

دکتر کدخدایی، استاد دانشگاه:

بازار سرمایه ایران، دوران ویژه‌ای را سپری می‌کند

تنظیم از: ژیلا علیزاده

اشاره

بازار سرمایه ایران و بورس تهران در شرایط ویژه‌ای به‌سرمی‌برد و مطابق گزارش فدراسیون جهانی بورس‌ها، در ۱۲ ماه منتهی به شهریور ۸۴ به عنوان کم‌بازده‌ترین بازار سهام در جهان معرفی شده و از لحاظ کاهش ارزش سهام مبادله‌شده در ده‌ماهه اول سال ۲۰۰۵ هم پس از بورس لوکزامبورگ، رتبه دوم جهانی را به خود اختصاص داده است. دکتر کدخدایی، استاد دانشگاه چندی پیش در رابطه با این موضوع در نشست انجمن اقتصاددانان ایران سخنرانی کرد. بخش‌هایی از این سخنرانی را در اینجا می‌آوریم.

بانک و اقتصاد

طرح سخنرانی

آیا ما می‌توانیم ادعا کنیم که در حال حاضر، بازاری مبتنی بر اصول علمی داریم؟ و یا بازار اوراق بهادار ما از این اصول تبعیت می‌کند؟ یا مشکلاتی داریم که از تئوری‌ها و مبانی علمی فاصله گرفته‌ایم و باید خودمان را به این مبانی نزدیک کنیم؟ همچنین کشورهایی که بازارشان در شرایط ثابت قرار گرفته و می‌توانند نیازهای عمومی مردم را تامین کنند، چگونه از این تئوری‌ها استفاده می‌کنند که قادرند ثبات را در بازار فراهم کنند؟ این اولین بحثی است که خدمت شما اشاره خواهم کرد.

بحث دیگر، بحث بورس و متغیرهای اقتصاد ملی می‌باشد. اتفاقاً به‌نظر بنده و عزیزان حاضر در انجمن، نقطه حساس صحبت‌های امروز ما همینجا خواهد بود

که ببینیم این بازار چه میزان از موجودیت اقتصادی کشور را تشکیل می‌دهد؟ و چه مقدار توانسته است نیازهای اقتصاد ملی را پاسخگو باشد؟ این که کسی از این بازار استفاده ببرد و خرید و فروشی را انجام بدهد، بحث خرد است، و بحث خرد به این می‌پردازد که یک شرکت و یا شخص حقیقی چقدر از این بازار نفع می‌برد که به آن هم خواهیم پرداخت، ولی در سطح کلان و در اقتصاد ملی، این بازار چقدر توانسته است جایگاه رفیعی را که در خورشانش است، پیدا کند؟ این نکته اساسی است که باید به آن پرداخته شود و باید ببینیم که اگر فقط روی یک کمیت به نام حجم بازار تاکید شود، می‌تواند بازار را به آن مقام موردانتظار نایل کند و شأن این بازار را مطابق یک بازار مورد سرمایه‌گذاری مردم بالا ببرد؟

بحث دیگر، بحث بازیگران بازار می‌باشد. این بازیگران چه کسانی می‌باشند؟ و در واقع بازار را چه عواملی می‌گردانند؟ و آیا در عملکرد آنها توقف و ضعفی وجود دارد که بازار در شرایط کنونی قرار گرفته؟ و اگر در بخشی از این بازار شرایط خاصی ایجاد شده، دلایل آن چیست؟

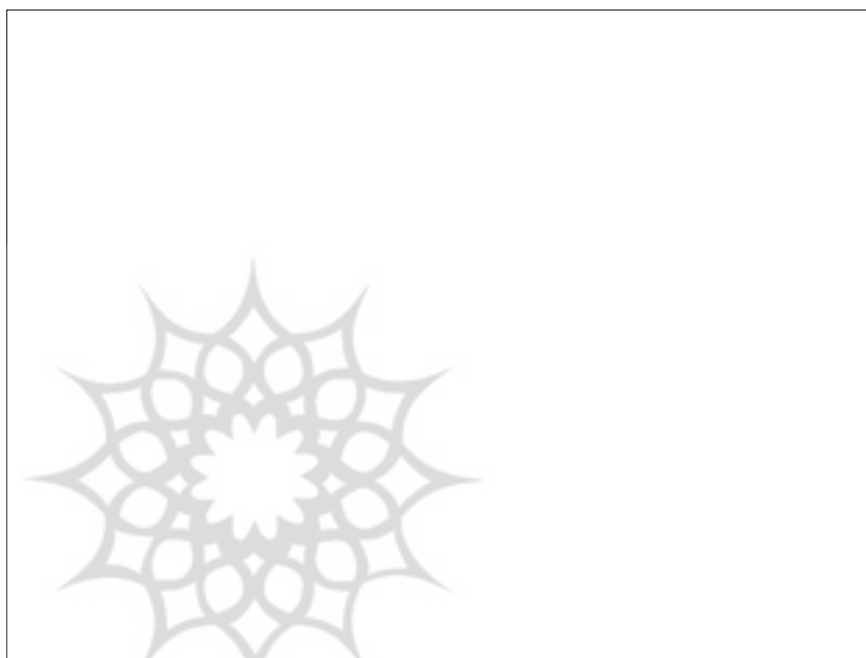
بزرگ‌شدن بازار در یک زمان محدود و
پرشتاب، می‌تواند به اقتصاد کشور
آسیب‌های جدی وارد کند.

