

بررسی و تحلیل بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در ایران

نویسنده: لی لی متشی*

چکیده

در دهه‌های اخیر، نقش بازار سرمایه و گسترش حجم فعالیت در بازار بورس ارتباط نسبتاً بالایی با روند رشد اقتصادی کشورها داشته است. نقش بازار سرمایه در ایران و تحول آن نیز به عنوان یکی از بازارهای چهارگانه‌ای که تعادل عمومی در اقتصاد را پدید می‌آورد، همواره مطرح بوده است. در این مقاله، بازار سرمایه، به ویژه بازار بورس اوراق بهادار و تحولات آن را تحلیل کرده‌ایم و علت‌های اصلی ایجاد نوسانها در بازار بورس را ارزیابی نموده‌ایم. سپس با توجه به تحلیل‌های انجام شده، برای فاعلتر کردن بازار بورس اوراق بهادار تهران، راهبردهایی متناسب با اوضاع اقتصادی ایران، ارائه داده‌ایم.

۱. مقدمه

بازارهای مالی نقش بسیار تعیین کننده‌ای در توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. در یک پژوهش در مورد ۳۶ کشور توسعه یافته و در حال توسعه، برای دوره ۱۹۸۰-۱۹۸۳، نشان داده‌اند که همواره یک ارتباط مثبت بین نسبت دارایی مؤسسه‌های مالی به محصول ناخالص ملی و تولید سرانه در کشورهای مورد مطالعه وجود دارد. در این مطالعه، گلد اسمیت ثابت کرده است که هرگاه

روند توسعه بازارهای مالی در این کشورها رو به افزایش بوده، رشد اقتصادی نیز روند افزایش سریعتری داشته است (لواین، سپتامبر ۱۹۹۱).

با گذشت بیش از سه دهه از فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران و آغاز فعالیت مجدد آن در سال ۱۳۶۷، به علاوه بروز نوسانهای متعدد در مبادلات بازار، بررسی و تحلیل دقیقتر روند فعالیت در بازار، از ابعاد نظری و عملی، ضروری است.

در این مقاله، بازار سرمایه، و به ویژه بازار بورس اوراق بهادار تهران را از دیدگاه نظری بررسی می‌کنیم و عوامل مؤثر بر حجم فعالیت و شاخصهای کلیدی در ارزیابی روند حرکت در بازار بورس تهران را تحلیل می‌نماییم. در پایان، برای توسعه فعالیت و گسترش حجم معاملات در بازار بورس تهران، به عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه، راهبردهای عملی پیشنهاد می‌کنیم.

۲. بازار سرمایه

به طور کلی، بخش مالی اقتصاد، دو بازار سرمایه و بازار پول را در بر دارد. در بازار سرمایه، واحدهای متقاضی سرمایه، با انتشار اوراق، سرمایه مورد نیاز خود را فراهم می‌کنند. در بازار پول، مازاد نقدینگی افراد و واحدهای اقتصادی، از طریق پس انداز یا سپرده‌های بانکی، در اختیار واحدهای اقتصادی قرار می‌گیرد.

در بازار سرمایه، عرضه و تقاضای سرمایه، نرخ بازدهی سرمایه^۱ را مشخص می‌کند. در بازار پول، از تعادل عرضه و تقاضای پول، نرخ بهره تعیین می‌شود. در بازار پول، با فرض اینکه دولتها عرضه پول را تعیین می‌کنند، تقاضا برای پول، ارتباط میان قیمت پول و تقاضای افراد برای پول را نشان می‌دهد. تقاضا برای پول، به تغییرات در درآمد و همچنین انتظارات افراد نسبت به اوضاع اقتصادی، واکنش نشان می‌دهد. در بلندمدت، نرخ بهره تعادلی وجود دارد که مقدار پول عرضه شده توسط بانک مرکزی را در تعادل با موازنه نقدی قرار می‌دهد. بنابراین، نرخ بهره تعادلی، نرخ بهره‌ای است که عرضه و تقاضای پول، را در بلندمدت به تعادل می‌رساند. البته هر تغییراتی

در میزان عرضه پول سبب ایجاد نوسان در نرخ بهره تعادلی می‌گردد. برای مثال، با افزایش عرضه پول، نرخ بهره جدید در سطح پایین‌تر از نرخ بهره تعادلی قبلی، بازار پول را به تعادل می‌رساند. در بازار سرمایه، حجم سرمایه‌گذاری، تحت تأثیر سه عامل تقاضای سرمایه‌گذاری، پس‌انداز و عرضه سرمایه قرار دارد. تقاضای سرمایه‌گذاری، در ارتباط با تصمیماتی است که صاحبان سرمایه در مورد میزان سرمایه‌گذاری که باید انجام یابد، اتخاذ می‌نمایند. انگیزه پس‌انداز، ناشی از تصمیمات مصرف‌کنندگان در مورد میزان پس‌انداز آنها می‌باشد. عرضه سرمایه در ارتباط با تصمیمات تولیدکنندگان کالاهای سرمایه‌ای است که به چه میزان این کالاها را عرضه نمایند. تصمیمات این سه گروه، از طریق دو عامل نرخ بهره و قیمت کالاهای سرمایه‌ای در بازار سرمایه تلافی می‌کند. اگر بنگاههای اقتصادی، تصمیم به سرمایه‌گذاری و افزایش در میزان سرمایه داشته باشند، ولی این میزان، بیش از میزانی باشد که پس‌اندازکنندگان حاضر به وام‌دهی باشند، نرخ بهره افزایش می‌یابد که این از یک سوی سبب کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری می‌شود، و از سوی دیگر، موجب ترغیب پس‌انداز می‌گردد.

به طور کلی، لازمه کارکرد این سازوکار، یا به سخن دیگر، عملکرد بهینه بازار، وجود کارایی است. در متون اقتصادی، فرضیه بازار کارآمد به معنای این است که قیمت داراییها، منعکس‌کننده تمام اطلاعات لازم باشد. شرط لازم برای این که این اصل برقرار باشد، این است که اطلاعات، هزینه‌های مبادله و همچنین هزینه به دست آوردن قیمتها (که خود در بردارنده اطلاعات لازم است)، صفر باشد. برخی از اقتصاددانان نیز معتقدند که کارایی در بازار، به معنای این است که قیمتها تا زمانی منعکس‌کننده اطلاعات هستند که منفعت نهایی ناشی از به دست آوردن اطلاعات، از هزینه نهایی آن بیشتر باشد.

مفهوم کارایی در بازار سرمایه، بدین معناست که بازار به هر نوع اطلاعات اقتصادی حساس باشد و واکنش نشان دهد. به علاوه، اطلاعات نیز سریعاً و با کمترین هزینه، بین عاملان در بازار انتقال یابد.

به طور کلی، بازار سرمایه، متشکل از بازارهای سهام و اوراق قرضه (بهادار) است.

۲-۱. مبانی نظری بازار سهام

یکی از مؤلفه‌های بازار سرمایه، بازار سهام یا بازار بورس است که عمدتاً با دو انگیزه کاهش در مخاطره (ریسک) ناشی از نقدینگی^۱ و مخاطره ناشی از بهره‌وری^۲ شکل می‌گیرد. مخاطره ناشی از بهره‌وری، یک عامل بازدارنده برای سرمایه‌گذاری در بنگاهها به شمار می‌آید. در مقابل، بازار سهام، این امتیاز را به صاحبان سهام و سرمایه‌گذاران می‌دهد که سرمایه خود را بین شمار بسیار زیادی از بنگاهها و شرکتها توزیع نمایند. تنوع در سرمایه‌گذاری، این امکان را پدید می‌آورد که سطح رفاہ را افزایش دهد، و به علاوه، سبب افزایش منابع سرمایه‌ای بنگاهها می‌شود و رشد اقتصادی را شتاب می‌دهد.

