

آثار مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازار اوراق بهادار تهران

محمدتقی ضیائی بیگدلی*

مقاله حاضر به بررسی اثرات مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازارهای مالی با بهره‌گیری از تجربه عملی برخی از کشورها در این زمینه و اثرات احتمالی آن در ایران پرداخته است. طبیعی است که با توجه به ویژگیهای بازارهای مالی و اعمال سیاستگذارهای مختلف، اثرات مالیات بر نقل و انتقال سهام متفاوت بوده و با در نظر گرفتن دلایلی مانند عدم وجود آمار مناسب و تأثیرات کم و بیش ضد و نقیضی که مالیات بر نقل و انتقال اوراق بهادار بجای می‌گذارد، نتیجه‌گیری نهایی دشوار است.

در مجموع نتایج حاکی از آن است که در اکثر موارد، مالیات بر معاملات و موارد مشابه آن مانند نظارت‌های سرمایه‌ای می‌تواند تأثیری منفی بر روی افشای قیمت، نوسان و قابلیت نقدشوندگی داشته و باعث کاهش کارایی بازار گردد. در این راستا، دلیل محکمی وجود

* دکتر محمدتقی ضیائی بیگدلی: رئیس پژوهشکده امور اقتصادی.

دارد که نشان می‌دهد، مالیات بر نقل و انتقال سهام، کشف قیمت تعادلی و نوسانات و نقدینگی بازار اثر منفی گذاشته و در نهایت منجر به کاهش کارایی بازار و افزایش نوسانات می‌شود و بر این اساس در اکثر بازارهای توسعه‌یافته سعی شده است با کاهش یا حذف آن قدرت رقابتی را افزایش و هزینه‌های معاملاتی و ریسک بازار را کاهش دهند. بدین ترتیب، به نظر نمی‌رسد که اتخاذ سیاستهای افزایش نرخ مالیات بر معاملات در بازار سهام ایران - به‌عنوان بازاری نوپا و در حال توسعه - اثرات مطلوب یک سیاست‌گذاری اصولی و مناسب را به همراه داشته باشد. لیکن بنا به ادله فوق، ساختار فعلی هزینه‌ای معاملاتی و مالیات بر فروش سهام می‌تواند مورد بازنگری جدی و بنیادین قرار گیرد.

کلید واژه‌ها:

مالیات، نقل و انتقال سهام، اوراق بهادار، سیستمهای مالیاتی، حجم معاملات، بازارهای مالی

مقدمه

بازارهای مالی نیازهای نهفته سرمایه‌گذاران را در قالب معاملات مالی محقق ساخته و شرایطی مناسب برای استفاده از منابع سرمایه‌گذاری را فراهم می‌آورند. عملیات متعددی در شکل‌گیری این خواسته دخیل بوده و در این میان مالیات بر نقل و انتقال اوراق بهادار (SSTs)^۱ با تأثیراتی که بر جای می‌گذارد، این امر را به نحوی دگرگون می‌سازد. مقاله حاضر سعی دارد با استفاده از مطالعات تجربی و مقالاتی که در این زمینه نوشته شده‌است، و با رویکرد به آخرین دستاوردهای بازارهای مالی توسعه یافته اثرات و تبعات این نوع مالیات را مورد نقد و تحلیل قرار دهد.

بطور کلی طرفداران اجرای سیاستهای مالیات بر نقل و انتقال اوراق بهادار، بر این عقیده‌اند که مالیات، نوسانات بازار را کم کرده و از بحرانهای مالی جلوگیری نموده و معاملات اضافی را کاهش می‌دهد. در عین حال این نوع مالیات منبع مناسبی برای تامین هزینه‌های دولت محسوب شده و از شفافیت بالایی نیز برخوردار است. از سوی دیگر مخالفان مالیات بر نقل و انتقال اوراق بهادار معتقدند که اجرا و اعمال SSTs با مشکلات بسیاری همراه بوده و می‌تواند آسیبهای جبران ناپذیری به بازارهای مالی وارد نماید.

این مقاله با توجه به تجربه عملی چند کشور که انواع مالیات بر نقل و انتقال سهام را تجربه کرده‌اند و همچنین پایه سه سؤال اصلی، تأثیرات این نوع مالیات در بازارهای مالی را بررسی می‌کند.

این سه سؤال عبارت است از:

۱. چه عواملی موجب نوسان قیمت اوراق بهادار می‌شوند؟
۲. قیمت‌ها چگونه شکل می‌گیرند؟
۳. حجم معاملات تا چه اندازه دارای ارزش و اهمیت است؟

بخشی از الگوی مطالعاتی در این بحث به تجربه کشور سوئد اختصاص داده شده است. با توجه به اینکه در بورس استکهلم، نقش معامله‌گران^۱ بسیار کلیدی است و بازارسازان نقش محدودتری در این بازار ایفا می‌کنند، لذا از این منظر تا حدودی قابلیت مقایسه با بورس تهران را پیدا کرده و مالیات وضع شده در نقل و انتقال اوراق بهادار بر این گروه خاص، می‌تواند به عنوان مالیات بر نقل و انتقال سهام تلقی گردد. نتایج تحقیق نشان می‌دهند که چنین رویکردی خللی در کلیت مباحث ایجاد نکرده است.

در این مقاله در بخش اول با استفاده از منابع مختلف، دیدگاهها و تجربیات متفاوت در زمینه مالیات بر نقل و انتقال سهام مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد و در بخش دوم به موضوع مالیات بر نقل و انتقال سهام در ایران پرداخته خواهد شد.

بخش اول

۱. الف) ادبیات مالیات بر نقل و انتقال سهام^۲

نظرات در مورد مالیات بر معاملات سهام متفاوت است. طرفداران STTs عقیده دارند:

اول اینکه؛ میزان منابعی که این نوع بازارهای مالی در اختیار دارند، توجیه کننده سهم آنها در رفاه اقتصادی نمی‌باشد. به عبارت دیگر؛ طی یک دوره معین، منابعی که در بازارهای مالی دست بدست چرخیده، بسیار بیشتر از ارزش معاملات انجام شده یا «واقعی»^۳ بوده است. بنابراین این بخش از اقتصاد باید سهم خود را به شکل مالیات پرداخت نماید. دوم اینکه بسیاری از معاملات مالی، در ماهیت خود جنبه سفته بازی داشته و امکان دارد که موجبات بی ثباتی مالی و اقتصادی را فراهم

1. Dealers
2. Karl Habermeier and Andrei Kirilenko, Securities Transaction Taxes and Financial Markets, IMF Working Paper, May 2001.
3. Real Transaction

نمایند. سوم اینکه در زمان بی ثباتی بازار مانند سقوط بورس، در عین اینکه هزینه‌های بسیاری بر عموم تحمیل می‌شود، باعث خواهد شد تا سفته‌بازها و اشخاصی که دارای اطلاعات محرمانه هستند به ثروت بیشتری برسند. چهارم اینکه، فعالیت بازار مالی (بدون نظارت)، نابرابری در توزیع درآمد و ثروت را افزایش می‌دهد و سرانجام اینکه، با برقراری نرخ پایین مالیات برای حجم بالای معاملات مالی در بازارهای توسعه یافته پیشرفته امکان تحصیل درآمد بالاتر فراهم می‌شود. بنابراین، به منظور کاهش خطرات ناشی از بی ثباتی بازار که می‌تواند پایداری تعادلی قیمت را مورد تهدید قرار دهد و در عین حال برای کمک به افزایش درآمدهای مالیاتی، باید از سیستم مالیات بر نقل و انتقال سهام استفاده نمود. اساس این دیدگاه ارجحیت وضع مالیات بر معاملات کوتاه مدت همراه با نرخ بالای مالیاتی است، زیرا به نظر می‌رسد که اینگونه معاملات در ابتدا، برای واسطه‌های بازار سودآور است، و نه برای سرمایه‌گذاران واقعی.

در طرف مقابل، مخالفان STTs قرار دارند. این گروه بیشتر بر توانایی بازارها در تخصیص کارایی منابع، بدون آنکه خط‌مشی‌های دولتی در آن دخالت داشته باشند، تأکید می‌ورزند. آنها بر این عقیده‌اند که با توجه به موارد متعدد رفتارهای غیرمتعارف بازارها - از جمله تاریخچه سقوط آنها - نمی‌توان به آسانی این ایده را پذیرفت که بازارهای مالی کاملاً کارا هستند و یا اینکه فعالان بازار منابع قابل توجهی را به تجزیه و تحلیل قیمت‌ها و حجم معاملات گذشته تخصیص می‌دهند. بنابراین، در عوض نشان دادن اینکه تخصیص منابع به بخش‌های مالی بر مبنای کارایی قابل توجهی می‌باشند و یا اینکه نوسانات بازار مشاهده شده بهینه است، مخالفان STTs روی نتایج عملی ایجاد مالیات‌ها متمرکز شده‌اند. به عبارت دیگر مخالفان، تبعات و پیامدهای منفی سیاست‌های مالیاتی را مد نظر قرار داده و چنین رویکردی را زیر سؤال برده‌اند.

این گروه همچنین مشکلات مربوط به اجرای STTsها را مطرح می‌کنند، که در دو زمینه خلاصه می‌شوند. اول اینکه اگر مالیات بر نقل و انتقال اوراق بهادار، اگر صرفاً

در «یک» بازار مالی اعمال شود ولی در بازارهای دیگر اعمال نگردد. حجم معاملات از بازاری که مالیات بندی شده است، به سمت بازاری که بدون مالیات است، منتقل خواهد شد؛ به همین دلیل اعمال مؤثر این نوع مالیات نیازمند آن است که در بازارهای چندگانه و حتی در سطح جهانی اعمال شود و یا اینکه برای بازارهای مختلف بصورت جداگانه اندازه گیری گردد.

دوم اینکه، با توجه به شرایط و تغییرات اقتصادی جهان در گذر زمان، تا زمانی که اهمیت ترکیب دارائیهای بکار رفته در معاملات مالی کمتر از میزان بازده توزیع شده باشد، منطقی آن است که مبنای مالیات به عنوان تابعی از بازده نهایی تعریف شود و نه بر پایه میزان دارایی بکار رفته در آن.

نتایج تجربیات اعمال سیاستهای مالیاتی در کشورهای مختلف نشان می دهد که بصورت نظری امکان رسیدن به جمع بندی وجود ندارد، اما کارهای تجربی متفاوتی انجام شده تا بتوان بصورت تجربی این بحث را به جایی رساند. در سال ۱۹۹۵، مؤسسه کاتالیست^۱ اکثر تحقیقات انجام شده در مورد مالیات بر معاملات را جمع آوری و مورد بررسی قرار داده است.

بیشتر این تحقیقات با سه مسئله عمده روبرو بوده است. اول اینکه برآورد تأثیر مالیات بر قیمت و حجم معاملات سهام بدون در نظر گرفتن سایر تغییرات ساختاری و سیاستی، کاری بسیار دشوار است. بنابراین برآوردی که بر اساس ثابت فرض نمودن سایر متغیرهای اقتصادی حاصل گردد، بصورت بالقوه یکطرفه خواهد بود.

دوم اینکه، جداسازی حجم معاملات؛ تحت عنوان معاملات مداوم^۲ و یا «بنیادی»^۳ و غیرمداوم^۴ یا «پراکنده»^۵، دشوار است. بنابراین گفتن اینکه اثر مالیات بر کدام دسته از معاملات بیشتر است، بسیار مشکل خواهد بود.

سوم اینکه، تفکیک شیوه‌هایی که از طریق آن مالیات بر معاملات می تواند بر

1. Catalyst Institute

2. Stable

3. Fundamental

4. Destabilizing

5. Noise

قیمت دارایی تأثیرگذار باشد، بسیار دشوار است. این شیوه‌ها شامل مواردی نظیر تغییر انتظارات در مورد تأثیر مالیات‌ها، هزینه تأسیس و معامله شرکت‌های سهامی خاص که در زمره این مالیات‌ها قرار ندارند، و میزان تغییرات در نقدشوندگی بازار و... است.

تحقیقات تجربی بر آن است که به سه سؤال اساسی پاسخ دهند. سؤال اول این است که آیا مالیات بر معاملات تأثیری بر نوسان قیمت‌ها خواهد گذاشت؟ زل^۱ (۱۹۸۹) نوسان بازده سهام را از سال ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹ در بیست و سه کشور مورد مطالعه قرار داده‌است. وی هیچ گواهی مبنی بر اینکه واقعاً نوسان قیمت با مالیات رابطه داشته‌باشد پیدا نکرد. املاف^۲ (۱۹۹۳) نیز، میزان بازده سهام را قبل از اخذ مالیات و یا در طول این دوره، بر کارگزاری‌های ارائه‌کننده خدمات، طی سالهای ۱۹۸۰-۸۷ در سوئد مورد مطالعه قرار داده‌است. وی به این نتیجه رسید که با شروع مالیات، نوسان قیمت کاهش نمی‌یابد. سابورتا و کن^۳ (۱۹۹۷) به بررسی تأثیر عوارض حق تمبر در کشور انگلیس بر نوسان قیمت اوراق بهادار پرداختند. این دو نفر نیز بین نوسان قیمت و عوارض حق تمبر^۴ رابطه‌ای نیافتند. جونز و سگوین^۵ (۱۹۹۷) در سال ۱۹۷۵ تأثیر میزان کارمزد توافق شده در بورس ملی آمریکا را بر نوسان قیمت مورد آزمایش قرار دادند، در سال مذکور میزان کارمزد توافقی دائماً کاهش یافت. به زعم آنها، این اتفاق شبیه کاهش یکباره مالیات بر معاملات سهام می‌باشد. آنها این فرضیه را که کاهش کارمزد، منجر به افزایش نوسان قیمت می‌شود را رد کردند. هیو^۶ (۱۹۹۸) در فاصله سالهای ۱۹۷۵ تا ۱۹۹۴ تأثیر مالیات بر میزان نوسانات قیمت در کشورهای هنگ کنگ، ژاپن، کره و تایوان را بررسی نمود و به تأثیر معناداری دست نیافت. بالاخره اینکه هیو و شوالیه^۷ (۲۰۰۰) تأثیر میزان نوسان قیمت بر قاعده حداقل تغییر قیمت^۸ را در بورس فرانسه بررسی نمودند. آنها نیز به این نتیجه رسیدند که قاعده حداقل

- | | |
|----------------------|----------------------------------|
| 1. Roll | 2. Umlauf |
| 3. Saporta and Kan | 4. Stamp Duty |
| 5. Jones and Seguin | 6. Hu |
| 7. Hau and Chevalier | 8. Minimum Price Variation Rules |

تغییر قیمت به دلیل دو برابر شدن هزینه معاملات، برای سهامی است که بالاتر از یک حدی (۵۰۰ فرانک) قیمت‌گذاری شده‌اند. آنها بیان کرده‌اند که این امر با عمل مالی‌انگداری برای سهامی - که بالاتر از حد مورد نظر قیمت‌گذاری شده‌است - مشابه می‌باشد. به نظر این دو افزایش هزینه معاملات، منجر به کاهش نوسانات بازدهی روزانه، هفتگی و ماهانه است که از نظر آماری معنادار است اما به لحاظ اقتصادی بی‌معناست.

سؤال دوم این مسأله را طرح می‌کند که آیا مالیات بر معاملات، تأثیری بر حجم معاملات دارد یا خیر. طبق گزارش املاف (۱۹۹۳) بعد از آنکه در کشور سوئد مالیات بر سهام از ۱ درصد به ۲ درصد در سال ۱۹۸۶ افزایش یافت، ۶۰ درصد معاملات مربوط به بازده شرکت سوئدی - که سهام آنها به صورت فعال معامله می‌شد - به لندن انتقال یافت. این میزان انتقال بیش از ۳۰ درصد حجم معاملات سهام سوئد را تشکیل می‌داد. در سال ۱۹۹۰ این نسبت تقریباً به ۵۰ درصد رسید. هو (۱۹۹۸) چهارده تغییر مالیاتی را در چهار بازار آسیایی مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که تفاوت‌های موجود در گردش حجم معاملات، چه قبل و چه بعد از تغییر در میزان مالیات، از نظر آماری معنادار نیست.

در سؤال سوم، مطالعات تجربی در جستجوی این موضوع هستند که آیا مالیات بر معاملات، بر روی قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. طبق یافته‌های املاف (۱۹۹۳) در روزی که مالیات بر معاملات با نرخ یک درصدی مطرح گردید، شاخص کل سهام سوئد به میزان ۲/۲ درصد افت کرد و دوباره با افزایش مالیات تا میزان ۲ درصد، شاخص، به میزان ۰/۸ درصد دیگر نزول یافت. همچنین ساپورتا و کن^۱ (۱۹۹۷) دریافتند در روزی که مالیات در بورس لندن از ۱ درصد به ۲ درصد افزایش یافت، شاخص بازار سهام به میزان ۳/۳ درصد نزول کرد. همچنین طبق یافته‌های هو در تاریخ اعلام خبر مالیات، میانگین بازده در کره به ۰/۶- درصد و در تایوان نیز به ۱/۶-

1. Saporta and Kan

درصد رسید، که این امر در تایوان از نظر آماری بسیار معنادار بوده است. همانگونه که یافته‌های تجربی نشان می‌دهند، آثار مستقیم و مشخص تغییرات در سیستم‌های مالیاتی، نتایج کلی و یکسانی نداشته است. یکی از دلایل اصلی برای پراکندگی و ناتمام ماندن نتایج، عدم وجود داده‌های مناسب است. در شرایطی که سئوال‌ها برای بازاری با ساختاری خرد، مطرح می‌شود، در سیستم آماری مورد نظر، داده‌هایی مطلوب خواهند بود که تناوب معاملات را بر اساس یکپایگی معاملات مالی نشان دهند. به همین دلیل باید قبل از اعلام وضع مالیات بر معاملات، جمع آوری داده‌ها را آغاز نمود، به شکلی که این داده‌ها حاوی مشاهدات کافی بوده و بتوان برای بعد از وضع مالیات نیز این رویه را ادامه داد. همچنین برای آنکه بتوان حجم معاملات را در گروه‌های معناداری دسته بندی نمود، داده‌ها باید بر حسب نوع سرمایه‌گذاری تقسیم‌بندی شوند. مثلاً سرمایه‌گذاران نهادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری کم ریسک و صندوق‌های مشترک و... اما این در حالیست که، اکثر تحقیقات تجربی بر اساس بازده شاخص سهام بصورت هفتگی صورت گرفته است. بر این اساس با دیگر به سه سؤال اصلی مطرح شده، باز می‌گردیم و با استفاده از نتایج مطالعات تجربی سعی در بررسی اثرات مالیات بر نقل و انتقال سهام خواهیم داشت.

