

جایگاه بازار سرمایه در کشور و چشم انداز آن

فتح الله تاری

(دکترای اقتصاد، دانشیار دانشکده اقتصاد - دانشگاه علامه طباطبائی)

بنگاه‌ها، مصرف‌کنندگان و دولت با مساله تامین مالی سر و کار دارند. گروه اول بنگاه‌های تولیدی که وجوه مورد تقاضا را برای امور تولیدی به کار می‌برند. گروه دوم مصرف‌کنندگان که برای برآوردن احتیاجات مصرف خود، نیاز به تامین منابع مالی دارند گروه سوم دولت است که برای مخارج و هزینه‌های خود با تامین مالی مواجه است. در طرف دیگر، عرضه‌کنندگان و به عبارت دیگر پس انداز کنندگان قرار دارند که با دو گروه عمده مواجه هستیم. گروه اول شامل افرادی که با فروش اوراق قرضه و سهام، وجوهی به دست آورده و در کارهای تولیدی و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند. گروه دوم نیز در مقابل پرداخت پول، سهام خریداری می‌کند که در واقع پول خود را در سهام سرمایه‌گذاری کرده است.

از مواجهه عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان سرمایه در بازارهای مالی تعادل قابل حصول است. اما از آنجا که یکی از ویژگی‌های اصلی کشورهای در حال توسعه پراکندگی و نابسامانی پس اندازها و سرمایه در بازار مالی است، در اینگونه اقتصادها سرمایه به مسیرهای بهینه تولید هدایت نمی‌شود. به منظور بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آن‌ها به مسیرهای بهینه در این اقتصادها، لزوم بررسی و شناخت این بازارها جهت دست‌یابی به بازارهای مالی کارآمد و قوی بسیار احساس می‌شود.

بازار سرمایه با فراهم آوردن انگیزه‌های قوی برای پس اندازها، تشکیل سرمایه، و سرمایه‌گذاری در مقایسه با دیگر شیوه‌ها، زمینه را برای تجهیز سرمایه‌های داخلی مهیا می‌کند. این بازار در عین حال می‌تواند ابزاری برای جذب سرمایه‌های خارجی باشد. بدین ترتیب در هر اقتصاد آزاد، نقش بازار سرمایه، در تامین نیازهای مالی فعالیت‌های اقتصادی قابل ملاحظه است. ناتوانی در حفظ انسجام این بازار، ساز و کار تخصیص صحیح سرمایه را با مشکل جدی مواجه می‌کند، و در نهایت کاهش رشد اقتصاد را به دنبال دارد. به همین دلایل توجه جدی به بازار سرمایه کشور و تلاش همه جانبه برای گسترش و تعمیق آن، یکی از اولویت‌های

اساسی سند چشم‌انداز برای حرکت به سمت جایگاه سزوار خود در اقتصاد ملی و برنامه چهارم توسعه می‌باشد. که در این مقاله سعی شده با بررسی چالش‌ها و مشکلات این بازار، راهکارهای اجرایی جهت رفع مشکلات آن و دست‌رسی به اهداف سند چشم‌انداز ارائه شود.

مقدمه:

مساله تامین مالی یکی از مسایل مهمی است که هر اقتصادی به نحوی با آن مواجه می‌باشد. به طور کلی سه گروه



مطابق جدول (۱): شاخص قیمت کل سهام که میانگین وزنی نسبت‌های قیمتی سهام با وزنی برابر ارزش سهم در زمان پایه (ارزش اسمی سهام) می‌باشد، طی سال‌های ۸۲-۱۳۷۰ (به جز سال‌های ۷۶ و ۱۳۷۵) از یک روند صعودی برخوردار بوده است. به طوری که شاخص مذکور طی دوره مذکور به طور متوسط سالیانه ۳۰ درصد رشد داشته است.

شاخص بازده نقدی سهام که بیانگر بازده نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری برای سهام ناشی از تقسیم سود بین سهامداران می‌باشد در طول سال‌های برنامه سوم دارای رشد مثبت بوده است. این شاخص طی سال‌های ۱۳۸۰ و ۱۳۸۱ به ترتیب رشدی معادل ۱۳/۸ درصد و ۱۲/۳ درصد داشته است و در سال ۱۳۸۲ با ۶/۱۷ درصد رشد به ۳۹۳۳/۱۶ و در ۱۳۸۳ با ۶/۷ درصد رشد به ۴۱۹۸/۱ درصد رسید.

ارزش جاری بازار بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۲-۱۳۷۰ به طور متوسط سالیانه ۴۲ درصد رشد داشته است. این افزایش بیانگر گسترده شدن حجم بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

ارزش کل مبادلات سهام در بازار بورس تهران با یک روند صعودی طی دوره ۸۳-۱۳۷۰ مواجه بوده است به طوری که طی این سال‌ها به طور متوسط سالیانه ۲۵ درصد رشد داشته است. طی این دوره، ارزش مبادلات سهام در دو مقطع سال‌های ۱۳۷۱، ۱۳۷۶ و ۱۳۸۰ روند کاهشی داشته است. در خصوص سال‌های برنامه سوم این شاخص در سال ۱۳۸۰ دارای رشد منفی ۱۴ درصد بوده است. در سال ۱۳۸۱ با رشد ۱۹۰ درصد مواجه شد. در سال ۱۳۸۲ نیز جهش چشمگیری داشته و با ۱۹۳ درصد رشد به ۶۶۸۶۹/۸ میلیارد ریال رسید. این شاخص در ۱۳۸۳ نیز نسبت به ۱۳۸۲ با ۵۶/۲ درصد رشد به ۱۰۴۲۰۲/۳ میلیارد ریال رسید. به طور متوسط شاخص فوق طی سال‌های ۸۳-۱۳۷۸، ۸۱/۸ درصد رشد داشته است.

تعداد سهام معامله شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۰، ۶۲/۹ میلیون سهم و مربوط به سهام ۱۰۸ شرکت موجود در بازار مذکور می‌باشد. در حالی که تعداد سهام معامله شده در سال ۱۳۸۱، ۴۱۴۵/۴ میلیون سهم و مربوط به ۳۳۶ شرکت عضو بورس می‌باشد. این ارقام نشان می‌دهند، تعداد سهام معامله شده طی دوره یازده ساله مورد بررسی با یک روند صعودی (بجز سال ۱۳۷۶) حدود ۶۵ برابر افزایش یافته است. این امر نیز به نوعی گستردگی حجم و فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران را طی این دوره نشان می‌دهد.

شاخص نسبت فعالیت که سطح مبادله اوراق بهادار را در مقابل اندازه بازار اوراق بهادار اندازه‌گیری می‌کند در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۲-۱۳۷۰ از یک روند باثباتی برخوردار نمی‌باشد در طول سال‌های برنامه نیز رشد شاخص مذکور ادامه یافت به طوری که در سال ۱۳۸۰ با رشدی معادل ۳۴ درصد مواجه شده بود. این رشد در سال ۱۳۸۱ به ۱۰۱ درصد رسید و این روند ادامه یافت تا در سال ۱۳۸۲ با ۱۱/۳ درصد رشد به ۲۱/۵ درصد رسید.

