

نقش بانکداری اسلامی در ایجاد تحول در بازار سرمایه

با تاکید بر ایجاد تحول در بورس اوراق بهادار

جناب آقای دکتر سید حسین مهدوی نجم‌آبادی^۱

عضو هیأت علمی مؤسسه عالی بانکداری ایران

محدوده مقاله

مقدمتاً باید یادآور شد که «تحول» مفاهیم بسیار زیاد دارد. از نقطه نظر این مقاله تحول به مفهوم دگرگون شدن، تغییر یافتن یا تغییر دادن در جهت اعتلاء سطح کیفیت، کمیت، بهبود روشها، گسترش فعالیت، ... در زمینه‌های مختلف را شامل می‌شود. طبعاً با این تعریف، «تحول در بازار سرمایه» قاعدتاً باید ملازمه با دگرگونیهای مختلف در زمینه‌های بهبود و گسترش فعالیت در بازار سرمایه اعم از اینکه گسترش عرضه، تقاضا، اعتلاء سطح کیفیت عملیات، افزایش تعداد ابزارهای مالی، افزایش سطح کارائی، اقدام به نوآوری و ابتکار، افزایش سرعت عملیات و هراقدام دیگری که مآلاً به توزیع بهتر منابع مالی بلندمدت بمنظور توسعه بیشتر اقتصادی و در نهایت به رفاه بیشتر اجتماعی منجر شود، داشته باشد. چون عواملی که موجبات تحول را فراهم می‌آوردند بسیار زیاد هستند، و ورود و بحث در مورد آنها بسیار مشکل و وقت‌گیر و بعلاوه خارج از موضوع مقاله است، لذا، بحث، در این مقاله، فقط در مورد عواملی که در بانکداری اسلامی و یا در بازار سرمایه وجود دارند که کاربرد آنها می‌تواند به ایجاد تحول در بازار سرمایه منجر شود، محدود خواهد شد.

بحث در زمینه نقش بانکداری اسلامی در ایجاد تحول در بازار سرمایه ناگزیر ایجاب می‌کند که بدو از یکطرف ساختار و مبانی بانکداری اسلامی و همچنین ساختار و مبانی بازار سرمایه

۱- نظرانی که در این مقاله ابراز گردیده است، نتیجه‌ی تحقیقات و نظرات شخصی نویسنده بوده و نظرات رسمی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و یا نظرات فقهی شخص خاصی را منعکس نمی‌نماید.

مورد تعمق و بررسی قرارگیرد و از طرف دیگر، شیوه عمل و رفتاری در این نهاد اقتصادی مورد مذاقه و تجزیه و تحلیل واقع شود، تا شناخت بیشتر در این موارد حاصل آید. بدیهی است، این آشنائی اجمالی برای بررسی و تبیین نقش موضوع کافی نبوده، بلکه تکمیل موضوع مستلزم این است که در کنار این دو بحث اساسی، بحث‌های دیگری نظیر ارتباط سازمانی این دو نهاد، ارتباط عملیاتی و بالاخره شناخت امکانات سرمایه‌گذاری و ویژگیهای بالقوه این امکانات و نهایتاً موارد مربوط به نارسائیها و نقاط قوت وضعف بازار سرمایه تا جایی که به موضوع مربوط می‌شود و به تشریح بیشتر مطلب کمک می‌کند مشروحاً بررسی شده و پیشنهادات لازم در جهت ایجاد تحول در بازار سرمایه ارائه گردد. در ارائه طریق بمنظور تحول در بازار سرمایه ضرورت دارد حتی‌المقدور طرق پیشنهادی به نحو مقتضی تقسیم‌بندی شده تا حصول به هدف مذکور آسان‌تر میسر باشد. این تقسیم‌بندی در دو قسمت مورد بحث و تحلیل قرار خواهد گرفت. قسمت اول نقش بانکهای اسلامی در ایجاد تحول در بازار سرمایه را در برمی‌گیرد. قسمت دوم، مکانیزم‌های عمل و ابزارهای جدیدی که می‌تواند به تحول بازار سرمایه منجر شود شناسائی شده و تبیین می‌گردد.

با توجه به مراتب فوق، مقاله در پنج بخش بشرح زیر محدود خواهد شد:

بخش اول - ساختار و مبانی بانکداری اسلامی

بخش دوم - ساختار و مبانی بازار سرمایه

بخش سوم - تاثیر متقابل عملیات بانکداری اسلامی و بازار سرمایه بریکدیگر.

بخش چهارم - شناخت نارسائیها و مشکلات

بخش پنجم - چگونگی ایجاد تحول در بازار سرمایه

بخش اول - ساختار و مبانی بانکداری اسلامی

در این بخش بانکداری اسلامی بصورت کلی و در حدیکه تشریح موضوع ضرورت داشته باشد، مورد بحث و تحلیل قرار گرفته و بویژه مطالب اساسی و عمده ذیل بطور اجمال بررسی می‌شود، بنحویکه با این اقدام بتوان نتیجه‌گیری لازم را در جهت حصول به هدف و موضوع مقاله بعمل آورد:

(۱) تداخل عملیات بانکداری اسلامی با بازار سرمایه

(۲) تشریح بانکداری اسلامی

(۳) نحوه تجهیز منابع در بانکداری اسلامی

(۴) نحوه مصرف منابع در بانکداری اسلامی

(۱) تداخل عملیات بانکداری اسلامی با بازار سرمایه

نگاهی گذرا به نحوه عمل بانکهای اسلامی نشان می‌دهد که قسمت اعظم عملیات بانکهای اسلامی می‌تواند بصورت مکمل فعالیت بازار سرمایه و یا در واقع جزئی از بازار سرمایه تلقی شود. زیرا، عملاً قسمت عمده فعالیت سیستم بانکی اسلامی خود بخشی از نوع فعالیت در بازار سرمایه است. با این ترتیب، هرگونه ابتکار و خلاقیت در جهت بهبود روشها و گسترش فعالیت در بانکداری اسلامی، عملاً می‌تواند موجبات ابتکار و خلاقیت در عملیات بازار سرمایه و مآلاً موجبات تحول در بازار سرمایه را فراهم آورد.

(۲) تشریح بانکداری اسلامی

مجموعه فعالیت‌های و علمياتی که توسط بانکها صورت می‌گیرد بانکداری نامیده می‌شود. تجهیز و مصرف منابع پس‌انداز جامعه، وصول برات سفته، صدور ضمانتنامه، گشایش اعتبارات اسنادی و ... از جمله عملیاتی است که بانکها انجام می‌دهند. دو عمل تجهیز منابع پس‌انداز جامعه و مصرف آن از جمله اصلی‌ترین عملیات بانکی است که بانک را بصورت یک واحد اقتصادی از واحدهای دیگر اقتصاد متمایز می‌کند. عبارت دیگر عملیات تجهیز منابع پس‌انداز جامعه و مصرف آن هسته اصلی بانکداری را تشکیل می‌دهد. در هر سیستم اقتصادی، بانکداری روی همین هسته پایه‌گذاری شده است. بانکداری اسلامی نیز از این قاعده مستثنی نیست. بانک اسلامی نیز، نظیر بانکهای دیگر با استفاده از منابع پس‌انداز گروهی از افراد جامعه نیاز مالی گروه دیگر را تامین می‌کند. بدین ترتیب، از نقطه نظر اتکاء بر منابع پس‌انداز جامعه تفاوتی بین بانکداری سنتی و یا متداول در کشورهای دیگر و بانکداری اسلامی وجود ندارد. لکن، آنچه که بانکداری اسلامی را از بانکداری سنتی متمایز می‌کند شیوه رفتاری یا روش عمل در بانکداری اسلامی است که تفاوت شکلی و ماهوی با شیوه رفتاری در بانکداری سنتی دارد. اصولاً شیوه‌های رفتاری در روابط حقوقی که بین بانک و مشتری ایجاد می‌شود تجلی می‌کند. باتوجه به مراتب فوق، بانکداری اسلامی به آن قسم از بانکداری گفته می‌شود که قسمت اعظم از مجموعه منابع مالی یا قسمت اعظم از مجموعه پس‌اندازهای (به مفهوم وسیع کلمه) جامعه را در شکل «مالکانه» تجهیز نموده و همین منابع جذب شده را نیز در شکل «مالکانه» یا به اصطلاح در شکل سرمایه (Equity) به مصرف بهینه در امر فعالیت‌های مختلف اقتصادی می‌رساند و نهایتاً منافع حاصل از اینگونه فعالیتها را بین خود و صاحبان پس‌انداز (سپرده) تسهیم می‌کند. نکته اصلی در این تشریح، شناخت روابط حقوقی است که برای تجهیز منابع مالی بین بانک و صاحب منابع مالی از یکطرف و بین بانک و گیرنده این منابع از طرف دیگر ایجاد می‌گردد. اصولاً براساس موازین اسلامی، در وهله نخست روابط حقوقی مذکور در زمینه تجهیز

منابع در دوشکل استقراض و وکالت برقرامی گردد. در نتیجه، منابع مذکور، اعم از اینکه در شکل استقراض و یا در شکل وکالت جذب شده باشد، حسب موازین اسلامی «سرمایه» تلقی می شود. طبعاً، در شکل استقراض، «سرمایه» متعلق به بانک و در شکل وکالت، «سرمایه» متعلق به پس اندازکننده (سپرده گذار) خواهد بود.

درو هله دوم، منابع جذب شده یا در واقع «سرمایه» جذب شده نیز حسب موازین اسلامی، باید در شکل «مالکانه» یا در حقیقت در شکل «سرمایه» در عملیات مختلف اقتصادی، نظیر امور تولیدی، کشاورزی، خدماتی، بازرگانی، ساختمانی بکارگرفته شود. وجود این اصل اساسی در بانکداری اسلامی، یعنی تجهیز منابع در شکل «سرمایه» توأم با کاربرد همین منابع در شکل «سرمایه» می تواند نقشی بنیادی در توسعه بازار سرمایه و بویژه نقشی کلیدی و سازنده در توسعه و ایجاد تحول در بورس اوراق بهادار داشته باشد.

