگزاران در خارج از سازمان بورس قرار دارند ولی نمایندگان آنها در ساعات معاملات برای انجام معاملات روزانه به بورس مراجعه می‌کنند تا معاملات را با استفاده از پایانه‌های (ترمینالهای) مستقر در سالن معاملات بورس انجام دهند. به علت وجود تجهیزات مخابراتی و ارتباطی پیشرفته در استانبول امکان ارتباط تلفنی دفاتر کارگزاری‌ها که خارج از ساختمان بورس قرار دارند با نمایندگان آنها در محل سالن معاملات بورس فراهم می‌باشد و آنها به این وسیله قادرند آخرین دستورات مشتریان را وارد سیستم رایانه‌ای بورس کنند. هر یک از شرکتهای کارگزاری با توجه به حجم فعالیت‌های آنان از ۲ تا ۵ پایانه (ترمینال) در سالن معاملات استفاده می‌کنند.

۱۲) کارگزاران بورس استانبول علاوه بر انجام عملیات خرید و فروش اوراق بهادار،

نمودار ۳- شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران



روزانه در تالار معاملات بورس صورت می‌گیرد و نمایندگان موسسات کارگزاری برای انجام معاملات روزانه در تالار حضور می‌یابند.

در کشور پاکستان نیز برای پایاپای سهام و وجوه یک شرکت مستقل از مشارکت سه بورس مستقر در پاکستان بنام مرکز تودیع سهام^{۱۲} استفاده می‌نمایند و تمامی فعالیتهای این موسسه مکانیزه می‌باشد و در نظر است به تدریج زمان پایاپای وجوه را که در حال حاضر T+۱۰ مسی باشد کاهش دهند. باید دانست تشنجهای داخلی در پاکستان بویژه در سالهای اخیر موجب شده است تا تعداد شرکتهای پذیرفته شده جدید در بورس کراچی از حدود ۴۰ شرکت در سال به ۳ شرکت در طی سال ۱۹۹۷ کاهش یابد.

بورس کراچی یکی از اعضای فعال فدراسیون بورسهای منطقه‌ای آسیا/اروپا است که شرح آن در این مقاله آمده است و با

می‌شود به دلیل قدیمی بودن بورس و وجود ساختارهای مناسب از بورسهای فعال منطقه (بعد از بورس استانبول) محسوب می‌شود. میانگین معاملات روزانه در بورس استانبول در طی سال ۱۹۹۷ حدود ۴۵ میلیون دلار و توسط حدود ۲۰۰ موسسه کارگزاری انجام گرفته است. ارزش جاری بازار در پایان سال ۱۹۹۷ بالغ بر ۲۲ میلیارد دلار و تعداد شرکتهای پذیرفته شده در تاریخ مزبور حدود ۷۴۸ شرکت بوده است. (۱۶) معاملات در بورس کراچی تا پایان سال ۱۹۹۷ به صورت نیمه مکانیزه یعنی به صورت دستی همراه با رایانه‌های شخصی صورت می‌گرفت و اقداماتی برای مکانیزه کردن سیستم پایاپای سهام و وجوه با کمک یک موسسه کانادایی در سال ۹۷ شروع شد و عملاً از سال ۱۹۹۸ به بهره‌برداری رسیده است و در نظر دارند سرمایه‌گذاری در زمینه مکانیزه کردن کامل سیستم معاملات بورس را نیز شروع کنند. در حال حاضر معاملات

سالانه و ارزش جاری سهام در بورس استانبول قابل مقایسه با بورسهای قدیمی و مهم جهان مانند نیویورک، لندن و توکیو نیست و حتی در حد بورسهای اروپای غربی، مانند بورسهای پاریس، فرانکفورت و آمستردام هم نیست، با وجود این می‌توان گفت در بین بورسهای بازارهای نوظهور^{۱۱} جزو بهترینها می‌باشد.

