

## تحلیل بازار بورس اوراق بهادار و کاربرد آن در فرآیند خصوصی سازی (مورد ایران)

نویسندگان: دکتر اکبر کمیجانی  
مهری رحیمی فر

### چکیده

مدتی است که بحث بازار بورس و نقش آن در فرآیند خصوصی سازی، در محافل علمی و تصمیم‌گیری کشور مطرح شده است. توانایی یا ناتوانی این بازار در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی که از سوی موافقان و مخالفان بازار بورس ابراز می‌گردد، زمینه‌ساز تدوین نقطه نظرات و ارائه آرا و دلایل متعددی است. مقاله حاضر در این ارتباط به رشته تحریر درآمده است.

بدیهی است امکان شکل‌گیری شرایط بازار رقابتی در بازار بورس، به مراتب بیشتر است اما آیا هر بازار بورس (صرفاً به معنای شکل‌گیری) تمام الزامات و پیش‌نیازهای یک بازار رقابتی را دارد؟

با توجه به اینکه در اجرای سیاست خصوصی سازی و واگذاری شرکت‌های دولتی روش واگذاری از طریق بورس به عنوان اولویت روش‌های واگذاری انتخاب شده است، این بازار برای سازماندهی یک بازار رقابتی پیش‌نیازها و شرایط لازم را ندارد و با بازار بورس کارآ دارای فاصله نسبتاً زیادی است.

بدین اساس مقاله حاضر ضمن برشمردن برخی از اصول نظری مربوط به شکل‌گیری فعالیت بازار بورس سهام، به بررسی تطبیقی برخی از بازارهای بورس جهان می‌پردازد و پس از بررسی اجمالی نحوه فعالیت بازار بورس تهران، به مشکلات و نارسایی‌های بازار بورس کشور اشاره خواهد شد. در پایان برای رفع مشکلات مزبور و فعال‌تر شدن این بازار پیشنهادهایی ارائه خواهد شد.

## مقدمه

در هر جامعه اقتصادی، وجود یک بازار متشکل سرمایه ضرورتی انکارناپذیر است. پیشرفت‌های سریع در زمینه‌های مختلف علوم و تکنولوژی، به پیچیدگی و گسترش هرچه بیشتر روابط اقتصادی بین کشورها و استفاده بهترین روش از منابع کمیاب منجر شده است که سرمایه و منابع مالی به‌عنوان یک عامل تولیدکننده کالا و خدمت، در فرآیند تولید نقشی با اهمیت داشته باشد. بویژه در ساختارهایی که برای کشش جایگزینی عوامل تولید محدودیت‌های شدیدی وجود دارد، در جهت ارتقای کمیت و کیفیت تولید، یا باید نیروی کار را به مقدار بسیار به کار گرفت که معمولاً این موضوع کمتر امکان‌پذیر است، یا اینکه سطوح بالاتری از عامل سرمایه را به کار گرفت که این کار یا باید از طریق تحلیل منابع طبیعی و غیر قابل جبران تأمین شود، یا باید از امکانات و استعدادهای اقتصاد/مالی موجود در جامعه، بخوبی استفاده کرد.

در حقیقت شناسایی امکانات مالی و سازماندهی و جهت‌دهی به آنها، از طریق بازار متشکل سرمایه و در صورت برقراری تمامی شرایط مورد نیاز، به‌حالتی خودکار انجام می‌شود بنابراین باید این بازار به‌صورت کامل و با حضور تمامی نهادهای ضروری آن شکل گیرد و در مجموعه بازار متشکل سرمایه، بازار بورس اوراق بهادار یکی از نهادها و عناصری است که در کنار دیگر عناصر نظیر سیستم بانکی، صندوق‌های بیمه و تأمین مالی، بازنشستگی و ... چارچوب بازار

سرمایه را شکل می‌دهد.

بازار بورس اوراق بهادار، در مجموعه نهادهای پولی و مالی یک کشور می‌تواند بین سرمایه‌های موجود جامعه با هر حجم مشخص و فعالیت‌های اقتصادی/تجاری (که دارای بازده اقتصادی هستند) وسیله ارتباطی باشد و تفاوت عمده آن با سیستم بانکی در آزادی و اختیار سرمایه‌گذار برای انتخاب فعالیت و صنعت دلخواه خویش است. این آزادی و اختیار انتخاب می‌تواند عاملی باشد در جهت تعیین نقاط قوت و ضعف اقتصاد و شناخت برتری‌های نسبی در زمینه‌های مختلف فعالیت اقتصادی.

### اهمیت بازار بورس از لحاظ جذب نقدینگی و تخصیص مطلوب منابع

نظریات و مکانیزم‌های علم اقتصاد برای ارائه مناسب‌ترین روش تخصیص منابع و امکانات محدود واحد اقتصادی به نیازها و ضرورت‌های نامحدود آن طراحی شده و با توسعه این علم راه‌هایی معرفی شده است که با آنها مطلوبیت واحدهای اقتصادی و در سطح جامعه اقتصادی ایجاد و ارتقا می‌یابد. درحقیقت در علم اقتصاد همواره این مسأله مطرح است که چه ابزارها و روش‌هایی قادرند به تخصیص بهینه منابع تحقق بخشند. برای ایجاد چنین ابزارهایی، سیاست‌ها، راهبردها و اهداف مختلفی در زمینه‌های اقتصادی و غیر اقتصادی طراحی شده است.

چون با آزادی و اختیار کامل عرضه‌کننده و

ریسک و منافع مالی را به نسبت سرمایه تقسیم کند و در شبیه سازی یک بازار کاملاً رقابتی، به نحو مطلوبی مؤثر باشد.

در مقایسه با سرمایه گذاری با واسطه (از طریق سیستم بانکی و اعطای اعتبارات)، فعالیت بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از روش های سرمایه گذاری بی واسطه، می تواند مزایای زیر را فراهم آورد:

۱- سرمایه گذاری از طریق بورس به طور مستقیم و بلاواسطه انجام می گیرد.

۲- انتخاب ماهیت فعالیت در سرمایه گذاری از طریق بورس، تابع تصمیم سرمایه گذار است.

۳- سود مورد انتظار سرمایه گذار در استفاده از مکانیزم بورس تابع عملکرد فعالیت مورد نظر است.

۴- سود مورد انتظار سرمایه گذار در استفاده از مکانیزم بانک تابع نرخ بهره یا سود بانک است.

۵- ریسک سرمایه گذاری از طریق مکانیزم بورس نسبت به استفاده از سیستم بانکی نسبتاً بیشتر است.

با توجه به آنچه که گفته شد، در تعبیری عام، لفظ بورس به مکانی اطلاق می شود که در آن نوعی کالا و خدمت معامله می گردد. اگر سرمایه نیز مانند هر کالا و خدمت (که می تواند مطلوبیتی ایجاد کند) مورد توجه قرار گیرد، عرضه کننده آن مایل است در محلی آن را عرضه نماید که عادلانه ترین قیمت

مقتضای کالا و خدمت مورد معامله در دنیای واقعی، شکل گیری بازار به سختی امکان پذیر است و عوامل مختل کننده کشش ها و روابط متقابل عرضه و تقاضا همواره خطر ایجاد انحصارهای چند جانبه و حتی کامل را در بازار فراهم می آورد، بازارهای بورس نمونه ای از بازارهایی هستند که برای فعالان بازار، محیط مناسب، رقابتی و آزادی عمل فراهم می آورد و به صورتی مناسب با عوامل مختل کننده مقابله می کند.