۱. ب) بررسی چند تجربه از مالیات بر نقل و انتقال سهام در کشورهای مختلف

در این قسمت ابتدا به یک تجربه از کشور سوئد اشاره می‌کنیم و سپس نتایج تجربی از چند بازار توسعه یافته اروپایی و آسیایی را مدنظر قرار می‌گیرند. در سوئد اکثر معاملات از طریق معامله‌گران انجام می‌گیرد و تا قبل از ژانویه ۱۹۸۴ بر این نوع معاملات مالیات وضع نمی‌شد. از ابتدای این سال قانونی وضع

گردید که بر روی معاملات سهام داخلی و معاملات اوراق مشتقه که توسط معامله‌گران انجام می‌شد، مالیات اعمال شود. مالیات برای خرید و فروش سهام داخلی ۰/۵ درصد بوده که در نتیجه برای هر معامله ۱ درصد مالیات گرفته می‌شد و برای معاملات مربوط به حق اختیار سهام ۲ درصد مالیات وضع شده بود.

تداوم فشارها از طرف دولت کارگری، مجلس سوند را وادار کرد تا در جولای ۱۹۸۶ نرخ مالیاتی را دو برابر نموده و مشمولات آن را در سال ۱۹۸۷ توسعه بخشید. در سال ۱۹۸۹، مالیات به معاملات اوراق بهاداری نظیر اوراق قرضه دولتی و مشتقات آن که دارای درآمد ثابت بودند نیز کشیده شد. حداکثر نرخ مالیات برای اینگونه اوراق به میزان ۰/۱۵ درصد از سهم مورد نظر یا مقدار نقدی آن وضع گردید.

عملکرد درآمدی ناشی از اخذ مالیات مایوس‌کننده بود. طبق اطلاعات وزارت مالیه سوئد، دولت به میزان ۸۲۰ میلیون در سال ۱۹۸۴، ۱/۱۷ میلیارد در سال ۱۹۸۵ و ۲/۶۳ میلیارد کرون سوئد^۱ در سال ۱۹۸۶ اخذ نموده است. این مقادیر به میزان ۰/۳۷، ۰/۴۵ و ۰/۹۶ درصد کل درآمد در این سالها بوده است. پس از دوبرابر نمودن نرخ مالیاتی، دولت توانست ۳/۷۴ میلیارد در سال ۱۹۸۷ و ۴/۰۱ میلیارد را در سال ۱۹۸۸ وصول نماید. این میزان مالیات به مقدار ۱/۱۷ و ۱/۲۱ درصد کل درآمد کشور در سالهای مذکور بوده است. بنابراین افزایش صد درصدی نرخ مالیات تنها منجر به افزایش ۲۲ درصد در درآمدهای کشور گردید.

یکی از دلایل عملکرد ضعیف این سیستم مالیاتی (مالیات بر معاملاتی که از طریق معامله‌گران انجام می‌گردید)، اجتنابهای گسترده‌ای بود که از پرداخت مالیات صورت گرفت. سرمایه‌گذاران خارجی با سپردن سفارشات خود به کارگزاریهای موجود در لندن و نیویورک، از مالیات دوری می‌گزیدند. سرمایه‌گذاران داخلی نیز با بازکردن حساب در خارج و استفاده از کارگزاران خارجی، از مالیات فرار می‌کردند. ابعاد اجتناب از مالیات، زمانی آشکار شد که حجم عمده‌ای از مبادلات سهام از

1. Sweden Krona (SEK)

استکهلم به سایر مراکز مالی منتقل شد. برای مثال به دنبال دو برابر شدن نرخ مالیات، ۶۰ درصد حجم معاملاتی یازده سهم فعال سوئد به لندن انتقال یافت که حجم معاملاتی مذکور ۳۰ درصد کل حجم معاملاتی اوراق بهادار سوئد را تشکیل می‌داد.

طبق برآورد کمپیل و فروت^۱ (۱۹۹۵) در هفته اولی که مالیات بر معاملات در سوئد وضع شد، حجم معاملات به میزان ۸۵ درصد میانگین تابستان سال ۱۹۸۷ نزول کرد و معاملات مربوط به اوراق بهادار بدون ریسک نیز کاهش یافت. این امر منجر به تضعیف توانایی بانک سوئد در هدایت سیاست پولی گردید و باعث شد تا دولت به شکل سنگینی مقروضتر شده و حمایت‌های سیاسی و عمومی از مالیات کاسته شود. در آوریل سال ۱۹۹۰ مالیات مربوط به ابزارهای مالی با سود ثابت حذف شد. مالیات مربوط به ابزارهای دیگر نیز در ژانویه ۱۹۹۱ حذف گردید و متعاقب آن در سال ۱۹۹۱ مالیات تمام این موارد حذف گردید.

به دنبال حذف مالیات، حجم معاملات برخی از سهام مجدداً به سوئد بازگشت. طبق بررسی‌های کمپیل و فروت (۱۹۹۵)، در سال ۱۹۹۲، ۴۱ درصد معاملات مربوط به اریکسون^۲ در استکهلم صورت گرفت. بطور کلی در سال ۱۹۹۲ نسبت حجم معاملات در سوئد - تقریباً برای کل سهام - افزایش یافت. در این سال، ۵۶ درصد کل حجم معاملات سهام سوئدی در استکهلم انجام می‌شد. تجربه سوئد توجه به این نکات را متذکر می‌شود:

اول اینکه، سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند با یافتن گزینه‌های دیگر، از مالیات دوری گزینند. بدلیل آنکه حرفه کارگزاری در بازارهای مالی جهان بسیار رقابتی است، پیدا نمودن یک کارگزار خارجی به عنوان یک گزینه، جایگزین چندین پرهزینه نخواهد بود. این مسئله بخصوص در بازارهایی که از گستردگی بیشتری برخوردار بوده و نقل و انتقالات سرمایه در آنها به آسانی انجام می‌پذیرد، نمود بیشتری خواهد یافت. دوم اینکه، بازار پس از اعمال مالیات با مشکل مواجه می‌شود. با وجود آنکه نرخ مالیات

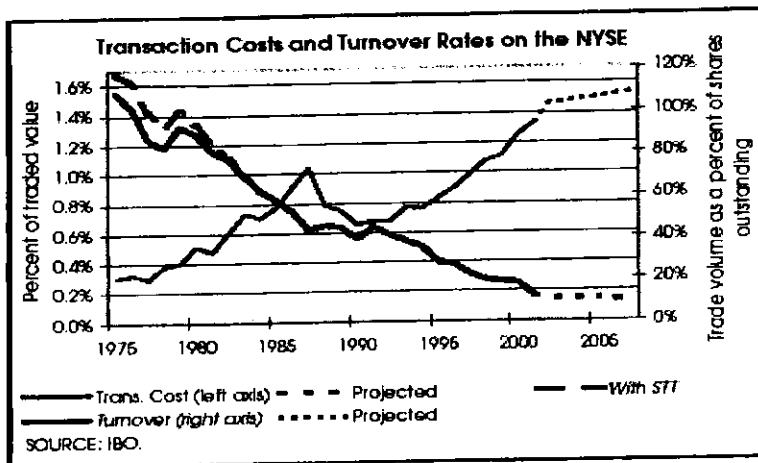
بسیار کمی روی اوراق بهادار با درآمد ثابت بسته شد در مقایسه با هفته قبل از آن منجر به ۵۸ درصد کاهش در حجم معاملات گردید. سوم اینکه، پس از لغو مالیات، حجم معاملات دارائیهایی که قبلاً روی آنها مالیات بسته شده بود، مجدداً به بازار باز گردید.

بررسی بورس ایالات متحده آمریکا حاکی از آن است که روی اکثر معاملات سهام، ۰/۰۰۳ درصد مالیات اخذ می شود. این مالیات به هزینه بخش ۳۱ مشهور است، طبق قانون بورس اوراق بهادار^۱ در سال ۱۹۳۴، برای پوشش دادن هزینه های کمیسیون بورس اوراق بهادار وضع شده است. در سال ۱۹۹۸ دولت فدرال بابت این حق الزحمه ها ۱/۸ میلیارد دلار درآمد کسب نمود که این رقم تقریباً پنج برابر هزینه عملیاتی SEC می باشد.

از سال ۱۹۸۱ مالیات بر معاملات در ایالت نیویورک حذف شده و متعاقب آن به منظور افزایش قدرت رقابتی سعی گردید هزینه های معاملاتی نیز کاهش یابد. برخی از مطالعات^۲ در بورس نیویورک نشان می دهند که، تغییرات در هزینه معاملات عاملی مهم در تغییر حجم و گردش معاملات به حساب می آید. اریکسون و لینگر^۳ در تحقیق وسیعی که در سال ۱۹۹۲ انجام گرفت به خوبی نشان دادند، که با ثابت نگاه داشتن سایر عوامل، برای هر ۱۰ درصد کاهشی که در هزینه معاملات اتفاق می افتد، گردش معاملات از ۱۲ درصد به ۱۵ درصد افزایش می یابد. رابطه مذکور را می توان در نمودار زیر بخوبی ملاحظه نمود. همانطور که مشاهده می شود، با کاهش هزینه مالیات بر نقل و انتقال سهام و متعاقب آن با کاهش هزینه معاملات، گردش حجم معاملات افزایش یافته است.

1. Securities and Exchange Commission (SEC)
2. New York City Independent Budget Office, IBO, Background Paper, November 2003, A Reviving the New York Stock, Transfer Tax: Revenues and Risks.
3. Ericsson and Lingren

نمودار



تجربه انگلستان نشان می‌دهد که، دولت انگلیس بابت حق تمبر و معاملاتی که بصورت شفاهی، الکترونیکی و یا دیگر توافقاتی که بابت معامله دارانیهای مالی (غیرفیزیکی) انجام می‌شود، ۰/۵ درصد مالیات اخذ می‌کند. سهام انگلیسی که در خارج از این کشور معامله می‌شود، تنها زمانی مشمول مالیات هستند که اسناد مربوط به آنها وارد انگلیس شود. اما برای اخذ مالیات بابت معاملاتی که در بازار الکترونیکی و سایر مواردی که در بالا به آن اشاره شد، هیچ نوع محدودیت مکانی وجود ندارد. مالیاتی که بابت هر کدام از این موارد پرداخت می‌شود باید توسط خریدار پرداخت شود.^۱ طبق اطلاعات دایره مالیاتی، طی سالهای مالی ۹۹-۱۹۹۸، به میزان ۲/۱ میلیارد پوند بابت معاملات اوراق بهادار مالیات اخذ شده است.

در کشور بلژیک بابت معامله سهام ۰/۱۷ درصد و بابت معامله اوراق قرضه ۰/۰۷ درصد مالیات اخذ می‌شود. مالیات بابت انجام معاملات در سایر ابزارهای مالی با توجه به تغییر نرخ مالیات می‌باشد. هم خریدار و هم فروشنده مشمول مالیات خواهند

۱. استدلالی که برای پرداخت مالیات توسط خریدار - و نه فروشنده - وجود دارد این است که تنها خریدار است که باید در هنگام اختلاف ثابت کند که دارایی مذکور از لحاظ قانونی متعلق به وی است.

بود، اما مبنای محاسبه آن متفاوت است. مبنای مالیات برای خریدار، کارمزد کارگزاری است؛ در حالیکه برای فروشنده این مبنا فروش حداقل ۱۰۰۰۰ فرانک بلژیک می باشد. در این میان کسانی که وکالت انجام معاملات را بر عهده دارند، برخی از سرمایه گذاران نهادی و افرادی که مقیم کشور نیستند از پرداخت مالیات معافند. همچنین معاملاتی که بدون واسطه گره‌های تخصصی انجام می شوند از پرداخت مالیات معاف هستند.

در فرانسه برای سهامی که به ارزش بیش از یک میلیون فرانک معامله شود، ۰/۱۵ درصد مالیات اخذ می گردد و برای معاملاتی که زیر یک میلیون فرانک باشد، ۰/۳ درصد مالیات اخذ خواهد شد. مالیات هم از خریدار و هم از فروشنده اخذ می شود. برای انجام هر معامله، صد و پنجاه فرانک تخفیف داده می شود. این بدان معناست که معاملاتی که ارزش آنها تقریباً کمتر از پنجاه هزار فرانک باشد. عملاً از پرداخت مالیات معاف است. حداقل مبلغی که برای اخذ مالیات در نظر گرفته شده است، ۵۰۰۰ فرانک می باشد.

کشور ایتالیا بابت حق تمبر معاملات غیر بورسی ۰/۱۴ درصد مالیات اخذ می کند. مالیات توسط کارگزاران جمع آوری شده و سپس به دولت ارجاع داده می شود. معاملات داخلی که از خارج انجام می شوند از پرداخت مالیات معاف هستند.

کشور سوئیس از معاملاتی مالیات اخذ می کند که یکی از طرفهای معامله، کارگزار اوراق بهادار داخلی تأیید شده باشد. نرخ مالیات برای معامله اوراق بهادار سوئیسی ۰/۱۵ درصد و برای اوراق بهادار خارجی ۰/۳ درصد است. با این وجود، اعضای مستقیم و غیر مستقیم بورس سوئیس بابت معامله اوراق خارجی باید ۰/۱۵ درصد مالیات پرداخت نمایند. مالیات بین خریدار و فروشنده تقسیم شده و کارگزار نیز مشمول مالیات خواهد شد. بورس میزان مالیات را محاسبه می نماید و سیستم تصفیه آن را جمع آوری می کند. معامله سهام سوئیسی که خارج از کشور معامله می شود و همچنین، معامله اوراق قرضه اروپایی، از پرداخت مالیات معاف هستند.

بنابراین از ژانویه ۲۰۰۱، سرمایه‌گذاران نهادی خارجی مانند بانکهای مرکزی و ایالتی، صندوقهای سرمایه‌گذاری، سازمانهای اوراق بهادار اجتماعی^۱، صندوقهای بازنشستگی، شرکتهای بیمه عمر به‌علاوه صندوقهای سرمایه‌گذاری داخلی و مشارکت‌کنندگان داخلی در بورس خارجی، از پرداخت مالیات معاف هستند. بورس سوئیس علاوه بر مالیات مذکور حق الزحمه‌ای به میزان ۰/۰۰۱ درصد بابت گردش سهم دریافت می‌کند که این هزینه بین طرفین معامله تقسیم می‌شود. بخشی از حق الزحمه جمع‌آوری شده، هزینه‌های کمیسیون بانکی فدرال^۲ را پوشش می‌دهد. علاوه بر موارد مذکور، معامله‌گران رسمی تأیید شده، از پرداخت مالیات معاف هستند. کشور ژاپن در آوریل سال ۱۹۹۹ مالیات بر معاملات اوراق بهادار را حذف نمود. قبل از این تاریخ افراد و شرکتهای مشمول مالیات بر نقل و انتقال سهام به اشکال متمایزی بودند. مالیات تنها برای فروشنده در نظر گرفته شده بود و نرخ مالیات براساس نوع اوراق بهادار و فروشنده تغییر می‌کرد. کمترین نرخ مالیاتی متعلق به شرکتهایی بود که سهام آنها در بورس پذیرفته شده بود.^۳ مالیات بر معاملات سهام برای فروشندگان اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس، به میزان ۰/۱۲ درصد و برای اوراق بهادار غیر بورسی، به میزان ۰/۳ درصد بوده است. همچنین مالیات معامله اوراق قرضه بدون تضمین^۴ برای هریک از شرکتهای بالا به ترتیب ۰/۱۶ درصد و ۰/۰۶ درصد و مالیات بابت اوراق قرضه، ۰/۰۳ درصد و ۰/۰۱ درصد بوده است. مالیات اخذ شده یا توسط شرکتهای صادرکننده اوراق بهادار جمع‌آوری می‌گردید و به دولت ارجاع داده می‌شد و یا اینکه مستقیماً توسط خود فروشنده پرداخت می‌گردید.

در بورس کره نیز روی فروش کلیه سهام؛ اعم از اینکه پذیرفته شده باشد یا نه، مالیات اخذ می‌شود.^۵ نرخ مالیات به میزان ۰/۱۵ درصد قیمت فروش سهام مورد معامله در بورس مذکور است. نرخ مالیات بابت درصد، سهام معامله شده در بازار

- | | |
|--|-------------------------------|
| 1. Social Security Organization | 2. Federal Banking Commission |
| 3. Licensed Company | 4. Debentures |
| 5. http://www.ksds.or.kr/english/upload/2002-ch10 | |

الکترونیکی بورس کرد ۰/۳ درصد و برای سهامی که در بازار OTC معامله می شود نیز، ۰/۵ درصد می باشد. در جدول زیر بر اساس نوع معامله ای که در کره انجام می شود نرخهای مالیاتی مختلف ارائه شده است.

