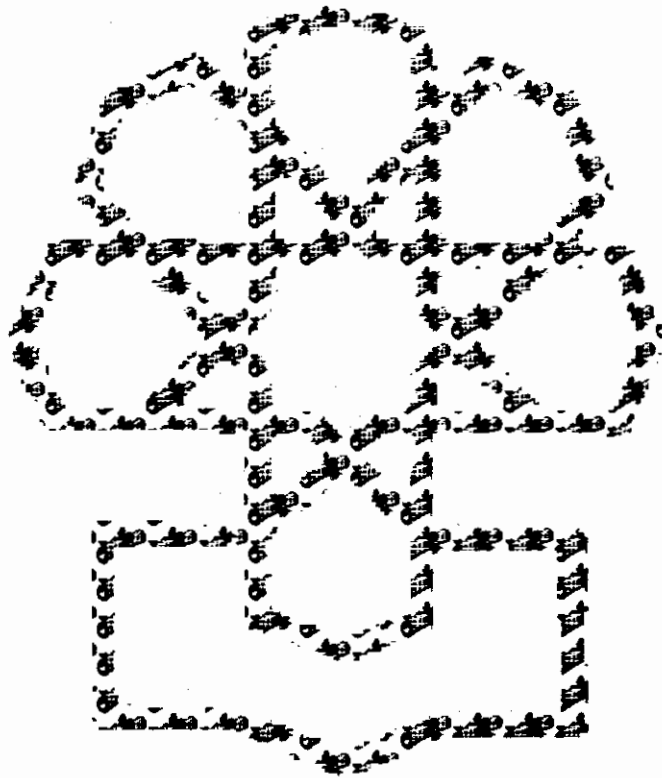




۱۹۳۰

بحشی کوتاه پیرامون

ریشه‌های نوسان قیمت سهام در بازار بورس تهران



معاونت پژوهشی

بهمن ۱۳۷۵

کار: دفتر بررسی‌های دفتر اقتصادی

این مطالعه حسب تقاضای جناب آقای دری نجف‌آبادی انجام شده است.

کد گزارش: ۲۴۰۱۹۳۰

بحثی کوتاه پیرامون ریشه‌های نوسان قیمت سهام در بازار بورس تهران

کدگزارش: ۲۴۱۹۳۰

۱- قیمت سهام در هر اقتصاد تحت تأثیر عوامل مختلف نوسان می‌یابد و این نوسان به تناسب شدت و ضعف عوامل اثرگذار متفاوت است. بررسی‌های علمی نشان داده که تحت انواع شرایط به ویژه در اثر تبعات ادوار تجاری و اقتصادی، منحنی شاخص سهام نیز به تناسب دچار تغییر می‌شود. یکی از این مطالعات حاکی از این است که منحنی قیمت سهام از ترکیبی از حالات رونق، کساد، رکود و تجدید روند مزبور برخوردار است.^۱

۲- اگرچه شرایط و نوسانات یک بازار به سایر بازارها قابل تعمیم نمی‌باشد، لیکن منحنی روند شاخص قیمت سهام در چند بازار سرمایه توسعه یافته نشان می‌دهد که منحنی قیمت تحت تأثیر شرایط نسبتاً یکسان ممکن است از روند هماهنگ برخوردار شود. یکی از بهترین نمونه این روند نسبتاً هماهنگ، منحنی شاخص قیمت سهام بورس‌های لندن، نیویورک، استکهلم و هلسینکی در نیمه اول دهه جاری (۱۹۹۱ - ۱۹۹۶) می‌باشد.^۲ روند شاخص قیمت سهام در چند کشور با شرایط اقتصادی متفاوت در نمودارهای الف نشان داده شده است.

نمودار الف - منحنی شاخص قیمت سهام در کره، ترکیه، فنلاند و پاکستان

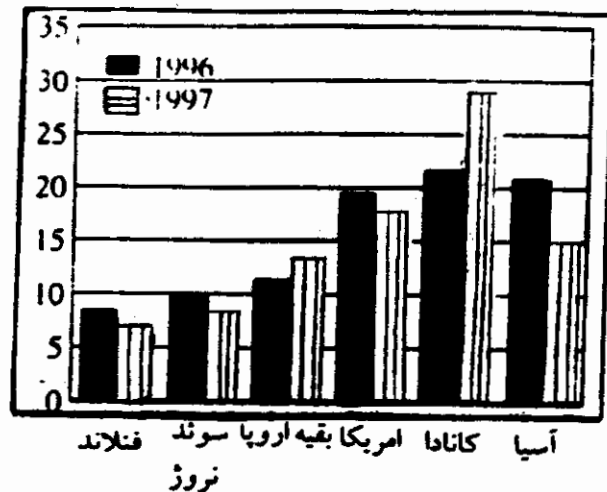


۱. بررسی مزبور در رابطه با بازار سرمایه آمریکا انجام شد و مشخص کرد که سیکل بازار دلاری روندی به صورت افزایش، رونق، ترقی، تنزل، کساد، تلوم رکود و تجدید وضعیت (افزایش - رونق...) می‌باشد.
 ۲. آر.ک به ۳- 3/1996 - Finance & Finland

۳- شاخص قیمت سهام از مجابجایی سریع بلوک‌های عظیم سرمایه در امان نمی‌باشد. بورس سرمایه‌های سرگردان در بازار جهانی وجود داشته و این در شرایطی است که شوک عظیم دوشنبه سیاه (۱۹ اکتبر ۱۹۸۷) هنوز در یادها باقی مانده است. پدیده‌ای که در نتیجه این بورس در صحنه بازارهای سرمایه بین‌المللی در حال شکل‌گیری است عدم اطمینان به آینده و حداکثر بهره‌گیری از شرایط مقررات زدایی است که تحت آن در فضای اقتصادی درهای باز، عملاً همه در حال شکار یکدیگرند.