در ۱۳۸۳ رشد شاخص فوق بر خلاف شاخص‌های دیگر با افزایش رشد مواجه بود و با ۲۸/۵ درصد رشد به ۲۷ درصد رسید. در طول سال‌های ۸۳-۱۳۷۸ شاخص فوق به طور متوسط ۱۷/۶ درصد رشد داشته است. شرکت‌های عضو بازار بورس اوراق بهادار تهران از رقم ۱۰۸ شرکت در

بازارهای بورس اوراق بهادار که وظیفه هدایت سرمایه‌ها و پس‌اندازهای پراکنده و ناسامان را به بهینه‌ترین و کارآمدترین مسیرها دارا می‌باشند، به تدریج و در طول تاریخ تکامل خود توانسته‌اند جایگاه اساسی و مهمی را در بازار سرمایه و اقتصاد هر کشور بیابند، طوری که در حال حاضر کمتر کشوری (توسعه یافته و در حال توسعه) را می‌توان یافت که ترکیبی از اجزای سیستم‌های پایه بانکی و پایه اوراق بهادار نداشته باشد. گسترش روزافزون فعالیت بازارهای بورس اوراق بهادار به آنجا رسیده است که در حال حاضر، بخش قابل توجهی از منابع مالی جدید برای سرمایه‌گذاری‌ها که عملاً در قالب تشکیل سرمایه ملی تبلور می‌یابد، با سازوکار بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد.

بازار بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین عامل شکل دهنده بازار سرمایه به کمک شاخص‌هایی نظیر شاخص قیمت سهام، ارزش جاری بازار سهام، ارزش سهام داد و ستد شده، تعداد سهام معامله شده، نسبت فعالیت، پذیرش شرکت‌ها، نسبت ارزش جاری سهام به تولید ناخالص داخلی و عرضه سهام مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد. شاخص‌های مزبور با توجه به نوع استفاده کاربردهای مختلفی دارد که مهم‌ترین آن ارزیابی وضع موجود برای برنامه‌ریزی برای رسیدن به وضع مطلوب است.

عملکرد شاخص‌های اساسی و تحلیل آن در بازار بورس

سال‌های پس از انقلاب و تا پیش از نخستین برنامه پنج ساله توسعه، دگرگونی‌های چشمگیری در اقتصاد ملی پدید آمد که بازار بورس اوراق بهادار تهران را نیز در بر گرفت. نخستین رویداد، تصویب لایحه قانون اداره امور بانک‌ها در سال ۱۳۵۸ توسط شورای انقلاب بود که به موجب آن بانک‌های تجاری و تخصصی کشور در چارچوب ۹ بانک شامل ۶ بانک تجاری و ۳ بانک تخصصی ادغام و ملی شدند. چندی بعد و در پی آن شرکت‌های بیمه نیز در یکدیگر ادغام گردیدند و تحت تملک دولت درآمدند. تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در سال ۱۳۵۸ باعث گردید تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی پذیرفته شده در بورس از آن خارج شوند، به گونه‌ای که تعداد آن‌ها از ۱۰۵ شرکت و موسسه اقتصادی در سال ۱۳۵۷ به ۵۶ شرکت در پایان سال ۱۳۶۷ کاهش یافت.

بدین ترتیب، در طی این سال‌ها بازار بورس اوراق بهادار تهران دوران فترت خود را آغاز نمود که به دلیل تقارن این دوران با پیامدهای پس از جنگ تحمیلی، فضای مناسب جهت تداوم فعالیت‌های بازار بورس تحقق نیافت و این روند تا پایان سال ۱۳۶۷ وجود داشت.

از سال ۱۳۶۸، در چارچوب برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار تهران به عنوان زمینه‌ای برای اجرای سیاست خصوصی‌سازی، مورد توجه قرار گرفت. بر این اساس سیاست‌گذاران اقتصادی در نظر داشتند بازار بورس اوراق بهادار از طریق انتقال پاره‌ای از وظایف تصدی‌های دولتی به بخش خصوصی، جذب نقدینگی و گردآوری منابع پس‌اندازی پراکنده و هدایت آن به سوی مصارف سرمایه‌گذاری، در تجهیز منابع مورد نیاز توسعه اقتصادی و ایجاد انگیزه موثر بخش خصوصی برای مشارکت فعالانه در فعالیت‌های اقتصادی، نقش مهم و اساسی داشته باشد. از اینرو روند شاخص هادر طول

سال ۱۳۷۰ به ۳۸۳ شرکت در پایان سال ۱۳۸۲ رسیده‌اند. روند پذیرش شرکت‌های جدید در طی دوره مورد بررسی با ثبات و افزایشی بوده است. به طوری که در سال ۱۳۸۳ نیز تعداد شرکت‌ها با ۱۰ درصد رشد به ۴۲۲ شرکت رسیده است. این روند نیز گسترش بازار بورس اوراق بهادار تهران طی این دوره را نشان می‌دهد.

نسبت ارزش بازار سهام ایران در سنجش با تولید ناخالص داخلی که به عنوان مهمترین معیار ارزیابی عملکرد بازار سهام به شمار می‌رود از رقمی نزدیک به ۸ درصد در ابتدای دوره مورد اشاره به بیش از ۲۷ درصد در انتهای دوره افزایش یافت. از حیث جهت و اندازه توسعه بازار سرمایه در اقتصاد ایران، این رشد بسیار چشمگیر و درخور توجه بوده است. علاوه بر این، بازده کل سرمایه گذاری روی کل سید سهام در سال ۱۳۸۲ به ۱۳۸/۶ درصد رسید که در سنجش با تورم ۱۶/۶ درصدی اقتصاد ملی، حاکی از ۱۲۲ درصد بازده واقعی مثبت است که بسیار قابل توجه می‌باشد. این رقم در ۵ ساله منتهی به سال ۱۳۸۱، به طور متوسط سالیانه حدود ۳۸ درصد بوده است، و در سنجش با میانگین ۱۶ درصدی تورم در دوره مورد اشاره، نشانگر نرخ ۲۲ درصدی بازده واقعی سرمایه گذاری مردم در بازار سرمایه کشور بوده است. در پی شروع مجدد فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران، در سال ۱۳۷۰ در مقایسه با سال قبل از آن، افزایش چشمگیری هم به لحاظ مبلغ و هم به لحاظ تعداد سهام در فعالیت‌های بازار پدید آمد. این افزایش به ترتیب از نظر مبلغ ۷۳۷ درصد و از نظر تعداد سهام ۳۶۹ درصد بوده است. دلایل عمده افزایش چشمگیر حجم معاملات در سال ۱۳۷۰ به شرح زیر بوده است:

- عرضه سهام در مقیاس بالا از طرف سازمان‌های دولتی
- ورود ۲۹ شرکت جدید به فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
- عرضه سهام به صورت نسبتاً فراگیر در سراسر کشور از طریق شبکه بانکی
- عرضه سهام به کارگران به نرخ‌های ترجیحی بر اساس مصوبه دولت

در سال ۱۳۷۰، سهام ۹۸ شرکت در دفعات مختلف مورد معامله قرار گرفت. اجرای قانون برنامه پنجساله اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مبنی بر فروش سهام کلیه شرکت‌های ملی شده به استثنای صنایع مادر، شرایطی را فراهم نمود تا مکانیزم بازار بورس اوراق بهادار تهران به عنوان اهرم اجرایی سیاست‌های خصوصی سازی کشور مورد استفاده قرار گیرد.