بازار سرمایه، بازاری است که در آن اعتبارات و منابع مالی معامله می شود و متقاضیان و عرضه کنندگان آن با توجه به شرایط خود و بازار در ازای دریافت سرمایه، هزینه آن را نیز می پردازند. این بازار به شرطی متشکل است که تمامی نهادهای ضروری آن، چون بانک های سرمایه گذاری، بانک های تخصصی، شرکت های بیمه، صندوق های مالی و تعاونی، بازار بورس اوراق بهادار و ... وجود داشته باشند. بدین ترتیب بازار بورس اوراق بهادار یکی از نهادهای بازار سرمایه است و عملکرد آن در گرو کارکرد دیگر نهادهای این بازار می باشد.

بازار بورس اوراق بهادار می تواند به عنوان یکی از اجزاء با اهمیت بازار متشکل سرمایه تلقی شود و به لحاظ ماهیت متمرکز خود<sup>۱</sup> و رو در رویی عرضه و تقاضای منابع مالی از هرگونه اخلال در سیستم قیمت گذاری جلوگیری کند. همچنین بازار بورس برای تأمین و تخصیص منابع، می تواند راه های سهل الوصول تر و قابل اتکاتری پدید آورد،

۱- این تمرکز به معنی تمرکز فیزیکی و فضایی نیست بلکه می تواند از طریق یک شبکه سازمان یافته ایجاد شود.

اطلاعات کامل از جمله آنهاست. بدیهی است در تمامی زمینه‌های فعالیت اقتصادی، از جنبه‌های گوناگون، فقط تحقق همین دو شرط با مشکلات و مسائل بسیاری همراه خواهد بود و تاریخ پرفراز و نشیب تکامل علم و نظریات اقتصادی، مملو از توجه و عدم توجه به مکانیزم بازار و فراهم آوردن شرایط رقابتی برای آن بوده است. البته تأثیر تعدد و تنوع کالاها و خدمات، زمینه‌های فعالیت، داده‌های تولید و حتی محدوده‌های جغرافیایی در عدم امکان‌پذیری تشکیل بازار رقابتی در مقیاسی وسیع غیر قابل انکار است.

مکانیزم بازار بورس اوراق بهادار، پاسخی مناسب به ضرورت شکل‌گیری بازار رقابتی و متشکل سرمایه در رفع موانع تشکیل آن است، این مکانیزم، در صورت برخورداری از شرایط لازم، می‌تواند دارای مزایای بازار رقابتی باشد و در جهت تقویت عامل سرمایه مؤثر واقع شود.

می‌توان مبانی نظری حاکم بر نحوه شکل‌گیری و ایجاد بازار بورس را در چند بخش خاص جستجو کرد. به عبارت دیگر تئوری بازارها، تئوری رنت‌جویی، تئوری‌های سرمایه‌گذاری و تئوری‌های حاکم بر سیاست‌های خصوصی‌سازی، تحت عنوان «بازار بورس» برخی از اصول تئوریک ایجاد بازار متشکل سرمایه را توجیه خواهند کرد.

#### ۱- تئوری بازار

از نظر اقتصادی بازار به شرایطی گفته می‌شود که برای یک کالا، عامل تولید، تقاضا و عرضه

را برای آن دریافت دارد و تقاضاکننده نیز علاقه‌مند است به نحوی هرچه مناسب‌تر و عادلانه‌تر در ازای پرداخت قیمت سرمایه آن را به دست آورد. بنابراین بازار متشکل و سازمان یافته سرمایه با برخورداری هرچه بیشتر از شرایط بازار رقابتی، از ضروریاتی است که نه تنها می‌تواند عرضه و تقاضا را در سطح خرد به نحو مطلوبی سازماندهی کند، بلکه در سطح کلان نیز سرمایه‌های موجود جامعه را، به صورتی بهینه به مجراهای مورد نظر سوق خواهد داد. بدین ترتیب در صورت شکل‌گیری و فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تحت شرایط مطلوب، امکان تحقق اهداف بسیاری میسر خواهد شد. برخی از اهداف قابل تحقق عبارتند از:

- ۱- شناسایی نقاط قوت و ضعف اقتصاد
- ۲- سیاست‌گذاری و اتخاذ اقدامات لازم با استفاده از متغیر قیمت و انعطاف‌پذیری آن
- ۳- فراهم کردن بازار متشکل سرمایه از طریق جذب نقدینگی‌های فردی و هدایت آن به فعالیت‌های تولیدی
- ۴- تسهیل فرآیند توسعه اقتصادی از طریق گرایش بیشتر به پس‌انداز و تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری

#### مبانی نظری پیرامون شکل‌گیری بازار بورس سهام

شکل‌گیری و تداوم بازار رقابتی همواره در گرو وجود و تداوم شرایطی است که آزادی و اختیار در عرضه و تقاضای کالا یا خدمت مورد نظر و وجود

علم اقتصاد، رنت‌جویی به‌عنوان نظریه‌ای جدید برای توضیح توسعه نیافتگی عراق‌آمیز شناخته شده است. رنت‌جویی که عبارت است از فعالیتی سودجویانه توسط عناصر غیر مولد در اقتصاد، همواره حرکت جامعه اقتصادی را به سوی اهداف با مشکل مواجه می‌سازد و منابع اقتصادی را در فعالیت‌های غیر مولد به کار می‌گیرد.

آنچه از نظریه «رنت‌جویی» دریافت می‌شود، این است که اصولاً اگر دولت‌ها از حضور خود در اقتصاد بکاهند یا لاقلاً فعالیت‌های خود را در حد ایجاد چارچوبی برای رقابت سالم‌تر و نظارت بر آن محدود کنند، بازار و رقابت که نمایانگر مدلی مخالف رفتار رنت‌جویی است، در واقع درست عمل خواهد کرد. البته در صورت محدودیت یا حذف دولت از فعالیت‌های اقتصادی کشورهای در حال توسعه، این نظریه به‌هیچ وجه به معنای ناپدید شدن ناهماهنگی‌های ساختاری فراوان این کشورها نیست. ناهماهنگی‌های ساختاری نشانگر عدم توازن میان بخش‌ها و مناطق، در بازارهای عامل و غیره است که به آسانی نمی‌توان آنها را از طریق بازار اصلاح کرد و حتی گاه به وسیله بازار تشدید می‌شود. ناهماهنگی‌های ساختاری به معنی نقص بازار، یعنی نشاندهنده وجود اختلال‌هایی در رقابت است؛ بنابراین دستیابی به رنت را امکان‌پذیر می‌کند.

آزادسازی اقتصادی با محدوده‌ای وسیع‌تر نسبت به خصوصی سازی یا واگذاری فعالیت‌ها،

وجود داشته باشد و کالا یا عامل خاص در یک قیمت متناسب با عرضه و تقاضا مبادله شود. بنابراین به‌طور کلی هنگامی که برای یک کالا یا یک نهاده تولیدی، تابع عرضه و تابع تقاضا وجود داشته باشد و مقدار مبادله شده کالا یا عامل تولید و قیمت مبادلاتی آن توسط توابع عرضه و تقاضا مشخص شود، به‌لحاظ تئوری اقتصاد، یک بازار وجود دارد.

