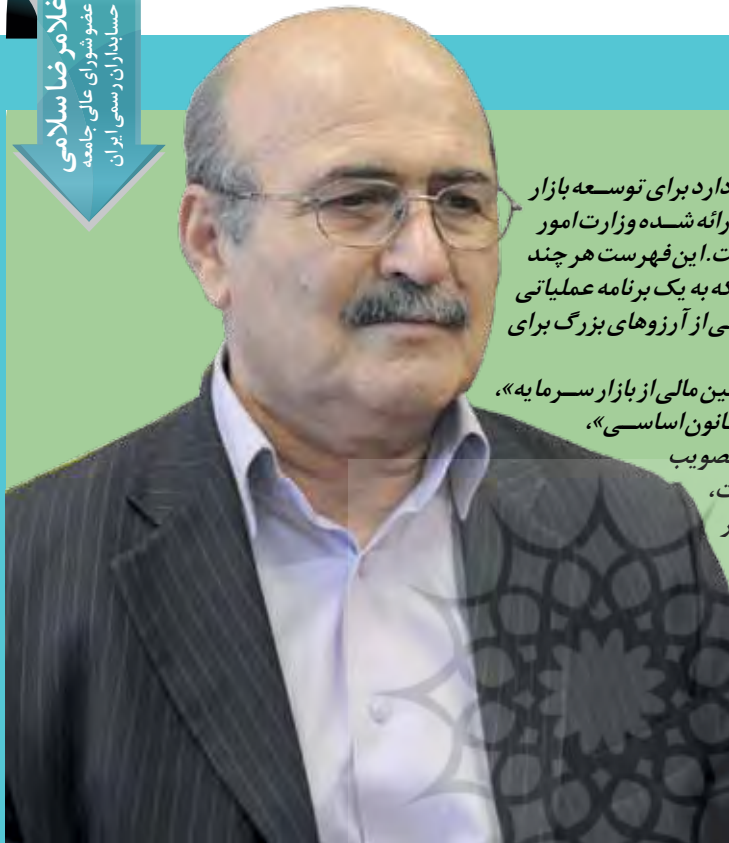


غلامرضا سلامی
عضو شورای عالی جامعه
حسابداران رسمی ایران



فهرست اقداماتی که دولت یازدهم قصد دارد برای توسعه بازار سرمایه ایران انجام دهد، در برنامه اقتصادی ارائه شده وزارت امور اقتصادی و دارایی به اطلاع همگان رسیده است. این فهرست هر چند شامل نکات بسیار مهمی است ولی بیش از آنکه به یک برنامه عملیاتی (ACTION PLAN) شبیه باشد، حاوی صورتی از آرزوهای بزرگ برای آینده بازار سرمایه ایران است.

موضوعاتی مانند، «هدایت شرکت‌ها به تامین مالی از بازار سرمایه»، «اجرای بی نقص سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی»،

«جذب سرمایه‌های بین‌المللی»، «طراحی و تصویب

ابزارهای مالی متنوع‌تر» و دیگر موضوعات،

خواستنه‌هایی است که می‌تواند در برنامه هر

دولتی قرار گیرد. ولی آنچه که مهم‌تر است

برنامه‌های عملیاتی برای نیل به این آرمان‌ها

است که در برنامه ارائه شده دولت به صورتی

کلی به آنها اشاره شده است. قبل از آنکه به

چالش‌های پیش روی دولت یازدهم برای

نیل به خواسته‌های فوق پرداخته شود لازم

است خصوصیات یک بازار سرمایه مطلوب به

اختصار تشریح شود.

موضوع

دولت یازدهم و بازار سرمایه

■ خصوصیات بازار سرمایه

بازار سرمایه را به طور ساده می‌توان این گونه تعریف کرد: «بازار سرمایه، بازاری است که در آن سهم مالکیت اشخاص از دارایی‌های قابل تملک جمعی، به آسانی، با سرعت و با قیمتی منصفانه (Fair Market Value) به فروش می‌رسد.»

سهولت، سرعت و منصفانه بودن نقل و انتقالات دارایی‌های اشخاص در یک جامعه، نشانه توسعه یافتگی نسبی آن جامعه است. از اینرو صرف وجود یک بازار سرمایه کارا در یک کشور به خودی خود امتیازی است که بسیار با ارزش است.

در چنین جامعه‌ای مردم قادرند پس‌انداز خود را به صورت مستقیم در دارایی‌هایی مانند

سهام شرکت‌ها (خالص دارایی‌های شرکت‌ها)، اوراق مشارکت (پروژه‌های مشخص)، اوراق قرضه (با پشتوانه دارایی‌های فیزیکی) و قراردادهای آتی برای مالکیت انواع کالاها (یا امتیاز مالکیت آنها) مانند نفت، طلا، فلزات رنگین، محصولات کشاورزی و سایر کالاها و حتی مسکن، سرمایه‌گذاری کنند و با اعتماد به کارایی بازار سرمایه مطمئن باشند در هر لحظه که اراده کنند، می‌توانند این سرمایه‌گذاری را به قیمتی منصفانه مجدداً به پس‌انداز (پول) تبدیل کنند.