نظرباینکه این بخش از مقاله بخش عمده ای از هسته اصلی آن را تشکیل می دهد، لذا، ضرورت دارد عملیات بانکهای اسلامی در اصلی ترین فعالیت آنها در حد گسترده ای تشریح گردد. از اینرو، در قسمتهای بعدی نحوه تجهیز منابع و نحوه مصرف منابع که از جمله اصلی ترین فعالیت بانکهای اسلامی هستند، مشروحاً تحلیل خواهد شد.

(۳) - تشریح نحوه تجهیز منابع در بانکداری اسلامی

همانطوریکه قبلاً ذکر شد، بانک برحسب تعریف با استفاده از منابع پس انداز موجود در جامعه فعالیت می کند. بمنظور ادامه بحث در مورد موضوع، ضرورت دارد که بدو مالکیت مجموع منابعی که می تواند توسعه بانکها جذب شود تعیین شود و سپس نحوه مصرف همین منابع از لحاظ مالکیت مورد تجزیه و تحلیل قرارگیرد. ضمناً یادآوری می شود که اصولاً مالکیت تأثیری در اصل و ماهیت انواع منابع تجهیز شده در اختیار بانک ندارد. لکن مالیکت از دیدگاه حقوقی بر شکل منابع جذب شده تأثیر داشته و آنرا، همانطوریکه ذکر شد، بدو دسته متمایز تقسیم می کند. دسته اول مجموع منابع تجهیز شده در شکل استقراض و یا سرمایه سهام که منابع متعلق به بانک را تشکیل می دهد. در حالیکه دسته دوم مجموع سایر منابع یا سپرده هائی را که در اشکال مذکور نباشد شامل می شود. در دسته اول بانک یا صاحبان سهام آن، هم مالک سرمایه خود و هم مالک منابع استقراضی می باشند و در عین حال تفاوتی در شکل مالیکت دو منبع وجود ندارد.

بدین ترتیب و با توجه به آنچه بیان شد، این نتیجه حاصل می شود که در بانکداری اسلامی تودیع کننده سپرده قرض الحسنه در واقع طلبکار بانک بوده و از دیدگاه حقوقی مالک طلب خود از بانک بوده و در نتیجه و مهمتر از آن، مالک منابع سپرده قرض الحسنه خود نمی باشد. در حالیکه در دسته دوم، تودیع کننده منابع مالک این قبیل منابع باقی ماند و سپرده وی بمنزله «سرمایه»

خود او در مجموعه «سرمایه» ملکی (بمفهوم وسیع کلمه) بانک اسلامی تلقی می‌گردد. براساس ضوابط اسلامی، سپرده‌های دسته دوم، نوعاً اوراق سهام موقت یا اوراق مشارکت با سررسید معین می‌باشد. در نتیجه گواهی سپرده تودیع شده، مشابه گواهی سهام با مدت معین (سهام موقت) و یا اوراق مشارکت با سررسید معین است که می‌تواند در امور مختلف اقتصادی مانند سرمایه شخص سپرده‌گذار بکارگرفته شود. در نتیجه، این قبیل سپرده‌ها علیرغم اینکه نزد بانک اسلامی تودیع می‌شوند، دو ویژگی عمده دارند. ویژگی اول، همانطوریکه ذکر شد، «سرمایه» بودن آنست. ویژگی دوم اینست که این سپرده‌ها پس از مصرف بدو بصورت اموال یا دارائی (عمدتاً فیزیکی) موضوع تسهیلات اعطائی در می‌آید و نهایتاً براساس موازین اسلامی به دارائی مالی (Financial Asset) نظیر سهم‌الشرکه بانکها در مشارکت مدنی، اوراق فروش اقساطی، و... تبدیل می‌شود.

بانک اسلامی در تجهیز منابع پس‌انداز جامعه هنگامی موفق خواهد بود که همواره از نقدینگی کافی برای استرداد بموقع سپرده‌ها برخوردار باشد تا بتواند ریسک عدم استرداد منابع را به حداقل ممکن تقلیل دهد. کفایت نقدینگی از دو جهت حائز اهمیت است.

از یکطرف، هنگام مراجعه سرمایه‌گذار برای استرداد سپرده‌ها یا «سرمایه» خود بانک اسلامی این سپرده یا سرمایه را مسترد و یا در حقیقت سپرده وی را بازخرد می‌کند. اقدامات بانک در این مورد بنحوی صورت می‌گیرد که استرداد منابع سپرده‌گذار خللی در استمرار عملیات بانکی بوجود نمی‌آورد. بدین ترتیب، با خروج یک سرمایه‌گذار (یا سپرده‌گذار) موقت از عملیات بانکی یا در واقع خروج یک سرمایه‌گذار از عملیات تجاری یا تولیدی سرمایه‌گذار موقت دیگری جایگزین وی می‌گردد. مهمترین نتیجه‌ای که از این تحلیل گرفته می‌شود اینست که این اقدامات عیناً بمنزله فروش تعدادی از سهام موقت بانک توسط یکی از شرکاء موقت قبلی بانک و خرید آن توسط شریک موقت جدید می‌باشد. تفاوت این شیوه خرید و فروش سهام در مقایسه با شیوه متداول برای خرید و فروش سهام در بازارهای سرمایه اینست که اصولاً در این قبیل بازارها، در صورت وجود خریدار و فروشنده و توافق آنها معامله انجام می‌گیرد. در حالیکه، بانک اسلامی برای استرداد یا بازخرد منابع سپرده‌گذار یا از نقدینگی خود استفاده می‌کند و یا بلافاصله منابع شریک موقت دیگری، یعنی سپرده‌گذار جدید، مورد استفاده قرار داده و سپرده قبلی را بازخرد می‌نماید. طبعاً، با قبول سپرده جدید، سپرده‌گذار جدید جایگزین سپرده‌گذار قبلی شده و بصورت سهامدار موقت جدید در می‌آید. همین ویژگی یکی از اساسی‌ترین ویژگی بانکداری اسلامی است که می‌توان با تسری همین عملیات در بازار سرمایه و ایجاد ابزارهای جدید، تحول زیادی در بازار سرمایه بوجود آورد.

بعبارت ساده‌تر، منابع جذب شده در شکل سپرده «سرمایه‌گذاری» از یکطرف، بصورت اوراق

سپرده، نظیر سهام موقت یا اوراق مشارکت هم در بانک اسلامی و هم در بورس اوراق بهادار قابل داد و ستد می‌باشد. از طرف دیگر، همانطوریکه ذکر شد، این منابع پس از مصرف توسط بانک اسلامی، بصورت دارائی مالی در می‌آیند که آن نیز، هم در بانک اسلامی و هم در بورس اوراق بهادار قابل معامله است. این مطلب نیاز به تشریح بیشتر دارد که در قسمت بعدی مورد تحلیل قرار می‌گیرد.

(۴) - تشریح نحوه عمل مصرف منابع در بانکداری اسلامی

منظور از مصرف منابع، بکارگیری منابع در فعالیتهای مختلف اقتصادی جامعه اعم از تجاری و تولیدی است. بدیهی است، هر امر تجاری و یا تولیدی از تلفیق عوامل کار، منابع مالی و مدیریت بوجود می‌آید. هر چند، بحث در زمینه عوامل کار و مدیریت خارج از بحث این مقاله است، لکن باید اذعان داشت که تامین منابع مالی برای انجام این امور می‌تواند منحصرأ در شکل استقراض یا در شکل سرمایه شخصی باشد. بانک اسلامی، برحسب تعریف تمام یا قسمتی از منابع مالی مورد نیاز این فعالیتهای را در شکل سرمایه، تامین می‌نماید. طبعاً چنانچه منابع مذکور بصورت استقراض در اختیار صاحب فعالیت اقتصادی قرارگیرد، قرض‌دهنده که بدلیل قرض مالک منابع باقی نخواهد ماند باید از منافع حاصل از فعالیت اقتصادی چشم‌پوشی کند. در حالیکه، اگر منابع بصورت سرمایه تامین شود، منافع حاصله به صاحب سرمایه تعلق می‌گیرد. در عین حال، رفتار منطقی و مطلوب و همچنین عدالت و انصاف ایجاب می‌کند که منابع پس‌انداز جامعه در امورات اقتصادی بنحوی مصرف گردد تا منافع ناشی از فعالیتهای مذکور بجای اینکه عاید افراد یا گروهی خاص بشود، عاید دارندگان منابع گردد. در غیراینصورت همانطوریکه در بخش تجهیز منابع ذکر شد، مصرف کل منابع پس‌انداز جامعه اولاً بصورت قرض توسط بانک اسلامی امکان پذیر نبوده و ثانیاً اقدام به این عمل نیز منطقی و موجه نخواهد بود.

نتیجه حاصل از تمام تحلیلهای فوق اینست که بانک اسلامی بخش عمده منابع خود را، تحت هر عنوانی که جذب شده باشد، بصورت «سرمایه» بکار می‌گیرد. طبعاً این امر نیز بنوبه خود ایجاب می‌کند که بانک اسلامی بصورت مالک «سرمایه»، اعم از اینکه «سرمایه» ملکی صاحبان سهام بانک باشد یا سرمایه ملکی صاحبان سپرده باشد، در فعالیتهای اقتصادی، مباشرت یا مشارکت نماید. تنها، با این شیوه رفتاری صحیح، بانک می‌تواند با تحمل ریسک فعالیتهای، مالک سود یا زیان آنها گردد و نهایتاً این سود را بین خود در حد منابع خود و سپرده‌گذار، در حد منابع سپرده‌گذار تسهیم کند. طبعاً این شیوه رفتاری با شیوه رفتاری اسلامی در این خصوص مطلقاً تعارض ندارد.