با وجود شرایط بازار رقابتی یعنی همگانی بودن و در دسترس بودن اطلاعات، امکان تحرک کامل میان منابع و رقبا، آزادی در تصمیم‌گیری عقلانی و مطابق با منطق اقتصادی، تجانس و همگن بودن کالاها و خدمات مورد مبادله، عدم وجود اختلالات، وابستگی‌ها و عوامل مختل‌کننده بازار، فراوانی مورد نیاز عرضه‌کنندگان و متقاضیان کالا یا خدمت مورد معامله و ... بازاری شکل می‌گیرد که در آن مکانیزم خودکار قیمت‌ها، باعث ایجاد تخصیص کارایی منابع می‌شود. «بازار بورس» از جمله بازارهایی است که حاکمیت شرایط بازار رقابتی بر آن یکی از وجوه مشخصه «شرایط بورس کارا» است.

## ۲- تئوری رنت‌جویی و آزادسازی اقتصادی<sup>۲</sup>

اخیراً، مفهومی جدید تحت عنوان «رنت‌جویی» راه خود را به مباحث نظریات توسعه باز کرده است. البته به دلیل فراگیر نبودن این بحث در کلیه جوامع اقتصادی یا حوزه‌های مختلف

2- Guido Ashoff "Rent Seeking: A new Concept in the Economic Theory of Politics and the debate on development theory", 1989, Economics, Volume 40, pp. 7-41.

دیگر، هر دو نوع سرمایه گذاری (سرمایه گذاری از طریق وام و سرمایه گذاری از طریق فروش سهام) دقیقاً بازدهی مشابهی خواهند داشت. بنابراین بنگاهی که وام دریافت کرده است و بنگاهی که بدهی وام ندارد، باید دارای ارزش مشابهی باشند. به همین لحاظ سهام هر دو باید هزینه مشابهی داشته باشد.

بدین ترتیب، روش تفکر اقتصاددانان امروزی درباره بازارهای مالی، تا حدود زیادی تغییر کرده است و مباحث مربوط به دخالت بخش مالی در گسترش حیطه فعالیت‌های اقتصادی، بویژه استفاده از اهرم مالی و منابع سرمایه‌ای موجود از کانال بازارهای سرمایه، برای تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه گذاری یا تأمین منابع مالی بنگاه‌ها متداول شده است.

از این نظر طی سال‌های اخیر استفاده از بازار بورس سهام به عنوان یکی از راه‌حل‌های ممکن در جهت حصول اهداف سرمایه گذاری و به دست آوردن منابع سرمایه‌ای، بنگاه‌های مالی - اقتصادی را در مقابل شیوه دیگری قرار داده است که استفاده از آن به مثابه سایر روش‌های تأمین منابع سرمایه گذاری قابل بحث و طرح است.

**بازار بورس به عنوان مکانیزم واگذاری فعالیت‌های دولت به بخش خصوصی**

در مباحث جدید توسعه، آزادسازی اقتصاد،

می‌تواند بخش‌های مختلف اقتصاد را با درجات متعددی در برگیرد. آزاد کردن بخش تجارت خارجی، حذف مقررات از کم و کیف فعالیت‌های اقتصادی در بخش‌های اصلی فعالیت و... از جنبه‌های مختلف آزادسازی است که در حقیقت با مفهوم کاهش مقررات دولت و اعمال آزادی عمل بیشتر برای فعالیت بخش خصوصی سازگاری دارد. بازار بورس سهام به عنوان یکی از مکانیزم‌های خصوصی سازی، با توجه به اوضاع و احوال و شرایط خاص حاکم بر اقتصاد هر کشور، می‌تواند در جهت اجرای سیاست خصوصی سازی، به عنوان راه‌حلی پیشنهادی و مؤثر مورد توجه قرار گیرد و در عین حال شکل‌گیری بازار بورس را تقویت کند.

**تئوری سرمایه گذاری (تأمین منابع مالی شرکت‌ها)<sup>۳</sup>**  
در سال ۱۹۵۸ از سوی مودگیلیانی و میلر، نظریه سرمایه گذاری (هزینه سرمایه) و تأمین منابع مالی بنگاه‌ها مطرح شد. بر این اساس ثابت شده است که در شرایطی خاص، ارزش یک بنگاه بدون توجه به اینکه منابع مالی خود را با وام یا با فروش سهام تأمین مالی کرده باشد، مشابه است و دو دارایی مشابه باید هزینه مشابهی داشته باشند.

به عبارت دیگر اگر سرمایه گذاری از طریق وام گرفتن یا وام دادن بتواند اهرمی مالی برای خود ایجاد کند، تقسیم تأمین مالی یک شرکت نمی‌تواند بر ارزش آن اثر بگذارد. و به عبارت

3- F.Modigliani, M.Miller, "The Cost of Capital, Corporation, Finance and Theory of Investment", American Economic Review, Jun, 1958

خصوصی سازی<sup>۴</sup> و واگذاری فعالیت‌ها، مفاهیم رایجی هستند که در سال‌های اخیر ظهور کرده و به سرعت رشد یافته‌اند. این دوره در رابطه با موضع‌گیری‌ها و اتخاذ روش‌های مختلف در صحنه فعالیت‌های اقتصادی-اجتماعی سرشار از تحولات و تغییرات عمده است.

از دیدگاه نظری پس از اینکه ناتوانی مکانیزم بازار در ایجاد تعادل در جامعه اقتصادی مشخص شد، دخالت‌های دولت به عنوان راه‌حلی برای این ناتوانی و شکست مکانیزم‌های بازار، مورد قبول اکثر اقتصاددانان قرار گرفت (دهه ۱۹۳۰) و دولت به عنوان نیرویی که با ابزارهای خود می‌تواند نارسایی‌های حاصل از عملکرد بازار را جبران کند و رفاه را افزایش دهد، به صحنه فعالیت‌های اقتصادی قدم گذاشت. اما پس از گذشت چند دهه و تغییر شرایطی که لازمه افزایش حضور دولت بود، نتایج این حضور چنان تغییر کرد که هم اکنون درباره روش‌های خروج دولت و آزاد گذاشتن نیروهای بازار برای افزایش کارایی بحث‌هایی مطرح می‌شود. معرف اصلی این روش‌ها سیاست‌های آزادسازی و تجلی آن در صحنه اقتصاد و خصوصی کردن فعالیت‌های اقتصادی است.

بسیاری از کشورهای جهان در برنامه‌های

خصوصی سازی خود به اقدامات و روش‌های گوناگونی توجه می‌کنند که البته میزان تأکید نسبی بر هر یک از این روش‌ها از کشوری به کشور دیگر متفاوت است. اصولاً در ارتباط با نقش مناسب بخش دولتی و خصوصی برای توسعه حجم مناسب خصوصی سازی، عوامل مؤثری بر نگرش دولت‌ها اثر می‌گذارند که این موضوع نیز معمولاً در هر کشوری متفاوت است.

خصوصی سازی یا واگذاری فعالیت‌های بخش دولت به بخش خصوصی، در جوامع مختلف به شیوه‌های متفاوتی مطرح شده است. از جمله<sup>۵</sup>:

- محدود کردن فعالیت بنگاه‌های دولتی و

اجازه گسترش فعالیت بخش خصوصی از طریق

وضع قوانین، ایجاد بازار بورس سهام و ...