بورس کراچی

(۱۵) بورس اوراق بهادار کراچی^{۱۱} در دسامبر ۱۹۴۷ تاسیس شد. بورس مزبور یکی از قدیمیترین بورسهای منطقه می‌باشد. در پاکستان علاوه بر کراچی، شهرهای لاهور و اسلام‌آباد نیز بورس مستقل دارند. در بورس کراچی سهام شرکتهای (سهام عادی و ممتاز) مورد معامله قرار می‌گیرند. بورس کراچی به تدریج توسعه یافت و اینک یکی از موسسات بسیار مهم در بازار سرمایه کشور پاکستان محسوب

شرح	۱۳۷۶	۱۳۷۵	۱۳۷۴
محصول ناخالص داخلی	۲۸۰,۳۸۶/۴	۲۲۵,۷۵۷/۲	۱۸۰,۸۰۰/۱
ارزش جاری بازار	۲۷,۱۲۸/۸	۳۱,۱۶۴/۴	۲۱,۴۳۵/۶
درصد اهمیت بازار سهام	۹/۶۸	۱۳/۲۲	۱۱/۸۶
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص	۶۹,۸۹۱/۶	۶۰,۵۳۴/۳	۴۱,۵۱۱
تامین منابع جدید در بازار سهام	۷۰۶/۹	۲,۵۹۰	۱,۹۲۷/۷
درصد اهمیت بازار سهام	۱/۰۱	۳/۲۸	۴/۶۴

ماخذ: گزارش سال ۱۳۷۶ (سازمان بورس تهران)

توجه به اطلاعات موجود و مجموعه نیروی انسانی که در بازار سرمایه پاکستان و بورس کراچی فعالیت دارند از نظر تجربه و تحصیلات در سطح بسیار خوبی قرار دارد و چنانچه مشکلات اقتصادی و سیاسی این کشور حل شود بورس کراچی این توانایی را دارد که بتواند در ردیف بورسهای نسبتاً پیشرفته خاور دور یا استانبول قرار گیرد. طبق قوانین موجود هیچگونه مشکلی برای سرمایه گذارهای خارجی در بورس کراچی وجود ندارد و در معاملات روزانه سرمایه گذاران خارجی نیز می توانند بدون هیچگونه مشکلات و محدودیتهای ارزی، در بورس لاهور سرمایه گذاری کنند.

بورس اوراق بهادار تهران

(۱۹) سابقه مطالعه برای تاسیس بورس اوراق بهادار در ایران به سالهای ۱۳۱۴ و ۱۳۱۵ برمی گردد که قرار بود با کمک کارشناسان بلژیکی بورس اوراق بهادار تاسیس شود ولی در آن زمان به علت نبود زمینه مناسب از جمله نبود شرکتهای سهامی تولیدی فعال و سایر زیرساختهای مناسب و همچنین و شروع جنگ دوم بین الملل این مطالعات ادامه نیافت و مرحله دوم در دهه ۳۰ شروع شد و نیمه کاره رها شد و سرانجام قانون بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۴۵ به تصویب مجلس رسید و فعالیت بورس از بهمن ماه سال ۱۳۴۶ شروع شد. فعالیت بورس تهران از تاریخ تاسیس تا پایان سال ۱۳۷۷ را می توان در سه مرحله تقسیم نمود.

مرحله اول

(۲۰) این مرحله از بهمن ماه ۱۳۴۶ شروع شد و تا بهمن ماه ۱۳۵۷ ادامه داشت و در این دوره بورس تهران زیاد فعال نبود و با آنکه تعداد شرکتهای بورسی در پایان سال ۱۳۵۷ به حدود ۱۰۵ شرکت تولیدی، بانکها و شرکتهای بیمه می رسید ولی جمع

ارزش معاملات در طی این مدت از ۱۵۰ میلیارد ریال تجاوز نمی کرد که حدود ۴۶ میلیارد ریال مربوط به معاملات سال ۱۳۵۶ بوده است و حدود ۵۰ درصد ارزش مجموع معاملات مربوط به سهام شرکتها و ۵۰ درصد بقیه مربوط به اوراق خزانه، اوراق اصلاحات ارضی و سایر اوراق بود. بنابراین می توان گفت به دلایل متعدد از جمله دلایل فرهنگی و همچنین نبود همکاری بین مدیران و سهامداران عمده شرکتهای پذیرفته شده در بورس، بورس تهران در سالهای قبل از انقلاب موفق نبوده است و مدیران شرکتها فقط جهت استفاده از مزایای فعالیت مالیاتی وارد بورس شده بودند.

مرحله دوم

(۲۱) این مرحله از پیروزی انقلاب اسلامی در اواخر سال ۱۳۵۷ شروع شد و تا آبان ماه ۱۳۶۸ (شروع برنامه اول توسعه اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی جمهوری اسلامی ایران) ادامه داشت. در این دوره به علت بروز جنگ تحمیلی و تصویب قوانین مشروحه زیر، بورس تهران نتوانست به کار خود ادامه دهد و با آنکه منحل نشد ولی عملاً فعال نبوده است.