یکی دیگر از انگیزه‌های ایجاد و پیدایش بازار سهام، کاهش مخاطره ناشی از نقدینگی است، بدین معنا که بنگاههای اقتصادی که مواجه با تکانه نقدینگی می‌شوند و تمایل به نقد کردن زودرس سرمایه بنگاه دارند، وارد بازار سهام می‌شوند، و با عرضه سهام، اقدام به گردآوری سرمایه مورد نیاز خود می‌کنند.

بدین ترتیب، بازارهای سهام، از دو طریق به رشد اقتصادی کشور کمک می‌کنند. نخست، از طریق افزایش کارایی بنگاه اقتصادی، به ویژه در مواقعی که بنگاه نیاز به نقدینگی دارد. در این صورت، بنگاه (به جای برداشت از سرمایه)، به عرضه سهم در بازار سهام می‌پردازد. بدین طریق، با افزایش کارایی بنگاه، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد. بنابراین، رشد اقتصادی در کشورهایی که بازار سهام کارآمدی دارند، نسبت به کشورهایی که بازار سهام منسجم ندارند، سریعتر است. دلیل آن، این است که بنگاههای اقتصادی، به جای نقد کردن سرمایه شرکت، اقدام به فروش سهام می‌کنند. دوم اینکه بازارهای سهام از طریق افزایش منابع مالی تخصیص داده شد به بنگاه، رشد اقتصادی را تسریع می‌بخشند. هر قدر منابعی که صرف سرمایه‌گذاری در بنگاه می‌شود بالاتر باشد، نرخ رشد اقتصادی، پایدارتر و سریعتر خواهد بود. به علاوه، اگر بنگاههای اقتصادی به کلی از مخاطره روی گردان باشند، نسبت منابعی که صرف سرمایه‌گذاری در بنگاهها می‌شود، در کشورهایی که دارای بازار سهام هستند، بالاتر است، بنابراین، این روند، رشد اقتصادی را شتاب

بیشتری می‌دهد.

به طور کلی، بازارهای سهام، با افزایش قدرت نقدینگی بنگاه، کاهش مخاطره ناشی از نقدینگی و بهره‌وری و با بهبود کارایی بنگاهها، مشوقی در جهت سرمایه‌گذاری و هدایت منابع به سوی بنگاههای بهره‌ورتر به شمار می‌آیند.

انگیزه سرمایه‌گذاری و فعالیت در بازار سهام، تابعی از نرخ واقعی بازده سرمایه‌گذاری^۱ است و در صورتی که این نرخ، بالاتر از نرخ بهره در دیگر فعالیتهای تجاری باشد، انگیزه داد و ستد در بازار سهام افزایش می‌یابد.

ارزش سهام مورد معامله در بازار سهام، از طریق محاسبه ارزش فعلی جریانهای انتظاری آینده به دست می‌آید. این انتظارات، خود از دو عامل جداگانه تشکیل یافته است:

- بهره مورد انتظار در پایان سال.^۲

- قیمت انتظاری حاصل از فروش سهام که سرمایه‌گذار و سهامدار انتظار دارند در زمان فروش آن را به دست آورند.

بنابراین، ارزش هر سهم، عبارت است از ارزش فعلی جریانهای نقدی انتظاری ناشی از دو عامل فوق، یعنی بازده انتظاری سرمایه‌گذاری اولیه، به علاوه بهره ناشی از فروش سهام، که عبارت است از تفاوت بین قیمت خرید سهام و قیمت فروش آن.

۲-۲. مبانی نظری بازار اوراق قرضه

بازار اوراق قرضه، یکی دیگر از مؤلفه‌های بازار سرمایه است که با هدف گسترش و تقویت بازار سرمایه و در کنار بازار سهام تشکیل می‌گردد. در واقع، انتشار اوراق قرضه، یکی از مهمترین ابزارهای مالی و سازوکارهای اقتصادی تأمین مالی بخش دولتی و خصوصی به شمار می‌آید. در کشورهایی که از این روش استفاده می‌کنند، دولت و همچنین بخش خصوصی، می‌توانند به منظور

۱. نرخ واقعی بازده سرمایه‌گذاری، عبارت است از بهره سهام پس از کسر مالیات به اضافه منفعت سرمایه پس از کسر نرخ تورم.

توسعه ابعاد مالی، اقتصادی خود، به آسانی منابع مورد نیاز خود را از طریق انتشار و فروش اوراق قرضه تأمین نمایند.

به طور کلی، دولتها به دلایل زیر، اقدام به ایجاد و گسترش بازار اوراق قرضه می‌کنند:

- گسترش بازار سرمایه.

- افزایش انگیزه پس‌انداز خصوصی به دلیل بالاتر بودن نرخ بهره این اوراق در مقایسه با برخی موارد جایگزین.

- انتقال بخشی از معاملات بازار غیررسمی و غیرمتشکل به بازار رسمی.

در متون اقتصادی مشهورترین نظریه در مورد اوراق قرضه، نظریه ترجیح نقدینگی توین می‌باشد. بر این اساس، صاحب اوراق قرضه، در زمان خریداری اوراق، انتظار دارد که از دو منبع درآمد کسب نماید (برانسون، ۱۹۸۹). ابتدا از طریق درآمد ناشی از اوراق قرضه، بدین معنا که نرخ بهره تعلق گرفته به اوراق را محاسبه می‌کند، و دوم از طریق منفعت ناشی از سرمایه، و آن در صورتی است که اقدام به فروش اوراق نماید (از طریق تفاوت میان قیمت خرید و فروش اوراق).

بدین ترتیب، نرخ بهره (r) از نسبت درآمد حاصل از اوراق (Y) به قیمت اوراق (P_b) به دست می‌آید.

به بیان دیگر، نرخ بهره، عبارت است از:

$$(۱) \quad r = \frac{Y}{P_b}$$

از معادله (۱) می‌توان قیمت اوراق را به دست آورد:

$$(۲) \quad P_b = \frac{Y}{r}$$

برای مثال، اگر قیمت اوراق ۱۰۰ واحد و درآمد حاصل از آن ۵ واحد باشد، درصد تحقق درآمد انتظاری، ۵ درصد خواهد بود.

اگر g درصد انتظاری ناشی از منفعت سرمایه باشد، یعنی درصد افزایش در قیمت انتظاری فروش اوراق نسبت به قیمت خرید آن، g به صورت زیر خواهد بود:

$$(۳) \quad g = \frac{P_b^e - P_b}{P_b}$$

که در آن، P_b^e قیمت انتظاری حاصل از فروش اوراق در زمان فروش می‌باشد. قیمت انتظاری فروش اوراق P_b^e با نرخ بهره انتظاری (r^e) در ارتباط است، یعنی:

$$(۴) \quad r^e = \frac{Y}{P_b^e}$$

که در آن، r^e نرخ بهره انتظاری است. در این صورت، g یا درصد منفعت انتظاری سرمایه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

$$(۵) \quad g = \frac{r}{r^e} - 1$$

بنابراین، درصد منفعت انتظاری سرمایه برحسب نرخ بهره بازار و نرخ بهره انتظاری به دست می‌آید. برای مثال، اگر نرخ بهره اوراق در زمان حال ۵ درصد باشد و خریدار اوراق انتظار داشته باشد که این نرخ به ۴ درصد برسد، در این صورت:

$$(۶) \quad g = \frac{\%5}{\%4} - 1 = 0/25$$

در حالت کلی، نرخ بازدهی اوراق e ، عبارت است از مجموع نرخ بهره بازار در زمان خریداری اوراق و منفعت سرمایه، یعنی $e = r + g$ و داریم:

$$(۷) \quad e = r + \frac{r}{r^e} - 1$$

۳. بررسی بازار سرمایه در ایران

۳-۱. بازار بورس اوراق بهادار در ایران

سازمان بورس اوراق بهادار، در بهمن ۱۳۴۶، به منظور ایجاد یک بازار رسمی که در آن، خرید و فروش سهام و اوراق قرضه تحت نظارت خاصی صورت گیرد، در تهران دایر گردید. برای بررسی و

تحلیل وضعیت بازار بورس تهران، فعالیت دادوستد در این بازار را می‌توان به دو دوره پیش از پیروزی انقلاب اسلامی و پس از پیروزی انقلاب اسلامی تقسیم نمود.