- واگذاری موردی شرکت‌ها و بنگاه‌های

عمومی به بخش خصوصی، مثلاً از طریق بورس

سهام یا واگذاری به تعاونی‌های کارمندی یا ...

- فروش سهام بنگاه‌های دولتی در بازار داخلی

(استفاده از بازار سهام)، سرمایه گذاری مشترک بین

بخش خصوصی و دولتی، قراردادهای واگذاری

مدیریت

- واگذاری به صورت اجاره، انعقاد قراردادهای

فرعی (مقاطع کاری) تأسیس واحدهای مشترک

بازاریابی، انعقاد قراردادهای همکاری و

۴- واژه خصوصی سازی، نخستین بار در کتاب Dictionary Webster's Ninth Collegiate چاپ سال ۱۹۸۳ مطرح شد و قدیمی ترین تاریخ ثبت

استفاده از آن را در سال ۱۹۴۸ می‌دانند و S.Hanke مدعی تعمیم آن در سال‌های ۸۱-۱۹۸۰ است، یعنی هنگامی که در هیأت مشاوران اقتصادی رئیس جمهوری

آمریکا خدمت می‌کرد (واشنگتن پست، ۱۳ ژانویه ۱۹۸۶).

5- Development Planning Newsletter, June 1989, Issues in Privatization, International Labor Office, ILO, 1989

اقتصاد بسیاری از کشورها تلقی شده است اما همانگونه که تجربیات اخیر نشان می‌دهد، بجز در برخی از کشورهای صنعتی جهان (مانند انگلستان)، خصوصی سازی به طور اعم و واگذاری شرکت‌های ملی شده به طور اخص، به میزان محدودی تحقق یافته است.

دولت انگلستان تا آوریل ۱۹۸۶ میلادی، حدود ۷/۵ میلیارد پوند از دارایی‌های خود را واگذار کرد که از این مبلغ، ۶/۷۰ میلیارد پوند از فروش ۷ شرکت دولتی به دست آمده است. در این میان قیمت فروش قسمت عمده سهام شرکت British Telecom، ۳/۶ میلیارد پوند بوده است. همچنین اخیراً فروش شرکت British Gas (گسترده‌ترین سهامی که تا کنون انتشار یافته) منابعی بیش از ۵/۴ میلیارد پوند را در برداشته است. جزئیات این فروش‌ها نشان می‌دهد که در غالب موارد، فروش سهام به یکی از دو طریق یا ترکیبی از هر دو روش زیر انجام شده است:

۱- برگزاری مزایده فروش سرمایه

۲- پیشنهاد فروش سهام به قیمت ثابت (از این روش بیشتر استفاده شده است).

تجربه بریتانیای کبیر در مورد سایر اشکال انتقال دارایی محدود است. چنانکه موارد بسیاری حاکی از فروش تمامی سهام شرکت می‌باشد و قابل توجه است که در جریان اجرای سیاست خصوصی سازی این کشور، غالباً بازار بورس سهام بسیار فعال بوده است، به گونه‌ای که بیشتر فعالیت‌های انجام شده در زمینه واگذاری از طریق فروش سهام بوده است. این در حالی است که بازار

خصوصی سازی رفتار بنگاه‌های دولتی (در مواردی که مالکیت قابل انتقال نیست).

در بیشتر کشورهای در حال توسعه، به دلیل فقدان بازار متشکل سرمایه، عدم وجود انگیزه لازم برای فعالیت بخش خصوصی، عدم بینش و فرهنگ ایجاد بخش خصوصی (بعضاً به دلیل وجود برخی از دیدگاه‌های ارزشی) و...، برای به اجرا درآمدن سیاست آزاد سازی یا خصوصی سازی، پتانسیل و فضای مناسب اقتصادی وجود ندارند و چه بسا که این کشورها از این نظر با کمبودهای شدیدی نیز مواجهند بنابراین با وجود تبلیغات شدید و اعمال سیاستگذاری‌های جدید محدودیت فعالیت‌های دولت‌ها مبتنی بر تفکرات و نظریات رایج در کشورهای پیشرفته جهان، بازار سهام نتوانسته است در این کشورها جایگاه با اهمیت و قابل توجهی را به خود اختصاص دهد.

در این قسمت برای آشنایی با تجربیات کشورهای مختلف جهان در زمینه اجرای سیاست خصوصی سازی و روش‌هایی که در این رابطه به کار گرفته شده است، تجربه عملی برخی از کشورها نظیر انگلستان و شیلی مورد بررسی قرار خواهد گرفت، سپس به ارزیابی اجمالی برخی از بازارهای بورس جهان، مانند بازار بورس توکیو خواهیم پرداخت.

#### تجربه خصوصی سازی در انگلستان

با آنکه در بحث‌ها و مطالعات گوناگون، خصوصی سازی به عنوان ابزاری مؤثر در کوشش‌های مربوط به انجام اصلاحات ساختاری



بورس لندن در عرصه جهانی، یکی از پیشتازان و فعالان بورس محسوب می شود.

#### تجربه خصوصی سازی در شیلی

شیلی یکی از کشورهای آمریکای لاتین است که فعالیت های خصوصی سازی آن طی دو دهه اخیر بسیار چشمگیر بوده است. نخستین موج خصوصی سازی این کشور، از سال های دهه هفتاد آغاز شده است و براساس اطلاعات موجود، بین سال های ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۹ حدود ۴۰۰ شرکت دولتی این کشور خصوصی شده اند. رایج ترین روش های خصوصی سازی بنگاه های دولتی این کشور عبارت بوده اند از: واگذاری سهام شرکت ها به وسیله دولت، محدود کردن سازمان یک شرکت به صورت شرکت های جداگانه یا اداره واگذاری آن به مدیریت یا کارکنان این قبیل بنگاه ها و... البته در میان این ابزارها، فروش سهام یا دارایی ها به خریداران بخش خصوصی، از جمله مهمترین روش های واگذاری بوده است. قابل ذکر است که حجم فعالیت بنگاه های دولتی کشور شیلی از سطح ۴۶ بنگاه در سال ۱۹۷۰ به ۶۰۰ بنگاه در پایان سال ۱۹۷۳ افزایش داشته و اجرای سیاست خصوصی سازی محدودیت در ادامه جریان مذکور بوده است.<sup>۶</sup>

#### معرفی بازار بورس سهام توکیو (ژاپن)

بورس سهام توکیو تحت عنوان Tokyo Stock Exchange, co, Ltd در سال ۱۸۷۸ به منظور انجام معاملات اوراق قرضه ای که دولت برای حکمرانان منطقه ای و زمین داران عمده و سامورایی های وابسته انتشار داده بود، تأسیس شد. در سال ۱۹۴۸ قانون بورس اوراق بهادار که به قوانین مربوط به بازار سهام آمریکا شباهت زیادی داشت، توسط مقامات آمریکایی تدوین و به تصویب دولت ژاپن رسید. بدین ترتیب طی سال های بعد تعداد بورس های اوراق بهادار ژاپن شامل بورس های توکیو، اوزاکا، کوبه، ناگویا، فوکووکا، فی ایگاتا، ساپور، هیروشیما و کیوتو بوده است. لازم به یادآوری است که از هشت بورس ژاپن، بورس توکیو نزدیک به ۸۶ درصد از کل معاملات سهام را انجام می دهد.