- اجرای قانون حفاظت توسعه صنایع (مصوب تیرماه ۱۳۵۸ شورای انقلاب)؛
- اجرای قانون ملی شدن بانکها (مصوب

خردادماه ۱۳۵۸ شورای انقلاب)؛
● اجرای قانون ملی شدن شرکتهای بیمه (مصوب تیرماه ۱۳۵۸ شورای انقلاب).

با آنکه تصویب و اجرای قوانین مزبور در شرایط زمانی تصویب قانون ضرورت داشته، با وجود این در فعالیتهای بورس اثر مثبت نداشته است.

با تصویب هر یک از قوانین یاد شده انجام معاملات مربوط به سهام مشمول قوانین پیشگفته، در بورس متوقف شد و در نتیجه تعداد شرکتهای درج شده در فهرست نرخهای بورس از ۱۰۵ شرکت تولیدی، بانکها و بیمه به ۵۵ شرکت کاهش یافت. در واقع معاملات بر روی سهام باقیمانده نیز فعال نبوده و سالانه تعداد کمی معامله که بیشتر آن حاصل از نقل و انتقال خانوادگی بود که از سر ناگزیری در بورس صورت می گرفت. با تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا از سال ۱۳۶۲ انجام معاملات اوراق قرضه نیز در بورس متوقف شد.

مرحله سوم

(۲۲) این مرحله از آبان ماه ۱۳۶۸ (همزمان با شروع برنامه اول توسعه اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی و استقرار دولت جناب آقای هاشمی) شروع شد و تاکنون ادامه دارد. استقبال مردم از بورس در این دوره افزایش یافت و تعداد شرکتهای

پذیرفته شده در بورس که بیشتر حاصل اجرای برنامه خصوصی سازی دولت جمهوری اسلامی بوده به ۲۷۸ شرکت افزایش یافت. ضمناً واگذاری های دولت به علت بعضی مشکلات از جمله تصویب قانون واگذاری سهام به ایثارگران و جانبازان و خانواده شهدا که در مردادماه سال ۱۳۷۳ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید کند شده است.

(۲۳) با تصویب تبصره ۳۵ قانون بودجه، خصوصی سازی و واگذاری توسط دولت در حال خارج شدن از رکود می باشد و چنانچه روند واگذاری که در حال حاضر در سازمان گسترش و توسعه صنایع ایران شروع شده در سایر سازمانها و وزارتخانه های دولتی نیز شروع شود امید است که دولت بتواند در یک دوره ۳ تا ۵ ساله تمامی سهام مشمول واگذاری را به بخش خصوصی و مردم واگذار کند. گفتنی است از شروع فعالیت مجدد بورس تا پایان اسفندماه ۱۳۷۷ جمعاً معاملاتی به ارزش ۱۳،۶۶۷ میلیارد ریال در بورس تهران قرار گرفته است که از این رقم مبلغ ۴۲۶۰/۵ میلیارد ریال (معادل ۳۱ درصد) مربوط به واگذاری سهام موسسات دولتی، بانکها و نهادها بوده است.

(۲۴) از نیمه سال ۱۳۷۶ واریزنامه صادراتی نیز در بورس تهران مورد معامله قرار می گیرد و این امر موجب تنوع در اوراق مورد معامله در بورس شده است ولی متأسفانه معامله بر روی اوراق مشارکت شرکتها و سازمانهای دولتی هنوز به طور جدی در بورس شروع نشده است که ضرورت دارد برای تنوع بخشیدن اوراق قابل معامله، این نوع اوراق (بازار اولیه یا بازار ثانویه) در بورس مورد توجه جدی قرار گیرد.

(۲۵) وضعیت بازار سرمایه در اقتصاد ایران از سال ۱۳۷۴ تا ۱۳۷۶ نسبت به ارزش جاری بازار سهام به محصول ناخالص داخلی از ۱۳/۲ درصد در سال ۱۳۷۵ به ۹/۷ درصد در سال ۱۳۷۶ کاهش

یافت. همچنین نسبت تامین منابع مالی جدید در بازار سهام به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در اقتصاد ملی از ۴/۳ درصد در سال ۱۳۷۵ به ۱/۰۱ درصد در سال ۱۳۷۶ کاهش یافت که این نمایانگر کاهش ضریب اهمیت بازار متشکل سرمایه در جریان تامین منابع مالی فعالیتهای اقتصادی است. به هر حال این آمار سهم ناچیز بازار سرمایه ایران در فعالیتهای توسعه ای اقتصاد ملی و لزوم گسترش نقش و جایگاه آن را به خوبی آشکار می سازد. (جدول شماره ۲).