۳-۱-۱. فعالیت بازار بورس تهران در دوره پیش از انقلاب اسلامی

فعالیت بازار بورس تهران در ۱۵ بهمن ۱۳۴۶ و با انجام معاملات بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز گردید و تا ۲۲ بهمن ماه ۱۳۵۷، در مجموع سهام ۱۰۵ شرکت، بانک، بیمه و همچنین اوراق بهادار دولتی در بازار بورس تهران پذیرفته شد. معاملات انجام شده در بازار بورس، در برخی از سالهای این دوره، عمدتاً بر روی اوراق قرضه، و در برخی سالها، بر روی سهام صورت گرفته است.

به طور کلی، حجم معاملات در بازار بورس تهران، از سال ۱۳۴۶ تا ۱۳۵۰، به ترتیب سالانه به ۱۵/۳، ۱۲۳/۸، ۱۳۳/۴، ۱۲۱/۱، ۳۸۸/۴ میلیون ریال رسید. معاملات در بازار بورس، در سال ۱۳۵۲، نسبت به سال ۱۳۵۱، حدود دو برابر و نیم افزایش یافت. در سال ۱۳۵۲، ۱۵ شرکت تقاضای پذیرش سهام خود را در بازار بورس نمودند که از این تعداد ۱۱ شرکت پذیرفته شدند. در نتیجه، تعداد کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس تا سال مزبور به ۳۴ شرکت رسید.

در سال ۱۳۵۳، حجم معاملات بورس، نسبت به سال پیش از آن، از تحرک و رونق چشمگیری برخوردار گردید و مجموع شرکتهای پذیرفته شده از ۳۴ شرکت به ۴۳ شرکت افزایش یافت. در سال ۱۳۵۴، تعداد ۱۶ شرکت دیگر نیز به جمع شرکتهای پذیرفته شده در بورس افزوده شد. در سال ۱۳۵۵، تعداد کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به ۷۶ شرکت افزایش یافت، و در سال ۱۳۵۶، به ۱۰۲ شرکت رسید که شامل ۲۴ بانک، ۶۹ شرکت تولید، ۴ شرکت بیمه خدماتی و ۵ شرکت توسعه و سرمایه‌گذاری بود.

در سال ۱۳۵۷، از کل معاملات انجام گرفته در بازار بورس، ۴۳/۸ درصد مربوط به سهام بانکها، ۲۰/۳ درصد مربوط به اوراق گسترش مالکیت، ۲۴/۵ درصد مربوط به سهام شرکتهای تولیدی و ۱۱/۴ درصد مربوط به اوراق قرضه دولتی می‌گردید.

به طور کلی، فعالیت بازار بورس در زمینه سوق سپرده‌های بخش خصوصی به سوی فعالیت

شرکتهای تولیدی، در سالهای پیش از انقلاب، توفیق چندانی نداشت، زیرا:

الف) شرکتهای بزرگ، به آسانی، به تسهیلات و اعتبارات بانکی دسترسی داشتند و طبعاً نیازی به تأمین مالی خود از محل بازار بورس نداشتند.

ب) بخش عمده سهام شرکتهای و مؤسسه‌ها و کارخانه‌های بزرگ و بانکها، متعلق به خانواده‌های بزرگ و ثروتمند بود که به منابع بانکی دسترسی داشتند و طبعاً وارد بازار بورس نمی‌شدند و فقط برای استفاده از معافیت‌های مالیاتی، سهام شرکتهای خود را وارد بازار بورس می‌کردند.

ج) عدم آگاهی مردم نسبت به فعالیتهای بازار بورس.

د) عدم اعتماد مردم به سهام شرکتهای خود ناشی از عدم آگاهی آنها از وضع شرکتهای و نیز ناشی از عدم کنترل یا نظارت کافی دولت بر شرکتهای و مؤسسه‌های بخش خصوصی بوده است.

۳-۱-۲. فعالیت بازار بورس تهران در دوره پس از پیروزی انقلاب اسلامی

پس از پیروزی انقلاب اسلامی، فعالیتهای بازار بورس با رکود مواجه شد و کاهش قیمت‌ها از اواخر سال ۱۳۵۷ آغاز گردید. شدت کاهش قیمت‌ها به حدی بود که قیمت بعضی از سهام تا ۵۰ درصد کاهش یافت. در خرداد سال ۱۳۵۸، پس از اعلام ملی شدن بانکها و شرکتهای بیمه، تمام بانکها و شرکتهای بیمه‌ای که سهام آنها در بازار بورس تهران معامله می‌گردید، از بازار بورس خارج شدند. در تیرماه همان سال، به دنبال تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران، تعداد ۸ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس، مشمول "بند الف" قانون مزبور گردیدند و سهام آنها از فهرست نرخهای بورس حذف گردید.

از سال ۱۳۵۹ تا پایان سال ۱۳۶۲، معاملات سهام به طور کلی متوقف گردید، و در سال، ۱۳۶۲، عرضه اوراق دولتی به شدت کاهش یافت. در این سال، با وجود افزایش تقاضای خرید سهام برای برخی از شرکتهای که از وضعیت مالی و سودآوری مناسبی برخوردار بودند، عرضه سهام کافی نبود و در بسیاری از موارد دستورهای خرید نزد کارگزاران بدون اقدام باقی می‌ماند. به علاوه، با وجود افزایش تقاضا، قیمت‌های پیشنهادی برای خرید سهام بسیار پایین‌تر از نرخهای

معامله شده در سالهای قبل بود. و به همین علت، دارندگان سهام، تمایلی به فروش سهام نداشتند. براساس تصمیمات هیأت پذیرش سهام، مبنی بر تعلیق عضویت شرکتهایی که مشمول بند "ج" قانون حفاظت توسعه صنایع ایران شده بودند، ۱۵ شرکت دیگر نیز از فهرست شرکتهای حذف گردیدند، و در نهایت، تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس به ۵۵ شرکت تقلیل یافت. در شهریور سال ۱۳۶۲، به دنبال تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا، معاملات اوراق قرضه دولتی در بازار بورس به طور کلی متوقف گردید. در سال ۱۳۶۳، معاملات بروی سهام ۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس صورت گرفت. در سال ۱۳۶۴، معاملات روی سهام ۳۳ شرکت، و در سال ۱۳۶۵، تنها بروی سهام ۳۷ شرکت تولیدی معاملات صورت گرفت. در سال ۱۳۶۶، معاملات روی سهام ۳۸ شرکت و در سال ۱۳۶۷ معاملات روی سهام ۳۹ شرکت تولیدی صورت پذیرفت. در سال ۱۳۶۷، با پایان یافتن جنگ تحمیلی و تصویب قانون برنامه اول توسعه، تحولی در روند معاملات در بازار بورس ایجاد گردید. بازار بورس اوراق بهادار، به عنوان یکی از عوامل مؤثر در جذب نقدینگی و هدایت آن سرمایه‌ها به سوی فعالیتهای مولد و جلب مشارکت افراد در سرمایه‌گذاری تولیدی تشخیص داده شد و گسترش فعالیتهای آن مورد توجه قرار گرفت.

در سال ۱۳۶۸، حجم معاملات در بورس تهران به ۱۱۱۳۹/۷ میلیون ریال رسید که نسبت به سال پیش از آن، ۱/۱۲۰۴ میلیون ریال افزایش ارزش داشت. معاملات در این سال، روی سهام ۷۲ شرکت تولیدی صورت گرفت. تعداد سهام معامله شده در این سال، در حدود ۴ میلیون سهم بود که این افزایش عمدتاً ناشی از هدفهای برنامه پنجساله اول و سیاست تجهیز و مشارکت بخش خصوصی در فعالیتهای تولیدی بوده است.