البته این امتیاز بزرگ بازار سرمایه از نظر رشد اقتصادی کشورها واجد اهمیت چندانی نیست، زیرا سرمایه‌گذاری آحاد مردم در دارایی‌ها به خودی خود سرمایه‌گذاری به

مفهوم اقتصادی آن محسوب نمی‌شود. مثلاً اگر میلیاردها دلار سرمایه در بازار املاک ساخته شده از طرف مردم سرمایه‌گذاری شود، به طور مستقیم افزایش سرمایه‌گذاری ملی را باعث نمی‌شود. هر چند که ممکن است با آزادسازی سرمایه‌های فروشندگان این املاک، امکانات سرمایه‌گذاری در ساخت و ساز املاک جدید را فراهم شود.

■ نقش بازار سرمایه در افزایش رشد اقتصادی

با توجه به نکات پیش گفته، صرف وجود یک بازار سرمایه کارا در یک کشور ضمن آنکه نشانه‌ای از توسعه یافتگی نسبی آن کشور به‌شمار می‌آید، موجبات رشد اقتصادی را

■ بازار سرمایه جدا افتاده

هنگامی که بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۷ رخ داد، آسیب ندیدن بازار سرمایه ایران از این بحران جهانی، از افتخارات مسئولان اقتصادی کشور به حساب می‌آمد. ولی منابع مالی عظیم موجود در بازار سرمایه جهانی پدیده‌ای نیست که یک اقتصاد پویا بتواند از آن صرف نظر کند، به عبارت بهتر بازار سرمایه ای که نتواند در تعامل با بازار سرمایه جهانی فعال باشد، هرگز به درجه‌ای از اعتبار نخواهد رسید که بتواند جایگاهی همسان با بازار پول در کشور بدست آورد.

گنجاندن مساله مهم تعامل با بازارهای سرمایه بین‌المللی در برنامه اقتصادی دولت هر چند بسیار خوشایند است، ولی روشن است که بدون رفع حداقل تحریم‌های بانکی امکان تعامل با این بازار سرمایه عظیم وجود ندارد. بنابراین توسعه بازار سرمایه از این جهت نیز تابع تصمیمات صرف اقتصادی نیست و لازم است اجماع لازم در مورد روابط خارجی بین مسئولان حکومت به وجود آید تا راه برای حل مسایل ساختاری اقتصاد ایران و از جمله توسعه یافتگی بازار سرمایه، باز شود.

■ برنامه دولت چه می‌تواند باشد؟

با توجه به نکات ذکر شده، مشاهده می‌شود که بازار سرمایه کشور از نارسایی‌های ساختاری کشور رنج می‌برد. بنابراین اینکه تنها در برنامه اقتصادی دولت آرزو شود بازار سرمایه سهم خود را در تامین مالی فعالیت‌های اقتصادی کشور (مانند سایر کشورهای پیشرفته) و به تبع آن افزایش رشد اقتصادی کشور، به دست آورد، کاری به پیش برده نخواهد شد. کما اینکه در دولت‌های قبلی نیز چنین آرزوهایی وجود داشت ولی هیچ‌گاه تحقق پیدا نکرد.

مشکلات ساختاری که باعث عقب‌ماندگی بازار سرمایه ایران (نسبت به بازار پول و بازار سرمایه بعضی از کشورهای منطقه) شده، باید مورد مطالعه و بررسی کارشناسانه دقیق قرار گرفته و به عنوان یک پروژه ملی به آن توجه شود. این رویکرد مستلزم عزمی ملی و همگانی است و به طور قطع موضوعی نیست که فقط با تلاش وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت بخشی، سامان پذیرد. بررسی مشکلات ساختاری اقتصاد ایران نیاز به نگاهی فراهمی دارد و حل آن مستلزم عزمی ملی و فراجناحی است.

تعیین می‌شود، نرخ بهره به صورت دستوری و تصنعی از طرف بانک مرکزی تعیین می‌شود. این موضوع به ظاهر ساده نه تنها خرید و فروش اوراق قرضه (مشارکت) را در بازار دست دوم امکان‌ناپذیر می‌سازد، بلکه همواره مردم و سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری مستقیم در فعالیت‌های اقتصادی منصرف ساخته و آنها را به سمت سپرده‌گذاری در بانک‌ها و موسسات اعتباری یا حداکثر سفته‌بازی در بورس اوراق بهادار، طلا، ارز و املاک سوق می‌دهد. از طرف دیگر برای فعالان اقتصادی ساده‌ترین راه تامین سرمایه، مراجعه به بانک و اخذ تسهیلات بانرخ ثابت است.