براساس آخرین اطلاعات به دست آمده در بازار سهام توکیو<sup>۷</sup>، ۱۷۲۰ شرکت پذیرفته شده اند و معاملات سهام حدود ۱۵۷۰ شرکت از طریق کامپیوتر و بقیه (۱۵۰ شرکت) به صورت حراج در سالن انجام می گیرد. معاملات سهام شرکت های پذیرفته شده ای که در سالن بورس توکیو انجام می گیرد، با توجه به رشته فعالیت، به چهار دسته تقسیم و هر دسته در بخش خاصی معامله می شوند

۶- برای اطلاع بیشتر از روند خصوصی سازی در کشورهای مختلف جهان، به منبع زیر مراجعه شود:

بررسی تحلیلی بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مکانیزم های خصوصی سازی (مورد ایران)، مهتری رحیمی فر، رساله کارشناسی ارشد، استاد راهنما دکتر

اکبر کمیجانی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران، بهمن ۱۳۷۱

۷- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، گزارش تحقیقی پیرامون برخی بازارهای بورس سهام، بهمن ۱۳۶۹.

به‌عنوان یکی از اجزاء با اهمیت بازار سرمایه در موقیعت کنونی اقتصاد کشور بسیار احساس می‌شود. از این‌نظر طی چند سال اخیر سیاستگذاری‌ها و جهت‌گیری‌های اقتصاد کشور برای متحول کردن بازار سرمایه کشور، از طریق موارد زیر بوده است:

شکل‌گیری مجدد بازار بورس، جذب منابع مالی به‌وسیله کانالیزه کردن پس‌اندازهای بخش خصوصی، مشارکت فعال بخش خصوصی و انجام فعالیت‌های اقتصادی، منطقی شدن هرچه بیشتر ارتباط پس‌انداز کل جامعه و منابع مورد نیاز سرمایه در سطح کلان اقتصاد کشور و...

نقطه عطف آغاز حرکت جدید بازار بورس ایران، به‌سال‌های پس از جنگ تحمیلی و نتیجتاً نیاز شدید اقتصاد کشور به بازسازی و تقویت ساختارهای تولیدی، برمی‌گردد و سال ۱۳۶۸ زمان آغاز فعالیت دوباره و جدی بازار بورس اوراق بهادار ایران است. در سال‌های اولیه پس از شروع مجدد فعالیت بازار بورس با استقبال قابل توجهی برخوردار بود. طی این سال‌ها بحث اتخاذ سیاست خصوصی‌سازی و واگذاری فعالیت‌های بخش دولتی به بخش خصوصی، هم‌زمان با شکل‌گیری مجدد بازار بورس، باعث فعالیت و رونق دوباره بازار بورس شده است.

بازار بورس اوراق بهادار در مجموعه نهاد‌های پولی و مالی یک کشور، بین سرمایه‌های جامعه با هر حجم و فعالیت‌های اقتصادی/تجاری (دارای بازده اقتصادی مطلوب) کانالی ارتباطی ایجاد کرده

و به‌جای اعلام نرخ‌ها با صدای بلند، با اشاره انگشتان و دست‌اعلام خرید و فروش می‌کنند. در عین حال کلیه معاملات انجام شده به اتاق کامپیوتر بورس منتقل می‌شود و در مدت ۴۸ ساعت، نقل و انتقال سهام و وجوه آنها انجام می‌گیرد. این موضوع در مقایسه با فرصت زمان طولانی و غیرقابل اطمینان در زمینه خرید و فروش سهام در بازار بورس سهام کشورهای در حال توسعه که فاقد بازار مالی و پولی منسجم و کارا هستند، نکته بسیار با اهمیت و قابل توجهی است.

اصولاً ارکان اصلی بورس توکیو، عمدتاً ترکیبی است از دولت، کارگزاران، سرمایه‌گذاران و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس که البته در تمامی موارد، دولت به منظور حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و اطمینان از صحت عملیات و کنترل و نظارت‌های لازم، از طریق وزارت دارایی یا بانک مرکزی مکانیزم‌هایی فراهم کرده است.

به دلیل وسعت عمل بازار بورس توکیو که حتی با اقتصاد کشورها و بازارهای بورس سراسر جهان ارتباطی تنگاتنگ دارند، انجام تمام معاملات خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار، به سیستم‌های مکانیزه پیشرفته مجهزند و عملاً همه نقل و انتقالات اوراق بهادار به‌وسیله سیستم کاملاً مکانیزه انجام می‌گیرد که تا حدود زیادی در سرعت و تسهیل معاملات مؤثر است.<sup>۸</sup>

بررسی بازار بورس اوراق بهادار ایران (تهران)

ضرورت وجود بازار بورس اوراق بهادار

۸- برای اطلاعات بیشتر در زمینه بازار بورس توکیو و سایر بازارهای بورس سهام جهان، به منبع شماره ۶ مراجعه شود.

پوشش دولت و سازمان‌های دولتی (با توجه به موقعیت فعلی ساختار اقتصاد کشور که هزاران بنگاه دولتی در آن وجود دارد) به عموم مردم، به بازار سرمایه مؤثر و فعالی نیاز دارد.

#### تاریخچه شکل‌گیری و نحوه عمل بازار بورس اوراق بهادار تهران

در دوره چهارم قانون‌گذاری مجلس، به اقتباس از قانون تجارت فرانسه، راجع به سهام شرکت‌ها مقرراتی تدوین شد، سپس در قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱، درباره سوء استفاده از سهام شرکت‌ها مقررات جزایی پیش‌بینی شد. بعداً در قانون تأسیس اتاق‌های بازرگانی کشور مصوب سال ۱۳۳۳، مقرر شد که وزارت اقتصاد نظریات اتاق‌های بازرگانی را راجع به مسائل مربوط به بورس کسب کند و موظف باشد آنها را مورد توجه قرار دهد. هم‌چنین در اواخر سال ۱۳۴۱ به دعوت وزارت بازرگانی و با موافقت دولت بلژیک، دبیرکل و رئیس روابط عمومی بورس بروکسل به منظور همکاری با دولت ایران به ایران آمدند و مدت سه ماه مشغول تهیه طرح تأسیس بورس سهام ایران و تنظیم سازمان اصلی آن شدند و سرانجام در اردیبهشت ۱۳۴۵، قانون تشکیل بورس اوراق بهادار به تصویب رسید و به وسیله وزارت اقتصاد به بانک مرکزی ایران ابلاغ شد و از بانک مرکزی درخواست گردید که نسبت به شروع کار شورای بورس و سایر موارد اقدام لازم به عمل

است و تفاوت عمده آن در مقایسه با سیستم پایه بانکی، در آزادی اختیار عاملان سرمایه برای انتخاب فعالیت و صنعت مورد نظر خویش است که در حقیقت این آزادی می‌تواند در جهت تعیین نقاط قوت و ضعف اقتصاد، شناخت برتری نسبی، امکان فعالیت آزادانه و رقابتی سرمایه در زمینه‌های مختلف عامل مؤثری باشد که شاید در دیگر نهادهای بازار متشکل سرمایه کمتر وجود داشته باشد.<sup>۹</sup>

در ایران نیز به دلیل وجود نقاط ضعف شدید اقتصاد از لحاظ افزایش بی‌رویه نقدینگی و عدم کنترل دقیق آن، حجم زیاد پس‌اندازهای بخش خصوصی و عدم تخصیص بهینه آن در سرمایه‌گذاری‌ها، وجود مکانی که حضور آزادانه عرضه و تقاضای سرمایه را امکان‌پذیر سازد، بسیار ضروری است. توجه به بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یک ابزار مالی به منظور تجهیز پس‌اندازهای بخش خصوصی، کنترل نقدینگی و نهایتاً کنترل تورم و ... بسیار مؤثر خواهد بود.