وضعیت اشاره شده در اغلب نقاط جهان مصداق داشته و حتی بورس کشورهای در حال توسعه نیز از این شرایط برکنار نمی‌باشند. در سایه این روند، بعضی از بازارهای جدید نیز تحت تأثیر شرایط اقتصادی، دستخوش تحولات قرار گرفته‌اند. نمودار روند قیمت سهام در کشور روسیه از جمله این موارد است. به گونه‌ای که سه ماهه سوم سال جاری (۱۹۹۶) روند قیمت سهام کند و نزولی بوده و میزان این افت در حدود ۴ درصد برآورد شده است.^۲ پیش‌بینی ارائه شده از وضعیت قیمت به درآمد (P/E) برای بخش تولیدی در سال ۱۹۹۷ نیز حاکی از یک روند تنزلی است؛ این تحلیل که در فصلنامه *finance & finland* ارائه شده، بیانگر شروع رکود در فصل پایانی سال ۱۹۹۶ و تنزل در سال بعد (۱۹۹۷) می‌باشد.

نمودار ب - نسبت‌های قیمت به درآمد شرکت‌های صنایع چوب - آگوست ۱۹۹۶ - تخمین ۱۹۹۷



1. deregulation

۴- دیدگاه‌های متفاوتی در رابطه با نوسانات قیمت سهام مطرح است. برخی از دیدگاه‌های کلی‌نگر، مسئله را به صورت یک نگرش معلولی مدنظر قرار می‌دهند، به طوری که شعاع این‌گونه نگرش‌ها افق بیرونی تحولات را مورد توجه قرار داده و به بنیان‌های تحول آفرین در بازار کمتر توجه دارند.

اما در یک تحلیل جامع از دلایل نوسان‌پذیری قیمت سهام، تغییرات مزبور به عوامل درون شرکتی و پدیده‌های کلان اقتصادی وابسته است.^۱ به استناد این تحلیل، عوامل مؤثر در نوسان‌پذیری قیمت سهام را سود جاری مورد انتظار، ریسک یا درصد اطمینان نسبت به کسب سود، میزان سرمایه‌گذاری‌های آتی مورد انتظار شرکت، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های آتی، نرخ هزینه سرمایه (تفاوت بازدهی و هزینه سرمایه) و پارامترهای کلان اقتصادی مانند نرخ تورم، ارز، بهره، مقررات و... تشکیل می‌دهند. برخی از دست‌اندرکاران بازار سرمایه در بیان علت اساسی نوسانات شاخص و یا کاهش مقطعی قیمت سهام، به افزایش عرضه ناشی از ترس بعضی خریداران از کاهش بیشتر اشاره دارند. این‌گونه تحلیل‌ها می‌تواند نقطه روشنی برای این مدعا باشد که ایجاد فضای اطمینان بخش‌تر، که به طور عمده در سایه مقررات جامع اوراق بهادار فراهم می‌شود، بسیاری از نگرانی‌ها را رفع می‌نماید. فعالیت و توسعه بازار سرمایه همانند شبکه پولی به اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذار وابسته است و افزایش قیمت تدریجی و مداوم به تنهایی زمینه‌ای برای باقی ماندن کلیه سرمایه‌گذاران در صحنه نخواهد بود. زیرا وضعیت روند مثبت، آن‌چنانکه در منحنی شاخص کشورهای مختلف ملاحظه شد، همواره پایدار نبوده و تحت شرایط متفاوت و متأثر از پارامترها و عوامل متعدد، منحنی قیمت سهام دچار تغییر می‌شود.

۵- در همین رابطه تحلیلگران زمینه‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، دیدگاه‌های متفاوتی دارند. برخی مانند گوردن^۲ (۱۹۶۴)، باورز^۳ (۱۹۶۴) و پرایم^۴ (۱۹۶۷) ایمنی اصل و بازده سرمایه را مهمترین زمینه برای انتخاب یک سرمایه‌گذاری می‌دانند و برخی دیگر، به شرح ذکر شده در جدول شماره ۱، سایر عوامل را در سرمایه‌گذاری اوراق بهادار مؤثر می‌شمارند.