(واحد: /)

نوع معامله	سهام پذیرفته شده	سهام پذیرفته نشده	مالیات ویژه برای توسعه روستایی
بورس اوراق بهادار کره	۰/۱۵	-	۰/۱۵
بازار الکترونیکی سهام کره	۰/۳	-	-
معاملات OTC	۰/۵	۰/۵	-

Source: The National Tax Service of Korea

نتایجی که از بورس تایوان بدست آمده است^۱ از این فرضیه پیروی می کند که کاهش هزینه معاملات منجر به افزایش رقابت در بورس خواهد شد. هر چند تحقیق مذکور برای بازار معاملات آتی انجام گرفته است، اما نتایج حاصل از آن را نمی توان نادیده گرفت. در جدول زیر، اثر تغییر میانگین قیمت و افزایش حجم معاملات بعد از کاهش نرخ مالیاتی مشاهده می شود. با مقایسه درآمد مالیاتی در بلند مدت مشاهده می نمایم که با کاهش نرخ مالیات، درآمد ناشی از آن نیز افزایش یافته است.

همچنین در بورس تایوان فروشنده سهام مشمول مالیات می شود. نرخ مالیات برای سهام ۰/۳ درصد و به غیر از اوراق قرضه و اوراق قرضه دولتی که معاف از مالیاتند و نیز برای سایر موارد ۰/۱ درصد است. این در حالیست که برای سود پرداختی، نرخ بهره و منافع ناشی از سرمایه، نرخهای مالیاتی متفاوتی تعیین شده است.^۲

1. Transaction Tax and Trading Activity of Index Futures Market: Evidence From Taiwan, Huimin Chung, Chang Gung University, Taoyuan, Taiwan.

2. <http://www.tse.com.tw/>

درآمد مالیاتی		درآمد مالیاتی بعد از کاهش	g	۲	تعداد ماهها، قبل و بعد از کاهش مالیات
بعد از کاهش	قبل از کاهش	درآمد مالیاتی قبل از کاهش			
۱/۵۸ میلیارد	۱/۵۹ میلیارد	۰/۹۹۵	%۱۰۱/۱۸	-%۰/۸۹	۱۲ ماه
۱/۹۲ میلیارد	۱/۹۴ میلیارد	۰/۹۹۱	-%۱۰۸/۴	-%۴/۸۹	۱۵ ماه
۲/۴ میلیارد	۲/۲۲ میلیارد	۱/۰۷۵	%۱۳۳/۱	%۰/۱۸	۱۸ ماه

Source: Taiwan Futures Exchange

«۲» درصد اختلاف بین میانگین قیمت معامله در زمان قبل و بعد از کاهش مالیات بوده و «g» بیانگر نرخ رشد حجم معاملات است.

روندی که هم اکنون در بازارهای توسعه یافته دنبال می شود کاهش و یا حذف مالیات بر معاملات است. برای مثال؛ کشورهای سوئد و فنلاند مالیات بر معاملات را تجربه نموده و در سال ۱۹۹۰ تصمیم به حذف آن گرفته اند. کشور آلمان در سال ۱۹۹۱ مالیات بر گردش سهام و مالیات بر برات^۱ را حذف نمود. کانادا و هلند نیز فاقد مالیات بر معاملات هستند.

۱. ج) نتایج تأثیر مالیات با توجه به تجارب بازارهای مختلف

نظر موافقان اجرای مالیات بر نقل و انتقال سهام بر این است که اساساً (شیوه) معاملات در بازارهای مالی و عملیاتی، غیر تولیدی محسوب می شود و با توجه به اینکه وضع این نوع مالیات از نظر هزینه های اخذ پایین است و از قطعیت نسبتاً مناسبی برخوردار می باشد، لذا مالیات بر نقل و انتقال سهام، مالیاتی مناسب تلقی می گردد. اما مسئله ای که کمتر مد نظر موافقان مالیات بر نقل و انتقال سهام قرار گرفته، این است که، در بسیاری از بازارها معامله گران و بازارسازان از اصلی ترین پایه های حفظ و تشکیل قیمت تعادلی محسوب می شوند. در بسیاری از بازارهای

پیشرفته دنیا با فعالیت بازارسازان و گردش معاملات به دفعات مختلف، امکان رسیدن به قیمت‌های تعادلی بیشتر می‌شود. به عنوان مثال، در بورس نیویورک ۲۶ درصد کل معاملات از طریق فعالیتهای بازارسازان و به شکل میانگین در مورد بسیاری از بازارها این نسبت به بیش از ۲۰ درصد می‌رسد. تجربه نشان می‌دهد که هرچه دوره‌های تناوبی خرید و فروش بیشتر گردد، این نسبت افزایش می‌یابد. بازارسازان با انجام تناوبی معاملات و تکرار آن به دفعات مختلف، سعی در ایجاد شفافیت و رسیدن به قیمت تعادلی می‌نمایند. همچنین به پشتوانه قدرت مالی، ریسک پذیری و توان تحلیلگری - که از آن برخوردارند - و با تکرار معاملات، باعث ایجاد نقدینگی مناسب و جایگزینی ریسک می‌شوند و شرایط استفاده بهینه از سرمایه‌ها را فراهم می‌سازند. بنابراین آنها ایجادکننده ثبات در قیمت‌ها و در نهایت، شکل دهنده قیمت‌های تعادلی هستند.

برای رسیدن به اهداف فوق، معامله‌گران و بازارسازان نیازمند مدیریت مناسب سرمایه‌ها هستند. این کار تنها می‌تواند از طریق خرید و فروش مناسب سهام و اوراق بهادار صورت گیرد.

بر این اساس وجود معامله‌گران و امکان تکرار معاملات از طریق سرمایه‌گذاران خرد؛ بخصوص در بازارهای با دوره‌های تناوبی و تعداد بازارسازان کمتر، نقشی کلیدی در ایجاد نقدینگی بازی می‌کنند. در این شرایط در صورتیکه رفتار معاملاتی معامله‌گران، با تنگناهایی نظیر مالیات مواجه گردد، به خوبی قادر به مدیریت مناسب منابع نبوده و سرمایه کمتری را درگیر فرایند معاملات ریسکی خود خواهند نمود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نیز تمایل کمتری به انجام سرمایه‌گذاری‌هایی با ریسک بالاتر دارند و بدین فرایند شکل‌گیری قیمت‌های تعادلی نیز با اختلال مواجه می‌شوند و یا به شدت کند خواهند شد؛ در نتیجه نمی‌توان انتظار تخصیص بهینه منابع را داشت. سؤال دیگری که در اینجا مطرح می‌شود، این است که آیا فرآیند انجام معاملات به خودی خود ایجادکننده نوسانات است؟

فرانک و زل^۱ (۱۹۸۶) در مورد متغیر بودن بازده سهام در مقابل دوره‌های انجام معامله^۲ و نیز عدم انجام معامله، به تحقیق تجربی دست زدند. آنها با استفاده از داده‌های مربوط به سهام پذیرفته شده در بورس در دوره ۱۹۶۳ تا ۱۹۸۲ به این نتیجه رسیدند که بر مبنای ساعت، زمانیکه بازار برای انجام معامله باز می‌شود واریانس بازده سهام بین ۱۳ تا ۱۰۰ برابر، بیشتر از زمانی است که بازار بسته است. این تحقیق، سه دلیل ممکن را برای نوسانات بالا طی ساعات معامله ارائه داده است: ۱. امکان دارد که علت وجودی نوسان بالا، رسیدن اطلاعات بسیار عام، طی ساعات انجام معامله باشد؛ ۲. امکان دارد که اطلاعات محرمانه سرمایه‌گذاران با قیمت‌های موجود در تداخل باشد؛ ۳. و بالاخره اینکه خود فرایند معاملات به دلیل تغییر قیمت‌ها منجر به ایجاد اصطکاک در بازار و افزایش هزینه معاملات شود.

این مطالعات نشان داد که حداکثر ۱۲ درصد واریانس بازده روزانه بدلیل فرایند داد و ستد^۳ می‌باشد و بقیه واریانس مربوط به ورود اطلاعات عمومی و محرمانه طی ساعات معامله است. البته آنها نتوانسته‌اند بطور خالص تأثیر اطلاعات عمومی و محرمانه را بر نوسانات نشان دهند، اما نتیجه کلی گرفتند که بخش قابل توجهی از تغییرات ناشی از ورود اطلاعات محرمانه در جریان ساعات معامله صورت می‌پذیرد.

اکثر تحقیقات بعدی در مورد نوسان قیمت معاملات با تکیه بر داده‌های پالایش شده بهتری انجام گرفت. مادهاوان، ریچاردنس و رومنس^۴ (۱۹۹۷) مدل بهینه‌ای از نوسان قیمت تهیه نمودند و از داده‌های مربوط به دویست و هفتاد و چهار سهم پذیرفته شده طی سال ۱۹۹۰ در NYSE برای محاسبه آن استفاده کرده‌اند. به زعم آنها، می‌توان نوسان قیمت را با استفاده از چهار مؤلفه تأثیر گذار بیان کرد که عبارتند از: اطلاعات عام، اطلاعات محرمانه، هزینه معامله، و اصطکاکات بازار (تغییر

1. French and Roll

2. Trading and Non-Trading Periods

3. Trading Account

4. Madhavan, Richardson, and Roomans

قیمت^۱). طبق برآورد آنها اطلاعات عام، از ۴۶ درصد در شروع روز تا ۳۵ درصد در پایان روز معامله نوسان می‌کنند. در مورد تأثیرات اطلاعات محرمانه (فردی) - که از تعامل بین هزینه و تأثیرات اطلاعات محرمانه حاصل می‌گردد - از ۳۱ درصد در هنگام صبح، تا ۲۶ درصد در هنگام بسته شدن بورس نوسان دارد و نوسانات ناشی از تغییرپذیری هزینه معاملات، از ۲۲ درصد در هنگام باز شدن بورس تا ۳۵ درصد در هنگام خاتمه بازار در نوسان است و بالاخره اینکه؛ تغییر قیمت (گسستگی قیمتها) در ابتدا و انتهای روز معامله، به ترتیب از ۱ تا ۴ درصد برآورد می‌شود.

نتایج نشان می‌دهد، با مساوی فرض کردن سایر شرایط، هزینه بالای معاملات منجر به افزایش نوسانات می‌شود. اگر هزینه معاملات شامل مالیات نیز باشد، در آنصورت وضع مالیات نه تنها نوسان قیمت را کاهش نمی‌دهد، بلکه باعث افزایش آن نیز می‌شود.

در بازارهای بدون اصطکاک و در شرایط ایده‌آل، قیمت، تمامی اطلاعات را منتقل می‌کند و هنگامیکه اطلاعات جدید فرا می‌رسد، سرمایه‌گذاران مجدداً پرتفوی دارایی خود را تراز می‌کنند. این تراز مجدد در نتیجه به روز شدن مجموعه‌ای از قیمت‌های جدید می‌باشد. در صورت نبود هزینه‌های معاملاتی، تراز نمودن مجدد بصورت مستمر ادامه داشته و تفاوت قیمت‌ها سریعاً حذف خواهند شد (به عبارت دیگر شرایط تعادلی به سرعت شکل می‌گیرد). با تمام این احوال آنچه که واقعا وجود دارد این است که شرکتها و افراد با هزینه‌های ناشی از معاملات روبرو هستند. وجود هزینه معاملات - هر چند به مقدار کم - موجب خواهد شد تا تراز نمودن دوباره و مداوم، گرانتر تمام شود. بنابراین هزینه معاملات می‌تواند مانع جریان اطلاعات برای دستیابی به قیمت‌ها شود و به عبارت دیگر وجود هزینه‌های معاملاتی باعث خواهد شد که قیمت‌ها از ارزش اطلاعاتی خود منحرف شوند.

عدم کارایی فرضیه تراز نمودن مجدد و مداوم پرتفوی سرآغاز بحث‌هایی، مبنی

بر میزان واکنش دارائیه‌ها در مقابل هزینه معاملات گردید. ادبیات موضوع به این مسئله اشاره دارد که تراز نمودن مجدد و مداوم ممکن نبوده و با وجود هزینه معاملاتی نمی‌توان قاعده منسجمی برای آن پیدا کرد.

در بخش ضمیمه با مثالی مشخص، با این فرض که مالیات بر اوراق بهادار منشاء هزینه‌های معاملاتی می‌باشد، به تأثیر مالیات بر تراز مجدد پرتفوی و تشکیل قیمت، پرداخته شده است.

نتایج حاکی از آن است که با افزایش هزینه‌های معاملاتی، نظیر ایجاد مالیات بر نقل و انتقال سهام، قیمت‌ها نمی‌توانند نقش اطلاعاتی داشته باشند و لذا کارایی بازار کاهش می‌یابد و امکان شکل‌گیری عکس‌العمل‌های سریع وجود نخواهد داشت. در این شرایط تغییر پرتفوی بر اساس قیمت‌های جدید با کندی و در بسیاری از موارد نیز، با خطا همراه خواهد بود.

به دنبال اعمال مالیات بر نقل و انتقال سهام، تقاضا برای انواع دارائیه‌ها تغییر خواهد کرد. با توجه به نوع مالیات‌ها تقاضا برای ابزارهای مشتقه افزایش می‌یابد و برای سهام و اوراق قرضه نیز کاهش خواهد یافت. در اینجا مفهوم تغییر در تقاضا، تغییر در حجم تحقق یافته معاملات^۱ تلقی می‌شود. سوال این است که آیا مواردی وجود داشته است که به دلیل تغییر در حجم مذکور، بازار متحمل ضرر شده باشد؟ و یا به عبارت دیگر، آیا این امر مهم است که حجم معاملات به دیگر ابزارها، بازارها یا سایر کشورها منتقل شود؟

بر اساس استاندارد مدل‌های انتظارات عقلایی و با فرض عدم قطعیت در عرضه، سفارش برای معاملات به دو شیوه سفارش بر اساس اطلاعات (یا "علائم"^۲) و سفارشات پراکنده (بر اساس شایعات) شکل می‌گیرد. اگر سفارشات پراکنده را در نظر بگیریم و شرایط عدم قطعیت وجود نداشته باشد، قیمت‌ها با توجه به اطلاعات کاملی

1. Volume of Realized Transactions
2. Signal

که وجود دارند، تعدیل می‌شوند. بنابراین، حجم معاملات در نتیجه فرآیند معاملات شکل می‌گیرد. از اینرو، حجم معاملات صرفاً حاصل فرآیند معاملات است و چنانچه هیچگونه اطلاعاتی در خصوص زیرساختها یا فرآیند معاملات وجود نداشته باشد، حجم آن نیز ارزش ذاتی نخواهد داشت.

اوهارا و بلوم ایزلی^۱ (۱۹۹۴) در مورد نقش اطلاعاتی حجم معاملات تحقیق کرده‌اند. طبق مدل ایشان، منبع ایجاد سفارشات پراکنده، میزان ابهام و عدم قطعیت نیست، بلکه این امر ناشی از دقت اطلاعات غیررسمی در خصوص علائم موجود است. قیمت‌ها، اطلاعاتی را در خصوص میانگین سطح اطلاعات غیررسمی نشان می‌دهند. بنابراین حجم معاملات، حاوی اطلاعاتی پیرامون دقت علائم غیررسمی انفرادی خواهد بود. از اینرو، در حجم معاملات فقط اطلاعات پراکنده مدنظر نیستند، بلکه آنها نقش مهم اطلاعاتی را ایفا می‌کنند. در این راستا، از نظر جریان اطلاعاتی روندهای مربوط به قیمت و همچنین حجم معاملات، به مراتب مفیدتر از اطلاعات قیمتی هستند.

علاوه بر مورد فوق اوهارا و بلوم ایزلی در سال (۱۹۹۸) نقش اطلاعاتی حجم معاملات را در معاملات برگ اختیار معامله، مورد بررسی قرار دادند. آنها مدلی را ایجاد کردند که با توجه به آن معامله‌گران مطلع می‌توانند در معاملات برگ اختیار معامله یا سهام به معامله بپردازند. آنان بطور آزمایشی مدل را اجرا نمودند و دریافتند که داده‌های مربوط به حجم معاملات برگ اختیار معامله، قادر است اطلاعاتی در مورد قیمت آینده سهام در اختیارشان قرار دهد. بنابراین به این نتیجه رسیدند که «حجم معاملات در فرآیند تغییرات خود نقشی را بر عهده دارد که موجب کارا شدن بازار می‌شود».

این دیدگاه اساساً چشم‌انداز متفاوتی از نقش حجم معاملات ارائه می‌کند. بنابراین انتقال حجم معاملات به دلیل کارایی پایین اطلاعاتی در ابزارها و بازارهاست.

1. O' Hara and Blume, Easley

اگر مالیات بر معاملات منجر به انتقال حجم معاملات گردد، در آن صورت، اینگونه مالیاتها بر توانایی بازارها در جمع آوری اطلاعات تأثیر گذاشته و مانع از تخصیص منابع بصورت کارا خواهد شد.