در سال ۱۳۷۱، به علت رکود نسبی که در اقتصاد کشور وجود داشت، بازار بورس اوراق بهادار تهران از رونق مورد انتظار برخوردار نبود. اصولاً رونق و رکود بازارهای سرمایه (از جمله بورس‌ها) ناشی از عوامل مختلفی است که به عنوان مثال می‌توان از سیاست‌های پولی و بانکی، نرخ سود بانکی، تثبیت نرخ ارز، سودآوری و تداوم فعالیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و بالاخره وجود قوانین مناسب به منظور تشویق سرمایه گذاران از جمله قوانین کار، مالیات و تجارت، نام برد. سال ۱۳۷۱ سال دشواری برای بازار بورس اوراق بهادار تهران بود و این امر نه از جهت کاهش آمار معاملات نسبت به سال قبل (۱۳۷۰) بلکه به علت نامشخص بودن عوامل محیطی (که بورس متاثر از آن می‌باشد) و عوامل خاص دیگری که از اختیار بورس،

جدول ۱: عملکرد شاخصهای کلیدی بازار بورس

سال	شاخص بازده شاخص قیمت سهام	شاخص بازده نقدی	تعداد سهام مورد معامله (هزار سهم)	ارزش سهام مبادله شده (میلیارد ریال)	ارزش جاری سهام (میلیارد ریال)	نسبت فعالیت پذیرفته شده در بورس (درصد)	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
۱۳۷۰	۴۷۲	-	۶۲۹۵۰	۴۷۸۳	۲۴۵۹	۲۴/۸	۱۰۸
۱۳۷۱	۴۳۵	-	۴۹۷۶۱	۳۵۲/۱	۲۲۰۷	۱۵	۱۲۱
۱۳۷۲	۴۰۴	-	۹۷۳۳۰	۵۱۵/۷	۲۸۹۲	۲۲/۱	۱۳۷
۱۳۷۳	۶۹۴	-	۱۴۹۲۴۱	۷۹۲/۴	۶۶۶۴	۱۸/۸	۱۴۳
۱۳۷۴	۱۵۴۹	-	۴۲۳۱۴۰	۱۸۸۰/۶	۲۱۴۳۶	۱۴/۵	۱۹۸
۱۳۷۵	۱۹۳۷	-	۸۰۱۷۷۱	۴۳۸۲	۳۱۱۶۴	۱۴/۸	۲۴۶
۱۳۷۶	۱۶۵۳	-	۵۵۶۱۶۲	۲۰۱۷/۶	۲۷۱۲۹	۶/۹	۲۶۳
۱۳۷۷	۱۵۳۸	-	۱۲۰۲۷۴۰	۳۱۱۶/۷	۲۶۵۸۵	۱۲	۲۸۱
۱۳۷۸	۲۲۰۶/۶	-	۱۱۸۱۸۶۴/۷	۵۲۴۳/۶	۴۳۷۴۳/۵	۱۱/۹۹	۲۹۵
۱۳۷۹	۲۹۷۸/۲۶	-	۱۶۸۱۴۹۱/۶	۹۱۷۶/۷	۶۲۴۸۶/۶	۱۴/۶۹	۳۰۶
۱۳۸۰	۳۷۵۸/۷۷	۳۲۹۹/۳۲	۱۷۰۵۵۵۸/۵	۷۸۳۱	۸۱۶۸۱/۷۸	۹/۵۹	۳۱۸
۱۳۸۱	۵۰۶۲/۷۶	۳۷۰۴/۶۵	۴۱۴۵۳۴۷/۸	۲۲۷۷۶/۱	۱۱۷۷۷۲/۹	۱۹/۳۴	۳۳۴
۱۳۸۲	۱۱۳۷۹/۳۷	۳۹۴۳/۱۶	۷۸۷۸۷۹۹/۲۲	۶۶۸۶۹/۸	۳۰۹۶۹۵/۸	۲۱/۵	۳۸۳
۱۳۸۳	۱۲۱۱۳/۰۱	۴۱۹۸/۱	۱۴۲۷۰/۹	۱۰۴۲۰/۲۳	۳۸۷۵۴۷/۲	۲۷	۴۲۲

مآخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران - محاسبات تحقیقی

خارج بوده می‌باشد. که دو نمونه بارز آن عبارت است از:

- الف- کاهش عرضه سهام توسط سازمان‌های عمده عرضه کننده سهام
- ب- کاهش نقدینگی سهام (نسبت فعالیت)

فعالیت‌های بورس اوراق بهادار تهران تا نیمه اول سال ۱۳۷۲ متأثر از رکود ممتد یکسال و نیم قبل از آن بود. از نیمه دوم سال مذکور با کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری در سایر بخش‌های اقتصادی کشور و همچنین تعدیل قیمت سهام، زمینه‌ای فراهم گردید تا جریان منابع مالی به سوی بورس مجدداً آغاز گردد. ولی به علت عدم عرضه کافی

سهام توسط دستگاه‌های دولتی تاثیر چندانی در سیاست‌های خصوصی سازی شرکت‌های دولتی باقی نگذاشت و تنها بازتاب مستقیم آن به صورت افزایش قیمت سهام مشاهده شد.

برنامه‌ریزی‌ها و تمهیداتی که از اواسط سال ۱۳۷۲ در جهت تعدیل قیمت‌ها و افزایش بازده سهام به عمل آمد، اثرات مطلوبی در عملکرد بورس طی سال ۱۳۷۳ گذاشت به طوری که خرید سهام اعم از جزئی و کلی (خرده فروشی و عمده فروشی) با استقبال عامه روبرو شد و از اوایل سال، بورس با انبوه تقاضای خرید سهام از طرف سرمایه‌گذاران و عامه مردم مواجه شد و شاخص قیمت سهام نیز رو به افزایش نهاد. به طوری که شاخص قیمت سهام از ۴۰۳/۵ واحد در پایان سال ۱۳۷۲ به ۶۹۴/۳۸ واحد در پایان اسفند ۱۳۷۳ افزایش یافت. علل اصلی این افزایش عمدتاً مربوط به چهار ماه آخر سال ۱۳۷۳، ناشی از عدم عرضه سهام توسط عرضه کنندگان عمده دولتی، افزایش قیمت شناور ارزهای خارجی و بالاخره تشدید تورم بوده، که مازاد تقاضا نسبت به عرضه سهام را به وجود آورد.

در سال ۱۳۷۴ بازار سرمایه از رویدادهای مثبتی برخوردار گردید که از جمله می‌توان به تشدید روند تاسیس شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام در سراسر کشور اشاره نمود. به طوری که در این سال تعداد ۴ شرکت سرمایه‌گذاری جدید به صورت سهامی عام تاسیس گردیدند که بزرگترین شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهامی عام تاسیس شده در یک سال محسوب می‌شوند. همچنین در سال ۱۳۷۴، اقتصاد ایران به دلیل افزایش سرمایه‌گذاری‌های انجام یافته عمدتاً در بخش دولتی، نسبت به سال گذشته از رشد اقتصادی بیشتری برخوردار گردید.

در ادامه این روند، بازار بورس اوراق بهادار تهران به دلیل تاثیرپذیری از شرایط حاکم بر اقتصاد ملی در سال ۱۳۷۵ با وضعیتی دوگانه روبرو بود. در نیمه نخست، روندهای حرکتی سال پیش از آن همچنان ادامه یافت و شاخص‌های مختلف فعالیت در بازار بورس روندی افزایشی داشت؛ به گونه‌ای که حجم داد و ستد و شاخص قیمت سهام در دوره مزبور به بالاترین حد تمامی سال‌های فعالیت آن رسید. با وجود این، ترکیب ریسک و بازده انتظاری بورس در حدی متعارف و متناسب با وضعیت کلان اقتصادی کشور



با ویژگی‌هایی مانند پیگیری سیاست‌های تثبیت اقتصادی، گرایش شرکت‌ها به تامین منابع مالی از محل آورده‌های نقدی و مطالبات به روز شده سهامداران، کاهش حاشیه سود سهام شرکت‌های تولیدی و صنعتی و پذیره‌نویسی تعداد زیادی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری نوخاسته در سال ۱۳۷۵، تداوم چنین روندی را در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرشش برانگیز می‌ساخت. بدین ترتیب، در نیمه دوم سال، شتاب یک سو به نوسان‌های قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران کند شد و شاخص قیمت سهام از مهرماه تا پایان آن سال به میزان ۹/۶ درصد کاهش یافت.