جدول ۱- زمینه‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار

صاحب‌نظران	زمینه مؤثر در سرمایه‌گذاری
Koontz & Gable - ۱۹۵۶	مجموعه کنترل‌ها شامل مقررات اداری، بازرسی‌ها، پوشش زیان.
Ferbe & Wales - ۱۹۵۸	نقدینگی و سطح زندگی سرمایه‌گذار، تمایلات فیزیکی، نوسان قیمت‌ها
Gordon - ۱۹۶۴	ایمنی اصل سرمایه
Bowers - ۱۹۶۴	بازده مطمئن کوتاه مدت یا بلندمدت
Phelps - ۱۹۶۵	توسعه خدمات عمومی در نتیجه سرمایه‌گذاری
Prime - ۱۹۶۷	ایمنی اصل سرمایه و بازده قابل قبول
Pearce & Royle - ۱۹۸۸	تورم غیرمنتظره (نوسانات پیش‌بینی نشده)

مأخذ: کدخدایی، حسین. «زمینه‌های سرمایه‌گذاری در سهام»، ۷۴/۶/۲۵.

۱. سمینار مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس - اردیبهشت ۱۳۷۵.

2. GORDON.

3. Bowers.

4. Prime.

۶- زمینه‌های سرمایه‌گذاری توسط عواملی تشدید می‌شوند؛ از جمله تعداد واسطه‌های بازار سرمایه و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس. براساس آمارجدول شماره ۲ در یک کشور در حال توسعه مانند ترکیه، واسطه‌های بازار سرمایه در دوره پنجساله ۱۹۸۹-۱۹۹۴ بالغ بر ۵ برابر گردیده است.

جدول ۲- گسترش شرکت‌ها و واسطه‌های مالی در بازار سرمایه ترکیه

شرکت‌ها و مؤسسات	۱۹۸۹	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴
بانک‌های توسعه سرمایه‌گذاری	۸	۸	۹	۹	۱۱	۱۱
مؤسسات کارگزاری	۲۰	۴۸	۱۱۰	۱۱۲	۱۱۲	۱۰۴
شرکت‌های پذیرفته شده	۱۱۰۵	۱۱۶۵	۱۲۰۹	۱۲۶۰	۱۳۱۶	۱۳۸۵

مآخذ: ۱۹۹۴، UTFT، CMB، Central Bank

توسعه بازار سرمایه در کشور ترکیه به سادگی انجام نشده، بلکه زمینه‌سازی طی یک دهه در این کشور، رشد بازار سرمایه را به دنبال داشته است. تصویب قانون بازار سرمایه - CML (۱۹۸۱) تشکیل بازار پول استانبول (۱۹۸۶) آزادسازی نرخ بهره سپرده‌های بانکی (۱۹۸۸)، تجویز سپرده‌های با نرخ شناور^۱ (۱۹۸۹)، صدور اوراق بهادار با پشتوانه دارایی^۲ (۱۹۹۳)، افزایش اختیارات بورس^۳ استانبول (۱۹۹۴)، تأسیس بانک سپرده و تسویه سهام (۱۹۹۵) و ایجاد منطقه آزاد برای معامله اوراق بهادار (۱۹۹۵) از جمله اقداماتی است که سبب رشد و توسعه بازار سرمایه ترکیه شده است. در قانون بازار سرمایه ترکیه، الزام درج سوابق کامل شرکت متقاضی پذیرش در کتابچه اطلاعاتی، انواع اوراق بهادار، خدمات مشاوره‌ای، مدیریت پرتفوی، تعریف جرایم عمده در اشکال سواستفاده اطلاعاتی یا تبانی گروه‌های ذی‌نفع و به کارگیری صورت‌ها و مطالب خلاف واقع، پیش‌بینی شده است. بانک سرمایه‌گذاری تاکازینک از اوت ۱۹۸۹ خدمات مؤثری مانند، سپرده‌گیری و بیمه اوراق بهادار، تأمین وام برای مشتریان، فروش استقراضی اوراق و انجام امور تعهدات اوراق بهادار را به عهده دارد. طبق تبصره ۱۶/۸، از قانون بازار سرمایه ترکیه، کلیه وقایع مهم اثرگذار بر قیمت بازار، شامل:

- ۱- تغییر ترکیب سهامداران، کنترل‌های داخلی و مدیریتی،
 - ۲- تغییرات ساختار مالی، سرمایه‌گذاری‌های شرکت، ترکیب طلبکاران و اشخاص ذی‌نفع
 - ۳- تغییر مالکیتی یا کاربردی دارایی‌های غیرجاری
 - ۴- تغییرات عملیاتی - اداری و
 - ۵- نوسانات حجم و ارزش سهام شرکت در بازار سرمایه.
- باید در اسرع وقت به بورس منعکس شود.
- ۷- در اینجا به دنبال بررسی کلی به عمل آمده، تحلیل نوسان‌پذیری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مورد بحث قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از مؤسسان فدراسیون بورس‌های