از اواسط سال ۱۳۶۹، شاخص قیمت سهام^۱، که بر پایه میانگین معاملات ششماهه دوم سال ۱۳۶۸ قرار دارد، محاسبه و به طور روزانه اعلام گردید. در حالت کلی این شاخص باید نشاندهنده وضعیت کلی اقتصاد کشور باشد. افزایش این شاخص، به معنای رونق و بهبود، و کاهش آن، گویای بحران و رکود می‌باشد.^۲

1. TEPIX (Tehran Price Index)

۲. گفتنی است که برای محاسبه این شاخص، باید اطلاعات کاملی در مورد آخرین تغییرات قیمت‌های سهام و حجم معاملات در بازار بورس در اختیار داشته باشیم.

در سال ۱۳۷۰، روند معاملات در بازار بورس تهران ادامه یافت و معاملات روی سهام ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس انجام یافت. رشد حجم معاملات در این سال، نسبت به سال ۱۳۶۹، برابر ۷۳۷ درصد بوده است. شاخص قیمت سهام نیز از رشدی معادل ۱۱۳ درصد برخوردار بوده است. در این سال، براساس مصوبه هیأت وزیران، واگذاری سهام متعلق به برخی سازمانها و شرکتهای دولتی تحت پوشش، از طریق بازار بورس به عامه مردم در نظر گرفته شد. به همین منظور و در راستای اجرای سیاست خصوصی سازی و بسط مشارکت بخش خصوصی در اقتصاد کشور و در راستای اجرای سیاست خصوصی سازی و بسط مشارکت بخش خصوصی در اقتصاد کشور منطبق با هدفهای برنامه، بانکها و سازمانهای عمومی فعالیت خود را در بازار بورس اوراق بهادار آغاز نمودند.

بازار بورس تهران، در سال ۱۳۷۱، مواجه با نوسان گردید و حجم معاملات نسبت به سال پیش از آن، کاهشی معادل ۵۱/۲۰ درصد از لحاظ تعداد سهام مورد معامله داشت. این کاهش عرضه سهام که عموماً ناشی از عدم عرضه سهام از طرف نهادهای دولتی بود، سبب گردید تا شاخص کل قیمت سهام، کاهشی معادل ۸۶/۳۵ درصد داشته باشد.

در سال ۱۳۷۲، تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس تهران به ۱۵۱ شرکت رسید که از لحاظ درصد تغییرات، از رشدی معادل ۸ درصد نسبت به سال ۱۳۷۱ برخوردار بود. حجم معاملات در این سال، ۷/۵۱۵ میلیارد ریال بود، که نسبت به سال ۱۳۷۱، رشدی معادل ۴۶ درصد داشت.

در سال ۱۳۷۳ نیز حجم معاملات در بازار بورس تهران گسترش یافت. در این سال تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازار به ۱۶۳ شرکت بالغ گردید. حجم معاملات نیز نسبت به سال قبل از رشدی معادل ۵۴ درصد برخوردار بوده است.

در سال ۱۳۷۴، حجم معاملات در بازار بورس گسترش یافت و تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس به ۲۲۱ شرکت رسید که نسبت به سال پیش از آن، رشدی معادل ۲۳ درصد داشت. در این سال، بیش از ۶۰ درصد از کل سهام معامله شده در بازار بورس، متعلق به چهار شرکت سرمایه گذاری بانک ملی، ملی ایران، توسعه صنایع بهشهر و سرمایه گذاری پتروشیمی بود. این شرکتها، در حدود ۳۲ درصد از حجم معاملات در بازار را به خود اختصاص دادند. به طور کلی، حجم معاملات در این سال، از رشد ۱۳۷ درصدی نسبت به سال ۱۳۷۳ برخوردار بود.

براساس گزارش فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار، در سال ۱۹۹۵ (۱۳۷۴ شمسی) بازار

بورس تهران در حدود ۴ درصد از منابع مالی مورد نیاز سرمایه گذاری در کشور را تأمین کرده است.

در سال ۱۳۷۵، روند معاملات در بازار بورس تهران ادامه یافت. حجم کل معاملات در این سال، به ارزش ۴۳۸۱/۸ میلیارد ریال بود که از رشدی معادل ۱۳۳ درصد نسبت به سال پیش از آن برخوردار بود. (جدول ۱).

جدول ۱. حجم معاملات در بازار بورس تهران ۱۳۵۷-۱۳۷۵ (به میلیارد ریال)

سال	کل معاملات	تعداد سهم (هزار سهم)
۱۳۵۷	۳۴/۲۰۵۲	-
۱۳۵۸	۴/۱۰۶۱	-
۱۳۵۹	۰/۵۳۸	-
۱۳۶۰	۰/۴۹۰	-
۱۳۶۱	۰/۵۰	-
۱۳۶۲	۰/۰۰۹	-
۱۳۶۳	۱/۱۶۷۹	۹۸۲/۹
۱۳۶۴	۱/۲۱۱۴	-
۱۳۶۵	۱/۷۳۵۸	-
۱۳۶۶	۱/۶۹۰۲	۵۱۴/۳
۱۳۶۷	۹/۹۳۵۶	۱۸۳۰/۲
۱۳۶۸	۱۱/۱	-
۱۳۶۹	۶۴/۹	۱۳۲۱۴/۳
۱۳۷۰	۴۷۸/۳	۶۲۵۹۳/۸
۱۳۷۱	۳۵۲	۴۹۷۵۶/۴
۱۳۷۲	۵۱۵/۷	۹۷۳۲۸/۳
۱۳۷۳	۷۹۳/۴	۱۴۹۲۳۷/۵
۱۳۷۴	۱۸۸۰/۶	۴۳۲۱۳۸/۶
۱۳۷۵	۴۳۸۱/۷۸	۸۰۱۷۷۸/۸

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵.

۴. شاخصهای ارزشیابی فعالیت در بازار بورس

به طور کلی، برای ارزشیابی فعالیت و حجم معاملات در بازار بورس، شاخصهای زیر، مورد محاسبه و مبنای مقایسه قرار می‌گیرند.

۴-۱. نسبت ارزش جاری سهام^۱

این نسبت، ارزش کل سهام منتشر شده در بازار بورس به محصول ناخالص داخلی (جاری) در کشور را نشان می‌دهد. افزایش این شاخص، به معنای رشد فعالیت در بازار بورس می‌باشد. در ایران، این نسبت، از ۱/۲ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۵/۲ درصد در سال ۱۳۷۳ و ۱۲ درصد در سال ۱۳۷۴ و ۱۷ درصد در سال ۱۳۷۵ رسیده است. روند حرکت این نسبت، نشاندهنده افزایش و گسترش حجم معاملات و رشد بازار بورس تهران می‌باشد. اما در مقایسه با کشورهای نظیر ترکیه و کره جنوبی، نیاز به شتاب بیشتری دارد. آمار نشان می‌دهد که این نسبت برای ترکیه در سال ۱۹۹۳ (۱۳۷۲ شمسی)، ۲۹ درصد و کره جنوبی ۴۱ درصد بوده است (گزارش فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار، ۱۹۹۵).

۴-۲. نسبت ارزش سهام معامله شده به محصول ناخالص داخلی^۲ (نسبت نقدینگی)

نسبت نقدینگی، از تقسیم ارزش کل سهام معامله شده به محصول ناخالص داخلی (جاری) به دست می‌آید. براساس مطالعات بانک جهانی، افزایش این نسبت، نشاندهنده رشد بازار بورس، و بالطبع، رشد اقتصادی در کشور می‌باشد. این نسبت در ایران، از ۰/۴ درصد در سال ۱۳۶۸ به ۰/۹ درصد در سال ۱۳۷۲ و ۱/۱ درصد در سال ۱۳۷۴ و ۲/۲ درصد در سال ۱۳۷۵ بالغ گردیده است. البته این ارقام، در مقایسه با کشورهای از قبیل مالزی، ترکیه و کره جنوبی، نشاندهنده عدم رشد کافی بازار بورس در ایران است. جدول ۲، ارتباط میان نسبت نقدینگی و رشد اقتصادی در تعدادی از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را نشان می‌دهد. همان طور که ارقام جدول نشان می‌دهد، نرخهای رشد بالای محصول ناخالص داخلی، متعلق به کشورهای است که دارای

نسبت نقدینگی بالاتر یا دارای بازار بورس کارآمدتر بوده‌اند.