بخش دوم

بررسی تبعات مالیات بر نقل و انتقال سهام در ایران

از شکل گیری بازار سهام در جهان بیش از یک قرن می گذرد. لیکن، بازار سهام در ایران بازاری نوپاست و از ویژگیهای بازارهای در حال توسعه برخوردار است. ساختار سهامداری در بورس اوراق بهادار تهران، اساساً نهادی است و بخش قابل توجه بازار در اختیار شرکتهای سرمایه گذاری، صندوقهای بازنشستگی و سازمان تأمین اجتماعی می باشد. طی سالهای اخیر سعی بر آن بوده است که با گسترش فرهنگ پس انداز و سیاستهای جذب نقدینگی و همچنین افزایش جذابیتهای بورس در مقایسه با زمینه های دیگر سرمایه گذاری، بورس تهران فعالتر شده و سهامداران خرد را نیز به سوی خود جذب نماید. با وجود آن که فرهنگ سهامداری مردم ایران در مقایسه با کشورهای توسعه یافته بسیار پایین است، آمار سال ۱۳۸۲ حاکی از سهامداری دو میلیون نفر از ایرانیان می باشد که حدود ۱۴/۵ درصد از جمعیت بالای ۲۰ سال کشور را تشکیل می دهد.

با توجه به موارد مطرح شده در بالا و تجربه سایر کشورها در اجرای سیاست مالیات بر نقل و انتقال سهام، در این بخش قصد داریم که براساس ویژگیهای بورس تهران و شناخت نسبی که از اثرات سیاستی قابل تصور است، تبعات افزایش مالیات بر نقل و انتقال سهام را مورد نقد و بررسی قرار دهیم.^۱ لذا ابتدا جا دارد به شکل مختصر بورس تهران و عملکرد آن در سالهای اخیر بررسی گردد.

۱. شایان ذکر است که در حال حاضر در بورس تهران از کل مبلغ معامله، ۲ درصد کسر می شود. ۰/۷۵ درصد این کسری هنگام خرید بابت حق کارگزار و هزینه سازمان بورس و ۱/۲ درصد آن نیز هنگام فروش می باشد، از بقیه فروش، ۰/۵ درصد مالیات بر نقل و انتقال سهام محسوب می شود.

۲. الف) معرفی بورس تهران

از سال ۱۳۶۵، در چارچوب برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ایران، تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان زمینه‌ای برای اجرای سیاست خصوصی‌سازی و توسعه بخش صنعت مورد توجه قرار گرفت. بدین ترتیب اجرای سیاستهای خصوصی‌سازی و استفاده از سازوکار بورس، افزایش شمار شرکتهای پذیرفته شده و افزایش حجم فعالیت بورس تهران، به عنوان اهداف بلندمدت در نظر گرفته شد و بر این اساس، طی سالهای ۱۳۶۸ تا آذر ۱۳۸۲، تعداد بنگاههای اقتصادی پذیرفته شده در بورس تهران از نود و هفت شرکت به سیصد و سی و نه شرکت افزایش یافته‌است. در این دوره زمانی، حجم معاملات به میزان ۴/۶ برابر افزایش یافت و بدین ترتیب حجم معاملات بورس بالغ بر ۲/۴۶ درصد از کل تولید ناخالص داخلی گردید. ارزش بازار که در پایان سال ۱۳۶۹ معادل ۶/۱۳۳۲ میلیون دلار گزارش شده بود، در پایان سال ۱۳۸۱، بر بیش از ۱۱۷۶۰ میلیون دلار بالغ گردید (جدول ۱).

جدول ۱. شاخصهای فعالیت در بورس تهران

موضوع	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲
نرخ رشد شاخص بورس	-۷٪	۴۳٪	۳۵٪	۲۶٪	۳۵٪
نرخ رشد سود سهام در پایان هر دوره	۲۴٪	۱۹٪	۱۸٪	۱۴٪	۱۲٪
نرخ رشد ارزش بازار سهام در پایان دوره	-۲٪	۶۵٪	۴۳٪	۳۱٪	۴۴٪
تعداد سهام معامله شده (به هزار)	۱۲۱۰۹۴۰/۴	۱۱۸۱۸۶۳/۷	۱۶۸۱۴۹۱/۶	۱۷۰۵۵۵۸/۵	۴۱۴۵۳۴۷/۸
تعداد شرکتهای بورسی	۲۸۱	۲۹۵	۳۰۷	۳۱۸	۳۳۴

مأخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی ایران

رشد حجم معاملات سهام در بازار از سال ۱۳۷۱ آغاز گردید و با رشدی چشمگیر از ۸/۲۴۲ میلیون دلار در سال ۱۳۷۰ به ۲/۲۰۷۱ میلیون دلار در سال ۱۳۸۱ رسیده است. بورس تهران دارای ویژگیهای رفتاری خاص خود بوده و علی رغم توسعه در سالهای اخیر، همچنان معضلات بورسهای توسعه نیافته را داراست. از این منظر تغییر در هر گونه سیاستگذاری و ایجاد شوک به این بازار، تبعات متفاوتی در پی داشته است که بعضاً تنها با روشهای آزمون و خطا قابل شناسایی و معرفی خواهند بود. به عنوان نمونه و قابلیت نقدشوندگی اندک، که در حال حاضر یکی از ویژگیهای بازارهای سهام محسوب می شود، در بازار تهران نمود روشنی دارد. بررسیها نشان می دهد که در سال ۱۳۸۰، متجاوز از ۲/۶۳ درصد از معاملات، متعلق به سهام پانزده شرکت است که ۵/۴۲ درصد از ارزش بازار را به خود اختصاص می دهد. چنین وضعیتی در سال ۱۳۸۱ نیز با تغییراتی اندک ثابت باقی مانده است. به این ترتیب که ۸/۶۳ درصد از معاملات بر روی سهام پانزده شرکت با ارزش بازاری ۴۷ درصدی انجام پذیرفته است. به عبارت دیگر، ده شرکت بزرگ به ترتیب در سالهای ۱۳۸۰ و ۱۳۸۱، معادل ۲/۴۱٪ و ۲/۳۷٪ از ارزش بازار را به خود اختصاص داده اند که متجاوز از پنجاه درصد معاملات، مربوط به آنها می شده است.

همچنین سرعت گردش سهام در بورس تهران در مقایسه با بورسهای دیگر بسیار کمتر است. سرعت گردش بازار سهام ایران نیز در سال ۱۳۸۱ معادل ۳/۱۷٪ بوده که نسبت به سال ماقبل ۴/۳۸ درصد افزایش داشته است. عرضه سهام توسط سازمان خصوصی سازی و ارتقای فرهنگ سهامداری در کشور همراه با بهبود زیرساختهای سرمایه گذاری موجب شده تا سرعت گردش سهام روند رو به رشد خود را در سال جاری نیز حفظ نماید. اگرچه می توان بخشی از افزایش ریالی حجم معاملات را ناشی از افزایش قیمت سهام در بورس دانست ولی تعداد سهام مورد معامله ۵/۷۸ درصد و همچنین تعداد دفعات معاملات ۴/۲۶ درصد در سال ۱۳۸۱ نسبت به سال ۱۳۸۰، رشد نشان می دهد.

بر پایه آخرین رتبه‌بندی فدراسیون جهانی، بورسهای اوراق بهادار^۱ بورس تهران در رتبه اول قرار دارد. این بررسی نشان می‌دهد که بر اساس معیار رشد شاخص بورس و ارزش جاری، بازار بورس تهران در رده اول، و از نظر حجم داد و ستد در رده چهارم دنیا جای گرفته است.

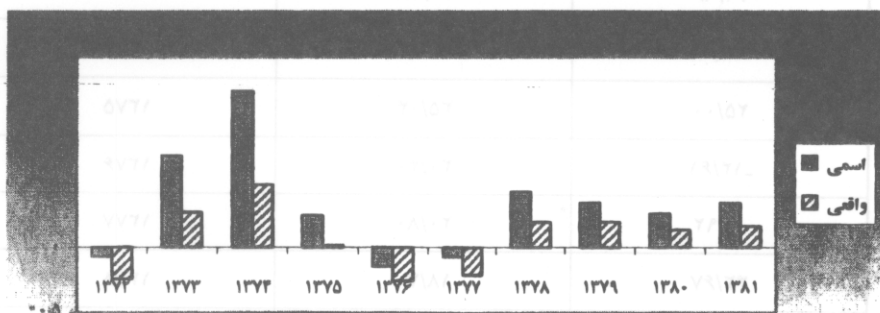
موارد عنوان شده حاکی از رشد کمی و کیفی بورس تهران به‌عنوان بازاری نوپا است که بدون شک وجود عوامل و عناصری که نظم تازه شکل گرفته آنرا تحت تأثیر قرار دهند، قادرند اثرات شوک گونه ای بر جای گذارند. از سوی دیگر علاوه بر ساختار کلی بورس تهران، این بازار مانند بسیاری از فعالیتهای اقتصادی در ایران به شدت تحت تأثیر عوامل برونزای سیاسی و اقتصادی قرار می‌گیرد. تغییرات ناگهانی در سیاستگذاریهای دوره‌ای، نبود انسجام عملی و کاربردی در ساختارهای نظارتی و سیاستگذاری، وجود سایر زمینه‌های سرمایه‌گذاری با بازدهی تقریباً مشابه و ریسک به مراتب کمتر در بخشهای دیگر اقتصاد، فقدان فرهنگ پس انداز و بخصوص سرمایه‌گذاری در بورس و جذب دشوار سرمایه‌گذاران خرد به این بازار، در راستای اهداف خصوصی‌سازی، انواع شوکهای بین‌المللی و ریسکهای مرتبط با آن است که سرمایه‌گذاران خارجی را برای سرمایه‌گذاری در ایران بی‌میل کرده و موجب وابستگی شدید آنها به منابع داخلی گردیده است، چرا که آنان ناچار از تأمین منابع مالی خود هستند. بنابراین انواع مواردی که می‌تواند این بازار را تحت‌الشعاع قرار دهد، موجب گردیده است که تغییر رویه‌های سیاستگذاری در این بازار و ایجاد هزینه‌های بیشتر سرمایه‌گذاری در بورس تهران، با اما و اگرهای فراوانی همراه شود و از حساسیت بیشتری برخوردار گردد.

بررسی بازدهی سرمایه‌گذاری در بورس تهران، طی ده ساله اخیر نشان می‌دهد که این بازار برای جذب پس اندازها، در مقایسه یا دیگر بخشهای اقتصادی، از ریسکی به مراتب بالاتر برخوردار بوده و به غیر از سال ۱۳۸۲ - که بواسطه تغییر در حدگذاری

1. World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org>

قیمتها، رکود بخش مسکن در شهر تهران و ایجاد ثبات سیاسی و اقتصادی نسبی در دو کشور افغانستان و عراق، که منجر به شرایط ناامن سیاسی و اقتصادی در منطقه شده‌اند - شاهد افزایش بی سابقه رشد شاخص و حجم و معاملات بوده‌ایم، در بقیه سالها، بورس تهران با ریسک بالا و بازدهی پایین به هیچ عنوان بازاری مناسب برای سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شد. اطلاعات حاکی از آن است که میانگین پنج ساله بازدهی اسمی بورس، حدود ۳۰ درصد و بازدهی واقعی (پس از حذف آثار تورمی) آن نزدیک به ۸ درصد می‌باشد که بیان‌کننده این امر است که سرمایه‌گذاری کلان در بخش صنعت و بورس توجیه اقتصادی نداشته است (نمودار ۱)

نمودار ۱. مقایسه بازده اسمی و واقعی بورس با در نظر گرفتن نرخ تورم



این در حالیست که در همین فاصله زمانی سرمایه‌گذاران، امکان سرمایه‌گذاری در ساختمان، طلا، پیش خرید موبایل و اتومبیل، خرید اوراق مشارکت و حتی سرمایه‌گذاری در حسابهای بانکی را با ریسکهای بسیار پایین و در حد صفر در اختیار داشته‌اند. اطلاعات نشان می‌دهد که طی دو سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ میانگین تغییرات قیمت طلا، حدود ۱۸ درصد در سال بوده‌است. همچنین طی پنج ساله گذشته نرخ رشد سپرده‌های بلندمدت بانکی با ریسک صفر و میانگین بازدهی ۱۵ درصد، حدود

۳۰ درصد در سال بوده است و این سپرده‌ها بیش از ۵۰ درصد از نقدینگی کشور را جذب کرده‌اند. در همین فاصله زمانی بازده بخش مسکن بطور میانگین ۲۳/۵ درصد بوده است و به شکل کاملاً آشکاری از ریسک کمتری در مقایسه با بورس برخوردار بوده است. جدول زیر نیز بازدهی و ریسک سرمایه‌گذاری در بخش مسکن و بورس را در فاصله سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۱ نشان می‌دهد.

**جدول ۲. مقایسه بازدهی و ریسک در بورس و مسکن
در فاصله زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۱**

بازده بخش بورس (%)	بازده بخش مسکن (%)	
۷/۱۵-	۱۸/۸۴	۱۳۷۲
۷۱/۹۶	۲۰/۷۸	۱۳۷۳
۱۲۲/۹۲	۲۸/۹۴	۱۳۷۴
۲۵/۰۰	۲۵/۰۴	۱۳۷۵
۱۴/۶۱-	۳۰/۴۰	۱۳۷۶
۶/۹۲-	۲۰/۸۰	۱۳۷۷
۴۳/۶۷	۱۸/۷۰	۱۳۷۸
۳۴/۸۲	۱۸/۴۰	۱۳۷۹
۲۶/۳۷	۱۸/۸۰	۱۳۸۰
۲۴/۶۴	۱۹/۶۰	۱۳۸۱
۳۰/۰۶	۲۳/۵	میانگین بازدهی
۴۱/۲۴	۵/۶۲	ریسک سرمایه‌گذاری

۱. اطلاعات مربوط به سال ۱۳۸۲ به شکل تأیید شده در دسترس نیست. همچنین رشد غیرطبیعی شاخص در این سال به علت وجود تغییر سیاستهای بورس. در تحلیل آماری لحاظ نگردیده و نیازمند بررسی جداگانه‌ای است.

علیرغم وجود شیوه‌های دیگر سرمایه‌گذاری در ایران (هر چند بسیار محدود) که دارای ریسک کمتر و در مواردی نیز، بازدهی بیشتری بوده‌است، سرمایه‌گذارانی که در بورس تهران سرمایه‌گذاری کرده‌اند، از رفتاری قاعده‌مندی برخوردار بوده‌اند و مبنای رفتاری آنها به شکل تنوریک، مشابه رفتار بسیاری از سرمایه‌گذاران در دیگر بورسهای جهان می‌باشد.

یکی از نظریه‌های موجود در بررسی رفتار سهامداران و عکس‌العمل آنان به بازدهی سهام، قضیه ساموئلسن می‌باشد. وی در این نظریه نشان می‌دهد که علاوه بر بازدهی انتظاری ناشی از خرید اوراق بهادار - که بر مطلوبیت افراد تأثیر می‌گذارد - عوامل دیگری در چارچوب گشتاورهای بازدهی قادرند به شکل مثبت یا منفی بر مطلوبیت تشکیل پرتفوی اوراق بهادار اثرگذار باشند. به عبارت دیگر، عواملی که به شکل برونزا می‌توانند منجر به اثرات تغییر در میزان مطلوبیت و واکنش متفاوت افراد به انواع سرمایه‌گذار بیاگردد، در تابع مطلوبیت فرد حضور خواهند داشت. تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران در بازار سهام به صورت ذیل می‌باشد:

$$U = E(r) - b_r \delta^2 + b_M M_r - b_r M_r + b_r M_D - \dots$$

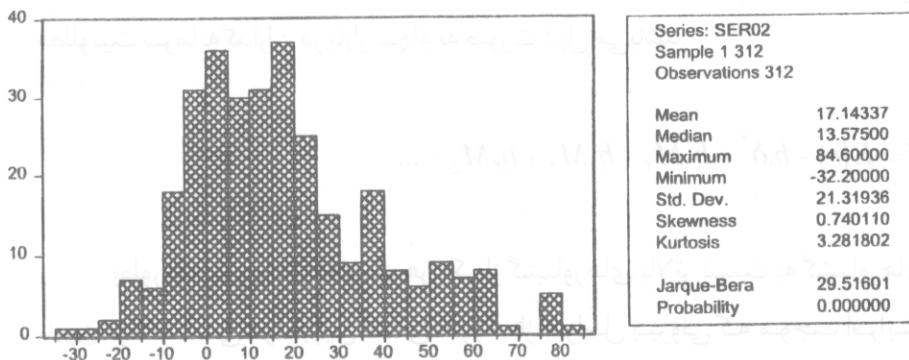
بطوریکه تدریجاً از اهمیت هر یک از گشتاورهای بالاتر نسبت به گشتاورهای پایین‌تر کاسته می‌شود. براین اساس هر یک از عوامل بیرونی که موجب افزایش گشتاورهای زوج شود، از مطلوبیت سرمایه‌گذاری خواهد کاست. برای مثال؛ افزایش ریسک (واریانس) یا کشیدگی، اثر منفی بر مطلوبیت سرمایه‌گذاری دارد، زیرا احتمال ارزشهای فوق‌العاده و عدم اطمینان را افزایش می‌دهد. در صورتیکه گشتاورهای فرد (مثبت) حکایت از عدم تقارن و افزایش مطلوبیت دارد. نظریه پردازان اعتقاد دارند که همواره مسئولین و سیاستگذاران نظامهای اقتصادی باید بستری فراهم کنند تا گشتاورهای مرتبه سوم و بالاتر از اهمیت کمتری در تابع مطلوبیت برخوردار شوند و

فقط واریانس و میانگین بر ثروت اثر گذارند.

افزایش هزینه معاملات به شکل افزایش نرخ مالیات می تواند به عنوان یکی از عوامل برونزایی تلقی گردد که در مطلوبیت افراد در شکل گیری سبد سرمایه گذاری اوراق بهادار اثر منفی داشته و باعث کاهش مطلوبیت می گردد. این در حالیست که بررسی بازدهی سهام در بورس تهران و واکنش رفتاری افراد نسبت به آن ویژگی ریسک گریزی سرمایه گذاران را در این بازار تایید می کند.