در قسمتهای قبلی کم و بیش در زمینه اوراق سپرده که توسط بانک اسلامی در اثر جذب

سپرده‌ها بوجودمی‌آید و همچنین اوراق دارائیهای مالی که توسط بانک اسلامی در اثر اعطای تسهیلات ایجاد می‌شود بحث و نتیجه‌گیری شد که این اوراق ماهیت «سرمایه» را دارند. قطعاً این نتیجه‌گیری از مهمترین نتیجه‌گیریهای است که تا کنون صورت گرفته‌است. زیرا، تمام تحلیلها به این نتیجه ختم می‌شود که بانک اسلامی، در عملیات خود حسب موازین اسلامی و شیوه‌های عمل خود، ماهیتاً و ذاتاً در بازار سرمایه فعالیت می‌کند و ابزاری که ایجاد می‌کند از نوع ابزاری است که با داشتن ویژگیهای عمده مالکیتی نظیر تمام اوراق بهادار دیگر در بورس اوراق بهادار قابل معامله است.

بخش دوم - ساختار و مبانی بازار سرمایه

در این بخش سرمایه و بازار سرمایه در حدیکه بتواند امر تحول بازار سرمایه را تسهیل کند، بصورت اجمالی مورد تحلیل قرار خواهد گرفت. لازم به یادآوری است که تمامی نظریه‌پردازان، صرفنظر از اختلاف نظرهای قابل اغمازی که در مورد تعاریف سرمایه دارند، عامل سرمایه و نحوه بکارگیری بهینه آن را از جمله عوامل اصلی توسعه اقتصادی می‌دانند. از اینجهت، هر اقدامی که در جهت تامین بیشتر منابع سرمایه و بکارگیری مطلوب‌تر آن صورت‌پذیر از دیدگاه منافع ملی امری کاملاً موجه تلقی می‌گردد. برای دستیابی به این اقدامات مطالب زیر تا حدیکه ارتباط اساسی به موضوع دارد، مورد بحث و امعان نظر قرار می‌گیرد:

(۱) تعریف بازارهای مالی، پولی و سرمایه

(۲) تعریف سرمایه

(۳) بورس اوراق بهادار و نقش آن در توسعه اقتصادی

(۴) کارائی بازار سرمایه و اهمیت آن در توسعه اقتصادی

(۱) - بازارهای مالی - پولی و سرمایه

بازار به مفهوم ساده بمعنی محل دادوستد کالا و خدمات است. بازارهای طلا، نفت، آهن، فرش، گندم، کار و ... امثال آن محل دادوستد هر یک از کالاها و خدمات بوده و از مصادیق بازار محسوب می‌شود. بازارهای مالی محل دادوستد انواع منابع یا ابزارها یا دارائیهای مالی در هر شکل آن می‌باشد. منابع مالی بدون مدت نظیر اسکناس و مسکوک، سپرده‌های دیداری، پس‌انداز یا کوتاه‌مدت از یکسال کمتر و یا اوراق مشارکت کوتاه‌مدت، کمتر از یکسال بر حسب تعریف منابع یا ابزار یا دارائیهای پولی تلقی می‌شوند. سایر منابعی که به هر دلیل سررسید یا مدتی بیش از یکسال داشته‌باشند، منابع سرمایه محسوب می‌گردند. بازارهای پولی به مفهوم خیلی ساده محل داد و ستد منابع از نوع اول و بازار سرمایه محل دادوستد منابع از نوع دوم

می‌باشد. بازارهای نوع اول را بانکها، موسسات اعتباری تجاری غیربانکی و بطور کلی سایر محللهائی که دادوستد این قبیل منابع در آن صورت می‌گیرد تشکیل می‌دهد.

بازارهای نوع دوم یا بازارهای سرمایه به محدوده وسیعی گفته می‌شود که منابع مالی یا ابزارها و یا دارئیهای مالی بلندمدت در آنها معامله می‌شود. نقش اصلی بازارهای مالی بطور کلی، و بازارهای سرمایه بطور خاص تسهیل نمودن فرآیند تجهیز پس اندازهای جامعه و انجام سرمایه‌گذاریهای مورد نیاز جامعه و در نهایت تخصیص بهینه سرمایه بعنوان مهمترین عامل تولید است. هرچند، مفهوم سرمایه بنحوی که بیان شد، مفهومی پذیرفته شده است، لکن در عمل این مفهوم ابهاماتی را بوجود آورده است که تشریح بیشتر آن به روشن تر شدن موضوع کمک می‌کند.

(۲) - تعریف سرمایه

از کلمه «سرمایه» برداشتهای متفاوتی توسط متفکرین مختلف شده است. اقتصاددانان «سرمایه» را معمولاً به مفهوم دارائی فیزیکی نظیر ماشین آلات، تاسیسات، ساختمان، موجودی کالا و بعضاً ارزش فعلی سرمایه‌گذاری انجام شده در نیروی انسانی و تکنولوژی بکار می‌برند. گروهی دیگر دارائی‌هایی مولد ثروت را «سرمایه» می‌پندارند. حسابداران «سرمایه» را به مفهوم وجوهی که در طرف بدهی ترازنامه نشان داده می‌شود و متعلق به صاحبان واحد اقتصادی است، می‌شناسند.

در واقع انباشت منابع مالی در دارائی‌ها اعم از دارائیهای فیزیکی یا مالی مفهوم کلی تری از «سرمایه» را بدست می‌دهد. آنچه در این مقاله از کلمه «سرمایه» مورد نظر است منابع مالی بویژه منابع مالی بلندمدتی می‌باشد که برای امرایجاد تکمیل، توسعه، بازسازی و راه‌اندازی واحدهای اقتصادی ضروری بوده، بکارگرفته شده است. این مطلب از لحاظ اقتصادی با تعریف آخر مطابقت دارد. در عین حال، از لحاظ شرعی نیز تعریف مذکور با این توصیف که: «سرمایه» به منابع مالی ملکی شخص سرمایه‌گذار، مشروط بر اینکه، این منابع توسط خود شخص سرمایه‌گذار و یا نماینده وی مالکانه در امورمختلف اقتصادی بکار گرفته شود، اطلاق می‌شود، نیز مطابقت دارد.

(۳) - بورس اوراق بهادار و نقش آن در توسعه اقتصادی

بطوریکه ملاحظه می‌شود، بازارهای سرمایه به مفهوم وسیع کلمه بخش بزرگی از بازارهای مالی را تشکیل می‌دهد. در حالیکه، بازار سرمایه بمفهوم خاص آن، یعنی بورس اوراق بهادار، بصورت بخشی از بازار سرمایه در شکل بازار متشکل و منضبط برای دادوستد انواع و اشکال معینی از منابع مالی یا انواع معینی از دارائیهای مالی بلندمدت بمنظور کمک به توسعه اقتصادی کشور بوجود می‌آید. این دارائیهای بلندمدت یا درواقع اشکال مختلف «سرمایه» عبارت از: سهام

عادی، سهام ممتاز، حق تقدم از هر قبیل، اوراق مشارکت، اوراق سپرده بلندمدت قابل معامله ۰۰۰ و نظایر آن می‌باشد. نقش اصلی و عمده بورس اوراق بهادار نیز به نوبه خود عبارت از تجهیز پس‌اندازهای جامعه بمنظور تخصیص بهینه آنها در جهت هدف ذکر شده خواهد بود. بحث در زمینه ویژگیهای بورس اوراق بهادار خارج از موضوع این مقاله است. لکن، در هر صورت، یکی از ویژگیهای اصلی بورس اوراق بهادار، اینست که اولاً بورس با تجهیز پس‌اندازهای کوچک، نیازهای بزرگ سرمایه را تامین می‌کند. علاوه، بورس اوراق بهادار با تبدیل منابع مالی کوتاه‌مدت به مصارف بلندمدت مشوق پس‌اندازکنندهای مختلف برای سرمایه‌گذاری در امور تولیدی می‌باشد. عبارت دیگر، با ایجاد مکانیزم خرید و فروش دائمی و مستمر پس‌اندازکننده می‌تواند هر لحظه که اراده کند، نیاز نقدینگی خود را با فروش دارائیهای مالی خود از طریق بورس اوراق بهادار تامین کند. در عین حال، مصرف‌کننده علی‌رغم این ویژگی، می‌تواند روی این منابع بصورت کاملاً بلندمدت تکیه کرده و از آن استفاده طولانی مدت ببرد. علاوه بر موارد ذکر شده، تخصیص بهینه منابع کمیاب سرمایه از دیگر نقشهای اساسی بورس اوراق بهادار است. این نقش، یعنی تخصیص بهینه منابع، می‌تواند منافع اقتصادی جامعه را به نحو مطلوب تامین کند. تخصیص بهینه منابع امکان پذیر نیست، مگر تحت شرایط کارائی بازار سرمایه. قبل از ورود به بحث مذکور، یادآوری می‌شود که هر قدر تعداد ابزارها یا دارائیهای مالی بیشتر، نوع آن متنوع‌تر، حجم آن زیادتر و نهایتاً زمان انجام معاملات آن سریعتر، و بالاخره قیمت‌های اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار به ارزش واقعی این دارائیها نزدیکتر باشد، بازار کاملتر، و کارآمدتر خواهد بود. باتوجه به این مراتب، هر کمکی در جهت حصول به کارائی، به‌نحوی از انحاء می‌تواند منجر به ایجاد تحول در بازار سرمایه بشود.