جدول ۲. نسبت نقدینگی و رشد اقتصادی، ۱۹۷۶-۱۹۹۳

کشورها	محصول ناخالص داخلی	درصد رشد
استرالیا، کانادا، ژاپن، انگلستان، آمریکا	۳/۴	درصد رشد سالانه محصول
برزیل، شیلی، کره، مالزی، هلند	۲/۷۵	ناخالص داخلی
آرژانتین، بلژیک، سوئد، تایلند	۱/۷۵	سرانه، طی دوره ۱۹۷۶-۱۹۹۳
اتریش، نیجریه، نروژ، ونزوئلا، ایران	و کمتر	

مأخذ: Finance & Development (1996).

۴-۳. شاخص ارزش سهام معامله شده به ارزش جاری سهام^۱

این نسبت، سطح مبادله سهام را نسبت به اندازه بازار اوراق بهادار اندازه گیری می‌کند. به سخن دیگر، درجه فعالیت بازار بورس از لحاظ حجم سهام معامله شده در مقایسه با ارزش جاری سهام بالقوه‌ای که توسط شرکتهای عضو بازار بورس منتشر شده است را نشان می‌دهد. هر قدر نسبت فعالیت در بازار بورس بیشتر باشد، این نسبت بالاتر، وبالطبع، رشد اقتصادی هم بیشتر خواهد بود. این شاخص، برای ایران، از ۱۹/۴ درصد در سال ۱۳۷۰ به ۱۷/۸ درصد در سال ۱۳۷۲ و ۱۱/۹ درصد در سال ۱۳۷۳ و ۸/۸ درصد در سال ۱۳۷۴ و ۲۵/۷ درصد در سال ۱۳۷۵ رسیده است. این نسبت، برای مالزی، در سال ۱۹۹۵ (۱۳۷۴ شمسی) در حدود ۲۸ درصد بوده است (فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار، ۱۹۹۵).

۴-۴. تعداد شرکتهای عضو بازار بورس

تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس از ۱۵۱ شرکت در سال ۱۳۷۲ به ۲۲۱ شرکت در سال ۱۳۷۴ و ۲۴۶ شرکت در سال ۱۳۷۵ رسیده است که حاکی از روند روبه افزایش تعداد شرکتهای عضو در بازار بورس تهران است ولی در مقایسه با کشورهای نظیر مالزی، کره جنوبی نیاز به افزایش بیشتری است. در کشور مالزی و کره جنوبی در سال ۱۹۹۳ (۱۳۷۲) تعداد کل شرکتهای عضو بازار بورس به ترتیب رقمی معادل ۲۷۱ و ۳۲۸ شرکت بوده است (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵).

۴-۵. متوسط حجم روزانه معاملات در بازار بورس

براساس مطالعات انجام گرفته توسط فدراسیون جهانی اوراق بهادار میانگین روزانه معاملات سهام در بازار بورس تهران از حدود ۳/۱ میلیون دلار در سال ۱۳۷۴ به ۱۰/۳ میلیون دلار در سال ۱۳۷۵ بالغ گردیده است، که در مقایسه با کشور مالزی با رقمی معادل ۳۵۰/۲ میلیون دلار و کره جنوبی با رقمی معادل ۶۳۲/۹ میلیون دلار رقم بالایی را نشان نمی دهد. براساس رده بندی انجام یافته توسط فدراسیون جهانی اوراق بهادار، ایران در بین ۴۶ کشور مورد مطالعه، در مقام چهل و پنجم قرار دارد (گزارشهای فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار، ۱۹۹۵).

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

۴-۶. شاخص ارزش اوراق بهادار معامله شده

به طور کلی، روند افزایشی این شاخص، نشاندهنده رشد فعالیت و دادوستد در بازار بورس است. محاسبه این شاخص برای ایران، نشان می دهد که حجم معاملات از ۱۱/۱ میلیارد ریال در سال ۱۳۶۸ به ۷۹۳/۴ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۳ و ۱۸۸۰/۶ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۴ رسیده است. روند حجم معاملات در سال ۱۳۷۴، از رشد ۱۳۷ درصدی نسبت به سال ۱۳۷۳ برخوردار بوده است. در مطالعه انجام یافته توسط فدراسیون جهانی اوراق بهادار، از بین ۴۶ کشور دارای بازار بورس، ایران در رتبه چهل و پنجم قرار گرفته است.

براساس مطالعات انجام یافته توسط فدراسیون جهانی اوراق بهادار، در سال ۱۹۹۵ (۱۳۷۴)

شمسی) ایران از لحاظ نسبت درصد ارزش جاری سهام به محصول ناخالص ملی، در بین ۳۷ کشور مورد مطالعه، مقام بیست و پنجم را دارا بوده و از لحاظ نسبت درصد حجم معاملات به محصول ناخالص ملی، در رتبه بیست و چهارم قرار داشته است. براساس این مطالعه، بازار بورس تهران در پایان سال ۱۹۹۵، بیشترین درصد رشد را (معادل ۱۳۷ درصد) نسبت به سال گذشته داشته است (گزارشهای فدراسیون جهانی اوراق بهادار، ۱۹۹۵).

حجم معاملات سهام در بازار بورس در سال ۱۳۷۵ به ۴۳۸۱/۷ میلیارد ریال رسید. این شاخص برای سال ۱۳۷۵، از رشد ۱۳۳ درصدی نسبت به سال ۱۳۷۴ برخوردار بوده است.

۵. بررسی فعالیت بازار بورس تهران در سال ۱۳۷۵

قیمت سهام، همانند سایر کالاها، در بازار بورس، از طریق عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. بدین ترتیب که در ابتدای زمان داد و ستد (روز) بازارسازها^۱ قیمت اولیه سهام را اعلام می‌دارند. البته تعیین این قیمتها^۲ از سوی بازارسازها تابع عوامل متعددی است که یکی از مهمترین عوامل، بررسی تعداد دستورهای خرید انجام نشده^۳ باقیمانده از روز پیش در مورد سهام شرکتهای عضو بازار بورس می‌باشد. پس از اعلام اولیه قیمت انواع سهام توسط بازارسازها، تغییرات عرضه و تقاضا در بازار بورس، روند تغییرات قیمتی سهام را مشخص می‌کند. بنابراین، نوسان قیمت سهام، رونق و رکود در حجم معاملات انجام یافته در بازار بورس امری عادی تلقی می‌شود.^۴

بازار بورس تهران طی شش سال فعالیت مجدد خود مواجه با دوره‌های رونق و رکود متعددی بوده است. البته در برخی سالها این نوسانها شدید و گاه کمتر بوده است. اطلاعات منتشر شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران در مورد شاخص تعداد سهام و همچنین حجم معاملات در بازار بورس تهران، حاکی از نوسانهای شدید حاکم بر بازار در ماههای اخیر می‌باشد. این نوسانها از مهر سال ۱۳۷۵ آغاز شده و ادامه یافته است. براساس این آمار، در ششماه دوم سال ۱۳۷۵،

1. Market Makers

2. Quote

3. Stop Order

۴. به طور کلی، از نوسانهای شدید قیمتی و معاملاتی در بازار بورس، به عنوان تصحیح در روند معاملات بازار (Market Correction) نام می‌برند.

درصد تغییرات شاخص تعداد سهام و همچنین حجم معاملات در بازار، روند منفی را نشان داده است.