شکل زیر، توزیع بازدهی سهام در بورس تهران، از ابتدای سال ۱۳۷۶ تا انتهای سال ۱۳۸۱ را نشان می دهد. همانگونه که ملاحظه می شود این توزیع، طبیعی است و دارای چولگی به سمت راست می باشد.^۱

نمودار



از جنبه نظری، بازارهایی که بازدهی سهام آنها دارای چنین شکل توزیعی باشد، بازارهایی هستند که احتمال زیان (ریسک) های کوچک زیاد و احتمال بدست آوردن منافع و سودهای کلان در آن بسیار کم است. به عبارت دیگر، این بازار برای

سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز دارای مطلوبیت بوده و واکنش سرمایه‌گذاران در این بازار در قبال شوک‌های درونی و بیرونی بسیار زیاد است.^۱ بر پایه این معیار می‌توان عنوان نمود که در شرایطی که توزیع بازدهی به صورتی است که احتمال شکست‌های بزرگ را کاهش می‌دهد و گروه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از این بازار استقبال می‌کنند؛ عواملی که ریسک سرمایه‌گذاری و هزینه‌های آن را افزایش دهد و به عنوان متغیرهایی وارد تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاری شود و در نتیجه منجر به کاهش ثبات و دوام مدل گردد؛ هزینه‌ها و ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش داده و مطلوبیت فرد را از سرمایه‌گذاری کاهش می‌بخشد، در نتیجه افراد ریسک‌گریز، نسبت به عوامل بی‌ثبات سریعاً واکنش نشان می‌دهند و از بازار خارج می‌شوند.

۲. ب) تأثیر افزایش نرخ مالیات در بازار سهام ایران

به این ترتیب می‌توان تأثیر مالیات بر اوراق بهادار در بورس تهران را با توجه به ساختار سهامداری، سیاست‌گذاری و ویژگی‌های بازار در حال توسعه در چند مبحث خلاصه نمود:

۱. به نظر می‌رسد که یکی از فوری‌ترین اثراتی که افزایش در نرخ مالیات بر جای می‌گذارد، تغییر در حجم معاملات و کاهش آن باشد. تجربه نشان می‌دهد که در مقایسه با سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، افزایش نرخ مالیات، منجر به افزایش هزینه معاملات و کاهش بازدهی مورد انتظار می‌گردد و به تبع آن، سرمایه‌گذاری و حجم معاملات نیز کاهش خواهد یافت. به این ترتیب، با افزایش ریسک بازار و آماده بودن شرایط برای جهت‌گیری سرمایه‌ها به سمت بازارهای غیر مولد و خصوصاً زیرزمینی که امکان اخذ مالیات از آنها وجود ندارد، شاهد جابجایی منابع سرمایه‌گذاری از سمت مردم به سمت گروه‌هایی خواهیم بود که یا دارای ریسک‌پذیری بیشتری هستند، که می‌تواند ناشی از پشتوانه دولتی آنها باشد و یا دارای اطلاعات خاص و درونی هستند؛

که چنین بازاری با هزینه معاملاتی و ریسک بالا، بازدهی مورد انتظار را تضمین می‌نماید.

۲. همانند بسیاری از بازارهای در حال توسعه که فاقد شیوه‌های صحیح بازارسازی است و سرعت گردش معاملات در آنها پایین می‌باشد، در بورس تهران نیز انتظار چنین خواهد بود که با افزایش هزینه‌های معاملاتی گروه اندکی که اکنون تمایل به انجام معاملات مکرر و مستمر دارند (مانند شرکتهای سرمایه‌گذاری) از تعداد و تکرار معاملات خود بکاهند و در نتیجه، با کاهش حجم معاملات و نقدینگی بازار، قیمت‌ها به سمت قیمت‌های کاذب و غیر شفاف حرکت کنند و از ارزش ذاتی و تعادلی خود نیز فاصله گیرند.

۳. یکی از مهمترین اهداف اقتصادی دولت در ایران کاهش تصدی‌گری دولتی و انتقال قدرت اقتصادی به مردم است. با توجه به کاهش حجم معاملات، خروج سرمایه داخلی و کاهش رغبت سرمایه‌گذاران خارجی روند خصوصی‌سازی کند شده و امکان تحقق درآمد حاصل از واگذاری سهام شرکتهای دولتی با مشکل روبرو خواهد شد. در نتیجه نمی‌توان انتظار داشت که بورس بتواند نقش مهم و کلیدی در ایجاد اقتصادی رقابتی و سالم ایفا نماید.

۴. و بالاخره اینکه با عدم شفافیت قیمت‌ها در بازار و افزایش هزینه‌های معاملاتی ناشی از تغییر رویه‌های قانونی مالیات بر معاملات سهام، ریسک بازار افزایش می‌یابد. حجم معاملات و سرعت نقدینگی که از جمله شاخصهای رشد بازار سهام هستند کاهش جدی یافته و از معیارهای جهانی و همچنین از اهداف برنامه سوم و چهارم - که ایجاد زمینه‌های توسعه بازار سرمایه را مد نظر قرار می‌دهد - دور خواهند شد.

نتیجه‌گیری

این گزارش تأثیر مالیات بر معاملات اوراق بهادار را در بازارهای مالی مورد

بررسی قرار داده‌است. نتایج حاکی از آن بود که در اکثر موارد، مالیات بر معاملات و موارد مشابه آن مانند نظارت‌های سرمایه‌ای، می‌تواند تأثیری منفی بر روی افشای قیمت، نوسان و قابلیت نقدشوندگی داشته‌باشد و همچنین سبب کاهش کارایی بازار گردد. چکیده استدلالاتی که در این گزارش صورت گرفت عبارت است از: اول اینکه؛ در بازارهای مبتنی بر رفتار معامله‌گران^۱، فرایند معاملات منجر به تسهیل نقدینگی، افشا، تعدیل و تثبیت قیمت‌ها خواهد شد. اگر سرمایه‌گذاران نتوانند معاملات دلخواه خود را انجام دهند در آنصورت تقاضای آنها بطور کامل برآورده نشده و منابع به نحو احسن تخصیص نمی‌یابد.

دوم اینکه از طریق قابلیت تغییر چهار مؤلفه می‌توان نوسان قیمت را توضیح داد؛ اطلاعات عام، اطلاعات محرمانه، هزینه معاملات و دیگر اصطکاکات موجود در بازار. در صورت ثابت نگه داشتن سایر شرایط، هزینه‌های معاملاتی بالا منجر به افزایش نوسانات می‌گردد. به عبارت دیگر، ایجاد مالیات بر نقل و انتقال سهام باعث افزایش نوسان قیمت‌های معاملاتی می‌شود.

سوم اینکه، حجم معاملات حاوی اطلاعات بوده و انتقال حجم معاملات که به دلالی مانند کارایی پایین اطلاعاتی ابزارها و بازارها رخ می‌دهد، منجر به کاهش کارایی بازار خواهد شد. نهایتاً اینکه، هزینه بالای معاملات در مواردی که به دلیل اعمال مالیات بوده‌است، با افزایش نوسان قیمت و حجم پایین معاملات رابطه مثبتی داشته‌است.

در مجموع به نظر می‌رسد، ادله محکمی وجود دارد که نشان می‌دهد، مالیات بر نقل و انتقال سهام، بر کشف قیمت تعادلی، نوسانات و نقدینگی بازار، اثر منفی گذاشته و در نهایت منجر به کاهش کارایی بازار و افزایش نوسانات می‌شود و بر این اساس، در اکثر بازارهای توسعه یافته سعی شده‌است تا با کاهش یا حذف آن قدرت رقابتی را افزایش و هزینه‌های معاملاتی و ریسک بازار را کاهش دهند. بدین ترتیب، به

نظر نمی‌رسد که اتخاذ سیاستهای افزایش نرخ مالیات بر معاملات در بازار سهام ایران - به عنوان بازاری نوپا و در حال توسعه - اثرات مطلوب یک سیاستگذاری اصولی و مناسب را به همراه داشته باشد. لیکن بنا به ادله فوق، ساختار فعلی هزینه‌های معاملاتی و مالیات بر فروش سهام می‌تواند مورد بازنگری جدی و بنیادین قرار گیرد.

کتابنامه:

1. Karl Habermeier and Andrei Kirilenko, "Securities Transaction Taxes and Financial Markets". *IMF Working Paper*. (May 2001).
2. Bodie, Kane & Marcus. "Investment". Mc Graw Hill. (1999).
3. World Federation of Exchanges. <http://www.world-exchanges.org>
4. Huimin Chung. *Transaction Tax and Trading Activity of Index of Future's Market: Evidence from Taiwan*. Chang Gung University. Taoyuan, Taiwan.
5. http://www.ksda.or.kr/english/upload/2002_ch10
6. New York City Independent Budget Office. IBO. "A Reviving the New York Stock, Transfer Tax: Revenues and Risks". *Background Paper*. (November 2003).
7. سالنامه آماری بورس تهران.
8. نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
9. «تحلیل آثار افزایش نرخ مالیات بر معاملات سهام». مؤسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران. دی ۱۳۸۲.
10. بانک اطلاعاتی مؤسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران.

ضمیمه (۱)

الف) یک مثال ساده

به عنوان مثال دو دوره را در نظر می‌گیریم. سه نوع دارایی در بازار وجود دارد: سهام^۱، اوراق قرضه^۲ و برگ اختیار خرید^۳. قیمت اولیه سهم S_0 برابر ۲۰ است. پس از سه ماه قیمت سهم مورد نظر به S_1 بر حسب U یا $d=18$ بر حسب D رسیده است. احتمال P هر یک از دو حالت بالا 0.5 می‌باشد. بابت سهم مذکور هیچ سودی تقسیم نشده است. قیمت توافقی برای برگ اختیار خرید اروپایی - که سه ماه تا تاریخ انقضای آن مانده باشد - به میزان ۲۱ واحد بوده و نرخ بازده سالانه اوراق قرضه بدون ریسک (r) ۱۲ درصد می‌باشد.

با ارزیابی بیطرفانه ریسک، ابتدا ارزش برگ اختیار معامله را بدون در نظر گرفتن مالیات محاسبه می‌نماییم. زمانی که قیمت سهم برابر ۲۲ باشد، برگ اختیار معامله امکان خرید سهم را در قیمت ۲۱ و فروش آن را در قیمت ۲۲ فراهم می‌سازد. بنابراین ارزش برگ اختیار معامله ۱ می‌باشد. همچنین زمانی که قیمت سهم ۱۸ می‌باشد، برگ اختیار معامله بدون هیچ ارزشی منقضی می‌شود. اگر δ را تعداد سهمی در نظر بگیریم که پرتفوی دارای بیشترین میزان از آن باشد، در آن صورت:

$$22\delta - (22 \cdot 21) = 18\delta \quad (1)$$

جواب این مسئله $\delta = 0.25$ است. ارزش سه ماهه این پرتفوی $18\delta = 18 \times 0.25 = 4.5$ می‌باشد. بنابراین برای انجام یک سرمایه‌گذاری بدون ریسک با نرخ بازده یکسان، نرخ ریسک به مقدار زیر خواهد بود:

$$4.5 \exp^{-0.12 \times \frac{3}{12}} = 4.37 \quad (2)$$

در صورت عدم آربیتراژ، ارزش برگ اختیار خرید در زمان صفر، C_0 ، باید به میزانی باشد که پرتفوی

1. Stock
2. Bond
3. Call Option

با اوراق قرضه دارای ارزش فعلی یکسانی باشند.

$$4/37 = \delta S.C = 0.35 \times 20 - C \quad (3)$$

که جواب این معادله $C = 0.63$ خواهد شد.

بنابراین، پرتفوی به میزان $\frac{1}{\delta} = 4$ برگ اختیار سهام بوده و $B = \frac{1}{\delta} 4/37 = 17/47$ که در اوراق قرضه سرمایه گذاری شده است. می تواند دقیقاً بازدهی سهام را به ما بدهد.

$$\frac{1}{\delta} \times C + B = 20 \quad (4)$$

ارزش پرتفوی برحسب U برابر است با $22 = \frac{1}{12} \times \frac{1}{12} \times \exp^{0.12 \times 1} + 17/47$. همچنین این مقدار بر حسب D به میزان ۱۸ می باشد.

ب) یک مدل ساده از مالیات بر معاملات

حال فرض کنید که مالیات بر معاملات، برای تمام معاملات سهام در دوره اول با ۱ درصد آغاز شده است. مجدداً زمانی که قیمت برابر ۲۲ می باشد، برگ اختیار معامله امکان خرید سهم را در قیمت ۲۱ و فروش آن را در قیمت ۲۲ فراهم می سازد. اما با این تفاوت که در اینجا معاملات چرخشی^۱ با توجه به مالیات بر معاملات صورت می گیرد، دارندگان برگ اختیار معامله باید برای خرید سهام بجای ۲۱ واحد، مقدار $21/21 = 21 \times (1+t)$ را بپردازند. بعلاوه، عایدات ناشی از فروش سهم در عوض ۲۲ واحد به میزان $21/18 = 21 \times (1+t)$ است. بر همین اساس، ارزش نهایی برگ اختیار معامله سه ماهه بر حسب U ۰.۱۵۷ و بر حسب D صفر می باشد.

با توجه به احتساب مالیات اگر در یک پرتفوی n بیانگر مقدار یک سهم از پرتفوی باشد در آن صورت:

1. Round-Trip

خاطر نشان می سازیم که معاملات چرخشی با آنچه که در ایران از آن تعبیر می شود، تفاوت دارد و به معاملاتی گفته می شود که در یک دوره کوتاه سهام، خرید و فروش شود؛ مثلاً برای مدت یک روز.

$$21/78\delta - (21/78 - 21/21) = 17/82\delta \quad (5)$$

ارزش δ برابر است با $0/144$ و ارزش پرتفوی در این سه ماه به میزان $17/82\delta = 2/57$ می باشد. ارزش فعلی این مقدار برابر با $2/49$ است. در صورت عدم وجود آریتراز، ارزش فعلی برگ اختیار خرید برابر با $0/39$ است.

$$2/49 = \delta S_0 - C \quad (6)$$

بنابراین، پرتفوی به میزان $\frac{1}{S_0} = 6/94$ برگ اختیار خرید بوده و $B_0 = \frac{1}{S_0} = 6/94$ که در اوراق قرضه سرمایه گذاری شده است، می تواند بعد از کسر مالیات دقیقاً بازدهی سهام را به ما بدهد. مبلغ اولیه این پرتفوی به مقدار 20 می باشد.

به دنبال شروع مالیات، تقاضا برای برگ اختیار خرید از 4 به $6/94$ افزایش یافته و تقاضا برای اوراق قرضه از $17/74$ به $17/28$ کاهش پیدا خواهد کرد.

حال فرض کنید که بابت برگ اختیار معامله، 1 درصد روی معاملات مالیات گرفته شود. بنابراین ارزش برگ اختیار معامله بعد از مالیات به میزان $0/56 = 0/57(1-t)$ بر حسب U و به میزان صفر بر حسب D می باشد. با استفاده از همین الگوریتم، ارزش C ، δ و B_0 به ترتیب $0/142$ ، $0/386$ و $17/292$ است. تقاضا برای برگ اختیار خرید افزایش یافته و همچنین برای بقیه دارائیهها و اوراق قرضه مالیات بر آنها اعمال نمی شود، تقاضا افزایش می یابد.

اگر بخواهیم تأثیر این یک درصد مالیات را بر اوراق قرضه بسنجیم به این صورت خواهد بود که با اعمال مالیات، در عوض پرداخت 12 درصد نرخ جاری بهره در سال، اوراق قرضه مذکور 99 درصد این مقدار را بدست خواهد آورد. با استفاده از الگوریتم ارزیابی بدون ریسک، ما به این نتیجه می رسیم که تقاضا برای اوراق قرضه و برگ اختیار معامله افزایش خواهد یافت؛ زیرا برای بازگرداندن سهام اینگونه ابزار بیشتر مورد نیاز است.

بنابراین توجه داشته باشید که حتی در این مثال ساده، بدون توجه به پرتفویهای دیگر که دقیقاً دارای بازده یکسان هستند، طراحی و اعمال مالیات بر یک پرتفوی از دارائیه امری بسیار مشکل می باشد.

(مثلاً سهام در مقابل اوراق قرضه یا برگ اختیار خرید) اثر یک نرخ واحد مالیاتی، بر روی بازده، خنثی^۱ نخواهد بود برای آنکه این اثر بصورت خنثی عمل کند، باید نرخ مالیاتی به اندازدای باشد که میزان تغییر در ارزش تشکیل مجدد پرتفوی دقیقاً با تغییر در قیمت دارائیهای مربوطه یکسان باشد. به عبارت دیگر، نرخ مالیات باید به «دلتای» تشکیل مجدد پرتفوی بستگی داشته باشد. در عمل با تغییر «دلتا» به دلیل افشای اطلاعات بیشتر در مورد یک فرایند اتفاقی، مالیات بر بازده خنثی، تعدیل می شود.