مشکلات بورس تهران

(۲۶) از شروع فعالیت مجدد بورس تهران (آبان ماه ۱۳۶۸) تاکنون پیشرفتهایی در بورس تهران صورت گرفته و فرهنگ سرمایه گذاری در بین خانواده ها گسترش یافته است، به طوری که حدود ۱،۵۰۰،۰۰۰ نفر از مردم در سهام موسسات تولیدی و سرمایه گذاری از راه بورس تهران مشارکت نموده اند و زمینه ای فراهم شده است تا شرکتهای سرمایه گذاری در مراکز استانها و تهران در طی سالهای ۱۳۷۵ و ۱۳۷۶ تشکیل شود تا بتوانند حدود ۱،۴۰۰،۰۰۰ نفر از مردم مراکز استانها را برای سرمایه گذاری جلب کنند. ضمناً بورس تهران این امکان را فراهم کرده است تا سازمانها و موسسات دولتی، بانکها و نهادهای دولتی بتوانند بیش از ۴۲۶۰ میلیارد ریال از سهام خود را از راه بورس به مردم واگذار کنند، از نظر ساختاری خصوصاً تدوین و تصویب بعضی مقررات از جمله آئین نامه انضباطی شرکتهای پذیرفته شده و کارکرد و انتخاب موسسات حسابرسی مورد اعتماد بورس و استفاده از رایانه برای معاملات و فعالیتهای نظارتی در بورس صورت گرفته ولی با وجود این بورس تهران به علت محدودیتهای متعدد نتوانسته است جایگاه واقعی خود را در بازار نوپای سرمایه ایران پیدا کند و حجم معاملات

سالانه بورس و تعداد دفعات معاملات روزانه هیچوقت نتوانست در حد بورسهای نوظهور منطقه و خاورمیانه برسد و میانگین تعداد دفعات معاملات سهام در بورس تهران در دو سال اخیر حدود ۱۰۰۰ معامله در روز بوده است و با این تعداد معاملات روزانه نمی تواند جزو بورسهای فعال به حساب آید. یکی از مشکلات بورس تهران این است که بازار بورس مسیر عادی خود را طی نمی کند و برای سهام در بورس به اندازه کافی عرضه و تقاضا وجود ندارد و به دیگر سخن معاملات در بورس تهران دو طرفه نیست، بنابراین اکثر اوقات قیمتهای سهام در بورس به علت وجود نداشتن عرضه و تقاضای مناسب حالت عادی ندارد.

(۲۷) موارد و مشکلات بورس تهران را می توان به شرح زیر خلاصه کرد:

- نبودن قانون جامع بازار سرمایه؛
- نبود ساختار سازمانی بازار سرمایه و نبود نهاد متولی بازار سرمایه؛
- نبود قوانین و مقررات در زمینه مجازات افرادی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند و در اختیار بازار بورس قرار نمی دهند؛
- استفاده نکردن از استانداردهای پذیرفته شده حسابداری در تهیه اطلاعات مالی شرکتهای بورسی، به عبارت دیگر شفاف نبودن اطلاعات شرکتهای بورسی؛
- نبود تطابق و هماهنگی در قوانین و مقررات موجود در زمینه تجاری و صنعتی با یکدیگر از جمله مغایرت قوانین مالیاتی با قوانین تجارت و کار؛
- مشخص نبودن سیاست کلان در ارتباط با حد سرمایه گذاری بخش خصوصی و نبود قانونی مدون در مورد امنیت سرمایه سرمایه گذاران داخلی؛
- جدی نبودن واگذاریهای سهام شرکتهای دولتی به مردم و بخش خصوصی؛
- نبود تنوع در اوراق بهادار؛
- نبود قانون مالیاتیهای پویا در حمایت از

جدول شماره ۳- آمار معاملات بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۷

شرح	۱۳۶۹	۱۳۷۰	۱۳۷۱	۱۳۷۲	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷
شاخص سال	۱۸۹/۰۶	۳۷۲/۱	۲۳۵/۱۲	۴۰۳/۵	۶۹۴/۲۸	۱۵۲۹/۴۴	۱۹۲۶/۷۵	۱۶۵۳/۰۶	۱۵۲۷/۹۶
ارزش ریالی معاملات (میلیارد ریال)	۶۴	۴۷۸	۳۵۲	۵۱۵	۷۹۳	۱۸۸۰	۴۳۸۱	۲۰۱۷	۳۱۷۰
تعداد سهام معامله شده (میلیون)	۱۳	۶۳	۵۰	۹۷	۱۴۹	۴۳۲	۹۰۲	۵۵۶	۱۲۱۰
تعداد خریداران (هزار)						۱۵۸	۲۰۰	۱۵۰	۱۵۳
تعداد دفعات مبادله (هزار)						۲۹۲	۲۷۵	۲۸۲	۲۸۵

بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس.