به موجب تبصره ۳۲ قانون برنامه اول توسعه و براساس تصمیم هیأت دولت در سال ۱۳۷۰، قانون واگذاری فعالیت‌ها از بخش دولتی به بخش خصوصی به تصویب رسید و براین اساس اولویت انتخاب روش‌های مختلف واگذاری استفاده از بازار بورس تعیین شد. اصولاً تحقق اهداف اقتصادی دولت برای خصوصی‌سازی اقتصاد و واگذاری بخش عظیمی از سهام کارخانه‌های تحت

۹- بازار متشکل سرمایه در هر کشوری شامل عناصر مختلف نظیر سیستم بانکی، صندوق‌های بیمه و بازنشستگی، بازار بورس سهام، صندوق‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری و ... است.

آورد.

با توجه به اینکه قدمت تاریخی بورس اوراق بهادار کشور به ۲۵ سال گذشته برمی‌گردد ولی بیشتر این دوران تقریباً با رکود فعالیت‌های این بازار مصادف بوده است. از سوی دیگر با توجه به مصوبه هیأت وزیران مورخ ۷۰/۲/۴ و ۷۰/۲/۱۵ مبنی بر اتخاذ سیاست واگذاری سهام متعلق به دولت با اولویت استفاده از مکانیزم بورس، به نظر می‌رسد با توجه به حجم وسیع واگذاری و لزوم تسریع در اجرای فرآیند آن، امکان ارائه خدمات مناسب در امر واگذاری برای سازمان بورس اوراق بهادار فراهم نخواهد آمد. در عین حال نظرگاه‌های کاملاً متفاوتی در زمینه ظرفیت‌ها و توانایی‌های سازمان مزبور برای انجام وظایف پیش‌بینی شده آن و مدیریت انتقال و برگشت احتمالی سهم وجود دارد. البته با توجه به اینکه موضوع واگذاری یا انتقال سهام حرکتی یک سویه و یکباره نیست<sup>۱۰</sup>.

#### عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار تهران

در سال‌های قبل و بعد از انقلاب اسلامی

در تاریخ پانزدهم بهمن ۱۳۴۶، فعالیت بورس اوراق بهادار تهران با انجام معاملات بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی سابق (بانک صنعت و معدن فعلی) آغاز شد و در همان سال سهام شرکت نفت پارس در بورس مورد معامله قرار گرفت. از این تاریخ به بعد کار پذیرش سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه، اوراق قرضه گسترش مالکیت و اوراق قرضه عباس آباد

آغاز گردید و با افزایش پذیرش شرکت‌ها و تنوع اوراق بهادار عرضه شده در بورس، حجم معاملات آن افزایش یافت و توانست برای اوراق بهادار عرضه شده نقدینگی مناسبی ایجاد کند، به طوری که تا بیست و دوم بهمن ۱۳۵۷، سهام هفت بانک تخصصی، هفده بانک تجاری، شش شرکت تولید سیمان، ده شرکت تولید فولاد و سایر تولیدات صنعتی، یازده شرکت تولیدکننده مواد غذایی و شکر، سیزده شرکت تولیدکننده وسایل خانگی و ساختمانی و... که جمعاً ۱۰۵ شرکت بودند که جملگی در بورس پذیرفته شدند و سهام اغلب آنها نیز مورد معامله قرار گرفت. این شرکت‌ها از بهترین شرکت‌های فعال کشور محسوب می‌گردیدند. پس از پیروزی انقلاب اسلامی به لحاظ دیدگاه‌های ارزشی حاکم بر جامعه، اصولاً فعالیت‌های مربوط به بازار بورس را کد شد و سپس به طور کلی متوقف گردید. آمار و اطلاعات موجود نشان می‌دهد که تعداد شرکت‌های عضو در بورس اوراق بهادار تهران حدود یک دهه (۷۰-۱۳۶۰) سیری نزولی داشت و فقط در سال ۱۳۶۸ که نقطه عطف فعالیت مجدد بازار بورس ایران است، فعالیت‌های بازار بورس به منظور پذیرش واحدهای تولیدی و خدماتی آغاز شد و نسبت به سال‌های قبل، وضعیت بهتری پیدا کرد. البته براساس اطلاعات موجود، تا شهریور ۱۳۷۱ تعداد شرکت‌هایی که در فهرست اسامی «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» پذیرفته شدند به ۱۰۵ واحد یعنی معادل واحدهای پذیرفته شده تا پایان

سال ۱۳۵۷ رسید<sup>۱۱</sup>.

در این رابطه مطالب و ارقام گزارش‌های هفتگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، منتشر شده از ابتدای سال ۱۳۷۲ تا هفته آخر دی ماه ۱۳۷۲، عملکرد بازار بورس طی ۴۲ هفته در قالب برخی فاکتورها از جمله میزان معاملات، عرضه کنندگان سهام و... به صورت اجمالی بررسی می‌شود.

حجم معاملات انجام شده در بازار بورس از ابتدای سال تا آخر دی ۱۳۷۲ با داشتن نوساناتی از پایین‌ترین رقم معامله در هفته اول فروردین ۱۳۷۲ به میزان ۴۱۵/۹ میلیون ریال تا بالاترین حجم معاملات طی هفته چهارم تا هشتم اردیبهشت ۷۲ به میزان ۱۸۱/۴ میلیارد ریال (مربوط به فروش سهام شرکت محصولات بین‌المللی پارس) در مجموع معادل ۳۵۷/۵۷ میلیارد ریال بوده است<sup>۱۲</sup>. با توجه به ارقام ارائه شده از تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۷۱ (ازسوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) معادل ۶۶۰۰۵/۵ میلیارد ریال و براساس حجم معاملات به عمل آمده در این سال در بازار بورس اوراق بهادار تهران برابر با ۳۱۴/۸۶ میلیارد ریال، نسبت حجم معاملات بازار بورس اوراق بهادار تهران به تولید ناخالص داخلی رقم ۰/۵۷ درصد و براساس حجم نقدینگی در سال مزبور (معادل ۳۵۰۰۰ میلیارد ریال)، نسبت حجم معاملات بازار بورس نسبت به حجم نقدینگی ۱/۰۸ درصد بوده است<sup>۱۳</sup>.

## فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران

### بررسی وضع موجود در قالب برخی از شاخص‌ها

براساس شواهد موجود می‌توان چنین ادعا کرد که بازار بورس اوراق بهادار تهران به دلیل عدم سازماندهی و مدیریت کارا، در ساختار اقتصادی کشور نقشی اساسی نداشته است. به عبارت دیگر فقدان ابزارهای اجرایی لازم در بورس تهران، باعث شد نسبت به بسیاری از بورس‌های بین‌المللی که حتی در کشورهای در حال رشد (کره، مالزی، هندوستان و...) فعال می‌باشند، از جهات گوناگون با مشکلات، نارسایی‌ها و کمبودهایی مواجه شود. به عبارت دیگر فقدان مکانیزم‌های اجرایی لازم از لحاظ فعالیت آزادانه سرمایه از یک سو و عدم وجود سیستم اطلاعاتی دقیق و سریع در بازار بورس اوراق بهادار تهران، موجبات عدم امکان تحقق شرایط بورس کارا را فراهم کرده است.