از آغاز سال ۱۳۷۶، به منظور دستیابی به بازار با ثبات و پایدار و جلوگیری از نوسان‌های قیمتی بی‌رویه ناشی از عوامل اختلال‌زا در بازار، سازمان بورس اوراق بهادار برنامه تثبیت بازار را اجرا نمود. در پی برنامه تثبیت بازار، اقدامات لازم جهت فراهم نمودن بهسازی و طراحی معیارهایی که بتواند اخبار و اطلاعات بازار را به طور شفاف در اختیار سرمایه‌گذاران و فعالان در بازار سرمایه کشور قرار دهد، انجام گرفت و در نهایت برنامه ریزی و ترسیم چشم‌انداز آتی حرکت بازار بورس تهران در دستور کار قرار گرفت، به گونه‌ای که بازار سرمایه ایران برای پیشبرد هدفهای توسعه‌ای اقتصاد ملی نقش مهم‌تر و ارزنده‌تری را ایفا نماید. بر پایه این رویکرد سیاستی، در سال ۱۳۷۶ شتاب کاهش قیمت‌ها به طور قابل توجهی کند شد.

در سال ۱۳۷۷، به کارگیری شیوه‌های موثر تنظیم و نظارت بر بازار با هدف تضمین ایمنی، ایجاد فضای رقابتی سالم، و افزایش قاعده‌مندی و اعتبار فعالیت‌ها در دستیابی به نتایج مثبت به بار نشست در این سال اهمیتی اساسی داشته است. از بین رفتن آثار وضعیت حبابی بر جای مانده از سال‌های پیش، زدودن بی‌اطمینانی حاکم بر بازار بر اثر روندهای حرکتی گذشته، منطقی و شفاف شدن رفتار قیمت‌ها، پدیدار شدن رونق دوباره و نشانه‌های گرایش عام به فعالیت‌های سهامداری، و بازیابی اعتماد عمومی به بازار سرمایه کشور، بیانگر میزان توفیق سیاست‌های در پیش گرفته شده در سال ۱۳۷۷ بود که فرصتی برای تداوم منطقی برنامه‌های مزبور در چارچوب تدوین استراتژی حرکت آتی و ارائه مجموعه طرح‌های توسعه گام به گام بازار سرمایه ایران را فراهم آورد.

در سال ۱۳۷۸ نیز کم و بیش در تمامی سطوح فعالیت بازار مذکور رشد خیره کننده‌ای دیده شد؛ روند سریع بهبود اکثر شاخص‌های فعالیت بورس به ویژه افزایش حجم و ارزش داد و ستد سهام، رشد پر شتاب قیمت‌ها و شاخص‌های سهام، حضور پر تعداد روزانه سهامداران در تالار بورس، افزایش شمار خریداران و سایر تحولات همگی بیانگر رشد و توسعه بازار سرمایه ایران بودند، به طوری که با این تحولات انتظار می‌رفت که این بازار در سال‌های آتی نقش و جایگاه مهمتری را در پیشبرد و توسعه اقتصاد ملی و همچنین در بین بازارهای منطقه‌ای ایفا نماید.

این رشد در سال ۱۳۷۹ هم به صورت خیره کننده و با شتاب بیشتر ادامه یافت. به گونه‌ای که چنین رونقی در تمامی سال‌های فعالیت بازار سهام ایران کمتر به چشم خورده است.

در سال ۱۳۷۹، برآیند فعالیت بازار سهام در ایران به یک بازدهی ۵۹/۸۶ درصدی انجامید^(۱) که در سنجش با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد ملی و تورم ۱۲/۶ درصدی سال ۱۳۷۹، بسیار درخور توجه بوده است. در سال ۱۳۸۰ کم و بیش تمامی نماگرهای سنجش فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران با توجه به تحولات بازار زمین و مسکن و رشد قابل توجه قیمت‌ها در بازارهای جایگزین، نسبت به سال پیش از آن، در سطح بالاتری قرار گرفتند. بازار بورس تهران در این سال همچنان فراهم آورنده بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد ملی به شمار می‌آمد. بازده کل سرمایه‌گذاری بر روی سبد کل سهام بورس در این سال به ۳۶/۳ درصد رسید^(۲) که در سنجش با تورم ۱۱/۵ درصدی اقتصاد ملی، در شمار بالاترین نرخ‌های واقعی مثبت بازده سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران و نیز یکی از پر بازده‌ترین بورس‌های جهان قرار داشته است.

در سال ۱۳۸۱ بازار بورس فعالیت خود را با رونق آغاز نمود. این رونق بر خلاف روند سال‌های گذشته تا اواسط شهریور ماه ادامه یافت. با بررسی شاخص کل در فصل برگزاری مجامع (اواخر بهار و اوایل تابستان) سال ۱۳۸۱ به تدریج رفتار سرمایه‌گذاران تغییر یافته و با وجود آنکه انتظار کاهش نسبی قیمت سهام شرکت‌ها ناشی از تقسیم سود در مجامع عادی متصور بود، لکن عملاً بازار با رفتار دیگری روبرو شد که به ظاهر متناقض با آموخته‌ها و شیوه‌های متداول رفتار سرمایه‌گذاران بود. بدین ترتیب سهام اغلب شرکت‌ها در برخی صنایع خاص نظیر سیمان، کاشی، دارو تجهیزات و صنایع فلزی پس از برگزاری مجامع ۱۳۸۱ با شتاب حیرت‌انگیزی به رشد خود ادامه داده و صف طولی از متقاضیان خرید را برای خود به وجود آوردند. برخی تحولات سیاسی و اقتصادی که تاثیر با اهمیت بر بازار بورس تهران طی این سال داشتند عبارت‌اند از:

● تشدید حملات تبلیغاتی و سیاسی آمریکا علیه ایران، عراق و کره شمالی به گونه‌ای که در این حملات تبلیغاتی بارها صحبت از حمله نظامی به میان آمد که هر یک از این حملات تبلیغاتی با اثرات روانی گسترده به نوع خود برای گریزان نمودن سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از بازار و ایجاد چالش‌های موقتی کافی بود

● تفکیک تابلوی همهانگ بورس تهران به تابلوهای اول، دوم و تابلوی فرعی

● عرضه گسترده سهام متعلق به دولت توسط سازمان خصوصی سازی و سایر شرکت‌های مادر تخصصی

● اعمال کنترل‌های قیمتی در مورد سهام مورد معامله در بورس تهران. اعتماد به نفس بیش‌تر بازار و سهامداران در واکنش به شایعات بود که توانست ۵۳ درصد بازدهی را از خود بر جای گذاشته و نسبت به سال گذشته ۲۰ درصد رشد بازدهی بیشتر داشته باشد.

در سال ۱۳۸۲ با افتتاح تالارهای منطقه‌ای تیریز (۲۲ مهر) و اصفهان (۵ اسفند) تعداد تالارهای منطقه‌ای فعال به ۳ تالار و کل تالارهای بورس با احتساب تهران به ۵ تالار افزایش یافت. در این سال در راستای دسترسی یکسان و عادلانه شرکت‌کنندگان در بازار به اطلاعات ارائه شده از سوی

حوزه‌های نظارتی سازمان، علاوه بر اشکال متعارف انتشار اطلاعات، اطلاع‌رسانی الکترونیک از اولویت ویژه‌ای برخوردار شد. مهمترین اقدامات انجام شده در این قالب را می‌توان در سه گروه اطلاع‌رسانی از طریق سایت ایران بورس، انتشار لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و توسعه نمایشگرهای لمسی دسته‌بندی کرد.