(۴) - کارائی بازار سرمایه و اهمیت آن در توسعه اقتصادی

بازار کارآمد پول و سرمایه به بازاری اطلاق می‌شود که مکانیزم عمل آن بنحو مناسب موجبات استفاده بهینه از منابع کمیاب پولی و مالی را فراهم آورده و حصول به رشد مطلوب اقتصادی مطلوب را ممکن سازد. عبارت دیگر، در این بازار بدلیل امکان دسترسی همگان به منابع کمیاب پولی و مالی تحت شرایط مشابه که از وجود رقابت سالم و کامل و اطلاعات فراوان نشات می‌گیرد، این اجازه به سرمایه‌گذار داده می‌شود که منابع پس‌انداز جامعه را در بهترین یا مطلوبترین امکانات موجود سرمایه‌گذاری کند تا هم خود و هم پس‌اندازکننده از منافع آن بهره‌مند شوند. بدین ترتیب، با استفاده از مکانیزم عمل این بازار ضمن حصول به رشد مطلوب اقتصادی، منافع فردی و رفاه بیشتر اجتماعی نیز فراهم خواهد شد.

برعکس، در بازارهای پول و سرمایه غیرکارآمد مکانیزم عمل بگونه‌ای است که از منابع پولی

و مالی استفاده بهینه نشده و حصول به رشد مطلوب اقتصادی مطلوب امکان پذیر نیست. در این بازارها بنا به دلایلی که متعاقباً تشریح خواهد شد، امکان سرمایه‌گذاری موجه از منابع مالی بازار وجود ندارد.

در حالیکه در بازارهای کارآمد، حتی اشخاصی که امکانات سرمایه‌گذاری دارند، بدلیل مکانیزم صحیح بازار و وجود بازده بالاتر از بازده سرمایه‌گذاریهای خود آنها، با اراده خود از سرمایه‌گذاری منابع خود در آن امکانات صرفنظر می‌کنند. در واقع با صرفنظر کردن از سرمایه‌گذاری در این امور منابع خود را برای سرمایه‌گذاری در امکانات کارآمدتر تخصیص خواهند داد. بدین ترتیب، علاوه بر پس‌اندازهای موجود، این میزان منابع مربوط به سرمایه‌گذاریهای غیرکارآمد به میزان منابع آماده برای سرمایه‌گذاریهای کارآمدتر اضافه گردیده و یا در واقع مصرف‌کننده غیرکارآمد به پس‌اندازکننده کارآمد تبدیل می‌شود.

از دیگر ویژگیهایی بازارهای کارآمد اینست که در این بازار درآمد حاصل از بکارگیری دارائی‌های فیزیکی (ماشین‌آلات، تاسیسات و امثال آن) نزدیک به درآمد دارائیهای مالی (سهام، اوراق مشارکت و اوراق سپرده و امثال آن) است. چون در واقع هر دو نوع دارائی تحت شیوه عمل این بازار بوجود آمده‌است و برحسب تعریف و یا براساس ویژگیهای این بازارها، منابع پولی و مالی درگیر در دارائیها، اعم از فیزیکی یا مالی، باید بازده‌ای مشابه داشته‌باشد. بعبارت دیگر، در بازارهای کارآمد مالی، محیط، عوامل و ابزارهای موجود بنحوی عمل می‌کنند که شرایط مساوی برای عرضه‌کننده و تقاضای منابع مالی فراهم شود. کلیه پس‌اندازکنندگان در این بازار از شرایط مساوی و امکانات و اطلاعات مشابه برخوردار بوده و منابع آنها متناسب با مدت و خطری که در سرمایه‌گذاریها قبول می‌کنند بازده خواهد داشت. در عین حال، کلیه سرمایه‌گذاران تحت شرایط مساوی و امکانات و اطلاعات مشابه به منابع مالی جامعه دسترسی دارند و برای منابع سرمایه‌گذاری که دریافت می‌کنند متناسب با مدت و خطری که در سرمایه‌گذاریهای آنها وجود دارد، هزینه مربوط را پرداخت خواهند نمود. همانطور که کم‌وبیش قبلاً اشاره شد، در این محیط تعداد و تنوع ابزارهای مالی در حدی است که سرمایه‌گذار برحسب نوع سرمایه‌گذاری، مدت و خطر سرمایه‌گذاری و سلیقه خود می‌تواند با استفاده از یکی از این ابزارها، تحت شرایط مساوی و رقابت کامل نیاز مالی خود را با سهولت تامین نمایند. در این محیط هیچ مصرف‌کننده‌ای برد دیگری رجحان ندارد. رجحان صرفاً بدلیل برتری نسبی و بالاتر بودن بازده سرمایه‌گذاری که خود نتیجه بالاتر بودن کارائی در سرمایه‌گذاری ذیربط است، بوجود می‌آید.

بطور خلاصه، حصول به کارائی میسر نیست مگر محیط، عوامل و ابزارهای موجود در بازار بنحوی عمل کنند که قیمت مساوی برای کالاها و خدمات مشابه پرداخت گردد. برای مثال، اگر قیمت آهن نوع خاص در تمام نقاط جامعه با فرض ملحوظ داشتن هزینه حمل‌ونقل برای فواصل

مختلف، یکسان باشد بازار آن نوع آهن از کارآئی لازم برخوردار خواهد بود. بهمین دلیل، اگر امکانات لازم بنحوی فراهم شود که انواع سرمایه‌گذاریهای مشابه بتواند با پرداخت مبلغی مساوی، یعنی تامین بازده مساوی برای منابع مالی مورد نیاز، از این منابع برخوردار گردد بازار مالی، کارآئی لازم را دارد.

در حالیکه بررسی‌های گذشته و حال نشان می‌دهد که بازارهای پول و سرمایه ایران با احتمال بسیار زیاد از کارآئی لازم برخوردار نبوده و با اشکالات و نارسائیهای متعددی مواجه می‌باشد. از جمله این نارسائیها می‌توان به مواردی همچون کمبود موسسات مالی واسطه که بتواند همه نوع نیازهای مالی را تامین کند، کمبود ابزارهای مالی برای پس‌اندازکننده، وجود بازده‌های متفاوت برای منابع مالی بکاررفته در امکانات مشابه، دخالت مستقیم دولت در بسیاری از امور پولی و مالی منجمله سهمیه‌بندی اداری منابع، تعیین نرخهای اداری برای تجهیز منابع مالی و همچنین تعیین نرخهای اداری برای اعطای تسهیلات اعتباری و امثال آن، اشاره کرد. این عوامل بازارهای مالی را از رسیدن به کارآئی مطلوب بازمی‌دارد. موارد متعددی وجود دارد که بدلیل حمایت دولت از سرمایه‌گذاریهای خاص، از طریق سیستم بانکی، سود ناچیزی برای آنها دریافت می‌شود. در حالیکه بدلیل فقدان حمایت دولت روی سرمایه‌گذاریهای دیگری که کاملاً مشابه سرمایه‌گذاریهای قبلی است، هزینه‌ای سنگین‌تر توسط سیستم بانکی دریافت می‌گردد. در موارد کاملاً مشابه دیگر هنگامی که منابع مالی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری توسط خود سرمایه‌گذار تامین می‌گردد، هزینه‌ای بیشتر و متفاوت از دو مورد قبلی دارد و بالاخره اگر منابع مالی مورد نیاز برای همین امور با توسل به منابع باصطلاح بازار آزاد (بازار غیرمتشکل پولی) تامین گردد هزینه‌ای بیش از هر سه مورد قبلی خواهد داشت.

البته، اگر دقت بیشتری بشود، حتی هزینه منابع در بازار آزاد برای موارد مشابه در نواحی مختلف متفاوت است. بدیهی است، این تعدد نرخ عیناً بمثابه پرداخت قیمت‌های متفاوت برای کالای مشابه است که از مشخصات بارز بازارمالی غیرکارآمد است. طبعاً ادامه این وضعیت با این شیوه عمل نمی‌تواند منافع هیچ یک از گروه‌های درگیر در بازار، اعم از پس‌اندازکننده یا مصرف‌کننده وجوه، موسسه واسطه مالی و مهمتر از همه، منافع جامعه را بنحو مطلوب تامین نماید. اگر در ظاهر، یک گروه نفعی بیش از اندازه ببرد، مجموعه گروه‌های دیگر باید هزینه آن را تحمل کنند.

بهمین ترتیب، اگر منابع مالی بصورت ارزان تامین شود، به زیان همگان خواهد بود. زیرا، پس‌اندازکننده زیان ارزانی قیمت منابع مالی خود را می‌برد، تولیدکننده بدلیل ارزانی قیمت منابع را در طرح‌های نامطلوب بکاربرده و کوشش لازم را برای افزایش کارآئی و کسب درآمد بیشتر نخواهد نمود که مآلاً با عدم‌النفع سنگینی مواجه خواهد شد و بالاخره نفع جامعه تحت این شرایط

نمی‌تواند بنحو مطلوب تامین گردد. علاوه، این امر می‌تواند به گسترش بازارهای مالی غیرمتمشکل، بورس‌بازی، احتکار و در نهایت سوء مدیریت مالی منجر شود. با توجه به مراتب فوق، ملاحظه می‌شود که سهم نقش کارائی در تحول بازار سرمایه بیش از هر امر دیگری است. ضمناً با توجه به کمی تعداد ابزار مالی مورد معامله در بورس، کافی نبودن تنوع آنها، پائین بودن حجم آنها و موارد دیگری که در نتیجه کارائی کامل بدست می‌آید، می‌توان اظهار داشت که هرگونه سعی و تلاش جهت اعتلاء سطح و کیفیت کارائی، کمک به ایجاد تحول در بازار سرمایه خواهد بود. از اینرو، در قسمتهای بعدی سعی خواهد شد که ابزارهای جدید، با تنوع کافی و همچنین شیوه‌های نوین اجرائی را در حد بضاعت نویسنده بمنظور ایجاد تحول در بازار سرمایه پیشنهاد شود.