اینک برای شناخت موقعیت کنونی بازار بورس اوراق بهادار تهران، در حد اطلاعات به دست آمده در زمینه نحوه فعالیت این بازار، به تجزیه و تحلیل برخی از شاخص‌های قابل اندازه‌گیری می‌پردازیم و ضمن ارائه جداول آماری مربوطه، هریک از آنها تحلیل و تفسیر خواهند شد.

۱۱- سازمان صنایع ملی ایران (شرکت سرمایه‌گذاری)، گزارش تحقیقی شماره ۲۴، مهر ۱۳۷۱

۱۲- سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش‌های هفتگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۷۱ تا آخر دی ۱۳۷۱

۱۳- سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش‌های هفتگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۷۱ تا هفته منتهی به ۱۶/۱۰/۷۱ (آمار مربوط به حجم معاملات در بورس)، آمار مربوط به GDP، اداره حساب‌های اقتصادی، بانک مرکزی ج.ا.ا. آبان ۱۳۷۲ و آمار مربوط به نقدینگی گزارش عملکرد اقتصادی دولت پس از چهار سال، وزارت ارشاد اسلامی و سازمان برنامه و بودجه، اردیبهشت ۱۳۷۲

جدول ۱- معاملات بازار بورس اوراق بهادار تهران (۱۰ ماه اول

سال ۱۳۷۱)

حجم معاملات	۳۱۴۸۵۹	میلیون ریال
نسبت حجم معاملات به تولید ناخالص داخلی	۰/۵۷	درصد
نسبت حجم معاملات به حجم نقدینگی	۱/۰۸	درصد

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش‌های هفتگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۷۱ تا آخر دی ۱۳۷۱

جدول ۲- برخی از شاخص‌های مهم در ارتباط با معاملات بازار

بورس (۱۰ ماه اول سال ۱۳۷۲)

شرح	مقدار
ارزش متوسط هر معامله تا هفته ۴۲ (آخر دی ماه ۱۳۷۲) ۱۶ میلیون ریال	
متوسط حجم معاملات روزانه	۲۱۲۸/۴ میلیون ریال
متوسط تعداد سهام معامله شده در روز	۴۱۷۸۲۱ سهم
متوسط تعداد سهام در هر معامله	۳۰۴۳ سهم

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار، گزارش‌های هفتگی بازار بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۷۲ آخر دی ماه ۱۳۷۲

تهران در معرض خرید و فروش گذاشته‌اند که از این میان فقط چند شرکت که در بیشترین هفته‌ها معامله بر روی سهام آنها انجام گرفته است، از بالاترین رشد قیمت برخوردار بوده‌اند.<sup>۱۴</sup> به‌طور کلی تغییرات شاخص قیمت سهام هر

همچنین طی دهه اول سال ۱۳۷۲، مهمترین عرضه‌کنندگان سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران، مؤسسات و نهادهای دولتی و بخش عمومی بوده‌اند. در عین حال در دوره مورد بررسی، حدود ۱۰۰ شرکت سهام خود را از طریق بازار بورس

۱۴- «بررسی تحلیلی پیرامون بازار بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های خصوصی سازی (مورد ایران)»، مهری رحیمی‌فر- رساله کارشناسی ارشد به

راهنمایی دکتر اکبر کمیجانی - دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران بهمن ماه ۱۳۷۱

اقتصادی-اجتماعی کنونی کشور

۲- هماهنگی فعالیت‌های سیستم بانکی و بازار بورس اوراق بهادار (به‌عنوان نهادهای جدانشدنی بازار سرمایه) به‌طوری که این دو نهاد در جهت تضعیف کلی بازار سرمایه حرکت نکنند.

۳- تغییرات اساسی در جایگاه تشکیلاتی بازار بورس اوراق بهادار در مجموعه نظام تشکیلاتی پولی/مالی کشور به‌گونه‌ای که از حالت کنونی (تحت نظر بانک مرکزی) به نهادی مستقل (با طراحی مکانیزم‌های نظارتی و کنترل مناسب برای آن) تغییر یابد.

۴- بازار بورس هرچه بیشتر و حتی‌الامکان در جهت کارکرد بازار رقابتی عمل کند و در بازار اوراق بهادار دخالت‌های خارج از اصول پذیرفته شده بازار رقابتی انجام نگیرد زیرا این کار در حقیقت ضد بورس است.

۵- شرکت‌ها و مؤسسات کارگزاری به‌صورت منطقی و با ضوابط مناسب و برای تقویت سیستم، تأسیس و در سطح کشور گسترش یابند و بین آنها و بازار بورس ارتباطات لازم برقرار شود. این اقدام باعث می‌شود شرایط انحصاری فعلی در کارگزاری عرضه و تقاضا از بین رود و در جهت جذب سرمایه‌ها امکانات لازم را فراهم آورد.

۶- سیاست خصوصی‌سازی و واگذاری شرکت‌های دولتی که از عوامل اصلی تأکید مجدد بر بورس است، با اعمال نقطه‌نظرات

صنعت، در مورد عملکرد و موقعیت آن در اقتصاد کشور نشانه‌های معنی‌داری به‌دست خواهد داد که چون در دوره مورد بررسی تعداد شرکت‌های مربوط به هر صنعت که اقدام به معامله و فروش سهام خود نموده‌اند چندان قابل توجه نیست، نمی‌توان نتایج کلی قابل‌تعمیمی را در مورد آنها ارائه نمود. اما تمرکز تغییرات بیشتر شاخص قیمت، در ده ماهه اول ۱۳۷۲، به‌ترتیب در میان سه رشته فعالیت صنایع مواد غذایی، صنایع اتومبیل و ماشین‌آلات و صنایع سرمایه‌گذاری و توسعه بوده است.<sup>۱۵</sup>

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به مشکلات، نارسایی‌ها و مسائلی که بازار بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار داده و عملکرد آن را خدشه‌دار کرده است و با توجه به تأکید مسؤلان و سیاستگذاران اقتصاد کشور مبنی بر استفاده از این بازار بررسی اجرای برخی از سیاست‌های تعدیل اقتصادی ازجمله سیاست واگذاری فعالیت‌ها به بخش خصوصی، باید هرچه سریع‌تر در مکانیزم بورس اوراق بهادار، از لحاظ قانونی/سازماندهی/فضایی اصلاحاتی اساسی انجام پذیرد.