طی ۱۳۸۳، رونق و رکود نسبی بازار، قابل بررسی است. در نیمه اول سال به استثنای دو اکت محسوس شاخص‌ها در ماه‌های اردیبهشت و مرداد ماه، روند حرکت بورس در مجموع متأثر از شرایط ۱۳۸۲ بود و شاخص‌های مختلف با روند افزایشی حرکت می‌نمود به نحوی که حجم داد و ستد و شاخص قیمت سهام در این دوره به بالاترین حد خود در تمامی سال‌های فعالیت بورس رسید.

رونق نیمه اول ۱۳۸۳ به طور عمده ناشی از انتظارات نامتعارف پدیده آمده از عملکرد سال پیش از آن بود. در ۱۳۸۲ فزونی بیش از حد تقاضا بر عرضه سهام و فشار تقاضا برای خرید سهام تعدادی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس منجر به افزایش بی‌رویه و غیراصولی قیمت‌ها گردید. اما بررسی وضعیت حاکم بر بازار، شرکت‌ها و صنایع، و نیز علائم کلان اقتصادی و سیاسی نشان می‌داد که رونق در بازار بورس قابل تداوم نمی‌باشد.

رشد بازده کل سرمایه‌گذاری روی سهام در ۱۳۸۳ حدود ۱۳ درصد بود که در مقایسه با میانگین ۵۰ درصدی دوره پنج ساله منتهی به ۱۳۸۲ و همچنین نرخ تورم ۱۴/۸ درصدی سال جاری بازده قابل توجهی محسوب نمی‌شود.^(۳)

رشد ارزش بازار در سال ۱۳۸۳ بیشتر متأثر از ورود شرکت‌های جدید به بازار و افزایش سرمایه‌های شرکت‌های موجود بوده است. سازمان بورس در خلال ۱۳۸۳، به تاسیس ۱۱ تالار جدید در مناطق مختلف کشور اقدام نموده.

آیین‌نامه‌های اعطای مجوز فعالیت کارگزاری در قالب شخصیت حقوقی و همچنین آیین‌نامه معاملات در سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار در ۱۳۸۳ تهیه و به تصویب شورای بورس رسید. آیین‌نامه اعطای مجوز با هدف منسجم کردن نحوه اعطای مجوز کارگزاری، خدمات کارگزاری، شرایط تداوم فعالیت و چگونگی گزارش‌دهی شرکت‌های کارگزاری تدوین و تصویب و آیین‌نامه معاملات نیز در راستای رفع کاستی‌های موجود در نحوه انجام معاملات اوراق بهادار تدوین و به تصویب رسید.

آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به استناد مواد ۱۷ و ۲۲ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل و نوسازی صنایع کشور و اصلاح ماده ۱۱۳ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی تهیه و در تیر ماه ۱۳۸۳ به تصویب هیئت وزیران رسید. همچنین با هدف قانونمند کردن فعالیت مشاوره و مدیریت دارایی‌های سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای توسط شرکت‌های کارگزاری، آیین‌نامه ارائه خدمات مشاوره و سبدگردانی اوراق بهادار نیز تهیه و به تصویب شورای بورس رسید.

عمده‌ترین دلایل افت شاخص‌های بازار طی نیمه دوم ۱۳۸۳ را می‌توان به شرح زیر نام برد:

● افزایش چشمگیر قیمت‌ها در سال قبل از آن و شکل‌گیری انتظارات غیرمتعارف نسبت به بازدهی در سال جاری،

● کاهش قیمت سهام شرکت‌های سیمان و تولید خودرو،

● عدم رشد شاخص صنعت،

● خروج سرمایه (نقدینگی) ناشی از افزایش سرمایه شرکت‌های عضو بورس از بازار ثانویه به بازار اولیه،

● مباحث مطرح شده در مجلس در زمینه تثبیت قیمت‌ها و کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی و همچنین تصمیمات مجلس در مورد قراردادهای خارجی، حساب ذخیره ارزی، نرخ ارز و ... و در مجموع نگرانی بازار از چرخش سیاست‌ها،

● جذب نقدینگی از طریق انتشار اوراق مشارکت و اجرای طرح‌ها و پروژه‌های جدید از سوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای مالی بزرگ،

● فضای سیاسی حاکم بر منطقه،

● عرضه سهام توسط سازمان خصوصی‌سازی و تغییر قیمت واحدهای دولتی مشمول واگذاری، پس از عرضه در بازار بورس،

● نبود نهادهای بازارگردان در بازار بورس

تاکید بر این نکته ضروری است که بورس اوراق بهادار تنها بخشی از بازار سرمایه کشور است، بنابراین، انتظار نمی‌رود که در نبود بازاری فراگیر و قاعده‌مند برای اوراق بهادار در ایران، یک نهاد فعال بازار دست دوم، بتواند در اقتصاد ایران نقشی همانند بازارهای مشابه در کشورهای توسعه یافته و حتی پاره‌ای از کشورهای در حال توسعه به دست آورد.

عوامل مهم تاثیر گذار بر بورس

به طور کل می‌توان بازار بورس در کشور را متاثر از عوامل زیر دانست:

- رشد نقدینگی در کشور به همراه رکود در بازارهای مسکن، سکه، ارز، اتومبیل یکی از عوامل تاثیر گذار بر بورس است. از این رو در دوره‌ای که در دیگر بازارها رکود ایجاد شده بود انتقال سرمایه‌های مزبور به بازار بورس اوراق بهادار تهران و افزایش سریع تقاضا در مقابل عرضه محدود سهام موجب رشد چشمگیر شاخص قیمت گردید.

- حضور شرکت‌های ضربداری در بازار بورس یکی از موارد دیگر موثر در بازار بورس می‌باشد. به طوری که شرکت‌های بزرگ با ایجاد معاملات چرخشی و خرید و فروش صوری سهام شرکت‌های تابعه باعث تغییرات کاذب قیمت سهام خود در بازار شدند.

- اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید به وسیله شرکت‌ها، همچنین آزاد سازی قیمت در شرکت‌های فعال در بازار که در راستای تعدیل و شفاف سازی قیمت‌ها بود از جمله عواملی است که باعث افزایش قیمت سهام شرکت‌های مزبور شد.

● روند فزاینده ارزش سهام و ایجاد نرخ سود بالا، سبب شد شرکت‌هایی که سهام خود آن‌ها در بورس عرضه می‌شود به سمت معاملات سهام سایر شرکت‌ها روی آورند که این امر موجب شناسایی سود غیر عملیاتی شده و سبب افزایش قیمت سهام در بورس گردید.

● تنگناهای ساختاری و برخی ویژگی‌های نامطلوب بازار سرمایه مانع عملکرد صحیح و مناسب و متناسب با هدف بازار سرمایه می‌شوند. عمق ناچیز بازار یکی از اصلی ترین عوامل حساسیت بازار نسبت به تکانه‌های

وارد شده است. از این رو ورود سرمایه به بازار هر چند اندک می‌تواند بر نسبت مذکور اثر گذاشته و با تحریک بازار منجر به افزایش شاخص‌ها شود. از دلایل گردش نازل بورس، حضور نهادهای مالی قدرتمند دولتی و شبه دولتی است که بخش عمده دارایی‌های خود را غیر فعال نگه می‌دارند. در طول سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ درصد عمده‌ای از سهام متعلق به تأمین اجتماعی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانک‌های بزرگ، سازمان بازنشستگی، بنیاد مستضعفان و نهادهای مشابه، غیر فعال باقی ماند و معامله‌ای صورت نگرفت^(۴) همچنین بسیاری از شرکت‌های خصوصی حاضر در بورس عملاً فعالیتی انجام نداد و به طور عمده با هدف معافیت‌های مالیاتی وارد بازار شده‌اند.