بخش سوم - تاثیر متقابل عملیات بانکداری اسلامی و بازار سرمایه بریکدیگر

در این بخش کوشش خواهد شد، حتی‌المقدور تا جائیکه مطالب به موضوع مقاله مربوط می‌شود، چگونگی تاثیر متقابل عملیات سیستم بانکداری اسلامی و بازار سرمایه بریکدیگر مورد بررسی قرار گرفته و نشان داده‌شود که اجرای صحیح عملیات بانکداری اسلامی از یکطرف و انجام مطلوب عملیات در بازار سرمایه از طرف دیگر می‌تواند منشاء تاثیر متقابل و مثبت بریکدیگر بوده و به تحول بازار سرمایه کمک نماید.

در شکل کلی مطلب، باید پذیرفت که عملیات بازار سرمایه بفعالیت بانکداری اسلامی و برعکس عملیات بانکداری اسلامی بر نحوه فعالیت بازار سرمایه تاثیر بسیار زیاد دارد. زیرا، گسترش حجم فعالیت در بازار سرمایه مآلاً به افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش تولید ملی، افزایش درآمد ملی و در نتیجه افزایش پس‌انداز ملی و در نهایت بر حجم فعالیت سیستم بانکی موثر خواهد بود. طبعاً عکس مطالب فوق نیز صادق است. صرف‌نظر از مطالب کلی فوق، در این بخش موارد زیر مورد بحث و تحلیل قرار خواهد گرفت:

- (۱)- ارتباطات سازمانی بین سیستم بانکی و بورس اوراق بهادار
- (۲)- ارتباط عملیاتی بین این دو نهاد اقتصادی

(۱) ارتباطات سازمانی بین سیستم بانکی و بورس اوراق بهادار

هرچند بحث در زمینه این مطلب خارج از موضوع مقاله است، لکن باید پذیرفت که هر دو نهاد یعنی سیستم بانکی و بازار سرمایه و به تبع آن بورس اوراق بهادار جزء سازمانهای مالی هستند که تحت نظارت نظامات مالی هر جامعه فعالیت می‌کنند. طبعاً در کشور ایران، نظامات مالی عمدتاً از بانک مرکزی کشور نشأت می‌گیرد. که بر فعالیت هر دو نهاد کم و بیش تسلط و

نظارت دارد. این امر می‌تواند در نظم دهی و تحول هر دو موثر باشد. قطعاً هر قدر این نظارت موثرتر و قوی‌تر باشد نتیجه حاصل از آن بهتر و مطلوبتر خواهد بود.

(۲) ارتباط عملیاتی بین سیستم بانکی و بورس اوراق بهادار

نقل و انتقال وجوه بین سیستم بانکی و بازار سرمایه از یکطرف، نحوه عمل بانکهای اسلامی، که حسب طبیعت و ذات آنها ضرورت دارد که عمده منابع مالی آنها در شکل «سرمایه» (نه قرض) در عملیات بانکی اسلامی بکار گرفته شود، از طرف دیگر، موجب می‌شود که قسمت اعظم عملیات بانکداری اسلامی در بکارگیری و تجهیز منابع عیناً مانند عملیات بازار سرمایه بشود. این ویژگی بخش دیگری از هسته اصلی این مقاله را در زمینه نقش بانکداری اسلامی در تحول بازار سرمایه تشکیل می‌دهد.

طبعاً، عمده‌ترین عاملی که موجب این ارتباط می‌شود، جریان منابع مالی از بورس اوراق بهادار به سیستم بانکی از یکطرف و برعکس، تاثیر این جریان بر کمیت و کیفیت عملیات هر دو نهاد اقتصادی از طرف دیگر می‌باشد. در این زمینه نظرات و عقاید مختلفی ابراز شده که کم و بیش بر تاثیر متقابل و مثبت عملیات یکی بر دیگری دلالت دارد. نتایج حاصل از بررسیهای انجام شده در این مقاله نیز حاکی از اینست که عمده تاثیرات مربوط به جریان منابع از بورس اوراق بهادار به سیستم بانکی و یا برعکس مثبت و هم جهت می‌باشد. این مطلب موید این است که پیدایش رونق در عملیات بورس اوراق بهادار موجب رونق در فعالیت سیستم بانکی و در عین حال متقابلاً، پیدایش رونق در فعالیت سیستم بانکی، موجب رونق در عملیات بورس اوراق بهادار می‌شود، بدون اینکه رونق و گسترش در هیچ یک تاثیر منفی روی دیگری داشته باشد. این مطالب با بیان دیگر نیز قابل اثبات است. با تحقق دادوستد از طریق بورس اوراق بهادار، منابع مالی مربوط به این دادوستد عمده‌تاً در داخل سیستم بانکی فقط جایجا شده و از حسابی به حساب دیگر منتقل می‌گردد، بدون آنکه در حجم کل این منابع تغییری پدید آید.

نظرباینکه این موضوع در قسمتهای دیگر نیز مورد اشاره قرار خواهد گرفت، لذا، ضرورت دارد که این جایجائی از دیدگاه نظریه پولی نیز مورد بحث و تحلیل واقع شود. براساس نظریه مقداری پول حجم نقدینگی (M2) یا پول به مفهوم وسیع کلمه عبارتست از:

$$M2 = \text{مانده سپرده‌های سرمایه‌گذاری} + \text{مانده سپرده پس‌انداز} + \text{مانده حسابجاری نزد بانکها} + \text{پول نقد در دست مردم}$$

$$M3 = M2 + \text{سایر اوراق بهادار} + \text{حق تقدم‌ها} + \text{اوراق مشارکت} + \text{اوراق سهام}$$

در این مدل‌ها، پارامترهای M2 و M3 هر یک مفهوم نقدینگی یا پول به مفهوم وسیع کلمه را بیان می‌دارند. فرض کنیم یک معامله در بورس اوراق بهادار رخ می‌دهد. اوراق سهام موجود بین

مالکین قدیم و جدید جابجا می‌شود، و علیرغم افزایش فعالیت در بورس اوراق بهادار، تغییری در حجم M3 بوجود نمی‌آید. در عین حال، به‌اندازه مابه‌ازاء معامله، مالکیت یک یا چند پارامتر از پارامترهای M2 نیز تغییر می‌کند. در نتیجه علیرغم افزایش حجم فعالیت در سیستم بانکی، در حجم M2 تغییری حاصل نمی‌شود.

مهمترین نتیجه‌ای که از تحلیل‌های فوق حاصل می‌شود اینست که هرگونه سعی و تلاش برای اعتلاء سطح کمیت و کیفیت علمیات بازار سرمایه، خودبخود موجب اعتلاء سطح کیفیت و کمیت فعالیت بانکداری اسلامی نیز می‌گردد. بطورکلی، همه این کوششها، طبعاً نتیجه و تاثیر خود را بر ایجاد تحول در بازار سرمایه برجای خواهد گذاشت.

بخش چهارم - شناخت نارسائیها و مشکلات بازار سرمایه

شناخت نارسائیها و مشکلات یکی از حساس‌ترین بخش مقاله را تشکیل می‌دهد، زیرا، همانطوریکه ذکر شد، ایجاد تحول و کارائی در بازار سرمایه از یکطرف نیاز به کوشش اداری داشته و از طرف دیگر، مستلزم شناخت مشکلات و نارسائیهایی می‌باشد. در حال حاضر، عوامل و پارامترهای متعددی موانع بسیار زیادی را بر سر راه تحول بازار سرمایه ایران بوجود آورده‌اند که نه تنها بورس اوراق بهادار در سیستم بانکی به تنهایی نمی‌تواند آنها را برطرف کنند، بلکه برطرف کردن آنها نیاز به همکاری دسته‌جمعی، یعنی نیاز به همکاری وزارت امور اقتصادی و دارائی، بانک مرکزی، سازمان برنامه و بودجه و دیگر، سازمانهای ذیربط دارد. تعدادی از مشکلات و نارسائیها بعنوان نمونه عبارتست از، مشکلات مقرراتی، عدم تبعیت ساختار سود در دارائیهای مالی از یک الگوی علمی، نحوه قیمت‌گذاری سهام، بیش از حد لازم بها دادن به EPS در قیمت‌گذاری سهام، مشکلات مالیاتی، ضعف مدیریت در برخی از واحدهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، کمبود منابع ریالی، کمبود منابع ارزی، مشکلات قانون کار، مشکلات قیمت‌گذاری محصولت تولیدی در برخی از واحدهای تولیدی، ... با توجه به مراتب مذکور و همچنین در جهت تشریح بیشتر موضوع می‌توان نارسائیها و مشکلات بازار سرمایه را به قسمت‌های زیر تقسیم‌بندی نموده و مورد تجزیه و تحلیل قرار داد:

اول - مشکلات و نارسائیهای ساختاری

دوم - نارسائیهای فرهنگی

سوم - مشکلات و نارسائیهای برون سازمانی

چهارم - مشکلات و نارسائیهای درون سازمانی

پنجم - مشکلات و نارسائیهای شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

اول - مشکلات و نارسائیهای ساختاری بازار سرمایه

مشکلات و نارسائیهای ساختاری زیادی برسر راه تحول بازار سرمایه وجود دارد که بحث در زمینه همه این مشکلات باسانی مقدور نیست. آنچه در این قسمت مورد بحث و تبادل نظر قرار می‌گیرد، آن دسته از مشکلات و نارسائیها است که بیشتر جنبه اجرائی داشته و مستقیماً مانع از ایجاد تحول در بازار سرمایه می‌باشد. البته این مطلب بدان مفهوم نیست که اهمیت مشکلات و نارسائیهای که در اینجا مورد بحث قرار می‌گیرند، کمتر از اهمیت مشکلات و نارسائیهای ساختاری مورد اشاره بشرح ذیل می‌باشد:

(۱) - عدم تبعیت ساختار نرخ سودها از یک الگوی علمی

بررسیهای انجام شده نشان می‌دهد، که بطور کلی، ارتباط منطقی مشخصی در ساختار نرخهای سودهای حاصل از سرمایه‌گذاریهای مختلف در کشور وجود ندارد. بعنوان مثال، نرخ سود سپرده‌های بانکی، نرخ سود در بازار آزاد، نرخ سود اوراق مشارکت، نرخ سود در سرمایه‌گذاریهای تجاری، نرخ سود در سرمایه‌گذاری در ارز، طلا، پیش‌فروش اتومبیل، ساختمان و ... از یک الگوی علمی مشخص تبعیت نمی‌کنند. دلیل عمده این مطلب، ناشی از دخالت دولت در بسیاری از نرخهای سرمایه‌گذاری و همچنین نرخهای سپرده‌ها و امثال آن، برخورداری برخی از سرمایه‌گذاریها از معافیت مالیاتی، عدم پرداخت مالیات توسط تعدادی دیگر از سرمایه‌گذاریها و مآلاً عدم منظور نمودن ریسک برخی از سرمایه‌گذاریها در بازده و نهایتاً عدم منظور نمودن این عوامل در قیمت دارائیهای مالی می‌باشد. در این میان، مالیات اهمیتی بیش از پارامترهای دیگر دارد.