ضمیمه (۲)

حجم معاملات و بازدهی سهام طی دوره شش سال ۱۳۷۶-۸۱

نام شرکت	تعداد سهام فلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ساله	میانگین بازدهی سالانه
Daroo Abidi	۳۳.۶	۳.۳۰	۲۵۷.۶۹	۳۵۰۰.۰۰	۳۵۷.۶۹	۸۶.۰
Siman Tehran	۱۸۸.۸	۶۱.۶۳	۳۳۵.۰۵	۲۶۵.۲۴	۲۹۵.۳۰	۷۷.۱۰
Sanati Daryae Iran	۵۰۰.۰	۴۶.۰۰	۱۱۷.۳۱	۲۸۵.۶۱	۲۸۲.۸۲	۷۲.۰۸
Siman Sooflan	۵۰.۰	۱۳.۲۷	۲۳۷.۵۴	۲۶۱۳.۰۵	۲۸۶.۰۰	۷۵.۸۹
Kashi Pars	۵۵.۵	۱.۸۵	۱۸۸.۹۰	۲۴۳۹.۳۳	۲۸۳۸.۱۴	۷۵.۶۶
Siman Sepahan	۲۰۰.۰	۵۳.۵۱	۱۳۳.۳۵	۱۲۴۹.۳۵	۲۸۰.۲.۳۸	۷۵.۳۱
Siman Khazar	۴۰.۰	۱۰.۳۸	۱۶۴.۷۵	۱۹۵۴.۳۳	۲۱۱۷.۱۸	۶۷.۶۱
Siman Shomal	۳۰.۶	۸.۷۳	۲۸۳.۳۲	۱۶۰.۸.۱۱	۱۸۹۱.۵۲	۶۴.۶۶
Saipa Dizel	۳۰۰.۰	۲۴.۰۸	۳۳۲.۹۰	۱۲۴۵.۵۷	۱۵۵۸.۶۸	۶۴.۱۸
Siman Far Khozestan	۷۰۰.۰	۲۲۲.۰۷	۲۵۳.۸۴	۱۵۸۸.۳۸	۱۸۴۲.۲۲	۶۳.۹۵
Siman Mazandaran	۳۰.۴	۴.۵۱	۲۲۷.۱۶	۱۵۲۷.۹۱	۱۷۵۵.۰۷	۶۲.۷۰
Daroo Kosar	۶۸.۰	۵.۷۰	۳۱۰.۰۶	۱۴۰.۲۹	۱۷۰.۰.۳۳	۶۱.۸۹
Siman Ghaen	۲۰.۶	۴.۰۲	۲۰۹.۰۹	۱۶۶۸.۳۱	۱۶۷۷.۳۰	۶۱.۵۵
Alborz Daroo	۸.۰	۳.۹۰	۲۳۴.۲۰	۱۲۶۶.۶۷	۱۶۰۹.۸۸	۶۰.۵۱
Daroo Farabi	۷۵.۰	۲۷.۳۸	۲۳۹.۴۶	۱۶۲۲.۹۸	۱۶۰۲.۳۳	۶۰.۳۹
Tehran Daroo	۳۰.۰	۳.۲۱	۱۸۹.۰۸	۱۳۶۵.۹۲	۱۵۵۵.۰۰	۵۹.۶۶
Sina Daroo	۱۳.۰	۷.۴۵	۲۸۵.۲۴	۱۲۰۲.۵۷	۱۶۸۷.۸۲	۵۸.۵۴
Ghand Isfahan	۱۲.۰	۴.۵۸	۴۷۸.۳۸	۱۰۰۰.۹۰	۱۴۸۵.۳۷	۵۸.۵۰
Naft Behran	۴۵.۰	۱۵.۸۱	۲۶۶.۷۱	۱۱۷۵.۳۸	۱۴۴۲.۱۰	۵۷.۷۷
Sar Sanayeh Shimiyaee	۲۵۷.۲	۱۳.۳۳	۱۵۵.۳۶	۱۴۶۲.۲۲	۱۴۱۹.۵۸	۵۷.۳۸
Siman Kerman	۳۶.۷	۱۳.۳۳	۱۹۸.۰۳	۱۱۹۷.۹۶	۱۳۹۵.۹۸	۵۶.۹۷
Sar Sanat Madan	۸۰۰.۰	۳۵۴.۹۵	۴۱۹.۱۲	۴۹۸.۳۳	۱۳۸۷.۷۵	۵۶.۳۳
Rikhtegari Teractor sazi	۶۰.۰	۱.۹۱	۶۷.۸۹	۱۲۰۷.۵۱	۱۲۷۵.۰۰	۵۴.۷۹
Karbon Iran	۵۰.۰	۶۶.۳۸	۳۹۸.۸۰	۸۶۴.۰۴	۱۲۴۴.۸۲	۵۳.۱۷
Aloomtak	۲۵.۰	۰.۷۰	۲۸۸.۵۲	۹۲۳.۳۳	۱۲۱۲.۱۴	۵۳.۵۵
Siman Gharb	۵۵.۰	۹.۸۴	۱۶۸.۵۵	۱۰۶۱.۸۷	۱۲۱۰.۸۲	۵۳.۵۵
Siman Shargh	۱۲.۰	۹۵.۰۲	۳۳.۱۵	۱۱۴۵.۷۷	۱۱۷۹.۹۲	۵۲.۹۴
Parş Daroo	۷۰.۰	۱۳.۸۳	۲۴۴.۳۳	۹۳۱.۶۱	۱۱۷۵.۹۳	۵۲.۸۶
Daroo Loghman	۲۵.۲	۷.۸۳	۲۶۵.۳۷	۸۶۸.۶۵	۱۱۳۳.۹۲	۵۲.۰۱
Siman Oromieh	۱۲.۹	۹.۰۰	۱۶۴.۵۸	۹۱۶.۲۰	۱۰۸۰.۷۸	۵۰.۹۰
Magareh Sazi Iran	۲۵.۰	۶.۸۹	۳۵۹.۶۱	۷۰۳.۵۸	۱۰۳۳.۱۸	۵۰.۵۲
Iran Teranfoo	۲۰۰.۰	۷.۹۰	۲۴۵.۱۶	۷۷۰.۰۰	۱۰۱۵.۵۶	۴۹.۳۸
VarzIran	۲۰.۰	۵.۶۵	۲۳۵.۵۲	۷۴۱.۱۱	۹۷۶.۰۰	۴۸.۶۰
Daroopaksh	۲۰۰.۰	۶۴.۶۶	۱۵۹.۵۹	۸۱۳.۱۳	۹۷۲.۷۲	۴۸.۵۱
Offset	۲۰.۰	۵.۷۹	۱۹۶.۷۷	۷۶۹.۲۱	۹۶۵.۹۷	۴۸.۶۵
Petro Shimi Khark	۱۰۰۰.۰	۳۷۹.۶۹	۲۱۰.۱۳	۷۱۲.۶۹	۹۲۲.۸۱	۳۷.۳۳
Daroo Aboryhan	۱۵.۰	۴.۳۰	۲۱۸.۳۳	۶۱۰.۲۱	۹۰۸.۴۴	۳۶.۹۹
Chini Iran	۸۴.۳	۱۹.۰۰	۲۱۸.۲۰	۵۸۹.۰۶	۸۰۷.۲۵	۳۶.۴۲
Ghand Ghazvin	۸.۱	۲.۶۱	۲۸۵.۰۰	۴۸۹.۲۹	۷۷۴.۲۹	۳۳.۵۳
Razak	۲۰.۵	۱۰.۱۴	۲۱۱.۵۹	۵۵۴.۹۲	۷۶۶.۵۲	۳۳.۳۲
Ghand Neishaboor	۱۲.۰	۲.۶۶	۳۹۵.۱۲	۳۳۳.۱۷	۷۵۸.۳۹	۳۳.۰۹

نام شرکت	تعداد سهام کلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
Lastic Sahand	۳۵۰	۱۶۳۴	۲۰۷۵۲	۴۸۶۶۵	۶۹۳۹۶	۴۱۰۲۴
Daroo Damloran	۸۹	۰۶۱	۳۵۶۰۷۵	۳۲۱۰۷۶	۶۷۸۵۰	۴۰۰۷۸
Mehvar Sazan Iran Khodroo	۱۰۰۰	۵۲۶۷	۲۴۸۰۴۰	۴۱۶۰۴۱	۶۶۶۸۱	۴۰۰۳۷
Kashi Isfahan	۵۰۰	۱۷۰۷	۱۷۷۶۵	۳۵۱۵۳	۶۲۹۰۱۸	۳۹۰۲۵
Naft Pars	۵۰۰	۲۶۰۹	۱۵۶۰۹۲	۲۶۶۸۱	۶۲۳۰۷۵	۳۹۰۰۸
Kashi Hafez	۳۰۰	۱۹۶۱	۱۵۱۰۹۰	۳۷۰۱۳	۶۲۲۰۱۲	۳۹۰۰۳
Dodeh Sanati Pars	۳۰۰	۱۷۰۷۵	۱۵۴۰۸۵	۲۶۶۶۲	۶۲۱۰۳۶	۳۹۰۰۱
Aluminium Iran	۱۶۵۰	۱۶۶۰۰	۱۰۰۹۲	۵۹۲۰۲	۶۰۳۰۸۳	۳۸۰۳۲
Zamyad	۱۵۰۰	۲۸۰۲۶	۲۶۹۰۶۶	۳۲۱۰۳۵	۵۹۱۰۰۱	۳۸۰۰۱
Ghand Shirvan Ghochan	۱۳۰۹	۲۰۳۱	۲۰۰۸۰۲۱	۳۷۹۰۳۸	۵۸۷۰۷۲	۳۷۰۹۰
Kashi Nilo	۳۰۰	۱۰۰۳۷	۱۹۷۰۲۴	۳۸۸۰۱۷	۵۸۵۰۴۱	۳۷۰۸۲
Petro Shimi Farabi	۲۰۰	۲۳۰۵۴	۲۳۶۰۶۸	۲۲۹۰۱۴	۵۵۵۰۸۲	۳۶۰۸۱
Lent Tormoz	۱۲۰	۴۰۹۷	۲۴۰۰۰	۲۱۲۰۳۳	۵۵۲۰۳۳	۳۶۰۷۳
Leabiran	۱۶۸	۶۰۱۵	۲۸۷۰۳۱	۲۶۴۰۲۲	۵۵۰۰۷۳	۳۶۰۶۶
Navard Aluminium	۳۵۰	۱۰۹۴	۳۳۲۰۷۱	۲۹۹۰۹۵	۵۳۲۰۶۷	۳۶۰۰۰
Lastic Dena	۲۰۰۰	۹۳۰۲۶	۳۳۱۰۹۲	۲۰۲۰۱۰	۵۲۲۰۰۱	۳۵۰۶۹
Ghand Torbat Jam	۱۵۰	۲۰۳۰	۲۴۸۰۰	۲۶۷۰۷۴	۵۱۶۰۵۶	۳۵۰۶۱
Daroo Amin	۲۲۰۵	۵۰۱۱	۱۵۳۰۰۴	۳۶۱۰۹۹	۵۱۴۰۹۳	۳۵۰۳۵
Daroo Oxir	۷۵۰	۲۱۰۳۳	۵۹۰۸۸	۳۵۲۰۹۸	۵۱۲۰۸۶	۳۵۰۳۸
Madani Amlah Eran	۲۴۰	۳۰۹۹	۲۴۴۰۵۳	۲۸۳۰۳۳	۵۱۰۰۸۶	۳۵۰۲۰
Italoran	۶۰۰	۱۰۹۱	۳۲۴۰۱۸	۱۸۴۰۲۴	۵۰۶۰۳۱	۳۵۰۰۴
Rikhtegari Iran	۱۰۰	۱۰۰۸۲	۳۴۸۰۹۲	۳۵۸۰۰	۵۰۳۰۷۲	۳۴۰۹۴
Faravardeh Tazrigi Iran	۹۰۰	۰۰۳۴	۹۷۰۰۶	۳۹۹۰۷۶	۴۹۹۰۸۲	۳۴۰۶۸
Ahangari Teraktor Sazi Ir	۳۰۰	۱۸۰۲۷	۲۱۹۰۳۳	۲۶۵۰۲۷	۴۸۴۰۶۰	۳۴۰۲۲
Sanati Sadid	۱۰۰۰	۲۰۱۶	۸۵۰۷۰	۳۹۶۰۳۸	۴۸۰۰۷	۳۳۰۰۴
Fanar Sazi Khavar	۳۰۰	۲۷۰۴۱	۳۳۹۰۳۸	۱۱۶۰۹۹	۴۶۶۰۲۶	۳۳۰۵۱
Mahram	۳۵۰	۲۲۰۲۷	۱۴۳۰۱۴	۳۲۲۰۵۳	۴۶۵۰۶۷	۳۳۰۳۸
Kashi Alvand	۵۰۰	۱۰۰۵۱	۱۵۱۰۲۷	۲۹۲۰۸۰	۴۶۴۰۰۷	۳۲۰۶۲
Nasoz Iran	۳۳۰	۶۰۵۷	۲۵۸۰۱۷	۱۸۵۰۶۹	۴۴۲۰۸۷	۳۲۰۶۱
Shisheh Gazvin	۴۰۰	۴۰۱۱	۲۰۳۰۳۷	۲۰۰۲۶	۴۱۲۰۷۳	۳۱۰۳۲
Sar Ghadir	۲۲۵۰۰	۹۶۵۰۹۹	۸۶۰۹۵	۲۹۵۰۰۵	۴۸۲۰۰۳	۲۹۰۹۵
Kashi Sina	۳۰۰	۱۱۰۶۹	۹۸۰۱۵	۲۶۹۰۱۳	۴۶۹۰۲۸	۲۹۰۶۰
Ghand Piranshahr	۱۳۸	۶۰۳۲	۱۹۰۰۹۷	۱۵۹۰۶۹	۳۵۰۰۶۵	۲۸۰۵۲
Daroo Osveh	۱۸۰	۸۰۴۱	۱۴۰۰۸۲	۳۹۷۰۵۴	۴۳۸۰۳۵	۲۷۰۹۳
Mashin Sazi Arak	۲۴۰۰	۴۸۰۷۶	۳۶۰۳۴	۲۹۴۰۵۱	۴۳۰۰۸۵	۲۷۰۵۶
Azarab	۱۰۰۰	۲۱۰۸۷	۵۸۰۰۷	۲۵۸۰۵۳	۴۱۶۰۶۰	۲۶۰۸۵
Lastic Kerman	۲۲۷۰۵	۱۲۰۵۰	۱۴۰۰۷۱	۱۷۰۰۹۵	۴۱۱۰۶۷	۲۶۰۶۰
Kashi Sadi	۵۱۰	۶۰۱۸	۱۰۳۰۳۸	۲۰۷۰۲۳	۴۱۰۰۷۱	۲۶۰۵۵
Pomp Sazi Iran	۴۰۰	۸۶۲	۱۶۱۰۰۹	۱۴۳۰۱۹	۴۰۳۰۲۷	۲۶۰۱۶
Taamin Maseh	۱۰۰۵	۱۲۰۸۴	۱۱۰۰۱۱	۱۹۲۰۵۹	۴۰۲۰۲۰	۲۶۰۱۳
Sar Meli Iran	۸۵۰۰	۲۵۶۰۸۷	۱۰۶۰۱۹	۱۹۰۰۰۱	۴۱۶۰۱۸	۲۵۰۷۹
Sar Sanayeh Petroshimi	۷۰۰۰	۲۲۲۰۰۲	۲۰۰۹۹۷	۸۵۰۰۱	۴۱۵۰۶۵	۲۵۰۷۵