● فقدان یک سیستم نظارتی کاملاً بی طرف و فارغ از منافع شخصی از مشکلات اساسی بازار بود که تحولات و تصمیمات بازار را در اختیار دلالان و واسطه‌گران بازار قرار می‌داد و گاه به نوسانات بازار دامن می‌زد. بازارسازها به عنوان یکی از ارکان اصلی در تئوری مالی مطرح هستند که از طریق خرید و فروش سهام در مواقع لازم مانع نوسانات شدید بازار می‌شوند. فقدان بازارسازها در بورس کشور منجر به تداوم نوسانات می‌گردد و کنترل‌های دستوری را جایگزین دخالت از طریق ابزارهای بازار می‌نماید.

● عدم کارایی و کهنگی قوانین و مقررات نیز مشکل دیگر بازار بورس بود. قوانین بازار بورس مربوط به ۱۳۴۷ و آیین نامه آن مربوط به ۱۳۵۲ بوده است. بازبینی در قوانین و مقررات بازار از جمله ضرورت‌های عملکرد مطلوب بازار بورس شمرده می‌شد که تا حدودی در سال ۱۳۸۴ تحقق یافت.

● دیگر عواملی که می‌تواند به نحوی بر بازار سهام تاثیر بگذارد به صورت زیر می‌باشند:

● انتخابات ریاست جمهوری-کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی- تثبیت قیمت‌ها- نرخ رشد اقتصاد-انرژی هسته‌ای- تعرفه واردات- تغییر در نرخ سوخت-تهدیدهای نظامی-تغییر در نرخ ارز-عرضه اوراق مشارکت- نرخ مالیات نقل و انتقال سهام-عرضه سهام خصوصی-عدم توازن بودجه- قیمت جهانی نفت-برداشت از حساب ذخیره ارزی-تصمیمات اقتصادی مجلس-تحولات داخلی بورس و تصمیمات دبیر کل-تحریم‌های بین المللی

راهبردها و سیاست‌های قابل پیگیری در سند چشم انداز و برنامه چهارم^(۵)

در راستای تحقق اهداف و کارکردهای بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار، یعنی تجهیز و تشکیل سرمایه، تخصیص بهینه منابع، خلق ارزش و ایجاد اشتغال و تسهیل معاملات و افزایش نقدینگی و حرکت بازار سرمایه ایران به سمت جایگاه سزاوار خود در اقتصاد ملی، توجه به سامان یافتگی بازار از نظر فراهم بودن امکان دسترسی برابر به بازار، گسترش مالکیت عمومی، بهبود ساختار مالکیت خانوارها و تقویت طبقه متوسط، ایجاد حداکثر شفافیت و نقدینگی در بازار و اعمال معاملات عادلانه از طریق حاکمیت نیروی بازار و ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی اهمیت ویژه‌ای می‌یابد.

از این دیدگاه، راهبردها و سیاست‌های زیر در طی برنامه چهارم توسعه، قابل پیگیری است:

۱- تدوین رویه‌های قانونمند، شفاف و کارآمد، برای تنظیم و نظارت فعالیت‌های سرمایه‌گذاران، ناشران اوراق بهادار، واسطه‌های مالی، و بازار اوراق بهادار.

۲- تهیه بسترهای لازم برای ایجاد نهادهای مربوط به بازار مالی دست اول و گسترش بازار مالی دست دوم و فراهم کردن قوانین و مقررات مالی لازم.

۳- گسترش سطح پوشش جغرافیایی بورس اوراق بهادار، ایجاد بازارهای تخصصی (بورس کالا) و بازارهای فرعی شامل بازار خارج از بورس.

۴- گوناگون‌سازی ترکیب ریسک و بازده و ایجاد فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، از طریق طراحی و معرفی ابزارهای جدید از قبیل اوراق مشارکت شرکت‌ها، اسناد قراردادهای آتی و سلف (ریالی و ارزی)، برگه‌های مشارکت سبدهای سرمایه‌گذاری، گواهی‌های سپرده و ابزارهای مشتقه.

۵- بسترسازی لازم برای شفاف‌سازی ساختار و فعالیت‌های مالی صندوق‌های تأمین آتیه و نهادهای ارزیابی و رتبه‌بندی مالی.

۶- فراهم آوردن امکان دسترسی عموم به بازار سرمایه از طریق طراحی و راه‌اندازی شبکه ملی داد و ستد الکترونیک اوراق بهادار و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و ساز و کار اجرایی مربوط.

۷- طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و ساز و کار اجرایی لازم برای فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران.

۸- ارتقای جایگاه بین‌المللی بورس اوراق بهادار تهران و ارتباط با بورس‌های جهانی.

ب- اوراق مشارکت

با توجه به ماهیت نحوه انتشار و چگونگی پرداخت سود، این اوراق ابزار نوینی در بازار مالی ایران محسوب می‌گردد.

استفاده از اوراق مشارکت آثاری به دنبال دارد که مهمترین آن‌ها به شرح زیر است:

۱- به طور کلی رونق بازار اوراق مشارکت از دو راه می‌تواند بر مهار تورم کمک کند:

الف) تشویق به افزایش پس‌انداز طریق خرید اوراق مشارکت.

ب) تأمین کسری بودجه از راه اوراق مشارکت دولتی به جای استقراض از شبکه بانکی.

۲- انتشار اوراق مشارکت سهم بخش خصوصی را در تأمین نیازهای مالی فعالیت‌های اقتصادی افزایش می‌دهد.

۳- اگر نظام انتشار و خرید و فروش اوراق مشارکت درست و دقیق طراحی و بر پایه جلب اعتماد مردم نهادینه شود،

بخشی از نیازهای مالی بخش خصوصی و دولتی، به ویژه در فعالیت‌های تولیدی، می‌تواند از این راه تأمین بشود. باتوجه به ریسک کمتر این سرمایه‌گذاری نزد مردم می‌توان نرخ سود آن‌ها را نیز کاهش داد، در نتیجه نیازهای مالی بخش خصوصی با هزینه کمتر برآورده می‌شود.

تنوع‌سازی در اوراق بهادار و اوراق بدهی با نرخ‌های متفاوت سود و سررسیدهای متفاوت در پاسخ‌گویی به علایق مردم و حتی سازمان‌ها و مؤسسات ناشر این اوراق باید در نظر گرفته شود.

۴- رونق بازار اوراق مشارکت باعث خواهد شد که میزان کنترل بانک مرکزی بر جریان پول در بخش‌های مختلف اقتصادی کاسته شود. در بازار سرمایه‌ای که بر منابع مالی مبتنی بر اوراق مشارکت متکی باشد، بخش پولی نمی‌تواند به طور مستقیم میزان جریان وجوه را در بخش‌های مختلف اقتصادی در کنترل خود بگیرد، زیرا بازار سرمایه، قانونمندی‌های ساختاری خاص خود را دارد.

۵- توفیق در انتشار و فروش اوراق مشارکتی که قابل تبدیل به سهام باشد، (موضوع ماده شش قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت)، می‌تواند راه را برای مالکیت هر چند محدود مردم بر واحدها و تاسیسات تولیدی و عمرانی و مانند آن بگشاید و دامنه مالکیت را گسترش دهد.

۶- اوراق مشارکت از جنبه مالی نیز یک ابزار مالی مناسب برای جبران کسری بودجه دولت و نیازهای مالی بخش خصوصی برای تأمین اعتبار پروژه‌هایی است که منابع لازم را ندارند.