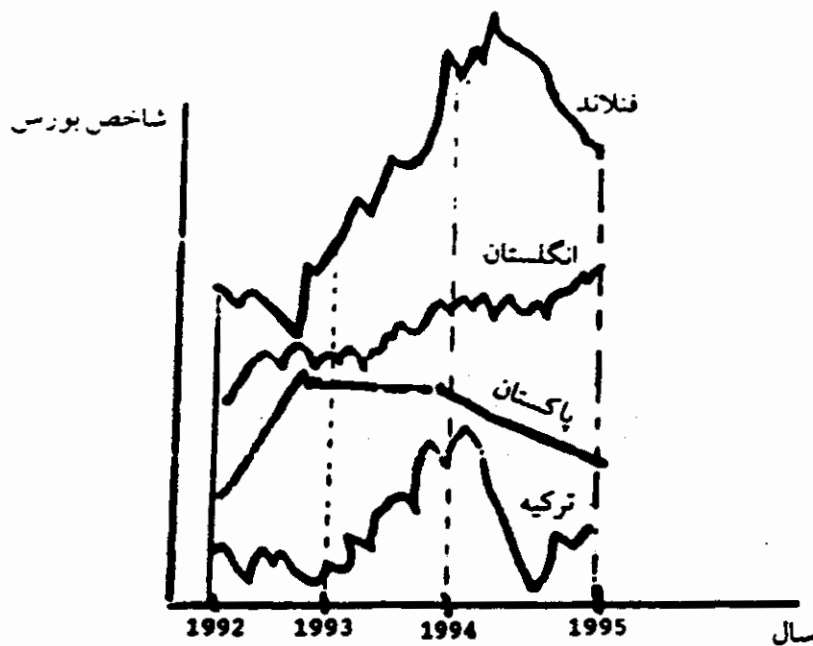
1. Variable Rate deposit
2. Asset - Backed Securities
3. Takaz bank

منطقه آسیا و اروپا (FEAS) با گردآوری سرمایه‌ای به ارزش ۳۲ هزار میلیارد ریال^۱، هم اکنون تعداد ۲۱۲ شرکت عضو و ۵۰ شرکت متقاضی عضویت دارد. بورس تهران پس از دو دوره ۱۳۴۶-۱۳۵۷ و ۱۳۵۸-۱۳۶۸ که دوران رونق ضعیف و رکود بازار سرمایه ایران بوده از سال ۱۳۶۸ تاکنون شرایط متحول و نسبتاً که سابقه‌ای را پشت سر گذاشته. به طوری که شاخص قیمت سهام در این دوره به عدد ۱۲۰۱۹٫۱۵ در تاریخ ۱۴ آذرماه (۱۳۷۵) رسیده است.

شاخص مزبور، به رغم نوساناتی که در چند ماهه اخیر داشته، همچنان زمینه‌ساز معاملات اوراق سرمایه‌ای می‌باشد. به طوری که امکان حضور شرکت‌های دارای وضعیت مطلوب^۲ در سایر بورس‌های فدراسیون به ویژه بورس بین‌المللی استانبول مطرح می‌باشد.

۸- در شرایط فعلی سؤال قابل طرح این است که آیا نوسانات و مدار تغییر شاخص قیمت اوراق بهادار و مشخصاً سهام در دو گروه کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته از وضعیت یکسان برخوردار است؟ به دلایل متعدد پاسخ این سؤال منفی است و نمودار مقایسه‌ای و مرکب ج، این عدم برابری را نشان می‌دهد.

نمودار ج - مقایسه روند شاخص بورس در ۴ کشوری دوره ۱۹۹۲-۱۹۹۵



دلیل قوی در رابطه با این عدم برابری این است که، شرایط حاکم و شفافیت اطلاعاتی در دو نوع بازار (توسعه یافته و در حال توسعه) متفاوت بوده و غیر کارابودن بازار در اقتصادهای توسعه نیافته،^۳ عدم اطمینان کافی سرمایه گذار را تشدید می‌کند. وجود این گونه زمینه‌ها باعث شده که در رابطه با بازار سرمایه ایران، طی چند ماه گذشته، بحث تضمین سرمایه‌های مردمی و جلب اعتماد عمومی مطرح شود. در بحث

۱. سرمایه بورس تهران اخیراً و با پذیرش اعضای جدید افزایش یافته است.
 ۲. حداقل ۳ سال سابقه فعالیت، ۲ سال سودآوری و تقسیم سود بین سهامداران و سرمایه متحول و غیر متحول ۱۰ میلیون دلاریه عنوان شرایط حضور شرکت‌ها در بورس‌های بین‌المللی در نظر گرفته شده است.
 ۳. محمد اسماعیل فدایی نژاد، بررسی کارایی بازار سرمایه ایران، رساله پایان نامه دکتری.

تضمین، حفظ و صیانت سرمایه‌گذاران در نوسانات قیمت عنوان شده و ضمن مقایسه با بانک‌ها که همگی از پشتوانه دولتی و ذخایر تأمین نزد بانک مرکزی برخوردارند، پوشش بیمه‌ای صدرصد ارزش اسمی سهام پیشنهاد می‌شود.^۱ از نگاهی دیگر موارد زیر به عنوان مشکلات فعلی بازار سرمایه مطرح می‌شود.^۲

الف - ضعف بنیادین سازمان بورس از نظر تشکیلاتی و مجموعه سیاستگذاران،

ب- ابهام در انتظارات مردم از بازار،

پ- افزایش قیمت کاذب بعضی از سهام،

ت- ضعف فرهنگ سرمایه‌گذاری در بورس،

ث- ورود تعداد قابل توجه شرکت‌های سرمایه‌گذاری در مجموعه بازار سرمایه،

ج- عملکرد شبکه کارگزاری و فقدان زمینه‌های تخصصی کافی در برخی از کارگزاران،

چ- نیاز شدید به فعالیت‌های روشنگرانه و حمایتی بیشتر از سوی بخش دولتی و مسئولان بورس.