برخی راهبردهای اصلاحی و پیشنهادهای مطرح در ارتباط با ایجاد تغییر و تحولات لازم و اساسی در نحوه فعالیت بازار بورس تهران، به‌شرح زیر ارائه می‌شود:

۱- بازنگری قانونی و تهیه و تدوین قانونی مناسب برای بازار بورس با توجه به نظام

- قرضه شرعی (بدون بهره ثابت)، سهام ممتاز و قابل تبدیل و... موجبات استفاده بهینه از اهرم‌های مالی توسط شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را فراهم خواهد آورد.
- ۷- برای خرید و فروش سهام از طریق مکانیزم بورس، در مفاد قوانین مختلف اصلاحات قانونی و طراحی معافیت‌ها و تشویق‌های لازم انجام گیرد تا بخش‌های غیر دولتی و خصوصی، سرمایه‌گذاران و اشخاص مایل به انجام فعالیت‌های اقتصادی نیز برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری از طریق بازار بورس اقدام نمایند.
- ۸- متنوع کردن اوراق بهادار از جمله انتشار اوراق
- ۹- ایجاد بازار بورس فرعی با شرایط پذیرش سهل‌تر نسبت به بازار بورس ملی، امکان مشارکت وسیع‌تر بنگاه‌های اقتصادی و... را که شرایط پذیرش در بازار بورس ملی را ندارند، فراهم خواهد ساخت.
- ۱۰- سرعت عمل در انتقال سهام به خریداران به نحوی باشد که برای فعالیت‌های بیشتر در بازار بورس اوراق بهادار موجبات اطمینان خاطر را فراهم آورد.

### منابع و مآخذ

#### الف- منابع فارسی

- ۱- دبیرخانه شورای بورس و هیأت پذیرش اوراق بهادار، قانون تأسیس اوراق بهادار، تیر ۱۳۷۰
- ۲- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، راهنمای شرکت‌های سهامی برای پذیرش سهام آنها در بورس تهران، ۱۳۶۸
- ۳- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، گزارش‌های داخلی، شماره‌های مختلف
- ۴- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش سالانه بورس اوراق بهادار تهران، اسفند ۱۳۶۷ و ۱۳۶۸
- ۵- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، گزارش‌های هفتگی، از جمله کلیه شماره‌های سال ۱۳۷۱ و شماره‌های ۱۱، ۲۵، ۲۶، ۲۹ و ۴۶ مربوط به سال ۱۳۷۰
- ۶- رحیمی‌فر، مه‌ری، بررسی تحلیل پیرامون بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مکانیزم‌های خصوصی‌سازی (مورد ایران)، رساله کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران



- ۷- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، گزارش تحقیقی در مورد بورس کشورهای ژاپن، کره، سنگاپور و مالزی، بهمن ۱۳۶۹
- ۸- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار، ۱۳۶۸
- ۹- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، تاریخچه بورس در جهان، ۱۳۶۸
- ۱۰- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش های سالانه بورس اوراق بهادار تهران، اسفند ۱۳۶۷ و ۶۸
- ۱۱- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، راهنمای شرکت های سهامی برای پذیرش سهام آنها در بورس، ۱۳۶۴
- ۱۲- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اصول تشکیل بورس در ایران، ۱۳۶۶
- ۱۳- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مجله تازه های اقتصاد، سال دوم، شماره ۱۴
- ۱۴- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، ارزیابی عملکرد خصوصی سازی و واگذاری سهام دولت در شرکت های دولتی و بخش عمومی، آذر ۱۳۷۰
- ۱۵- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، خصوصی سازی: اهداف و کارآیی های یک ابزار سیاسی، دی ۱۳۷۰
- ۱۶- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، مروری بر ابعاد مختلف خصوصی سازی، اسفند ۱۳۶۹
- ۱۷- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، نگرشی بر مبانی نظری شرکت های دولتی، مهر ۱۳۶۷
- ۱۸- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، بورس اوراق بهادار تهران، آذر ۱۳۶۹
- ۱۹- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر هماهنگی امور بنگاه های اقتصادی، بورس اوراق بهادار تهران، آذر ۱۳۶۹
- ۲۰- سازمان برنامه و بودجه، معاونت امور اقتصادی، دفتر اقتصاد کلان، مروری بر وضعیت بازار بورس اوراق بهادار، شهریور ۱۳۶۸
- ۲۱- سازمان برنامه و بودجه، گزیده مسائل اقتصادی، اجتماعی، شماره های ۶۷ و ۷۴، مربوط به سال ۱۳۶۶
- ۲۲- سازمان برنامه و بودجه، گزیده مسائل اقتصادی و اجتماعی، شماره های ۱۰۲ و ۱۰۳، سال ۱۳۶۹

- ۲۳- سازمان برنامه و بودجه، گزیده مسائل اقتصادی و اجتماعی، شماره ۴ و ۵ مرداد ۱۳۶۹
- ۲۴- شرکت سرمایه گذاری سازمان صنایع ملی ایران، قسمت پژوهش و مشاوره، گزارش تحقیقی شماره ۲۴، مهر ۱۳۷۱
- ۲۵- شرکت سرمایه گذاری سازمان صنایع ملی ایران، قسمت پژوهش و مشاوره، گزارش تحقیقی شماره ۱۸، فروردین ۱۳۷۱
- ۲۶- شرکت سرمایه گذاری سازمان صنایع ملی ایران، قسمت پژوهش و مشاوره، گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیر ۱۳۷۱
- ۲۷- سازمان صنایع ملی ایران، نگاهی به سیاست های خصوصی سازی، اسفند ۱۳۷۰
- ۲۸- مؤسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی، ماهنامه بررسی های بازرگانی، شماره ۹، سال سوم، شماره ۶۳، سال ششم و شماره ۷، سال چهارم
- ۲۹- ماهنامه بیان، شماره ۱۳، آبان ۱۳۷۰
- ۳۰- ماهنامه سیاسی- اقتصادی، شماره های ۱۱ و ۱۲، مرداد و شهریور ۱۳۷۱
- ۳۱- مجله آدینه، گزارش اقتصادی (سیاست خصوصی سازی اقتصادی)، شماره ۷۱
- ۳۲- پیرامون خصوصی کردن شرکت های دولتی، انتشارات کمال علم، تهران، ۱۳۶۹
- ۳۳- طیبیان، محمد، مباحثی از اقتصاد خرد پیشرفته، انتشارات پیشبرد، سال ۱۳۶۹

- 1- Friend Ibwin, Inflation and Stock Market, Comment, American Economic Review, March 1982, No, 1, PP. 23 7-46
- 2- Privitization: The Lesson Experience, The World Bank Country Economic Department, April 1992
- 3- International Monetary Fund, "Proposals For Privitization in Eastern Europe", IMF, Working Paper, Wp/91/36, April 1991
- 4- Privitization : Every Bods Doing it Differently, The Economist December 21,1985
- 5- Private Affair in Asia, Far Eastern Economic Review, July 25, 1985
- 6- Government Finance Statistics (GFS) year Book, 1985
- 7- Fernandes, Prexy. "Manajing Reletions between government and Public enterpries" (Operational excercise XV, Alternatieves to Public enterprise and Privatiation), International Labour Office (ILO), 1986
- 8- Development Planning Newsletter, June 1989: Issues in Privitization"
- 9- Pfe ffermann, P."Private Business in developing Countries (Chp, IV, P.P. 13-26), International Finance Cooperation (IFC). 1987
- 10- Paul Cook and Colin Kirkpatrick (Edited), "Privitization Inless Developed Countries", Wheatsheaf Books LTD, 1988, Chp, 1.P.P.3-43
- 11- Vande Walle, nicolas, "Privitization in Developing Countries: Areview of The issues" World Development, Vol,17, No,5, 1989, P.P 601-613
- 12- William Glade, Privitization in Rent Seeking Societies, World Development, Vol 17, No 5. PP, 673-682, 198
- 13- Wortzel, Heidi Vernon and Wortzel Lawrence II, Privitization : Not The Only Answer, World Development, Vol,17, No,5, 1989, P.P 633-641