عوامل متعددی زمینه ساز ایجاد نوسان در بازار بورس تهران گردیده است. در زیر، به تعدادی از این عوامل اشاره می‌کنیم:

۱. یکی از عوامل مؤثر در این زمینه، روند فزاینده افزایش سرمایه شرکت‌های عضو بازار بورس می‌باشد. در واقع، روند گذشته نشان داده است که رشد بی‌رویه در افزایش سهام برخی شرکت‌های عضو بازار بورس امروز بازار را دچار چنین وضعیتی کرده است. در طی ۱۸ ماه گذشته، شرکت‌های عضو سازمان بورس تهران در حدود ۳۰۰۰ میلیارد ریال افزایش سرمایه به ثبت رسانیده‌اند که به معنای عرضه تقریباً ۳۰ میلیارد ریال سهم جدید به بازار بورس می‌باشد.

۲. از دیگر عوامل، تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری جدید است که عمدتاً نقدینگی موردنیاز خود را از بازار بورس تأمین می‌نمایند. بدین ترتیب که به لحاظ پایین بودن قیمت سهام عرضه شده توسط این شرکت‌ها در مقایسه با قیمت سهام شرکت‌های فعلی عضو بازار بورس، متقاضیان و سهامداران قبلی، تعدادی از سهام قبلی خود را در بازار بورس به فروش می‌رسانند تا بدین طریق به سهام ارزاقیمت این شرکت‌های جدیدالتأسیس دسترسی یابند. براین اساس، از یک سوی، فروش سهام موجود توسط سهامداران سبب افزایش عرضه سهام می‌شود که خود کاهش قیمت این گونه سهام را به دنبال دارد، و از سوی دیگر، ورود سهام شرکت‌های جدیدالتأسیس به بازار بورس، عرضه سهام را افزایش می‌دهد، و به طور کلی، بر بخش عرضه سهام در بازار بورس اثر می‌گذارد.

برای مثال، در مهر سال ۱۳۷۵، بازار بورس اوراق بهادار تهران شاهد عرضه همزمان سهام توسط چهار شرکت بودیم: شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی به ارزش ۳۵۲ میلیارد ریال، شرکت سرمایه‌گذاری صنعت نفت به ارزش ۱۴۰ میلیارد ریال، شرکت سرمایه‌گذاری ساختمان اصفهان به ارزش ۷۰ میلیارد ریال و شرکت سرمایه‌گذاری توسعه آذربایجان به ارزش ۵۰ میلیارد ریال. جمع کل ارزش سهام این شرکت‌ها، بیش از ۶۱۲ میلیارد ریال می‌باشد.

۳. از دیگر عواملی که موجبات نوسانهای شدید در بازار بورس تهران را فراهم آورده است، کاهش سود سرمایه‌گذاری قابل انتظار در بازار بورس اوراق بهادار می‌باشد. این ابهام در انتظارات

بسیاری از سهامداران ایجاد شده بود که نرخ سود سرمایه گذاری در این بازار، نسبت به سایر موارد سرمایه گذاری در کشور بالاتر است، همچنین نرخ بازگشت سرمایه نیز کوتاه مدت تر می باشد، در حالی که سرمایه گذاری در بازار بورس، یک فعالیت نسبتاً بلندمدت تلقی می شود.

۴. از دیگر عوامل زمینه ساز، افزایش قیمت سهام برخی از شرکتهای دولتی است که تا حدود بسیار زیادی، ناشی از کاهش عرضه سهام این شرکتها در بازار بورس تهران است. براساس اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، عرضه سهام این شرکتها، در نیمه دوم سال ۱۳۷۴، در حدود ۲۱/۶ درصد بوده که نسبت به مورد مشابه در سال پیش از آن، کاهش نشان می دهد. این کاهش عرضه، قیمت سهام این شرکتها را در اواخر سال ۱۳۷۴ و اوایل سال ۱۳۷۵ افزایش داده است.

۵. از دیگر عوامل مهم در این زمینه، می توان از عدم تقسیم سود توسط تعداد چشمگیری از شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس تهران نام برد. شاید بتوان یکی از مهمترین دلایل عدم تقسیم سود توسط این شرکتها را ناشی از اعمال سیاست انقباضی از سوی شبکه بانکی دانست. با اجرای این سیاست، در سال ۱۳۷۵، سقف اعطای اعتبارات به واحدها و شرکتهای تولیدی محدودتر شده است.

۶. بازار اوراق قرضه در ایران

در ایران، استفاده از اوراق قرضه در سالهای پیش از انقلاب اسلامی، به عنوان ابزاری برای تأمین منابع مالی مورد نیاز دولت و همچنین مهار نقدینگی، به صورت گسترده ای رواج داشت، به طوری که در سال ۱۳۵۷، میزان انتشار اوراق قرضه دولتی، تقریباً برابر با ۱۷/۷ درصد از حجم کل نقدینگی بوده است. با پیروزی انقلاب اسلامی و تغییر و تحولات مرتبط با نظام بانکداری، به تدریج داد و ستد اوراق قرضه، و به طور کلی انتشار آن، متوقف گردید.

در سال ۱۳۷۳، به دنبال ایجاد تحولات در نظام بانکداری در ایران، دست اندرکاران نظام پولی، اقدام به ارائه ابزار نوینی به نام اوراق مشارکت به جای اوراق قرضه نمودند که ضمن آنکه دارای جنبه ربا ندارد، خریداران آن را نیز در سودهای آتی راه اندازی پروژهها و طرحهای اقتصادی،

اجتماعی در کشور مشارکت می‌دهد.

مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. هدف از انتشار این اوراق، افزایش مشارکت مردم در فعالیتهای اقتصادی و ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و تأمین منابع مالی برای ایجاد، تکمیل و توسعه طرحهای سرمایه‌گذاری از محل منابع غیربانکی بوده است. استفاده از این اوراق، از نیمه دوم سال ۱۳۷۳ آغاز شد و با توجه به تأکيدات انجام گرفته در قانون برنامه دوم توسعه نسبت به استفاده از ابزارهای پولی جدید (فروش اوراق مشارکت) در سالهای ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ نیز ادامه یافت. اوراق مشارکتی که در سال ۱۳۷۴ انتشار یافت، مربوط به طرحهای سرمایه‌گذاری آپارتمان سازی نواب، راهسازی شهرسالم، طرحهای بیمارستانی (براساس تبصره ۳۹ قانون بودجه سال ۱۳۷۵)، طرحهای دانشگاهی (تبصره ۳۹ قانون بودجه سال ۱۳۷۵)، طرح بازسازی و نوسازی شهر مقدس مشهد (تبصره ۸۵ قانون برنامه) و طرح عمران چند شهر جدید می‌باشد. ارزش اوراق مشارکت منتشر شده، به ۳۵۰ میلیارد ریال رسید. مدت اوراق مشارکت مربوط به طرح نواب ۴ سال، طرح شهرسالم ۲/۵ سال و طرحهای بیمارستانی ۵ سال تعیین شده است. این اوراق قابل معامله در بازار بورس بوده^۱ و صاحبان آن به نسبت سهم خود در سود حاصل از اجرای طرح شریک هستند. سود مورد انتظار اوراق منتشر شده حدود ۲۵ درصد برآورد شده است که به صورت علی‌الحساب، هر شش ماه یک بار، بر مبنای ۲۰ درصد در سال بین خریداران این اوراق توزیع می‌شود.

اوراق مشارکت مربوط به طرح آپارتمان سازی نواب که در سال ۱۳۷۳ منتشر شد، مورد استقبال عموم قرار گرفت. میزان این اوراق مشارکت، معادل ۷۵ میلیارد ریال بوده است. شاید بتوان یکی از دلایل موفقیت انتشار و توزیع این اوراق را رونق نسبی خرید و فروش آپارتمان در سال ۱۳۷۳ دانست. اما انتشار مجدد این اوراق در سال ۱۳۷۴، به مبلغ ۷۵ میلیارد ریال، با استقبال چندانی مواجه نشد.

اوراق مشارکت مربوط به طرح راهسازی شهرسالم، در سال ۱۳۷۴، با ضمانت بانک ملی و

۱. ارزش کل اوراق مشارکت معامله شده در سال ۱۳۷۵، در بازار بورس اوراق بهادار تهران، در حدود ۶۳۸/۷ میلیون ریال بوده است.