۹- این مباحث، خلأ آشکار تمهیدات و تضمینات مورد لزوم بازار سرمایه ایران را تداعی می‌کند. بخش عمده موارد فوق که به عنوان مسائل اساسی و مؤثر در نوسانات قیمت سهام معرفی می‌شوند، در واقع معلول علت‌های اساسی هستند که مجموعاً به مشکلات حقوقی، اجرایی و مقرراتی بازار سرمایه ارتباط دارد. این مسائل مانند ضعف سیستم اطلاع‌رسانی و رعایت اصل آزادی کامل بازار، فقدان استانداردهای مالی، عدم تنوع ابزار به ویژه ابزارهای بین‌المللی، عدم تنوع شبکه واسطه‌گری بازار سرمایه، فقدان تسهیلات اعتباری و وثیقه‌گیری، مقررات دست و پاگیر اداری، فقدان مجموعه‌های قانونی مشاوره سرمایه‌گذاری، نبود صندوق‌های ضمانت یا مؤسسات حمایت از سرمایه‌گذار، فقدان تعریف قانونی و گام‌های پیشگیرانه در مقابل جرایم، عدم قانون ویژه برای ایجاد فعالیت و کنترل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خلأهای بازار سرمایه ایران را تشکیل می‌دهند. وجود مقررات جامع باعث رفع بسیاری از تنگناهای بازار سرمایه و مسائل اقتصاد کلان کشور خواهد شد.

بنابراین، بخش اعظم ابهامات موجود در زمینه عملکرد و آینده بازار سرمایه از طریق مصوبات و اصلاحات قانونی قابل رفع خواهد بود؛ این اقدام با توجه به زمان طولانی قطعیت مالکیت اوراق، فقدان رابطه قانونی لازم بین مشتریان و کارگزاران و خریداری بخش عمده اوراق بهادار توسط بانک‌ها، به صورت تجدید نظر در روش‌ها، ساختار و مقررات بورس ضروری به نظر می‌رسد.

بخش دولتی گسترده که عهده‌دار وظایف مهمی چون تثبیت اقتصادی، تنظیم مقررات، تصحیح نقایص مکانیسم بازار و توزیع مجدد درآمدهاست، در اثر تحکیم مقررات می‌تواند بسیاری از مشکلات جاری مانند رواج چند شغله بودن، کارهای فصلی و ادواری و فقدان اعتماد به آینده را که بیماری دهه ۹۰ شناخته شده^۳ برطرف ساخته و به رفع بعضی آثار منفی تعدیل اقتصادی مانند رشد ۲۵ درصدی حجم نقدینگی، تورم غیرمنتظره و عدم انضباط مالی و پولی همت گمارد.

۱. روزنامه اطلاعات، ش ۲۰۹۱۱، ۱۹/۸/۷۵، ص ۴.

۲. روزنامه همشهری، بورس باید اعتماد مردم را جلب کند، ش ۱۱۲۶، ص ۵.

۳. جان‌گری استادیار اقتصاد در چیزز کالج، آ کفرورد، اطلاعات، ش ۲۰۳۳۶، ۱۴/۸/۷۳.

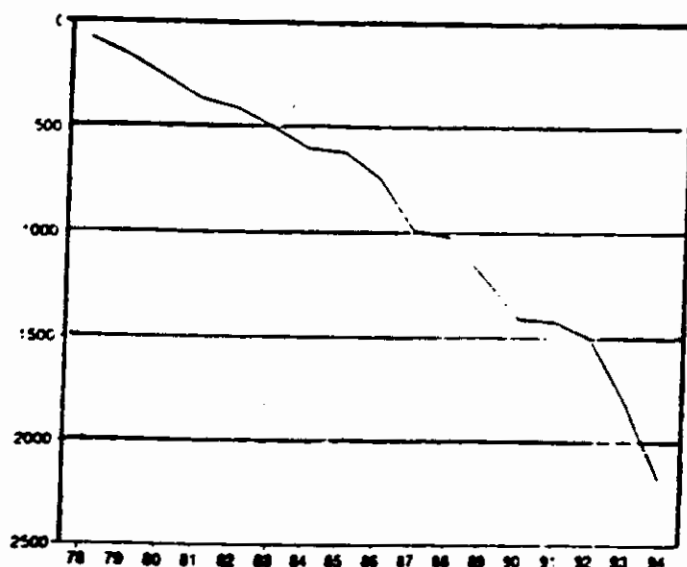
۱۰- تا اینجا مشخص شد که ریشه مشکل نوسانات در بورس تهران، به نارسایی‌های مقرراتی و قانونی وابسته است. در ادامه بحث به پارامترهای اقتصادی مؤثر در نوسانات بازار بورس تهران می‌پردازیم. در پایان سال گذشته (۱۳۷۴) در میان ده شرکت با بیشترین کاهش، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران با ۷۰/۴ درصد تنزل (از ۵۰۰۰ به ۱۴۸۰ ریال) و شرکت ثابت خراسان با ۳۰/۷ درصد تنزل (از ۱۲۵۵۰ به ۸۷۰۰ ریال) در ردیف اولین و دهمین شرکت قرار داشتند.^۱ غالب تحلیل‌ها بر این محور بوده که علت کاهش قیمت، تشکیل مجامع عمومی عادی سالیانه یا مجمع فوق‌العاده مبنی بر تقسیم سود نقدی، افزایش سرمایه و یا عرضه و تقاضا بوده است. در حالی که بنابر بعضی پژوهش‌های انجام شده،^۲ قیمت سهام به نوعی اداره شده و فاقد رابطه کامل با عرضه و تقاضاست. تحلیل دقیق مسئله دلایل دیگر این نوسانات را آشکار می‌سازد.