نام شرکت	تعداد سهام فیزی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده		بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
		تعداد	مبلغ				
Ghand Hegmatan	۱۵۰	۱۶۹	۱۶۵۳۰	۱۶۸۹۷	۲۹۶۱۷	۲۵۶۹	
Sherkat Shekar	۲۸۰	۳۰۹	۲۵۹۳۳	۲۲۴۰	۲۹۱۷۳	۲۵۶۵	
Saipa	۱۴۰۰۰	۱۹۴۵۵	۹۹۳۳	۱۸۸۳۶	۲۸۷۸۹	۲۵۶۵	
Tizroo	۱۳۳	-۷۰	۱۶۴۷۴	۱۱۴۶۲	۲۷۹۳۶	۲۴۸۸	
Pastorizeh Pak	۸۸۸	۲۴۵۷	۱۲۹۷۷	۱۴۸۳۷	۲۷۸۱۵	۲۴۸۲	
Loleh Va Machin Sazi	۵۴۰	-۰۰۶	۱۶۸۵۸	۱۰۰۰۰	۲۶۸۵۷	۲۴۲۹	
Sar Pars Tosheh	۷۹۲	۶۹۷	۱۶۰۰۳	۱۰۶۰۴	۲۶۶۰۷	۲۴۱۰	
Pelastiran	۲۴۰	۲۵۱	۱۱۲۹۷	۱۵۲۳۶	۲۶۵۳۳	۲۴۱۰	
Ghatateh Otomobil Iran	۳۰۰	۱۲۰۰	۷۱۰۹	۱۲۱۲۴	۲۶۲۳۵	۲۳۹۳	
Kabl Sazi Iran	۲۵۲	۲۰۲۱	۵۹۳۵	۲۰۱۸۷	۲۶۱۲۱	۲۳۸۷	
Karton Alborz	۳۰۰	۲۰۷۸	۲۲۹۴۳	۲۸۴۰	۲۵۷۸۳	۲۳۶۷	
Daroo Gaberebne Hayan	۳۶۰	۱۷۵۱	۱۳۵۳۸	۱۲۰۵۴	۲۵۵۹۱	۲۳۵۶	
Ghand Shirin Khorasan	۵۰۰	۹۵۶	۱۳۰۰۷	۹۰۷۱	۲۵۳۰۸	۲۳۴۴	
Pars khodroo	۵۴۶۰	۹۲۸۰	-۰۰۰	۲۵۳۰۷	۲۵۳۰۷	۲۳۴۰	
Karbrator Iran	۱۰۰۰	۳۳۷	۱۹۹۹۸	۵۱۰۷۴	۲۵۱۰۷	۲۳۳۲	
Toli Daroo	۲۹۴	۳۸۲	۹۱۰۹	۱۵۶۶۵	۲۴۷۸۳	۲۳۰۹	
Charkheshqar	۳۰۰	۲۹۲۰	۲۸۹۸	۲۱۸۰۶	۲۴۷۱۵	۲۳۰۵	
Pakvash	۳۰۰	۲۱۹۶	۹۷۶۷	۱۴۵۰۰	۲۴۲۶۶	۲۲۰۸	
Ghand Naghsh Jahan	۱۰۰۰	۱۹۹	۱۲۷۳۸	۱۱۱۰۰	۲۴۸۳۸	۲۲۵۳	
Grohe Bahman	۸۰۰۰	۱۲۷۲۴	۱۲۲۸۲	۱۱۰۰۲	۲۳۲۸۶	۲۲۱۹	
Kabl Alborz	۲۵۰	۲۳۲۱	۱۳۴۳۳	۹۲۳۵	۲۳۶۷۷	۲۱۸۲	
Petro Shimi Arak	۶۰۰۰	۲۵۸۵۲	۱۳۳۳۸	۸۲۳۰	۲۳۵۷۸	۲۱۷۶	
Pars Minoo	۷۰۰	۲۱۳۴	۱۷۳۶۴	۶۶۵۰	۲۲۰۱۴	۲۱۶۰	
Ghand Marvdasht	۱۵۷	۱۶۷	۵۹۵۵	۱۵۷۸۰	۲۱۷۳۳	۲۱۲۲	
Sar Bank Meli	۱۶۱۰۰	۴۰۸۷۶	۱۰۹۷۶	۱۰۵۳۷	۲۱۵۲۳	۲۱۰۹	
Sar Sakhteman	۱۴۳۰	۲۴۰۵۴	۱۱۶۸۶	۹۲۲۹	۲۰۹۱۳	۲۰۷۰	
Shirin Daroo	۴۰۰	۱۸۰	۱۵۰۵۴	۵۸۳۰	۲۰۸۸۳	۲۰۶۸	
Abgineh	۳۰۰	۲۱۶۱	۱۷۹۳۸	۱۹۸۸	۱۹۹۳۶	۲۰۰۵	
Kagaz Kaveh	۱۱۰	۱۶۸۶	۱۸۶۷۶	۱۱۰۹۶	۱۹۶۷۲	۱۹۸۷	
Booran	۶۶۰	۴۶۹	۱۷۲۳۰	۲۳۰۰	۱۹۵۰۱	۱۹۸۳	
Sar Rena	۷۰۰۰	۹۸۶۲	۱۳۳۵۵	۳۱۵۰	۱۹۵۰۵	۱۹۷۶	
Petro Shimi Abadan	۴۰۰	۲۴۰۷	۱۳۴۷۹	۵۷۲۹	۱۹۲۰۸	۱۹۵۶	
Kalsimin	۹۷۵	۳۴۳۷	۲۲۵۰۳	-۳۳۲۲	۱۹۱۰۲	۱۹۵۳	
Iran Khodroo	۳۰۰۰۰	۷۰۰۸۵	۱۲۲۵۱	۶۷۸۱	۱۹۰۳۳	۱۹۴۴	
Sar Sepah	۶۰۰۰	۲۰۲۰۸	۱۱۸۳۸	۶۷۹۳	۱۸۶۳۵	۱۹۰۷	
Niroy Moharekeh	۱۷۰۰	۱۰۹۰۰	۱۳۸۳۳	۳۷۹۷	۱۸۵۰۰	۱۹۰۳	
Fibre Iran	۱۳۰	۵۸۱	۱۳۹۵۳	۶۶۰۳	۱۸۵۵۷	۱۹۰۱	
Komak Fanar Indamin	۱۳۰	-۶۹	۶۶۲۲	۱۲۱۲۹	۱۸۵۴۹	۱۹۰۱	
Petro Shimi Esfahan	۴۰۰	۳۴۸۳	۱۲۴۷۱	۵۸۸۷	۱۸۳۵۸	۱۸۹۷	
Kaf	۱۱۵۰	۳۲۰۵	۱۴۷۸۷	۳۲۰۲	۱۸۱۶۱	۱۸۸۳	
Behpak	۸۰۰	۵۶۷	۱۷۹۹۷	-۲۷۳	۱۷۵۲۵	۱۸۳۸	
Pars Seram	۷۲	۳۵۶	۱۵۱۲۵	۲۳۰۰	۱۷۶۶۴	۱۸۳۴	
Lavazem Khanegi Pars	۱۵۰۰	۶۵۰۸	۱۴۹۸۵	۲۲۲۲	۱۷۲۰۷	۱۸۱۵	
Kimidaroo	۳۵۰	۱۱۰۲۵	۱۰۳۰۹	۶۵۳۳	۱۶۸۵۲	۱۷۰۰	

نام شرکت	تعداد سهام فعلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
Tolidi Bahman	۵۰۰۰	۰٫۳۵	۷۲٫۳۸	۹۵٫۳۱	۱۶۷٫۶۹	۱۷٫۸۳
Iran Merinoos	۳۰۰۰	۹٫۹۶	۱۰۳٫۸۶	۶۲٫۴۶	۱۶۶٫۳۲	۱۷٫۳۳
Bolboring Iran	۲۸۰۰	۴۰٫۸	۷۳٫۸۵	۹۰٫۴۶	۱۶۴٫۳۱	۱۷٫۵۹
Ghand Khoi (Shahd)	۶۰۰	۱٫۲۴	۹۴٫۲۰	۶۸٫۱۷	۱۶۲٫۳۷	۱۷٫۴۴
Meli Shimi Keshavarz	۳۰۰۰	۰٫۵۸	۱۱۵٫۰۰	۴۶٫۳۳	۱۶۱٫۳۳	۱۷٫۳۶
Pashmbafi Toos	۱۴۰۰	۳٫۸۴	۱۲۳٫۹۱	۳۷٫۱۷	۱۶۱٫۱۰	۱۷٫۳۵
Lamiran	۱۳۰۰	۷٫۲۷	۱۷۸٫۵۳	-۲۱٫۱۸	۱۵۷٫۳۵	۱۷۰۰۶
Sar Sanat Bimeh	۲۴۰۰	۱۷٫۵۲	۸۱٫۴۶	۷۳٫۳۷	۱۵۴٫۲۹	۱۶٫۸۷
Lifterac Sazi Sahand	۱۰۰۰	۳٫۵۷	۱۲۲٫۸۹	۲۹٫۹۵	۱۵۲٫۸۵	۱۶٫۷۲
Pashm Shisheh Iran	۳۱٫۲	۱۲٫۲۷	۱۱۲٫۹۷	۴۶٫۵۸	۱۴۹٫۵۵	۱۶٫۶۶
Noosh Mazenderan	۲۶۰۰	۱٫۹۸	۸۵٫۲۷	۶۳٫۵۵	۱۴۸٫۸۱	۱۶٫۴۱
Motogen	۵۶٫۷	۲۳۰۰	۱۳۸٫۹۸	۲٫۴۳	۱۴۱٫۴۱	۱۵٫۸۲
Pars Khazar	۵۰٫۴	۳۰۰۱	۱۲۹٫۱۷	۱۱٫۴۸	۱۴۰٫۶۴	۱۵٫۷۶
Absal	۸۴۰۰	۴۶٫۷۰	۱۱۱٫۴۹	۳۸٫۹۱	۱۴۰٫۴۲	۱۵٫۷۴
Arna	۸۰۰۰	۲۰٫۳۶	۱۱۷٫۲۳	۲۳٫۱۹	۱۴۰٫۴۲	۱۵٫۷۳
Sar Melat	۵۰۰۰	۳۲۵٫۴۹	۱۰۰۶٫۹۱	۳۲٫۱۲	۱۳۹٫۰۲	۱۵٫۶۳
Aluminium Pars	۲۹۰۰	۱۹٫۸۸	۱۲۴٫۳۸	۱۴٫۵۳	۱۳۸٫۹۰	۱۵٫۶۲
Sasan	۸۴۰۰	۱۷٫۶۵	۱۱۷٫۲۳	۲۱٫۲۴	۱۳۸٫۲۷	۱۵٫۵۹
Groh Sanati Sepahan	۶۰۰۰	۲٫۳۴	۸٫۷۵	۱۳۷٫۸۶	۱۳۶٫۶۱	۱۵٫۴۴
Sepanta	۵۴٫۲	۶٫۵۲	۱۷۹٫۳۸	-۴۳٫۵۱	۱۳۵٫۸۷	۱۵٫۳۸
Shahd Iran	۷۲۰۰	۵۶٫۸۵	۹۹٫۵۹	۳۳٫۹۰	۱۳۳٫۴۹	۱۵٫۱۸
Jam Daroo	۱۰۰۰	۷٫۹۶	۱۶۶٫۰۰	-۱۶٫۶۹	۱۳۹٫۳۱	۱۴٫۸۳
Basteh Bandi Iran	۴۵٫۲	۱۸۰۰۹	۱۸۶٫۵۶	-۵۷٫۹۹	۱۳۸٫۵۷	۱۴٫۷۷
Ghand Sabet Khorasan	۳۹٫۵	۱۰٫۸۴	۱۱۶٫۷۷	۵٫۹۲	۱۲۲٫۶۹	۱۴٫۲۷
Shimiyaeh Sina	۱۸٫۹	۴٫۹۱	۸۹٫۲۹	۳۰٫۳۵	۱۲۰٫۱۴	۱۴۰۰۶
Margarin	۱۲۰۰	۶۲٫۳۳	۱۳۱٫۷۳	-۱۲۰٫۲	۱۱۹٫۷۱	۱۴۰۰۲
Iran Khodroo Dizel	۶۶۸۰	۱۳۵٫۷۰	۱۱۹٫۷۸	-۰٫۲۱	۱۱۹٫۵۵	۱۴۰۰۰
Sarma Afarin	۵۰۰۰	۲۹٫۱۱	۱۲۴٫۳۱	-۱۹٫۱۲	۱۱۵٫۲۰	۱۴٫۶۲
Karton Pars	۶۰۰	۲٫۳۲	۱۵۷٫۹۶	-۴۳٫۸۸	۱۱۴٫۰۷	۱۴٫۳۳
Behnoosh	۳۱٫۶	۲٫۷۶	۲۲٫۳۱	۸۹٫۶۲	۱۱۱٫۹۲	۱۴٫۲۳
Toseh Sanayeh Behshahr	۶۶۰٫۲	۳۷۷٫۶۷	۱۱۳٫۶۱	-۲٫۸۵	۱۱۰٫۷۶	۱۴٫۲۳
Iran va Gharb	۹۰۰	۲٫۵۱	۹۹٫۹۸	۹٫۴۸	۱۰۹٫۴۷	۱۴٫۱۲
Rangin	۸٫۶	۳٫۸۳	۶۶٫۹۹	۴۳٫۱۱	۱۰۸٫۱۰	۱۴٫۹۹
Basteh Bandi Alborz	۶۰۰	۶٫۳۸	۸۴۰۰	۲۲۰۰۷	۱۰۶۰۰۷	۱۴٫۸۱
Mavad Maadani Iran	۱۶۰۰	۱۲٫۵۴	۷۳٫۶۹	۴۱٫۴۹	۱۰۵۰۰۸	۱۴٫۷۲
Sar Maaden Va Felezat	۴۲۰۰۸	۴۲٫۲۷	۳۷٫۵۹	۵۶۰۰۶	۱۰۳۰۳۳	۱۴٫۵۸
Iran Gach	۵۰۰۰	۰٫۶۷	۱۱۵٫۵۸	-۱۲٫۱۲	۹۹٫۴۶	۱۴٫۵۶
Toli Pers	۵۰۰۰	۱۰٫۹۲	۹۶۰۰۱	۴٫۶۲	۹۹٫۴۶	۱۴٫۲۱
Shoko Pars	۳۶۰۰	۱۱٫۴۴	۱۳۲٫۶۱	-۴۶٫۵۱	۹۷٫۱۱	۱۴۰۰۵
Takseram	۵۰۰۰	۱۰۰۳۳	۱۸٫۹۶	۷۸٫۷۲	۹۷٫۶۸	۱۴۰۰۳

نام شرکت	تعداد سهام اصلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
Frosilis Iran	۵۰۰	۳۰۸	۶۱.۶۰	۳۴.۱۰	۹۵.۷۳	۱۱.۸۴
Mohendesi Firooza	۳۰۰	۰.۱۹	۸۴.۰۷	۱۱.۴۷	۹۵.۵۴	۱۱.۸۳
Payam	۶۰۰	۲۸.۷۱	۱۵۰.۵۴	-۵۵.۵۳	۹۵.۰۰	۱۱.۷۷
Sar Sandog Bazneshast Ke	۱۲۰۰۰	۷.۳۲	۶۵.۱۵	۲۷.۲۵	۹۲.۴۲	۱۱.۵۳
Iranit	۳۵.۶	۶.۱۸	۱۱۹.۰۹	-۳۱.۰۲	۸۸.۰۷	۱۱.۱۰
lamp Pars Shahab	۵۴.۰	۲.۶۴	۹۴.۸۴	-۷.۱۴	۸۷.۰۰	۱۱.۰۷
Tolidi Tehran	۳۰۰	۶.۷۷	۱۶۲.۷۹	-۷۶.۷۱	۸۶.۰۸	۱۰.۹۰
Alyaf Masnooei	۱۱.۷	۶.۴۲	۸۳.۳۳	۰.۰۸	۸۴.۴۲	۱۰.۶۴
Karton Iran	۲۰.۳	۵.۰۸	۱۷۵.۱۲	-۳۳.۱۴	۸۱.۹۸	۱۰.۳۹
Sar Alborz	۳۱۵.۶	۶۰.۹۲	۹۹.۵۲	-۱۸.۸۶	۸۰.۶۶	۱۰.۳۶
Paxan	۱۳۵.۰	۳۷.۲۷	۱۰۰.۱۱	-۱۹.۷۸	۸۰.۳۲	۱۰.۳۳
Sooliran	۱۲.۰	۴.۰۴	۸۴.۸۷	-۵.۶۸	۷۹.۱۹	۱۰.۲۱
Sar Toseh Sanati Iran	۵۸۰.۸	۱۶۹.۳۰	۶۹.۶۶	۷.۱۹	۷۶.۸۴	۹.۹۷
Paisaz	۳۰۰	۱.۰۵	۴۳.۸۷	۳۲.۷۶	۷۶.۶۳	۹.۹۵
Radiyatour iran	۴۶.۵	۲۱.۸۱	۱۰۳.۶۶	-۲۷.۱۲	۷۶.۳۴	۹.۹۲
Ghand Pars	۱۰.۷	۰.۴۳	۷.۵۳	۶۸.۷۳	۷۶.۲۷	۹.۹۱
Sepehr Rang	۵۰۰	۲.۷۹	۱۱۲.۳۱	-۳۷.۷۲	۷۲.۵۹	۹.۷۳
Iran Tire	-	۲۸.۹۲	۱۱۹.۳۷	-۴۵.۴۹	۷۳.۸۸	۹.۶۶
Pars Electric	۳۰۰۰	۹۲.۲۵	۱۵۸.۱۸	-۸۵.۷۱	۷۲.۴۷	۹.۵۱
KAR Daropakshsh	۱۰۰۰۰	۸.۷۵	۰.۰۰	۷۱.۹۱	۷۱.۹۱	۹.۳۵
Derakshan Yazd	۳.۲	۰.۰۱	۴۲.۳۷	۳۷.۳۳	۶۹.۶۹	۹.۲۱
Azarit	۳۰۰	۱.۱۵	۱۰۳.۳۷	-۳۸.۷۸	۶۴.۵۹	۸.۶۶
Biscuit Gorgi	۱۰۰۰	۶.۵۹	۹۷.۳۶	-۳۳.۴۲	۶۳.۹۵	۸.۵۹
Chini Alborz	۱۰۰۰	۳.۶۱	۱۱۴.۰۱	-۵۲.۰۰	۶۲.۰۲	۸.۳۷
Mino (Khormdareh)	۶۰۰	۱۹.۶۱	۷۷.۳۳	-۱۷.۵۷	۵۹.۸۵	۸.۱۳
Goltash	۴۵۰	۷.۴۱	۴۸.۰۸	۷.۸۴	۵۵.۹۲	۷.۶۸
Sanati Behshahr	۱۹۲.۰	۲۸.۲۹	۹۴.۸۸	-۴۰.۶۰	۵۴.۲۷	۷.۴۹
Neopan TT Bahman	۳۰۰	۳.۷۵	۰.۰۰	۵۱.۲۰	۵۱.۲۰	۷.۱۳
Navard Ghatate Foldadi	۳۰۰	۱۰.۸۱	۸۱.۵۶	-۳۱.۰۲	۵۰.۵۳	۷.۰۵
Pars Ghooti	۱۰۰۰	۰.۶۵	۳۷.۵۹	۱۱.۸۸	۳۹.۶۴	۶.۹۳
Shimiyaeh Fars	-	۱.۴۱	۵۵.۴۷	-۶.۳۳	۴۹.۴۴	۶.۹۰
Roghan Nabati Pars	۷۹.۲	۳۱.۴۴	۸۴.۵۰	-۳۵.۵۲	۴۸.۹۸	۶.۸۷
Daroo Zahravi	۱۰۰۰	۲.۵۵	۱۱.۱۱	۳۶.۲۶	۴۷.۳۷	۶.۶۸
fanar Sazi Zar	۴۰۰	۱۰.۶۳	۱۱۶.۹۱	-۷۱.۱۴	۴۵.۷۷	۶.۴۸
Shisheh Hamedan	۲۷۰	۶.۳۶	۷۷.۳۷	-۳۱.۸۶	۴۵.۵۱	۶.۳۵
Karton Mashhad	۶۰۰	۹.۰۱	۸۴.۰۲	-۴۱.۵۲	۴۲.۵۰	۶.۰۸
Mes Bahonar	۸۰۰	۱۲.۳۵	۷۹.۳۳	-۳۸.۰۰	۴۱.۴۴	۵.۹۵
Koler Ghazi Iran	۱۳۰	۷.۵۹	۴۰.۰۰	۰.۰۰	۴۰.۰۰	۵.۷۷
Tehran Shimi	۱۴.۵	۹.۸۹	۳۵.۰۱	۴.۱۳	۳۹.۱۵	۵.۶۶
Nasagi Brogerd	۶۸۸	۰.۰۱	۱۱۱.۵۳	-۷۵.۰۰	۳۶.۵۴	۵.۳۳
Saipa Azin	۳۰۰	۱۴.۶۰	۲۷.۷۸	۷.۷۳	۳۵.۵۱	۵.۲۰
Sar Saman Ghostar Isfeha	۱۰۲.۸	۵.۷۰	۱۷.۰۹	۱۷.۸۶	۳۴.۹۹	۵.۱۴
Abzar Mahdi	۱۵۰	۱۴.۴۴	۵۰.۵۳	-۱۶.۶۷	۳۳.۸۷	۴.۹۸
Nasooz pars	۲۵۰	۱۰.۵۴	۱۶.۹۸	۱۵.۶۷	۳۲.۶۶	۴.۸۲