(۲) نقش مالیات در تعیین میزان سود سرمایه‌گذاری و قیمت سهام

بطور کلی، از دیدگاه این مقاله، سود مبلغ درآمدی است که نهایتاً بدست سرمایه‌گذار می‌رسد. علی‌القاعده همین سود باید مبنای قیمت‌گذاری یا مبنای سنجش اولویت انواع امکانات سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاری قرار گیرد. در حالیکه، در بسیاری از موارد سودهای مختلف، بدون توجه به عامل مالیات و ریسک با هم مقایسه می‌شوند و احیاناً مبنای قیمت‌گذاری نیز واقع می‌شوند. عدم توجه به این عامل یک مطلب و عدم پرداخت مالیات توسط گروهی از دیگر سرمایه‌گذاران مطلبی دیگر است. مطالب اخیر خود از سیستم مالیاتی موجود نشأت می‌گیرد. در شرایط کنونی، بسیاری از افراد از پرداخت مالیات حقه دولت خودداری می‌کنند و در عین حال، سیستم مالیاتی نیز به‌سادگی قادر به وصول این قبیل مالیاتها نمی‌باشد. در هر صورت، محاسبه قیمت اوراق بهادار بر مبنای سود، بدون ملحوظ داشتن مالیات صحیح بنظر نمی‌رسد. زیرا،

در صورت محاسبه قیمت بدین ترتیب، قیمت‌های مختلف قابل مقایسه نخواهد بود. ضمناً این شیوه عمل نادرست، موجب تخصیص غیربهبینه منابع مالی نیز می‌گردد. برای رفع این مشکل، اصولاً باید همه سرمایه‌گذارها بر مبنای نرخ‌های سود متعادل (بدون مالیات یا با مالیات) و مشابه ارزیابی گردد. برای دستیابی به ارزش معادل یا برابری نرخ سودهای مختلف می‌توان بشرح زیر عمل نمود:

$$(1) \quad \pi = R \times \frac{1}{(1-t)}$$

مدل فوق برابری نرخ سود یا بازده بدون مالیات (R) را با نرخ سود یا بازده با مالیات (π) را نشان میدهد. ضمناً پارامتر (t) نرخ یا ردیف مالیاتی فرد سرمایه‌گذار را منعکس می‌کند. در واقع مدل ارزش معادل دو نوع بازده یا سود را (با مالیات و بدون مالیات) با یکدیگر مقایسه می‌کند. مدل مذکور، بترتیب زیر بدست آمده است:

$$(2) \quad \pi - (\pi \times t) = R$$

$$(3) \quad \pi (1-t) = R$$

$$(4) \quad \pi = R \times \frac{1}{(1-t)}$$

چنانچه عامل ریسک را در هم معادله منظور کنیم، مدل بشکل زیر در می‌آید:

$$(5) \quad \pi = R \times \frac{1}{(1-t)} + \sigma$$

پارامتر (σ) میزان ریسک سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. بقیه پارامترها قبلاً تعریف شده‌اند. بر مبنای مدل فوق، ارزش برابری درآمد مشمول مالیات، با درآمد ۲۰ درصدی از مالیات معاف می‌باشد (نظیر سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری و یا سود اوراق مشارکت) برای سرمایه‌گذارانیکه در ردیف‌های مالیاتی ۳۰ درصد، ۴۰ درصد و ۵۰ درصد قرار دارند، بترتیب برابر با ۳۴ درصد، ۴۰ درصد و ۴۵ درصد خواهد بود. بعبارت دیگر، بدون در نظر گرفتن هیچ مطلب دیگری، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که سود سهامی که درآمد آن از معافیت مالیاتی برخوردار نیست، در مقابل درآمد انواع دیگر سرمایه‌گذاریهائی که از مالیات معاف هستند، منجر به قیمت بسیار پائینتر خواهد شد.

نکته مهم دیگری که قابل ذکر می‌باشد، اینست که با استفاده از همین مدل می‌توان استدلال نمود که برعکس، دریافت منابع مالی توسط واحد اقتصادی از بازار آزاد، که هزینه آن طبق مقررات موجود، قابل قبول برای مقامات مالیاتی نیست، با نرخ مثلاً حداقل ۳ درصد در ماه (۳۶ درصد در سال) و با فرض اینکه سرمایه‌گذار در ردیف‌های مالیاتی ذکر شده فوق قرار داشته‌باشد، بترتیب هزینه‌ای حدود ۵۲ درصد در سال، حدود ۶۰ درصد در سال و حدود ۷۲ درصد در سال برای واحد اقتصادی دربر خواهد داشت. تصور اینکه واحدهای اقتصادی ندانسته یا از فرط ناچاری

منابع مالی مورد نیاز خود را با نرخ‌های ۳ درصد در ماه، ۴ درصد در ماه و یا ۵ درصد در ماه از بازار آزاد دریافت می‌کنند و برای این منابع هزینه بسیار سنگین به سهامداران خرد تحمیل می‌کنند (که این هزینه گاهی از ۱۰۰ درصد در سال هم تجاوز می‌کند) بسیار با اهمیت است. با توجه به مراتب فوق، طبعاً توسل به چنین منابعی تاثیر منفی بسیار زیادی روی درآمد واحداقتصادی، قیمت سهام واحد مذکور، معاملات سهام، گسترش عملیات و کارائی بورس اوراق بهادار و نهایتاً ایجاد تحول در بازار سرمایه خواهد داشت.

(۳) - نحوه قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار

بطورکلی، اساس و پایه تحول در بازار سرمایه، قیمت صحیح دارائیهای مالی است. قیمت صحیح نیز از نحوه قیمت‌گذاری نشات می‌گیرد. در عین حال، از لحاظ علمی قیمت هر دارائی، اعم از دارائی فیزیکی یا دارائی مالی بستگی تام و تمام به درآمد آن دارد. روشهای مختلفی برای ارزیابی دارائیهای فیزیکی، دارائیهای مالی و بطورکلی مجموعه دارائیها منجمله ارزیابی مجموعه دارائیهای یک واحد اقتصادی، نظیر شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار وجود دارد. روشهای متفاوتی که برای ارزیابی هر دارئی اتخاذ می‌شود، باید مآلاً به قیمتی مشابه برای آن دارئی منجر شود. مثالهای متعددی برای قیمت‌گذاری دارائیهای می‌توان ذکر نمود. قیمت‌گذاری کشتی، هواپیما، کامیون، تاکسی، ساختمان، مغازه، مزرعه کشاورزی، ۰۰۰ اوراق بهادار شامل اوراق مشارکت، سهام و نظایر آن تابع درآمد و ریسک این قبیل درآمدهای مربوط به آن دارائی می‌باشد. استدلال اینکه همه روشهای علمی برای قیمت‌گذاری، خصوصاً قیمت‌گذاری اوراق بهادار و اوراق سهام به یک نتیجه ختم می‌شود، کاملاً پذیرفته‌شده و خارج از بحث این مقاله است. نکته‌ای که در اینجا قابل ذکر می‌باشد، اینست که در میان همه این روشها، در بورس اوراق بهادار تهران، ارزیابی سهام عمدتاً تاکید بر ارزیابی سهام بر مبنای درآمد هر سهم (EPS) آنهم با فرضی نادرست صورت می‌گیرد. اغلب اشکالات ناشی از قیمت‌گذاری از همین جا نشات می‌گیرد. تشریح این مطلب کمک بیشتری به روشن شدن موضوع می‌کند.