شهرداری منتشر گردید. این اوراق، مربوط به پروژه ایجاد راههای منتهی به شهر ری قرار دارد. ارزش این اوراق، معادل ۷۰ میلیارد ریال بود، ولی چون استقبال چندانی از آن صورت نگرفت، بخشی از این اوراق را بانک ملی خریداری نمود.

اوراق مشارکت مربوط به طرحهای بیمارستانی، در سال ۱۳۷۴، با ضمانت و کارگزاری بانک مسکن منتشر گردید. ارزش این اوراق به مبلغ ۳۰ میلیارد ریال بود که حدود نیمی از آن به فروش رسید. در خصوص اوراق مشارکت مربوط به ایجاد مراکز دانشگاهی، وزارت مسکن و شهرسازی برای تکمیل پروژه‌های دانشگاهی اقدام به انتشار اوراق مشارکت نمود، ولی به دلیل نبود دلایل توجیهی، این اوراق منتشر نگردید.

اوراق مشارکت طرح بازسازی و نوسازی مرکز شهر مقدس مشهد (ثامن)، در سال ۱۳۷۴، با ضمانت و کارگزاری بانک صادرات منتشر شد. ارزش این اوراق، معادل ۸۰ میلیارد ریال پیش‌بینی شده که تا کنون ۲۵ میلیارد ریال آن منتشر شده و مورد استقبال عموم نیز قرار گرفته است. اوراق مشارکت مربوط به طرح عمران چند شهر جدید، برای ایجاد چند شهر، از جمله هشتگرد و پردیس طراحی شده است. پیش‌بینی می‌شود که این اوراق با کارگزاری بانک مسکن صادر شود و وزارت امور اقتصادی و دارایی، بازخرید اوراق مزبور و سود آن را تضمین نماید.

۷. جمع‌بندی و پیشنهادها

در یک بازار سرمایه کارآمد، قیمت‌ها منعکس‌کننده تمام اطلاعات لازم و در دسترس است. لازمه تحقق این شرط، انتقال سریع اطلاعات در مورد شاخصهای کلان اقتصادی و با کمترین هزینه در بازار سرمایه می‌باشد. یک مطالعه تجربی در مورد بازار بورس نیویورک، نشان داده است که قیمت سهام شرکت‌هایی که طی ۳ تا ۵ سال روند نزولی داشته‌اند، مربوط به شرکت‌هایی بوده که دارای درآمدهای پایین بوده‌اند. برعکس، سهام قوی در این دوره متعلق به شرکت‌هایی بوده که دارای درآمدهای بالایی بوده‌اند. در واقع، علت اصلی این نوسانهای بسیار شدید قیمت‌ها، واکنش بازار نسبت به اطلاعات خوب و بد شرکت‌ها می‌باشد. زمانی که اطلاعات اقتصادی در خصوص شاخصهای اصلی اقتصادی و همچنین وضعیت مالی شرکت‌ها سریعتر و با وقفه زمانی کمتر در بازار

انتقال یابد، می توان سرعت واکنش قیمت سهام را اندازه گیری کرد. به بیان دیگر، کارایی در بازار سرمایه، ارتباط تنگاتنگ با سرعت انتقال اطلاعات در بازار دارد. به طور کلی، قیمت سهام باید نسبت به اطلاعات در مورد تصمیمگیری به سرمایه گذاری، تغییرات در میزان عرضه و تقاضای سهام و تغییرات در ساختار سرمایه بسیار حساس باشد و سریعاً واکنش نشان دهد.

بازار بورس تهران، به منظور گسترش بازار سرمایه و فعال شدن آن در کنار بازار پول در کشور، در سال ۱۳۴۶ دایر گردید. به طور کلی، عملکرد بازار بورس از زمان تأسیس تا کنون، به دلیل نبود زمینه های اقتصادی و فرهنگی لازم، گسترش چندانی نیافته است.

جدول ۳، سهم بازار بورس در تشکیل سرمایه ملی را در کشورهای صنعتی و در حال توسعه نشان می دهد. همان طور که می بینید، بازار بورس آلمان، در بین کشورهای صنعتی، بالاترین سهم را در تشکیل سرمایه ملی داشته است. در بین کشورهای در حال توسعه، مالزی بالاترین سهم را داراست. ایران، در بین کشورهای در حال توسعه، کمترین سهم، یعنی در حدود ۵/۰ درصد را دارد. نسبت سهم بازار بورس در تشکیل سرمایه ملی، که از شاخصهای ارزیابی بازار سهام می باشد، نشان می دهد که در طول ۳۰ سال که از فعالیت بازار بورس تهران می گذرد، این بازار هنوز کارایی لازم را برای توسعه بازار سرمایه پیدا نکرده است. شاید بتوان مهمترین دلیل عدم کارایی بازار بورس تهران را در ارتباط با عدم شفافیت اطلاعات و در دسترس نبودن بموقع اطلاعات و عدم انتقال آن در بازار سرمایه دانست، بدین معنا که بازار بورس تهران، به شاخصهای کلان اقتصادی، از قبیل نرخ تورم، نرخ سود، اشتغال و بیکاری، واکنش نشان نمی دهد. به علاوه، اطلاعات مالی شرکتهای عضو بازار بورس نیز شفاف نیست و نمی تواند بر عرضه و تقاضای سهام، و بالطبع تغییرات قیمت سهام تأثیر گذارد.

بازار اوراق قرضه که در کنار بازار بورس اوراق بهادار تهران شکل گرفته است، به عنوان یکی از ابزارهای کسب درآمد، سهم مهمی را در تأمین منابع مالی دولت داشته است. در دوره پیش از انقلاب اسلامی، انتشار و فروش اوراق قرضه به شدت رواج داشت، به طوری که در حدود $\frac{1}{5}$ از حجم کل تقدینگی را معاملات اوراق قرضه تشکیل می داد.

جدول ۳. سهم بازار بورس در تشکیل سرمایه ملی در کشورهای صنعتی و در حال رشد

کشورهای صنعتی	درصد	کشورهای در حال رشد	درصد
آلمان	۵۸	مالزی	۲۷
انگلستان	۳۸/۵	کره جنوبی	۱۸/۸
ژاپن	۳۷/۸	تایوان	۹/۷
آمریکا	۳۳/۲	تایلند	۷/۳
		ایران	۰/۵

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۵.

همگام با تحولات نظام بانکداری پس از پیروزی انقلاب اسلامی، انتشار و معاملات اوراق قرضه متوقف گردید. در سال ۱۳۷۳، اوراق جدیدی به نام اوراق مشارکت، جایگزین آن شد. در مجموع، انتشار و فروش اوراق مشارکت طرحهای مختلف اقتصادی، اجتماعی با استقبال چندانی مواجه نشده است. شاید بتوان یکی از دلایل اصلی عدم استقبال عموم از خرید اوراق مشارکت را پایین بودن نرخ سود این اوراق در مقایسه با انواع دیگر سرمایه گذاری در کشور دانست.

به منظور گسترش حجم معاملات در بازار بورس و اوراق مشارکت و همچنین افزایش کارایی در بازار سرمایه، موارد زیر پیشنهاد می شود:

۱. گسترش فعالیتهای فرهنگی و تبلیغاتی لازم برای آشنایی مردم با فرهنگ بازار بورس و اوراق بهادار، از طریق ایجاد یک شبکه تلویزیونی که اطلاعات مربوط به شاخصهای اقتصادی و معاملات در بازار بورس را به طور همزمان در اختیار عموم قرار دهد.
۲. فراهم نمودن زمینه فعالیت کارآمد برای کارگزاران در بازار بورس، به طوری که متقاضی خریدار سهام به طور همزمان سهام را خریداری و بهای آن را پردازد (هم اکنون مدت زمان داد و

ستد در بازار بورس تهران در حدود ۴۸ ساعت است). در این زمینه، پیشنهاد می‌کنیم که متقاضیان خرید سهام، حسابی تحت عنوان حساب بازار پول^۱ نزد کارگزاران ایجاد نمایند و مبلغی را به عنوان علی‌الحساب به ودیعه بگذارند و کارگزاران، به عنوان واسطه‌های معامله، به انجام معامله بپردازند. بدین ترتیب، کارگزاران، در زمان معامله، بهای سهام خریداری شده را از حساب متقاضیان خرید سهام کسر و به طور همزمان متقاضیان، صاحب سهام خریداری شده گردند. در ضمن به منظور رونق گرفتن بیشتر معاملات، لازم است که این واسطه‌ها، مخاطره‌های احتمالی پذیره‌نویسی را نیز متقبل شوند. بدین ترتیب، فعالیت کارگزاران از حالت انحصاری به حالت رقابتی نزدیکتر شده و کارآیی آنها را افزایش می‌دهد.