نتیجه و پیشنهاد

۲۸) از بررسی عملکرد بورس‌های موفق منطقه و مقایسه آن با بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه می‌رسیم که بورس تهران با مشکلات ساختاری و نبود قوانین و مقررات کارا مواجه است. به رغم آنکه بیش از ۳۰ سال از تاریخ تاسیس و بیش از ۹ سال از تجدید فعالیت بورس تهران می‌گذرد، با وجود این حجم معاملات سالانه بورس از حدود ۲۰۰۰ تا ۴۰۰۰ میلیارد ریال در سال تجاوز نمی‌کند و میانگین تعداد دفعات معاملات روزانه نیز از حدود ۱۰۰۰ معامله در روز بیشتر نمی‌شود و یا جمع ارزش بازار سهام در پایان اسفندماه ۱۳۷۷ کمتر از در حدود ۲۶۵۰۰ میلیارد ریال می‌باشد و همچنین نسبت حجم معاملات سالانه بورس به جمع ارزش بازار بین ۸ تا ۱۲ درصد بوده است (در بورس‌های کارا این نسبت خیلی بالاتر است مثلاً در بورس ترکیه در سال ۱۹۹۷ بیشتر از ۹۰ درصد بوده است).

۲۹) به منظور فعال کردن بورس تهران و سوق دادن منابع مالی پراکنده و پس‌اندازهای کوچک به سوی تولید و بالا

بردن توان تولیدی کارخانه‌ها، باید تمهیداتی فراهم شود تا مشکلات بورس اوراق بهادار تهران که بیشتر جنبه ساختاری و نبود قوانین و مقررات کارا دارد حل شود. تمامی قوانین و مقررات در ارتباط با سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به‌ویژه حمایت از سرمایه‌گذاران جزء، اصلاح شود و به تصویب مراجع قانونی برسد. اصولاً دسترسی سرمایه‌گذاران بورسی به اطلاعات مالی شرکتها یکی از ضروریات برای یک بازار سرمایه می‌باشد و باید مراحل قانونی در نظر گرفته شود تا ضعف اطلاع‌رسانی یا شفاف نبودن اطلاعات شرکتها و همچنین نبود افشای اطلاعات محرمانه که اکنون گریبانگیر بازار نوپای بورس تهران می‌باشد برای همیشه برطرف شود.

۳۰) یکی از مشخصات اصلی بازار بورس اوراق بهادار کارا، جهانی شدن آن است. باید به گونه‌ای حرکت کنیم که سرمایه‌گذاران خارجی، به‌ویژه سرمایه‌گذاران منطقه بتوانند با اطمینان در بورس تهران سرمایه‌گذاری کنند. سرمایه‌گذاران اعم از داخلی و خارجی به بازاری بیشتر اعتماد می‌کنند که از پایه‌ای مستحکم برخوردار باشد و قیمتگذاری اوراق بهادار مورد معامله براساس انصاف و

امانت و پیروی از اصل عرضه و تقاضا صورت پذیرد. چنین صفاتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران تحقق نمی‌یابد، مگر آنکه قوانین و مقررات نظارتی کافی بر تمامی مجموعه بازار بورس از جمله نظارت به عملکرد روزانه مدیران اجرایی بورس مورد توجه قرار گیرد و این نظارت نیز به صورت موثر و با بیطرفی کامل اعمال شود. در نهایت شرایط محیطی جامعه به‌ویژه مناسب بودن وضعیت اقتصادی، سیاسی و اجتماعی در احساس سرمایه‌گذاران و میل آنها به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بی‌تاثیر نخواهد بود.

پی‌نوشت

- 1- Securities Exchange Commission (SEC)
- 2- Regulating securities markets
- 3- Market surveillance
- 4- Self-regulation organizations
- 5- Market transparency
- 6- Asian Development Bank (ADB)
- 7- Federation of Asian/Europe Stock Exchanges (FEAS)
- 8- Stanboul Stock Exchange
- 9- Trading
- 10- Emerging markets
- 11- Karachi Stock Exchange Guarantee Ltd.
- 12- Central Depository of Pakistan Ltd.