به طور کلی در روند قیمت سهام در کشور، کانون توجه سرمایه‌گذاران در ارزیابی آینده یک سهم مبتنی بر سود عایدی (EPS) شرکت است. یعنی با افزایش این سود، قیمت افزایش و در شرایط بالعکس، کاهش می‌یابد. در حالی که کسب سود در یک دوره خاص، قدرت سودآوری شرکت را با قطعیت نشان نمی‌دهد. نکته بعدی اخبار افزایش سرمایه است. با انتشار خبر افزایش سرمایه، قیمت نیز افزایش می‌یابد. عدم آگاهی کامل سرمایه‌گذاران در خصوص موارد مصرف این سرمایه اضافی که عملاً نوعی عدم شفافیت اطلاعاتی است در این نوسان قیمت مؤثر است. علاوه بر عدم شفافیت موارد مصرف، بازدهی برآوردی و مورد انتظار ناشی از آن افزایش سرمایه در اختیار سهامداران گذاشته نمی‌شود. از سوی دیگر ابهام و عدم شفافیت اطلاعاتی و گزارش‌دهی شرکت‌ها از آمار دقیق تولید، فروش، موجودی‌ها و قراردادهای مهم سبب می‌شود که به دنبال یک خبر جدید از شرکت، قیمت سهام آن دچار نوسان شود. تقلیل این گونه نوسانات به ارائه گزارش‌های بهنگام و میان دوره‌ای وابسته است. دلیل دیگر نوسان‌های انجام معاملات با تأخیر، بر روی بعضی از سهام می‌باشد که یکباره به افزایش قابل توجه قیمت آنها منجر می‌شود.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز از این نوسان‌ها در امان نیستند. قیمت‌گذاری این شرکت‌ها بر اساس سود حسابداری با اشکال همراه است، چرا که با داشتن قدرت معامله روی سهام مختلف، خرید و فروش یک مجموعه (پرتفوی) ممکن است این گونه شرکت‌ها را به سود کاغذی فوق‌العاده نایل سازد. برای تقلیل نوسان قیمت در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، یک روش نسبتاً متعارف در تعیین قیمت، محاسبه ارزش خالص دارایی هر سهم (NAV) می‌باشد.

۱۱- قیمت ارز، نرخ تورم و مالیات به طور مشخص سه عامل مؤثر در نوسان‌های قیمت سهام به شمار می‌آیند. روند تغییر قیمت ارز در مقابل پول ملی که در نمودار (د) ارائه شده نشان‌دهنده تنزل تدریجی ارزش ریال و افزایش سطح هزینه تولیدات ارزی می‌باشد.

۱. نشریه راهنمای سرمایه‌گذاران، اسفند ۱۳۷۴.
۲. گزارش تحقیقی شماره ۲۴ شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران.



مأخذ: مجله تحقیقات مالی، ش ۵ و ۶ ص ۱۸۱

تورم، به ویژه از نوع غیر منتظره آن نیز اصل و فرع سرمایه گذاری مالی و واقعی را تحت اشعاع قرار داده به نوسان‌های قیمت در بازار اوراق بهادار دامن می‌زند. به استناد بررسی‌های اخیر^۱، رشد شاخص قیمت خرده فروشی (تورم) در دوره تعدیل اقتصادی حدود ۳۰ درصد نوسان نسبت به برنامه مصوب (۱۸/۸ درصد در مقابل ۱۴/۴ درصد) داشته؛ همین امر یکی از زمینه‌های مؤثر، نوسان قیمت در سایر بازارها به ویژه بازار سهام می‌باشد. از جنبه سایر پدیده‌های کلان مانند مالیات، فرار مالیاتی (به اشکال مختلف) و فقدان جریان تکلیفی برای اخذ مالیات از زمینه‌های رونق فعالیت‌های خدماتی و دلال‌بازی بوده که تأثیر آن بر حجم و جوه قابل استفاده در بازار سرمایه، دور از تصور نمی‌باشد.

۱۲- بخش عمده عوامل مؤثر در نوسان‌پذیری قیمت سهام و شاخص بورس در جدول شماره ۳ ارائه شده است. با نگاهی ساده به پارامترهای مؤثر در نوسان‌پذیری قیمت سهام، مشخص می‌شود که می‌توان مجموعه این عوامل را به دو گروه: ۱- عوامل و پدیده‌های مبتنی بر نارسایی علمی؛ فرهنگی، روانی ۲- عوامل و پدیده‌های مربوط به نارسایی مقرراتی، تقسیم کرد. گروه اول را پدیده‌هایی چون: القای شبهه از سود جاری (۱)، اخبار افزایش سرمایه (۷)، عدم اطمینان کسافی (۱۲)، ابهام در انتظارات از بازار (۱۹)، ضعف فرهنگ سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار (۲۱) تشکیل می‌دهند؛ بقیه عوامل در گروه دوم جای می‌گیرند.