نام شرکت	تعداد سهام شلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سایرین
Sanati Malayer	۵.۲	-۰.۶	۹۴.۷۹	-۶۲.۲۵	۳۲.۵۳	۴.۸۱
Yazd Baf	۳۶.۰	۲.۰۹	۳۵.۳۷	-۳.۰۵	۳۲.۴۲	۴.۷۹
Sanati Kaveh	۴.۰	-۰.۱۸	۵۹.۸۸	-۲۸.۵۷	۳۱.۳۱	۴.۶۴
Alyaf	۳۶.۰	۳.۲۵	۱۱۵.۷۴	-۸۵.۸۰	۲۹.۹۵	۴.۴۶
Shisheh & Gaz	۲۱.۴	۱۲.۰۳	۹۰.۲۴	-۶۱.۱۲	۲۹.۱۲	۴.۳۵
Ayeg Pelastic	۱۰.۰	۱.۰۰	۳۲.۳۱	-۳.۸۵	۲۸.۴۶	۴.۲۶
Salmin	۴.۰	-۰.۸۶	۲۲.۳۳	۵.۰۰	۲۷.۳۳	۴.۱۱
Sakhteman Isfehan	۶۴.۸	۵.۰۴	۱۹.۴۴	۶.۶۹	۲۶.۱۳	۳.۹۴
sanati Mehrabad	۹.۰	-۰.۹۱	۳۱.۸۳	-۵.۹۶	۲۵.۸۷	۳.۹۱
Ghoveh Pars	۲۱.۰	-۰.۸۶	۶۷.۲۰	-۴۱.۷۰	۲۵.۵۰	۳.۸۶
Radiyo Electric	۲۶.۰	۱.۴۴	۱۱۱.۰۷	-۹.۷۵	۲۰.۳۲	۳.۱۳
Derakhshan Tehran	۱۲.۰	۹.۶۵	۱۰۰.۴۷	-۸.۰۱۸	۲۰.۲۹	۳.۱۳
Kagaz Gaemshahr	۶.۹	-۰.۳۹	۷۶.۰۹	-۵۹.۶۸	۱۶.۴۱	۲.۵۶
Iran Doocharkh	۵۰.۰	۱۵.۲۰	۸۵.۸۷	-۷۰.۲۰	۱۵.۶۵	۲.۴۵
Naghsh Iran	۸.۰	۴.۶۴	۰.۰۰	۱۵.۳۸	۱۵.۳۸	۲.۴۱
Permit	۷.۲	۱.۰۰	۶۸.۶۷	-۵۳.۳۶	۱۵.۲۹	۲.۴۰
Pichak	۶.۰	۲.۷۲	۲۱.۹۰	-۶.۶۷	۱۵.۲۳	۲.۳۹
Iran Pooya	۳۰.۷	۱۰.۶۳	۹۷.۳۱	-۸۲.۲۳	۱۵.۰۸	۲.۳۷
Bonyad Dizel	-	۳.۷۰	۰.۰۰	۱۳.۱۶	۱۳.۱۶	۲.۰۸
Pars Metal	۱۵.۰	۲.۴۴	۵۵.۳۴	-۴۴.۶۱	۱۱.۷۴	۱.۸۷
Glokozan	۱۰.۰	-۰.۵۲	۳۲.۶۹	-۲۱.۰۰	۱۱.۶۹	۱.۸۶
Basteh Bandi Pars	۱۰.۰	-۰.۷۶	۶۳.۲۴	-۵۱.۷۶	۱۱.۴۷	۱.۸۳
Ghand Ghahestan	۱۰.۰	-۰.۳۴	۳۲.۱۴	-۳۱.۰۸	۱۱.۰۷	۱.۷۷
Pars Pamchal	۱۰.۵	۱۰.۳۰	۶۳.۴۸	-۵۳.۷۶	۹.۷۲	۱.۵۶
Keyvan	۱۱.۵	۳.۲۶	۵۵.۲۱	-۴۶.۶۸	۸.۵۳	۱.۳۷
Vitana	۴.۰	۲.۰۹	۶۸.۵۹	-۶.۸۲	۷.۷۷	۱.۲۵
Dasht Morghab	۳۰.۰	۸.۱۳	۳۶.۹۱	-۲۹.۴۱	۷.۵۰	۱.۲۱
Jam Jahan Nama	۷.۷	-۰.۳۳	۴۰.۳۳	-۳۳.۳۳	۷.۰۰	۱.۱۳
Mavad avalyie daro pakhsks	۱۵.۰	-۰.۷۹	۰.۰۰	۶.۲۲	۶.۲۲	۱.۰۰
Shahdab	۶۵.۰	-۰.۰۳	۰.۰۰	۴.۹۸	۴.۹۸	-۰.۸۱
Darosazi sobhan	۱۰.۰	۱.۲۷	۰.۰۰	۳.۲۰	۳.۲۰	-۰.۵۳
Kombain Sazi Iran	۳۶.۰	-۰.۰۱	-۰.۹۲	۱.۷۸	۲.۷۰	-۰.۳۵
Maaden roy iran	۲۷۵.۰	۸۸.۶۶	۲۸.۱۱	-۲۷.۳۳	-۰.۷۸	-۰.۱۳
Parsiloon	۲۳۲.۲	۱۱.۲۲	۷۸.۹۹	-۷۸.۲۹	-۰.۷۰	-۰.۱۲
Iran Daroo	۱۰.۰	۱.۱۶	۰.۰۰	-۰.۲۲	-۰.۲۲	-۰.۰۴
Doorin Kaban	۶.۰	۱.۱۵	۴۱.۸۴	-۴۳.۶۹	-۰.۲۵	-۰.۱۴
Lastic Alborz	۶۲.۰	۱۴.۵۱	۵۸.۹۶	-۶۰.۰۳	-۱.۰۸	-۰.۱۸
Ghand Bistoon	۲۵.۲	۲.۱۵	۶۵.۲۶	-۶۷.۰۰	-۱.۷۴	-۰.۲۹
Risandegi Va Bafandegi Pa	۳۳.۰	۱.۱۸	۰.۰۰	-۲.۹۱	-۲.۹۱	-۰.۳۹
Madani Damavand	۶.۰	۱.۳۴	۴۹.۲۱	-۵۲.۲۳	-۲.۰۲	-۰.۵۱
Gaz va Lole	۲۵.۰	۴.۶۱	۰.۰۰	-۴.۴۸	-۴.۴۸	-۰.۷۶
Dadeh Pardazi Iran	۶۶.۷	۱۳.۶۱	۲۴.۴۶	-۳۰.۰۲	-۵.۵۸	-۰.۹۵

نام شرکت	تعداد سهام فعلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
Tractor Sazi Iran	۱۳۱.۷	۴۲.۷۷	۴.۰۰	-۱۱.۰۳	-۷.۰۳	-۱.۱۱
Nasagi Khoj	۳۸.۲	۲.۷۵	۲۱.۲۹	-۲۸.۵۷	-۷.۲۹	-۱.۲۵
Martab	۳۰.۰	۷.۹۹	۴۵.۶۰	-۵۷.۲۴	-۱۱.۶۳	-۲.۰۴
Daroo Hakim	۶.۰	۰.۲۶	۳۱.۸۵	-۲۳.۵۰	-۱۱.۶۵	-۲.۰۴
Gosh Va Oksigen Iran	۵.۳	۱.۲۰	۴۰.۵۳	-۵۳.۱۵	-۱۲.۶۲	-۲.۲۲
Machine Niroomharekeh	۲۵.۰	۰.۴۰	۱۰.۰۰	-۲۳.۳۳	-۱۳.۳۳	-۲.۳۳
Teaf Iran	۷.۲	۲.۳۶	۳۷.۶۰	-۶۱.۰۵	-۱۳.۳۵	-۲.۳۸
Sanayeh Mokhaberati Rah D	۸۴.۰	۹.۱۴	۳۷.۸۴	-۵۱.۳۵	-۱۳.۵۱	-۲.۳۹
Risandegi Bafandegi Kasha	۱۰.۸	۰.۵۲	۳۹.۶۰	-۵۲.۲۱	-۱۴.۶۰	-۲.۶۰
Basteh Bandi Mashhad	۳۵.۰	۶.۷۸	۵۸.۹۳	-۳۷.۷۲	-۱۴.۷۸	-۲.۶۳
Risandegi Rey	۲۱.۰	۳۲.۷۰	۰.۰۰	-۱۵.۲۵	-۱۵.۲۵	-۲.۷۲
Eshtad Motors	۳.۰	۲.۹۱	۲۹.۲۴	-۴۴.۵۳	-۱۵.۲۹	-۲.۷۳
Tolidi Tim	۷.۵	۳.۲۲	۲۵.۱۷	-۴۴.۵۹	-۱۷.۴۳	-۳.۱۴
Dam Pars	۳.۲	۰.۷۸	۳۲.۹۰	-۵۰.۳۷	-۱۷.۵۷	-۳.۱۷
Siman Farsiti Ahvaz	۳۰.۰	۰.۱۸	۳۲.۳۸	-۵۱.۳۲	-۱۸.۸۵	-۳.۲۲
Nasagi Gaemshahr	۶۷.۸	۰.۰۰	۰.۰۰	-۲۰.۰۰	-۲۰.۰۰	-۳.۵۵
Kompresor Tabriz	۱۸.۰	۸.۸۵	۴۶.۳۳	-۶۷.۱۶	-۲۰.۸۳	-۳.۸۲
Baft Azadi	۵.۰	۰.۰۵	۲۲.۵۰	-۴۴.۹۰	-۲۲.۴۰	-۴.۱۴
MaaDan Bafgh	۴.۴	۴.۱۰	۱۳.۹۸	-۳۷.۵۸	-۲۳.۶۰	-۴.۳۹
Chin Chin	۲۲.۴	۱۶.۱۰	۱۳.۰۹	-۳۷.۳۶	-۲۳.۲۹	-۴.۵۳
Ghods Pelastic	۶.۲	۱۰.۷۴	۱۳.۵۷	-۳۸.۳۹	-۲۴.۸۲	-۴.۶۴
Pcii Akril Iran	۳۰.۵	۷.۳۷	۶۱.۷۸	-۶۶.۶۱	-۲۴.۸۲	-۴.۶۶
Pelaskokar	۳.۱	۲.۶۱	۰.۰۰	-۲۵.۰۰	-۲۵.۰۰	-۴.۶۸
Rismanrisi Semnan	-	۰.۰۴	۰.۰۰	-۲۷.۳۳	-۲۷.۳۳	-۵.۱۸
Navard Va Profil Pars	۹.۰	۷.۷۵	۳۳.۳۶	-۷۰.۸۲	-۲۷.۴۴	-۵.۲۱
Yakchal Sazi Lorestan	۱۵.۷	۰.۳۵	۲۹.۱۷	-۵۸.۳۳	-۲۹.۱۷	-۵.۵۹
Nab	۲۰.۰	۳۳.۳۱	۵۷.۴۴	-۸۸.۰۸	-۳۰.۶۴	-۵.۹۲
Pomp Pars	۹.۰	۲.۲۲	۴۸.۴۷	-۷۹.۴۲	-۳۰.۹۵	-۵.۹۹
Ghazaie Mashhad	۱۳.۵	۰.۱۷	۰.۰۰	-۳۱.۲۵	-۳۱.۲۵	-۶.۰۵
Eshtad Iran	۶.۸	۰.۱۶	۱۶.۸۱	-۳۸.۳۲	-۳۱.۵۱	-۶.۱۱
Gach Tehran	۵۰.۰	۴.۵۱	۰.۰۰	-۳۳.۳۳	-۳۳.۳۳	-۶.۵۳
Azmayesh	۲۱۷.۵	۶۶.۰۹	۳۲.۴۱	-۶۶.۴۰	-۳۴.۰۰	-۶.۶۹
Pelastic Shahin	۳۰.۱	۲۰.۵۲	۴۳.۶۶	-۷۸.۰۰	-۳۴.۳۶	-۶.۷۸
Persit	-	۰.۶۱	۶.۸۶	-۴۲.۱۸	-۳۶.۳۲	-۷.۲۵
Kabl Bakhtar	۳.۰	۲.۲۱	۳۳.۳۲	-۷۱.۲۶	-۳۶.۹۴	-۷.۶۰
Kesht Va Sanat Gorgan	۷.۵	۰.۰۰	۴.۱۷	-۴۱.۶۷	-۳۷.۵۰	-۷.۵۳
Nasagi Gharb	۴۸.۹	۰.۳۷	۱۵.۱۴	-۵۲.۵۵	-۳۹.۴۱	-۸.۰۱
Iran Form	-	۰.۰۱	۳.۸۵	-۴۲.۵۹	-۳۹.۷۴	-۸.۱۰
Arg	۶۶.۰	۴.۴۴	۳۱.۸۰	-۴۲.۱۴	-۴۲.۲۵	-۸.۷۲
Nasagi Mazandaran	۱۵۸.۲	۱.۱۱	۱۲.۹۷	-۵۵.۸۹	-۴۲.۹۲	-۸.۸۲
Ghand Lorestan	۴.۵	۱.۰۶	۱۷.۸۸	-۶۱.۰۰	-۴۴.۱۲	-۹.۲۴
Gilan Pakat	-	۲.۶۶	۱۳.۸۹	-۶۲.۳۰	-۴۸.۳۰	-۱۰.۴۴

نام شرکت	تعداد سهام فعلی (میلیون سهم)	تعداد سهام معامله شده (میلیون سهم)	بازده نقدی	بازده سرمایه ای	بازده کل شش ماهه	میانگین بازدهی سالیانه
Sar Groh Sanati Meli	۷۷۳.۰	۵.۸۴	۰.۰۰	-۵۰.۲۵	-۵۰.۲۵	-۱۰.۹۸
Bean Mahsolat Pars	۲.۰	۰.۰۰	۱۷.۵۷	-۶۸.۴۳	-۵۰.۸۶	-۱۱.۱۷
Iran Poplin	۳۱.۲	۰.۲۳	۶.۱۲	-۵۸.۶۶	-۵۲.۵۴	-۱۱.۶۸
Nasaqi Babakan	۱۶.۲	۰.۰۶	۱۶.۶۷	-۶۹.۹۷	-۵۳.۳۰	-۱۱.۹۲
Kompresor Iran	۶۰.۰	۷.۲۸	۱۰.۶۷	-۶۶.۶۷	-۵۶.۰۰	-۱۲.۷۹
Sar Sanati Ardel	۱۶.۲	۲.۱۲	۱۰.۶۰	-۷۵.۷۶	-۶۵.۱۶	-۱۶.۱۲
Kabel Tak	۹.۰	۱.۳۵	۱۵.۴۸	-۸۱.۶۹	-۶۶.۲۱	-۱۶.۵۴
Meli Sorb Iran	۶۹.۰	۴۱.۳۴	۷.۲۸	-۷۳.۸۰	-۶۷.۵۴	-۱۷.۱۰
Sanayeh Felezi	۱۲.۰	۰.۵۴	۱۱.۹۰	-۸۰.۴۱	-۶۸.۵۲	-۱۷.۵۲
Gerd Baf Yazd	۳.۶	۰.۲۷	۵.۹۸	-۷۳.۸۸	-۶۸.۸۹	-۱۷.۶۸
Navard Va Loleh Ahvaz	۱۲۰.۰	۲۸.۳۷	-۱۳.۶۹	-۵۵.۹۱	-۶۹.۵۹	-۱۸.۰۰
Iran Barak	۲۰.۰	۰.۲۹	۱۰.۰۱	-۸۱.۱۷	-۷۱.۱۶	-۱۸.۷۳
Nasaqi Iran	-	۳.۹۶	۰.۵۰	-۷۷.۰۸	-۷۶.۵۸	-۲۱.۴۹
Vatan Isfahan	-	۰.۰۱	۲.۶۲	-۸۱.۸۲	-۷۹.۲۰	-۲۳.۰۳
General	۳۵.۹	۰.۸۶	۰.۰۰	-۸۳.۷۴	-۸۳.۷۴	-۲۶.۱۲
Atmosfer	۱۰۵.۳	۵.۴۹	۰.۰۰	-۹۰.۲۹	-۹۰.۲۹	-۳۲.۲۰