(۴) - بیش از اندازه به EPS بهادادن

همانطوریکه ذکر شد، پایه تحول بازار، قیمت‌گذاری صحیح دارائیهای است. برای ارزیابی دارائیهای جهت تعیین قیمت شیوه‌های علمی مختلفی وجود دارد که تمام آنها به نتیجه مشابه منجر می‌شود. در مورد ارزیابی سهام چهار شیوه علمی وجود دارد که نتایج حاصل از تمام این شیوه‌ها یکسان خواهد بود. این شیوه‌ها عبارتست از: شیوه درآمد، شیوه سود تقسیم شده، شیوه جریان‌ات نقدی و بالاخره شیوه امکانات سرمایه‌گذاری. در حال حاضر، در بورس اوراق بهادار تهران فقط

شیوه درآمدی یعنی EPS بکارگرفته می‌شود و از شیوه‌های دیگر کمتر استفاده بعمل می‌آید. چنانچه شیوه ارزیابی با EPS صحیح بکارگرفته می‌شود، اشکال ایجاد نمی‌کند. لکن عملاً، بکارگیری این شیوه بر مبنای فروض نادرست صورت می‌پذیرد. هرچند، اسماً روش ارزیابی EPS است، مع‌الوصف بعضاً سود تقسیم شده یا (DPS) بجای EPS در مدل ارزیابی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب بشرح زیر عمل می‌شود:

$$(1) \tilde{P} = \frac{EPS}{K} \quad \text{یا} \quad (2) \tilde{P} = \frac{D}{K}$$

در مدل‌های فوق، P قیمت سهام، D سود تقسیم شده، EPS درآمد هر سهم می‌باشد. پارامتر K نرخ بازده مورد نظر سرمایه‌گذار یا (Opportunity Cost) برای نامبرده نشان می‌دهد. اشکال عمده نیز از همین مدل بوجود می‌آید. زیرا، اغلب تصور می‌شود که اولاً $D = EPS \times EPS$ می‌باشد و ثانیاً EPS برای مدت زیادی، یا حسب ضوابط مدل، برای مدت نامحدود «ثابت» و همه ساله «مساوی» خواهد بود. در واقع:

$$\tilde{P} = \sum_{t=1}^T \frac{EPS_t}{(1+K)^t} + \frac{S_T}{(1+K)^T} \quad t = 1, 2, 3, \dots, T$$

$$P = \frac{EPS_1}{(1+K)} + \frac{EPS_2}{(1+K)^2} + \frac{EPS_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{EPS_T}{(1+K)^T} + \frac{S_T}{(1+K)^T}$$

هنگامی EPS مربوط به همه سالها برابر یعنی $EPS_1 = EPS_2 = EPS_3 = \dots = EPS_T$ باشد، در نتیجه مدل بصورت $\tilde{P} = \frac{EPS}{K}$ خلاصه خواهد شد. طبعاً این فرض، فرض کاملاً غلطی است و بسیار مشکل است که EPS طی سالهای مدیدی در آینده همیشه مساوی باشد. زیرا هیچ وقت حتی EPS یک سال مساوی EPS سال قبل یا سال بعد نخواهد بود. چه رسد باینکه تمام EPSها، برای تمام سالهای طولانی ملحوظ شده در مدل ارزیابی به شرح فوق مساوی باشند. در حقیقت ارزیابی قیمت سهام عادی، تحت شرایط ذکر شده با مدل مورد اشاره، عیناً مشابه ارزیابی قیمت سپرده‌های بانکی، قیمت اوراق مشارکت و احیاناً ارزیابی قیمت سهام ممتاز که در همه آنها درآمد ثابت فرض می‌شود، صورت می‌گیرد که اصولاً صحیح نیست. طبعاً، چنین تصویری همانطور که ذکر شد، ایجاد مشکل می‌کند.

اشکالات شامل موارد زیر می‌باشد:

- ۱- همه درآمدها در آینده یکسان فرض می‌شود.
- ۲- همه شرایط در آینده یکسان فرض می‌شود.
- ۳- مشکلات کاری نادیده گرفته می‌شود.

۴- ظرفیتهای تولیدی را همه ساله یکسان فرض می‌کنند.

در نتیجه، ظرفیتهای خالی را در نظر نمی‌گیرند.

۵- درآمد طرحهای توسعه را نادیده می‌گیرند.

۶- درآمد طرحهای جدید را در نظر نمی‌گیرند.

۷- در بسیاری موارد، قیمت‌گذاری بدون توجه به قیمت دارائیهای مولد که می‌تواند بصورت کنترلی

برای حصول اطمینان از قیمت‌گذاری مورد استفاده قرارگیرد، صورت می‌گیرد.

لازمه ایجاد تحول در بازار سرمایه و بالاخص بورس اوراق بهادار، درست ارزیابی کردن سهام

است. در هر صورت، استفاده از مدل EPS باید در شکل صحیح صورت گیرد. در غیراینصورت

نتیجه‌ای نادرست بدست می‌آید. بعنوان مثال چنانچه در سال مورد ارزیابی برحسب تصادف،

بدلیل پیش‌آمد خاصی برای شرکت، EPS زیادت‌تر از سالهای بعد باشد، قیمت ارزیابی شده بیش از

قیمت واقعی خواهدبود و خریداران در معاملات متضرر می‌شوند. برعکس چنانچه EPS در سال

مذکور، کمتر از درآمد سالهای بعد باشد، قیمت کمتر ارزیابی می‌شود و فروشندگان در معاملات

متضرر می‌شوند. طبعاً هیچیک از این دو حالت صحیح نمی‌باشد. البته، حالت دوم بیشتر

متصوراست. زیرا، همانطور که ذکرشد، بسیاری از عوامل درآمدزا، در EPS سالانه که اغلب به

غلظ با سود قابل تقسیم اشتباه گرفته می‌شود، ملحوظ نمی‌گردد. جدول صفحه بعد روش صحیح

برآورد EPS را برای ارزیابی سهام ترسیم می‌کند و مشخص می‌دارد که روشی که اکنون متداول

است نمی‌تواند در اغلب قریب باتفاق موارد درست باشد. در اینجا موکداً یادآوری می‌شود که تمام

عوامل و پارامترهای مذکور در صفحه قبل که ذکرشد که در حال حاضر در برآورد EPS نادیده گرفته

می‌شود، باید در پیش‌بینی‌ها ملحوظ گردد.

(۵) - برخورد‌های نادرست با سرمایه‌گذاری

اصولاً، توسعه اقتصادی و مآلاً رفاه اجتماعی مستلزم سرمایه‌گذاری است. نتیجتاً تا توسعه

اقتصادی صورت نگیرد، رفاه اجتماعی نیز حاصل نخواهدشد. از اینجهت بردولت و مردم فرض

است که در همه حال از سرمایه‌گذاری، اعم از سرمایه‌گذار داخلی یا خارجی، حمایت کنند. طبعاً

جهت‌گیریهای نادرست و یا بیان مطالبی که موجب کندی یا کاهش روند سرمایه‌گذاری شود برای

کشور و نسلهای آینده زیان‌آوراست. بیان مطالبی نظیر مصادره سپرده‌ها، شایعات غلط در مورد

سرمایه‌گذاری، بحث در زمینه برخورد‌های نامناسب با سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری و امثال آن

می‌تواند بیش از هر عامل دیگری موجبات کاهش سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه را فراهم آورد

که مآلاً به زیان اقتصادی کشور خواهدبود. بدیهی‌است، اثرات مستقیم و غیرمستقیم چنین

مطالبی، می‌تواند علاوه بر زیان اقتصادی، مانع از ایجاد تحول در بازار سرمایه گردد.

(۶) - مشکل تورم مداوم چند سال اخیر

ظرف یک دهه گذشته، تقریباً همه ساله میزان تورم بصورت مداوم بشکل مزمن وجود داشته‌است. تحت این شرایط، قطعاً سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه نتیجه مساعد را نداشته‌است. هرچند این مطالب مستلزم بررسی آمار است ولی می‌توان با احتمال زیاد بیان داشت که تشکیل سرمایه با قیمت‌های ثابت ظرف چند سال گذشته از پویائی لازم، لاقلاً تنها بدلیل تورم، برخوردار نبوده‌است. قطعاً چنانچه تورم می‌توانست مهار شده‌باشد، نتایج سرمایه‌گذاری بمراتب چشم‌گیرتر و رونق بازار سرمایه نیز به تبع بیشتر می‌بود. در هر صورت، ایجاد تحول تحت شرایط تورمی بمراتب کمتر از ایجاد تحول تحت شرایط عادی خواهد بود. همین امر ایجاب می‌کند که دولت همه تلاش خود را جهت مهار تورم بکاربرد.

(۷) - کارآئی بازار سرمایه

نتایج عملکرد بازار سرمایه و بالاخص بورس اوراق بهادار نشان می‌دهد که بازار از کارآئی کافی برخوردار نیست. تحت این شرایط قیمت‌ها بلاجهت افزایش یا کاهش می‌یابد. بعضاً مشاهده شده که قیمت برخی از سهام تحت تاثیر معاملات اندک تغییر می‌کند. این مطلب خود حاکی از پائین بودن کارآئی بازار است. البته دلایل متعدد دیگری برای کارآئی کافی یا غیرکافی وجود دارد که بحث آن در جای دیگر صورت گرفته‌است. در هر صورت هر قدر کمک به اعتلاء سطح کارآئی بازار اوراق بهادار بشود، کمکی در جهت ایجاد تحول در بازار سرمایه خواهد بود.

(۸) - عکس‌العمل شدید قیمت‌ها نسبت به تعدیل نرخ ارز

در گذشته نه چندان دور، بدلیل اصلاح قیمت ارز، بازار سهام کشور، عکس‌العمل بسیار شدیدی (Overreaction) نسبت به این تعدیل از خود نشان داد و قیمت‌های سهام بیش از حد لازم افزایش یافت. چون عکس‌العمل مذکور عکس‌العمل عادی نبود، لذا، تحت قواعد اقتصادی، ناگزیر قیمت‌ها باید در حد منطقی خود تعدیل می‌شد. بهمین جهت، قیمت‌ها پس از گذشت مدتی شروع به کاهش نموده و نهایتاً تعدیل شد و بخش زیادی از عکس‌العمل شدید ذکر شده، (Overreaction) خنثی گردید. در این جریان تعدادی از سرمایه‌گذاران بلاجهت منتفع و تعداد دیگری متضرر شدند. این پیش‌آمد نیز حاکی از پائین بودن کارآئی بازار بنظر می‌رسد و موید اینست که باید اقدامات زیادی برای افزایش کارآئی بازار بورس اوراق بهادار و منجمله ایجاد تحول در بازار سرمایه بعمل آید.