۱. احمد رضا روشن و سایر اقتصاددانان ایران و سیاست تعدیل، ماهنامه علمی، ش ۱۱۳۱، ۷۵۹۷، ص ۶

جدول ۳- عوامل مؤثر در نوسان پذیری قیمت سهام (شاخص بورس)

عوامل مؤثر در نوسان قیمت اوراق بهادار

- ۱- سود جاری مورد انتظار (EPS)
- ۲- میزان خطر پذیری یا در صداطمینان نسبت به کسب سود
- ۳- میزان سرمایه گذاری های آتی مورد انتظار شرکت
- ۴- نرخ بازدهی سرمایه گذاری های آتی شرکت
- ۵- نرخ هزینه سرمایه شرکت (تفاوت بازدهی از هزینه)
- ۶- رویدادهای کلان اقتصادی: نوسانات قیمت ارز، نرخ تورم، نرخ بهره، تحولات مقرراتی...
- ۷- اخبار منتشره در رابطه با شرکت به ویژه اخبار افزایش سرمایه
- ۸- گزارش های نابهنگام و فاقد مطالب مبنی بر شفافیت اطلاعاتی
- ۹- وقفه و تأخیر طولانی در انجام معاملات بر روی بعضی اوراق بهادار
- ۱۰- ورود تعداد قابل توجه شرکت های سرمایه گذاری به صحنه بازار و عرضه اولیه اوراق بهادار.
- ۱۱- آثار ناشی از شرایط ادوار تجاری، اقتصادی
- ۱۲- عدم اطمینان به آینده و بهره گیری از شرایط مقررات زدایی
- ۱۳- افزایش عرضه و ترس بعضی خریداران از کاهش قیمت بیشتر (عدم تعادل بین عرضه و تقاضا)
- ۱۴- نقدینگی، سطح استاندارد زندگی و تمایلات فیزیکی سرمایه گذار
- ۱۵- ایمنی اصل و فرع سرمایه
- ۱۶- مجموعه کامل کنترل ها به ویژه پوشش زیان های احتمالی
- ۱۷- میزان کارایی بازار
- ۱۸- تمهیدات و تضمینات قانونی در حمایت از سرمایه گذار شامل صندوق ضمانت - بیمه...
- ۱۹- ابهام در انتظارات مردم از بازار
- ۲۰- افزایش بی رویه و کاذب قیمت بعضی از سهام
- ۲۱- ضعف فرهنگ سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار
- ۲۲- عملکرد شبکه کارگزاری و فقدان زمینه های تخصصی کافی در برخی از کارگزاران.
- ۲۳- فقدان تسهیلات اعتباری و وثیقه گیری اوراق بهادار
- ۲۴- فقدان مشاورین سرمایه گذاری.
- ۲۵- اختلالات بازار و فقدان تعریف قانونی و پیشگیرانه جرایم
- ۲۶- فقدان شرایط و مقررات ویژه فعالیت شرکت های سرمایه گذاری
- ۲۷- زمان طولانی برای قطعیت مالکیت و دریافت ورقه سهام.
- ۲۸- فقدان رابطه قانونی لازم بین مشتریان و کارگزاران.
- ۲۹- تشکیل مجامع عمومی عادی سالیانه یا مجمع فوق العاده مبنی بر تقسیم سود نقدی.

به عبارت ساده تر، مشکل اساسی در شرایط فعلی این است که سرمایه گذاران و سهامداران فعلی شرکت ها را که در صحنه بازار اوراق بهادار قدم گذاشته اند همچنان در صحنه نگاه داریم؛ به این ترتیب با

۱۳- با جلب رضایت سهامداران و سرمایه گذاران اوراق بهادار، می توان مشکل عوامل گروه اول یعنی مسائل فرهنگی، روانی را برطرف نمود. این نکته نیز باید اضافه شود که مسائل زیربنایی چون اصلاح بازار پول و چگونگی ورود و نرخ بازده سرمایه گذاری در سایر بخش های اقتصاد نیز در افزایش اطمینان و انگیزه سرمایه گذاران اوراق بهادار نقش مؤثری دارد.

۱۴- در یک بیان کلی، به منظور جلب اعتماد سرمایه گذاران اوراق بهادار، ضروری است زمینه های اطمینان بخش و بهره مندی اقتصادی یا غیراقتصادی مالکیت اوراق بهادار را تقویت نماییم. این تحول در ابعاد زیر انجام پذیر خواهد بود:

الف - افزایش شفافیت اطلاعاتی از طریق چهار دسته اطلاعات:

۱- اطلاعات اولیه (خلاصه وضعیت شرکت)،

۲- گزارشات جاری (از رویدادهای مهم)،

۳- گزارش فصلی،

۴- گزارش سالیانه.