۷- غالب طرح‌هایی که انجام آن‌ها متوقف می‌شود به دلیل کمبود منابع است. در بسیاری از موارد فوق، توقف پروژه هزینه بیشتری نسبت به گرفتن اعتبار یا تأمین منابع از طریق اوراق مشارکت دارد.

۸- از آنجایی که تنوع بخشیدن در سرمایه‌گذاری‌ها اصولاً باعث توزیع ریسک و کاهش آن می‌گردد، با متنوع نمودن شرایط این اوراق از نظر مدت، نرخ بازده داخلی طرح‌ها، نرخ‌های سود، انواع مختلف ناشران، وجود تضمین و عدم تضمین بازپرداخت اصل و سود آن‌ها و بالاخره در نظر گرفتن انواع گوناگون امتیازات، می‌توان در عین فراهم آوردن امکان پاسخ‌گویی به سلیق مختلف مردم، آن را در اختیار انواع مختلف سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک پذیری نیز قرار داد.

عملکرد انتشار اوراق مشارکت در ایران

استفاده از ابزار اوراق مشارکت رسماً از طریق طرح نواب در مهرماه ۱۳۷۲ به ارزش ۲۵۰ میلیارد ریال آغاز و به اجرا درآمد و با توجه به تأکید برنامه دوم توسعه مبنی بر استفاده از ابزارهای مالی جدید طی سال‌های بعد نیز تداوم یافت. تا پایان سال ۱۳۷۴ در مورد سه طرح عمرانی مشتمل بر طرح نواب (مرحله دوم)، طرح شهر سالم، طرح‌های بیمارستانی و طرح ثامن (نوبت اول) اوراق مشارکت به مبلغ



بخش دولتی ۸۹/۲ درصد و بخش غیردولتی ۱۰/۵ درصد از کل اوراق منتشره بابت تأمین مالی می باشد.

در طول سال‌های برنامه سوم توسعه تا پایان سال ۱۳۸۳، در مجموع حدود ۴۹۳۶۵ میلیارد ریال اوراق مشارکت جهت تأمین مالی طرح‌ها به وسیله بخش دولتی و غیردولتی منتشر شده که ۹۶ درصد آن معادل ۴۷۴۴۱/۹ میلیارد ریال به فروش رفت. از این مبلغ، ۴۴۲۸۵ میلیارد ریال به وسیله دولت و شرکت‌های دولتی و ۵۰۸۰ میلیارد ریال به وسیله بخش غیردولتی انتشار یافته است. همچنین در این سال‌ها معادل ۷۵۰۵۳/۸ میلیارد ریال اوراق مشارکت در جهت اجرای سیاست‌های پولی و کاهش نقدینگی به وسیله بانک مرکزی منتشر شده که ۸۸/۲ درصد آن به فروش رفت. مبلغ ۵۰۰۰ میلیارد ریال نیز جهت تقویت پایه پولی منتشر و به بانک‌ها فروخته شده که این مبلغ میان هشت بانک تقسیم گردید. سود مربوطه به این اوراق از محل سود بانک‌ها، پرداخت می گردد.

راهکارهای اجرایی در بازار سرمایه الف - بازار بورس

۱- به کارگیری ابزارهای مالی جدید کاربرد پذیر در بازار سرمایه ایران همچون اوراق مشارکت، انتشار برگه گواهی سبد سهام و گواهی فروش متری مسکن به منظور گوناگون سازی ترکیب ریسک و بازده و ایجاد فرصت‌های متنوع سرمایه گذاری با همکاری سایر نهادهای پولی و مالی از جمله بانک‌ها، بیمه‌ها، صندوق بازنشستگی و تأمین اجتماعی.

۲- ایجاد بورس الکترونیکی اوراق بهادار در ایران، به ویژه در ارتباط با فراهم کردن زیر ساخت‌های لازم فنی و استقرار نظام پرداخت الکترونیکی و جوه.

۳- تدوین معیارها و ضوابط شکل گیری و فعالیت طیف گسترده‌ای از واسطه‌های مالی در بازار سرمایه ایران به منظور اعطای حق انتخاب به سرمایه گذاران با همکاری نهادهای مالی زیر مجموعه همه وزارتخانه‌ها.

۴- تنظیم و تکمیل و اجرای دقیق سیستم نظارت بر بازار به منظور پیاده سازی اصول مربوط به منع دستکاری بازار، داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی و فعالیت اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار با همکاری دستگاه قضایی کشور.

۵- تدوین اصول نظارت بر شرکت‌ها از جمله شرکت‌های سرمایه گذاری، صندوق‌های سرمایه گذاری اعتباری و سایر موسسات سرمایه گذاری جمعی و حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار به منظور فراهم کردن بستر قانونی لازم، در چارچوب قانون جدید تجارت.

۶- انجام مطالعات امکان سنجی طراحی و ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس.

۷- تداوم راه اندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی با همکاری دستگاه‌های ذی ربط.

۸- تدوین ضوابط مربوط به ادغام و تصاحب شرکت‌ها در بازارهای مالی ایران در چارچوب لایحه تجارت و قانون بازار اوراق بهادار.

۹- فراهم کردن زمینه های لازم برای اجرای طرح توسعه مالکیت شهروندان ایرانی در راستای توسعه و تعمیق فرهنگ سهام داری و تقویت طبقه متوسط با همکاری همه وزارتخانه‌های ذی ربط که دارای‌های قابل

۸۸/۲ میلیارد ریال منتشر گردید. این اوراق قابل انتقال به غیر بوده و صاحبان آن نسبت به سهم خود در سود حاصل از اجرای طرح شریک هستند. در سال ۱۳۷۵ همانند سال‌های قبل یعنی دو سال گذشته، به منظور تأمین منابع مالی و تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور عمومی و خصوصی از طریق منابع غیربانکی، اوراق مشارکت طرح ثامن (نوبت دوم) و اوراق مشارکت طرح پیکان جدید (نوبت اول) جمعاً به مبلغ ۳۵۰/۶ منتشر گردید. طی سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید و در این سال در خصوص ۴ طرح عمرانی شامل طرح ثامن (مرحله سوم) طرح شهرک‌های جدید پرنده، اندیشه و هشتگرد، طرح پیکان جدید، طرح بازار تبریز و طرح اوراق مشارکت ملی، اوراق مشارکت به مبلغ ۲۴۷۲/۵ میلیارد ریال منتشر گردید.

در سال ۱۳۷۷ بر اساس پیش بینی‌های قانون بودجه، وزارت نیرو اقدام به انتشار ۳۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت نمود. همچنین شرکت پتروشیمی، شرکت داروسازی زکریای تبریز، به ترتیب هر یک معادل ۲۰۰ و ۳۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر نمودند. از محل طرح‌های عمرانی دولت در سال ۷۷ جمعاً ۲۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت و از طریق وزارت معادن مبلغ ۷۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر و در اختیار عموم قرار گرفت.

تا این مقطع از زمان (۱۳۷۶)، عدم تنوع فعالیت‌های مشمول انتشار اوراق مشارکت نتوانسته بر افزایش توان تولید تمامی بخش‌های فعالیت مؤثر واقع گردد و تنها بخش مسکن و ساختمان را متأثر ساخته است.

طی سال ۱۳۷۷ و ۱۳۷۸ از طریق وزارت نیرو ۳۰۰ میلیارد، صنایع پتروشیمی ۲۰۰ میلیارد، در صنعت داروسازی ۵۰ میلیارد و در بخش فولاد تنها ۷۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت جهت گسترش فعالیت‌های تولیدی در بخش‌های مذکور منتشر شد که در مقایسه با ارقام سرمایه گذاری ملی در بخش‌های مذکور قابل مقایسه نیست.