■ نقش کم‌رنگ موسسات تامین سرمایه

بانک‌های سرمایه‌گذاری (Investment Bank) در کشورهای پیشرفته صنعتی نقش بسیار با اهمیتی در تامین سرمایه مورد نیاز فعالان اقتصادی از بازار سرمایه ایفا می‌کنند. این بانک‌ها علاوه بر پشتیبانی و گاه ضمانت اوراق بهادار صادره در بازار اولیه و ارائه خدمات تخصصی ارزش‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی و مشارکت در امر ادغام و تحصیل بنگاه‌ها، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در بازار سرمایه را شناسایی می‌کنند. هم‌چنین با ارائه طرح‌های توجیهی اقتصادی آنها را به سرمایه‌گذاری موقت در پروژه‌های نیازمند منابع مالی ترغیب می‌کنند و در پایان پس از فروش سهم سرمایه‌گذاری این سرمایه‌گذاران، سود مناسبی نصیب آنها می‌کنند.

این شیوه بانکداری نزدیک‌ترین شیوه به بانکداری اسلامی مورد نظر صاحب‌نظران دینی است و هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای اسلامی و مهم‌تر از آن در کشورهایی مانند انگلستان با سودآوری بالا، فعالیت می‌کنند. در ایران اما، این نوع موسسات که تحت عنوان موسسات تامین سرمایه فعالیت می‌کنند، بیشتر به سمت بانکداری سنتی گرایش دارند و بیشتر منابع جمع‌آوری شده خود از بازار سرمایه را در بانک‌های متنوع خود سپرده‌گذاری کرده و با اخذ بهره‌ای ثابت و بالاتر از نرخ رسمی، به عنوان جزئی از بازار پول (و نه بازار سرمایه) امرار معاش می‌کنند. البته با توجه به مشکلات ساختاری اقتصاد ایران کار آنها نیز تا حدودی قابل توجیه است، ولی در چنین شرایطی سخن گفتن از نهادها و ابزار مالی متنوع در بازار سرمایه کمی دور از دسترس است.

فراهم نمی‌آورد. اما در صورتی که ساختار اقتصادی یک کشور اجازه دهد تابش بخشی از سرمایه‌گذاری ملی را با پس‌اندازهای کوچک و متوسط مردم و به صورت مستقیم از طریق بازار سرمایه انجام داد آنگاه نقش بازار سرمایه در افزایش رشد اقتصادی انکارناپذیر خواهد بود. مثلاً اگر بند الف سیاست‌های کلی اصل ۴۴ در کشور اجرا می‌شد و سرمایه‌گذاران و به خصوص سرمایه‌گذاران بخش خصوصی ترغیب می‌شدند تا از طریق ایجاد یا توسعه هلدینگ‌ها و شرکت‌های سهامی عام عظیم و با جذب سرمایه حداکثری از سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه اقدام به تاسیس، راه‌اندازی واحدهای بزرگ تولیدی مانند پالایشگاه، کارخانجات پتروشیمی، ذوب فلزات، بهره‌برداری از معادن بزرگ ایجاد امکانات حمل و نقل زمینی، ریلی، دریایی و هوایی، تاسیسات عظیم گردشگری، شهرک‌سازی و انبوه‌سازی مسکن و نظایر آن بنمایند، آنگاه می‌شد گفت که چنین بازار سرمایه‌ای در خدمت رشد اقتصادی کشور قرار دارد.

و اما متأسفانه آنچه که در عمل می‌بینیم فراموش شدن بند الف سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و اجرای سیاست‌های واگذاری سهام دولت به بخش شبه دولتی - بخش مضرتر از دولتی (سهام عدالت) -، سفته‌بازان و برخی نوسان‌گیران فعال در بورس اوراق بهادار متمرکز است.

■ تراژدی اوراق بدهی

در دنیای پیشرفته، اوراق قرضه بلندمدت (بالتر از یکسال) به عنوان مهم‌ترین ابزار مالی تامین سرمایه از ابتدا تا انتها در حوزه فعالیت بازار سرمایه است. مبالغ عظیمی از منابع مورد نیاز فعالان اقتصادی از محل سرمایه‌های خرد موجود در بازار سرمایه تامین می‌شود. این اوراق پس از انتشار معمولاً فقط در سررسید توسط ناشر قابل باز خرید هستند، ولی طی مدت اعتبار به عنوان اوراق بهادار در بورس (بازار دست دوم) مورد دادوستد قرار می‌گیرند. در حالیکه در ایران اوراق مشارکت صادره توسط بنگاه‌ها (عمدتاً دولتی) از ابتدا تا انتها در سیستم بانکی (بازار پول) دادوستد می‌گردد و در نهایت به نوعی به بدهی صادرکننده اوراق مشارکت به بانک‌ها (وام بانکی) تبدیل می‌شود. علت این امر کاملاً روشن است. در ایران برخلاف دنیای پیشرفته که نرخ پول در بازار