ب - حمایت از سرمایه گذاران به ویژه سهامداران جزء از طریق:

۱- حضور نماینده سهامداران در ترکیب هیئت مدیره،

۲- کنترل ادواری سهامداران عمده،

۳- نظارت بر جریان وکالت برای جلسات و تصمیمات مهم و اساسی،

۴- تشکیل قانون حمایت از سرمایه گذار و ایجاد مؤسسه حمایت از سرمایه گذاران اوراق بهادار،

۵- الزام کفایت بیمه اموال، مسئولیت و بدهی برای شرکت های پذیرفته شده در بورس.

پ - افزایش نقدینگی و قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار از طریق:

۱- امکان و اجازه باز خرید سهام شرکت توسط همان شرکت،

۲- انتشار اوراق بی نام،

۳- تقلیل زمان تسویه و تحویل سهام به خریدار،

۴- قابلیت وثیقه گیری سهام جهت تسهیلات وام و اعتبار،

۵- تسهیل سیستم اعتباری خرید اوراق بهادار.

منابع و مأخذ

- 1- Bowers, D, "Investor Preference & The Structure Of Interest Rates in The U.S. Government Securities Market" JOURNAL OF FINANCE VOL XIX- March 64, No: 1, Bowery Saving Bank, NewYork.
- 2- Ferbe, R. & Wales, H. G, MOTIVATION& MARKET BEHAVIOR, Richard Irwin Inc., 1958.
- 3- Francis, J. Clark, MANAJEMENT of INVESTMENT, McGraw-Hill Singapore, 1988.
- 4- Gordon . M. J, "Security & Investment, : Theory & Evidence."JOURNAL of FiNANCE, Vol XiX, Dec. 64, NO.4, PP.607-19.
- 5- Koontz & Gable, PUBLIC CONTROL of ECONOMIC ENTERPRPRISES. McGraw-Hill Book Co. 1956, P10.
- 6- Korea Stock Exchange, fact Book 1993.
- 7- Lintner, J, Inflation & Common Stock Prices in a Cyclical Context, MODERN DEVELOPMENTS in INVESTMENT MANAGEMENT, ed. by Lorie J & BrealY R. PP669- 83.
- 8- Pearce & Roley, " Firm Characteristics, Unanticipated inflation & Stock Return", JOURNAL of FINANCE, Vol XIII, No4, Sept. 1988.
- 9- Phelps E. S,PRIVATE WANTS & PUBLIC NEEDS , NewYork, Norton& Co- Inc. University of Pennsylvania, 1956.
- 10- Prime. J. H, INVESTMENT ANALYSIS, 4thed. Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1967, PP. 192-3
- 11- The Finnish Foundation for Share Promotion, FINANCE & FINLAND. Sept. 96 - 3/1996. P.2.
- 12- THE ST. PETERSBURG TIMES, P.21, 8Oct. 96.
- 13- The Turkish "Capital Market Law".
- 14- The Turkish " Capital Market Board" ,Central Bank UTFT.

۱۵- اطلاعات، ش ۲۰۳۳۶، ۱۳۷۳/۸/۱۴.

- اطلاعات، ش ۲۰۳۴۴، ۱۳۷۳/۸/۲۳ شاگرین، مهدی، «نقش مؤسسات بیمه در گسترش و تنظیم بازار سرمایه».
- اطلاعات، ش ۲۰۸۹۱، ص ۲، «بورس باید صندوقی مطمئن برای گردش سالم سرمایه باشد».
- اطلاعات، ۲۰۸۹۳، ۷۵/۷/۲۸، «شرایط حضور شرکت های ایرانی در بورس بین المللی استانبول».
- اطلاعات، ش ۲۰۹۱۰، ۷۵/۸/۱۷، مؤدب، حمید، «یورش سرمایه های سرگردان در لباس مقررات زدایی».
- اطلاعات، ش ۲۰۹۱۱، ۷۵/۸/۱۹، ص ۴ «یادداشت اقتصادی - ضرورت تضمین سرمایه های مردمی در بورس».
- اطلاعات، ش ۲۰۹۲۳، ۷۵/۹/۳، «۳۴۰۰ میلیارد ریال سهم در بورس دادو ستد شد».
- ۱۶- تقوی، مهدی. «خصوصی سازی در برنامه اول توسعه اقتصادی جمهوری اسلامی ایران»، تحقیقات مالی، سال اول ش ۴، پاییز ۷۳، ص ۷۲-۳۵.
- ۱۷- راهنمای سرمایه گذاران (خبرنامه) اسفند ۱۳۷۴.
- ۱۸- کدخدایی، حسین. زمینه های سرمایه گذاری در اوراق بهادار، شهریور ۱۳۷۴
- ۱۹- همشهری، ش ۳۷۸، ۷۳/۱/۳۱، گزارش مقدماتی و محورهای مطالعه از بخش مالی و بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران.
- ۲۰- همشهری، ش ۱۱۲۶، «بورس باید اعتماد مردم را جلب کند».
- ۲۱- همشهری، ش ۱۱۳۱، ۷۵/۹/۷، ص ۶، روشن، احمد رضا، «ساختار اقتصادی ایران و سیاست تعدیل».