در سال ۱۳۷۹ برای اولین بار اوراق مشارکت جهت تقویت پایه پولی و کاهش نقدینگی انتشار پیدا کرد که با توجه به نرخ سود بالای آن و مدت سر رسید کم مورد توجه قرار گرفت. هر چند که در خصوص نحوه بازپرداخت آن سوال جدی مطرح شد و شبهه عدم تطابق با موازین شرعی پدید آمد. این روند در سال‌های بعد نیز ادامه یافت و در برخی سال‌ها مانند سال ۱۳۸۱ عدم زمانبندی مناسب جهت انتشار این اوراق سبب شد اوراق مذکور به عنوان رقیب اوراق مشارکت جهت تأمین مالی عمل نماید. به طور مثال در سال ۱۳۸۱ انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی با نرخ سود ۱۷ درصد و یکساله همزمان با انتشار اوراق مشارکت وزارت راه با نرخ ۱۵ درصد و پنجساله بود و این امر سبب عدم استقبال مردم از اوراق وزارت راه در این سال گردید.

به طور کل در طی سال‌های (۸۳-۱۳۷۳) کلاً بالغ بر ۵۷۸۴۱/۵ میلیارد ریال اوراق مشارکت جهت تأمین مالی طرح‌های دولتی و غیردولتی به فروش رفت. که ۵۱۶۵۲ میلیارد ریال (۸/۳۸ درصد) به منظور اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت و همچنین شرکت‌های دولتی مصرف گردید و تنها ۶۰۹۶ میلیارد ریال (۵/۴ درصد) از کل این اوراق در ارتباط با اجرای طرح‌های بخش غیردولتی مورد استفاده قرار گرفت. اگر اوراق مربوط به سیاست پولی جداگانه در نظر گرفته شود در این صورت سهم

گرفته شود. این امر موجب کاهش اتکای بخش خصوصی به نظام بانکی و در نتیجه عدم انحراف از میزان تورم پیش بینی شده می گردد.

پی نوشت ها:

- ۱- سازمان بورس اوراق بهادار.
- ۲- همان منبع.
- ۳- سازمان بورس اوراق بهادار.
- ۴- مجله اقتصاد ایران، سال پنجم شماره ۵۴ مرداد ۱۳۸۲ صفحه ۱۲.
- ۵- سند ملی توسعه بازار سرمایه کشور، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور و سازمان بورس اوراق بهادار- سال ۱۳۸۴.

ب- اوراق مشارکت

۱- طرح های مورد نظر برای انتشار اوراق مشارکت دولتی باید طرح های مولد، اشتغال زا، انتفاعی و از همه مهمتر با بازدهی سریع باشد. همچنین باید مشخصات کلی طرح های منتخب از قبیل میزان پیشرفت فیزیکی، بازدهی مورد انتظار، میزان سرمایه گذاری انجام گرفته و مورد نیاز از طریق رسانه های گروهی و جراید به اطلاع خریداران بالقوه برسد.

۲- لازم است با توجه به درجه بندی اوراق از نظر ضمانت، میان اوراق منتشره بخش دولتی و غیردولتی تفاوت لحاظ شود. بدین ترتیب سرمایه گذاران با تمایل به بازدهی کمتر اما بازگشت سرمایه مطمئن به سمت اوراق قرضه و اسناد خزانه دولتی، و سرمایه گذاران با تمایل به بازدهی بیشتر و بازگشت سرمایه تا حدودی نامطمئن (باریسک) به سمت سایر اوراق قرضه، سوق داده می شوند.

۳- باید اولاً طرح هایی مشمول اوراق مشارکت قرار گیرند که دارای بازدهی مناسب و منطقی بوده و حتی المقدور در کوتاه ترین زمان ممکن بازگشت سرمایه گذاری به عمل آمده را محقق می سازند و ثانیاً در شرایط اوراق مشارکت طرح های عمرانی دولت برای مطلوب نمودن شرایط اوراق بخش غیردولتی بازنگری شود.

۴- قیمت واقعی اوراق بهادار باید براساس ساز و کار عرضه و تقاضا در بازار بورس تعیین شود. از اینرو لازم است یک بازار ثانویه ایجاد گردد.

۵- یکی از عوامل تعیین سقف مطلوب اوراق مشارکت طرح های دولتی در هر سال، بودجه کل کشور و بودجه عمرانی دولت می باشد. این درصد با توجه به نرخ رشد سالیانه بودجه های عمرانی دولت می تواند در نظر گرفته شود.

۶- یکی از عوامل موثر در مورد انتشار اوراق مشارکت میزان تورم قابل قبول در کشور در رابطه با هدف کنترل تورم است. لذا به منظور تحقق این امر و عدم انحراف فزاینده از اهداف کمی تعیین کننده لازم است پایه پولی کنترل گردد. از اجزای کنترل پایه پولی، کنترل بدهی دولت به سیستم بانکی و کنترل میزان تسهیلات اعطایی سیستم بانکی به بخش غیردولتی است. از این رو، درصدی از میزان تسهیلات اعطایی پیش بینی شده برای بخش غیردولتی در برنامه پنجساله در هر سال می تواند از طریق انتشار اوراق مشارکت، برای تأمین مالی ناشران اوراق مشارکت بخش خصوصی در نظر

منابع:

- ۱- احمدی، علی، چشم انداز بازارهای مالی، ترجمان اقتصادی، شماره، ۴۳ اسفند ۷۹.
- ۲- آرمان، بهمن، دانستنی های بازار سرمایه، بورس شماره، ۱۹ بهمن، ۱۳۷۸ ص ۴۰-۴۱.
- ۳- ایمانی راد، مرتضی، پدیده های اقتصادی اثر گذار بازار سرمایه، اطلاعات، شماره ۲۲۲۰، خرداد ۸۰، ص ۷.
- ۴- تاری فتح الله و ربیعی امیر عباس، نقش عدم شفافیت بازار سهام بر بازدهی سرمایه گذاران، نشریه اقتصاد مدیریت دانشگاه آزاد- سال ۱۳۸۱.
- ۵- دلیری، یونس، موانع و مشکلات بازارهای مالی در ایران، نامه اتاق بازرگانی، شماره های ۶ و ۷، مهر و شهریور ۷۸.
- ۶- ربیعی، امیرعباس، تاثیر اعلام EPS انتظاری بر بازدهی غیر نرمال بازار سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی، سال ۸۰.
- ۷- ربیعی، امیرعباس، نقش بازارهای مالی در توسعه اقتصادی کشور، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، دفتر اقتصاد کلان، سال ۸۱.
- ۸- ربیعی، امیرعباس، عملکرد بازار بورس کشور ۸۲-۱۳۷۳، سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، دفتر اقتصاد کلان، سال ۸۳.
- ۹- کرمی، ولی، ...، جایگاه و نقش بخش مالی در اقتصاد، تازه های اقتصاد، شماره های ۶۰-۵۷ سال ۷۵.
- ۱۰- سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، گزارش های اقتصادی، سال های ۸۳-۱۳۷۳.
- ۱۱- بانک مرکزی، گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، اداره بررسی های اقتصادی، سال های ۸۲-۱۳۷۳.
- ۱۲- عبده تبریزی، حسین، رویکردی به بازار سرمایه در ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، اردیبهشت ۱۳۸۰.
- ۱۳- متوسلی، محمود، ۱۳۷۳، خصوصی سازی یا ترکیب مطلوب دولت و بازار، موسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی، چاپ اول، سال ۷۳.
- ۱۴- سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، مبانی نظری و مستندات برنامه چهارم توسعه، تابستان ۱۳۸۳.