(۹) - نبود بازسازها و حمایت از برخی از سهام در مراحل اولیه پذیرش و بویژه

در شرایط خاص مورد نیاز

بنظر می‌رسد که مجموعه شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار و یا بطور کلی مجموعه شرکتهای پذیرفته‌شده می‌توانند، به تناسب سهام خود به ایجاد شرکت یا سازمانی مبادرت نمایند که همواره در حمایت صحیح و اصولی از سهام در جهت افزایش کارائی و ایجاد تحول در بازار سرمایه کمک کند. بنظر نویسنده، مجموعه اقدامات این شرکت یا سازمان، اعم از سود یا زیان به مجموعه واحدهای پذیرفته‌شده منتقل خواهد شد. در نتیجه، نه تنها زیانی از ایجاد چنین واحدی متوجه شرکتهای نخواهد شد، بلکه کمک شایان توجهی نیز به حمایت از سهام واحدهای پذیرفته‌شده که بلاجهت دستخوش نوسان می‌شود، خواهد بود و مهمتر از آن سود حاصل از فعالیت این شرکت یا سازمان عاید همه واحدهای پذیرفته‌شده خواهد گردید.

(۱۰) - عدم حمایت دولت

دولت و بانک مرکزی می‌توانند، در بسیاری از جهات کمکهای بیشتری به بورس اوراق بهادار و گسترش فعالیت آن بکنند. بدیهی است، بورس اوراق بهادار شاخص اقتصاد کشور و منشا تولید سرمایه برای گسترش اقتصادی است که ذینفع‌های اصلی آن مردم و دولت می‌باشند. طبعاً، ذینفع اصلی و بزرگ، یعنی دولت، باید خیلی بیش از آنچه که اکنون می‌کند به گسترش فعالیت، افزایش کارائی و ایجاد تحول در آن کمک و بویژه حمایت کند.

(۱۱) - اشکال خرید و فروش سهام بصورت سرمایه‌گذاری کوتاه مدت

اصولاً و برحسب طبیعت بورس اوراق بهادار، خرید و فروش سهام بدلیل مصرف آن بصورت سرمایه توسط واحدهای تولیدی، سرمایه‌گذاری بلندمدت است. لکن، عده‌ای باتصور غلط آن را «باصطلاح» سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تلقی کرده و با همین دید به خرید و فروش سهام مبادرت می‌کنند. چنین بینشی مطلقاً درست نیست. زیرا، در نتیجه این تصور غلط، همانطوریکه قبلاً ذکر شد، همه ارزیابیها و محاسبات نادرست صورت خواهد گرفت. هرچند، همانطوریکه قبلاً ذکر شد، مکانیزم عمل بازار سرمایه ایجاد نقدینگی برای سهام پذیرفته‌شده در بورس و تامین نیاز نقدی افرادی که در هر لحظه به نقدینگی نیاز داشته‌باشند. البته، این مطلب جدا از مشکل تلقی سرمایه‌گذاری سهام بصورت سرمایه‌گذاری کوتاه مدت است. برعکس، مکانیزم مذکور موجب می‌شود که سرمایه‌گذارها حسب طبیعت خود بلندمدت باقی‌مانده ولی در صورت نیاز افراد به منابع نقدی، نقدینگی مورد نیاز آنها فوراً تامین شود. این ویژگی موجب جذب پس‌اندازها به بازار سرمایه می‌شود. هر قدر این نحوه، تفکر تقویت شود، اقدامی موثر در جهت اعتلاء سطح کیفیت

معاملات و مآلاً گسترش فعالیت بورس و نهایتاً کمکی در جهت ایجاد تحول در بازار سرمایه خواهد بود.

(۱۲) - اهمیت ارزیابی اولیه سهام

با توجه به مراتب بالا، ارزیابی نادرست سهام در هر مقطع موجب تعیین قیمت ناصحیح خواهد بود. این اتفاق در بدو پذیرش آثار نامطلوب بیشتری روی سهام دارد. زیرا، تا موقعیکه سهام در بورس دارای سابقه طولانی نشده باشد و سرمایه‌گذاران آشنائی کافی از وضعیت مالی شرکت حاصل نکرده باشند، هراقدامی می‌تواند تاثیر مثبت یا منفی بیشتر داشته باشد از همین‌رو، ارزیابی نادرست در بدو امر می‌تواند تاثیر سوء برای مدتها روی سهام داشته و طبعاً تاثیر نامساعد روی ایجاد تحول در بازار سرمایه ببارآورد.

(۱۳) - عدم هماهنگی حجم بازار اولیه با امکانات بازار ثانویه

در حال حاضر، بازار اولیه سرمایه در کشور، بسیار گسترده و بزرگ است. بهمین جهت، نیازهای این بازار در شکل درست آن قابل تامین بنظر نمی‌رسد. بعلاوه، پس از تامین سرمایه اولیه، همه شرکتهای واجد شرایط یا به بورس وارد نمی‌شوند و یا در صورتیکه بخواهند وارد بورس شوند بسادگی پذیرفته نمی‌شوند. مضافاً، امکانات بازار سرمایه اوراق بهادار، باید در حد بسیار چشم‌گیری توسعه یابد تا بتواند با ظرفیت کافی پاسخ‌گوی نیازهای منابع سرمایه‌ای کشور باشد. در عین حال، باید توجه داشت که بازار ثانویه، برای شرکتهای پذیرفته شده، در بعضی موارد، باید بصورت بازار اولیه نیز عمل کند. لکن، عملاً دیده می‌شود که بدلیل کمبود امکانات یا بهر دلیل دیگر هم اکنون نیز آنطور که شایسته است واحدها نمیتوانند از این امکانات در حد نیاز خود استفاده کنند. طبعاً، همه این موارد در صورت برطرف شدن می‌تواند، به ایجاد تحول بیشتر در بازار سرمایه منجر شود.

(۱۴) - اشکال شایعات مربوط به افشاء اطلاعات سرمایه‌گذار

بورس اوراق بهادار و بطریق اولی سیستم بانکی کشور محل امنی برای پناهگاه و مامن سرمایه‌های کشور محسوب می‌شود. تحت هیچ شرایطی پذیرفته نیست که اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاران از این دو نهاد، به خارج افشاء شود. طبعاً مقامات بورس، بانک مرکزی و مقامات قضائی ذیصلاح می‌توانند در هر دو مورد، حسب موازین قانونی دسترسی به اطلاعات داشته باشند. لکن، ارائه اطلاعات حتی شایعه افشاء اطلاعات به خارج از این محدوده شدیداً موجب نگرانی برای سرمایه‌گذاران و پس‌اندازکنندگان می‌شود و امنیت سرمایه و سرمایه‌گذاری را

با خطر جدی مواجه می‌کند. این مطلب خطرناکترین مانع در جهت ایجاد تحول در بازار سرمایه می‌باشد و در عین حال با فرهنگ بورس و بانکداری نیز تعارض دارد. بورسهای موفق جهان و همچنین بانکهای موفق جهان عمدتاً بدلیل رازداری که بموجب قانون ناگزیر از رعایت آن بوده‌اند، توانسته‌اند موفق شوند. در ایران نیز، قطعاً همین فرهنگ حاکم خواهد بود. لکن، بورس و بانک مرکزی باید حتی از شایعه مربوط به احتمال افشاء اطلاعات ممانعت بعمل آورند تا قدمی بسیار بزرگ و اساسی در راه تحول بازار سرمایه برداشته شده‌باشد.

دوم - نارسائیهای فرهنگی بازار سرمایه

اصولاً، در هر جامعه‌ای، سرمایه‌گذاری منشا تولیدات مختلف و پایه ترقی و تکامل اقتصادی است. قاعده کلی اینست که منابع پس‌انداز کوچک جامعه بصورت مجموعه، در بخشهای مختلف اقتصادی، بصورت سرمایه، بکارگرفته‌شود تا بتواند در برگزیده امتیازات و ویژگیهای لازم برای راه‌اندازی طرحهای بزرگ باشد. تحقق این امر مستلزم داشتن، روحیه تمایل و فرهنگ مشارکت است. نمونه کلاسیک مشارکت، تاسیس واحدهای سرمایه‌گذاری با سرمایه عمومی مردم است. این ویژگی در کشورهای پیش‌رفته جهان از سالها پیش پذیرفته‌شده و مورد تشویق و ترغیب عمومی و استقبال مردم و بویژه، پایه و اساس سرمایه‌گذاریهای بزرگ و توسعه اقتصادی این گونه کشورها است. در واقع سرمایه‌گذاری در این کشورها بصورت عام و در عین حال مشارکت در سرمایه‌گذاری یک «ارزش اجتماعی و اقتصادی محسوب می‌شود. دلیل عمده آن نیز قدمت تاریخی داشتن بازار سرمایه متشکل و نظام یافته‌است. بهمین جهت اغلب طرحهای جدید و سرمایه‌گذاریهای مورد نظر که در این کشورها برای تامین سرمایه به بازار سرمایه مراجعه می‌کنند، با استقبال عمومی مواجه می‌شوند. در حالیکه، در کشور ایران این فرهنگ در مراحل اولیه تکامل خود بوده و در بسیاری از موارد با مقاومت مردم در مقابل مشارکت مواجه می‌شود. بطوریکه در شکل کلی مطلب هنوز این فرهنگ در حد کافی شناخته‌نشده‌است. دلیل عمده آن نیز مشکلات متعددی است که در برخی از مشارکتهای عمومی گذشته برای سرمایه‌گذاران ایجاد شده‌است. با توجه به مراتب فوق، ملاحظه می‌شود که عدم آشنائی و شناخت کافی از فرهنگ مشارکت میتواند مشکلات و نارسائیهای زیادی برای تکامل بازار سرمایه و ایجاد تحول و کارآئی در آن بوجود آورد. در هر صورت عواملی که موجب این مشکلات و نارسائیها می‌باشند بشرح ذیل مورد تحلیل قرار می‌گیرند:

(۱) - عدم شناخت کافی از فرهنگ سرمایه‌گذاری

این نارسائیها فقط با آشنا نمودن مردم بتدریج برطرف می‌شود. البته، برای آشنا نمودن