۳. به منظور تسهیل در امر دادوستد معاملات در بازار بورس تهران، خریداران سهام می‌توانند حسابی تحت عنوان حساب سهام^۲ نزد کارگزاران ایجاد نمایند. مزیت استفاده از این نوع حساب، در این است که معمولاً حداکثر تا ۵۰ درصد ارزش موجودی شخص در حساب بازار پول می‌تواند به صورت وام در اختیار خریدار سهام و صاحب حساب قرار گیرد. بدین وسیله هم توان مالی خریداران سهام افزایش می‌یابد و هم برسرعت داد و ستد در بازار بورس تهران می‌افزاید. بدیهی است که وام پرداختی به خریداران سهام، مشمول سود بوده و خریداران سهام و وام‌گیرنده موظفند که وام دریافتی را بازپرداخت نمایند.

۴. شفاف بودن اطلاعات و تسریع در دسترس قرار دادن اطلاعات لازم و بموقع صورتهای مالی شرکتها به متقاضیان سهام برای ایجاد ارتباط سریعتر بین متقاضیان خرید سهام. در سال گذشته از ۱۴۶ شرکت عضو بازار بورس تهران، تعداد ۱۰۸ شرکت برآورد میزان فروش آنها با رقم واقعی مغایرت داشته است. تعداد ۳۰ شرکت نیز برآوردی از میزان فروش خود ارائه نداده‌اند.

به تازگی طرحی در دست اجراست که تمام اطلاعات لازم در خصوص داد و ستد، تعداد شرکتهای عضو بازار بورس و وضعیت معاملات در بازار بورس تهران را از طریق شبکه کامپیوتری در اختیار خریداران سهام قرار دهد. البته لازم است که شرکتهای عضو بورس نیز همکاری لازم را از طریق ارائه دقیق و به موقع صورتهای مالی با شبکه کامپیوتری داشته باشند.

۵. ایجاد شرکتها یا سازمان بازار سازها، به منظور حضور مؤثر در بازار برای گردآوری سهام در

حالتی که بدون دلیل منطقی، عرضه سهام زیاد شده، و بالطبع، نوسان قیمت‌ها را به دنبال دارد. همچنین عرضه نمودن سهام در حالتی که بازار بورس مواجه با افزایش تقاضا می‌باشد که سبب افزایش قیمت سهام بدون توجه به کارکرد شرکت می‌گردد (این طرح هم اکنون در دست بررسی است).
 ۶. تشکیل واحدهای اطلاعاتی قانونی که وظیفه آن مطالعه و تحقیق در مورد سهام شرکتها و بازار بورس، به منظور حمایت از حقوق سهامداران جزء باشد. خدماتی که این مؤسسه‌ها می‌توانند ارائه نمایند، شامل مشاوره و ارائه اطلاعات و راهنمایی سهامداران است (در بازار بورس نیویورک، یک سازمان، مسئولیت نظارت بر بورس و معاملات اوراق سهام را برعهده دارد).

۷. اصلاحات قانونی، به ویژه در مورد نحوه خرید و فروش سهام برای جلوگیری از اینکه معاملات سهام فقط محدود به عده‌ای خاص در بازار باشد. در این زمینه، لازم است که اصلاحاتی در قوانین مالیاتی درخصوص نحوه نقل و انتقال سهام بین سهامداران صورت گیرد. به علاوه، نیاز به وضع قوانین برای جلوگیری از بورس بازی در بازار بورس نیز وجود دارد. برای مثال، شرکت‌های عرضه کننده سهام که با ایجاد تقاضای مصنوعی در بازار بورس، اقدام به بورس بازی می‌کنند، تا مدت زمان معینی از عرضه سهام آنها جلوگیری شود.

براساس تصمیماتی که در تیر ماه ۱۳۶۷ برای جلوگیری از افزایش بی‌رویه سرمایه شرکتها اتخاذ شده، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس موظفند که تنها برابر افزایش شاخص خرده‌فروشی در سال ۱۳۷۵ (۲۳/۳ درصد) سرمایه خود را افزایش دهند.

۸. اصلاحات ساختاری در مورد وضعیت سودآوری شرکت‌هایی که کالاهایشان مشمول انواع نرخ‌گذاری دولت می‌شود. چون فعالیت این شرکتها در بازار تابع قوانین و مقررات قیمت‌گذاری می‌شود، بالطبع، قادر به فعالیت و رقابت نیستند، و در نتیجه، بر سودآوری شرکتها تأثیر منفی می‌گذارد. در این زمینه، بهتر است که شرکت‌های مشمول قانون قیمت‌گذاری، با چندگانه کردن فعالیتهای تولیدی (فعالتهای جنبی که مشمول قانون قیمت‌گذاری نبوده) تأثیر منفی قیمت‌گذاری بر سودآوری شرکت را جبران نمایند.

۹. در مورد انتشار و عرضه اوراق مشارکت لازم است که نرخ سود این اوراق اولاً متناسب با دوره زمانی آن اوراق باشد، و به علاوه، این نرخ سود باید متناسب و بالاتر از نرخ سود در دیگر طرحهای سرمایه‌گذاری، اعم از بانکی، دولتی و تجاری باشد. در این صورت، می‌توان انتظار داشت که تقاضا برای خرید اوراق مشارکت افزایش یابد.

منابع

الف) فارسی

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۵.
 گزارشهای هفتگی بورس، سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
 ماهنامه بورس، سازمان بورس اوراق بهادار تهران. شماره‌های مختلف.
 گزارشهای فدراسیون جهانی بورس اوراق بهادار، ۱۹۹۵.
 روزنامه همشهری، ویژه نامه بورس.

ب) انگلیسی

- Branson, W. (1989). *Macroeconomic Theory and Policy*. 3rd Edition.
 Business: What Goes up Must Come Down, Stock Market (December 16, 1996).
NewsWeek. Vol. 127, No.25 pp. 32-35.
 Gill, D. & Tropper, P. (December, 1988). Emerging Stock Markets in Developing
 Countries. *Finance & Development*. Vol. 25, No. 4, pp. 28-31.
 Granger, Clive, W.J. (June, 1992). Stock Market Prices, Lessons for Forecasting.
International Journal of Forecasting. Vol. 8, No.1 pp. 3-13.
 Harris, Richard, D.F. (January, 1997). Stock Markets and Development: A
 Re-assessment. *European Economic Review*. Vol. 41, pp. 139-146.
 Levine, R. (September, 1991). Stock Market, Growth and Tax Policies. *Journal of
 Finance*. Vol. 64, No. 4, pp. 445-67.
 Pagano, M; Panetta, F.; & Zingales, L. (April, 1996). Stock Market as a Source of
 Capital. *European Economic Review*. Vol. 40, No. 3-5, pp. 1057-1069.
 Sethness, C.O. (December, 1988). Capital Market Development. *Finance and
 Development*. Vol. 25, No. 4, pp. 32-33.

Stein, J. C. (November, 1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms. *Quarterly*

Journal of Economics. Vol. 104, No. 419. pp. 655-669.

Stock Market: Low inflation, Falling Rates Should Drive Stocks Higher (December 14,

1995). *Business Week*. No. 3437-767, pp. 28-29.