بحث چهارم، بحث خصوصی‌سازی و توسعه بازار است. می‌دانید که در چند سال گذشته، و به‌ویژه در چند ماه اخیر و قبل از انتخابات دوره اخیر ریاست‌جمهوری، در رابطه با طرح مالکیت فراگیر زیاد صحبت شد و این که بازار باید توسعه پیدا کند و دولت در یک حرکت همزمان تعداد زیادی از دارایی‌ها و کارخانه‌ها را به مردم واگذار کند. این حرکت، یکی از جلوه‌های خصوصی‌سازی است که دولت به صورت خیلی رادیکالی وارد عمل می‌شود. در اروپای شرقی این تجربه بوده و تلاش کرده‌اند تا دارایی‌های در اختیار اقتصاد ملی را به مردم و بخش خصوصی واگذار کنند و از این طریق ظاهراً دولت از فشار مخارج و هزینه نگهداری و مسایل خاص مربوط به این شرکت‌ها خلاص شود. اگر این حرکت در ایران صورت بگیرد، بازار یک‌شبه به آن حجم موردانتظار خواهد رسید و به سرعت بزرگ خواهد شد، ولی قطعاً بزرگ‌شدن بازار در یک زمان محدود و پرشتاب، می‌تواند آسیب‌های جدی هم به اقتصاد کشور وارد کند.

بحث پنجم، موانع رشد بازار سرمایه ایران و بازار اوراق بهادار است. چرا ما شاهد آن هستیم که بازار مرتباً با افت‌وخیز حرکت می‌کند؟ چرا در یک دوره، سرعت و رونق و شتاب حرکت قیمت‌ها مثال‌زدنی است و در دوره بعد که ممکن است خیلی طولانی باشد و خیلی از سرمایه‌گذاران را از بازار خارج کند، به رکود طولانی وارد می‌شویم؟

بعد بحث ریسک را خواهیم داشت و به طور کوتاه به تعدادی از ریسک‌ها هم اشاره خواهیم کرد و سرانجام چشم‌انداز این بازار را مورد بررسی قرار می‌دهیم. پیش‌بینی آینده و اقداماتی که در دست انجام است و این که آیا این اقدامات می‌تواند به تنش‌ها و مشکلات فراروی بازار خاتمه دهد یا نه؟ به عنوان مثال، آیا قانون جدید بازار اوراق بهادار قادر است مشکلات کنونی بازار را از بین ببرد؟ و آیا ما می‌توانیم به صرف تصویب چند ماده که در یک پیش‌نویس لایحه قرار داده شده، مشکلات عدیده‌ای را که در بازار سرمایه کشور وجود دارد، از بین ببریم؟

تئوری اصلاً کارایی بازار را به این موضوع ارتباط می‌دهد که ما کارایی را باید در سه بُعد کارایی تخصصی و کارایی عملیاتی و کارایی اطلاعاتی مورد توجه قرار دهیم. به عبارت دیگر، بازاری اگر کاراست، باید از جهت تخصیص منابع کارا باشد، یعنی پول را به پربازده‌ترین، فعالترین و در نتیجه، به اقتصادی‌ترین بخش‌های اقتصاد بدهد، چون منابع محدود است. حال خود قضاوت کنید که آیا در بازار سرمایه ما این تخصیص به این شکل صورت می‌گیرد؟ بعد بخش دیگر و یا مؤلفه دیگر، کارایی عملیاتی است. کارایی عملیاتی به این معنی است که عملیات



② تا زمانی که بازار سرمایه کشور ما نتواند از یک جایگاه قوی و منزلت بالاتر برخوردار شود، قطعاً نمی‌توانیم در مسیر توسعه و ترقی گام برداریم.

مروری بر تئوری‌های مهم بازار سرمایه

یکی از تئوری‌های مهم بازار مالی، خود تئوری بازار مالی است. بازار مالی، بازاری است که در آن اقلام مالی دادوستد می‌شود و ما با انواع مختلفی از این دارایی‌ها، از جمله سهام، اوراق مشارکت، اوراق قرضه و غیره آشنا هستیم. پس بازار مالی مانند بازار کالا، یک بازار می‌باشد.

تئوری دیگری داریم به نام بازار کارا (Efficient Market Theory) که در اینجا اتفاقاً بحث اساسی ما همین است که ما چقدر در این فاز قرار داریم. تئوری بازار کارا از این صحبت می‌کند که ما سه نوع بازار کارا داریم: بازار ضعیف، نیمه‌قوی و قوی. این

باید به نحوی باشد که هزینه انجام معاملات در حد صفر باشد و همچنین بازار باید با توجه به موضوع ریسک بازگشت سرمایه، بازده متناسب را به سرمایه‌گذار اعطا کند. در نتیجه، مؤلفه دوم از کارایی بازار، کارایی عملیاتی است.

کارایی از بُعد سوم، کارایی اطلاعاتی است، به این مفهوم که چقدر ما قادر هستیم اطلاعات را به موقع و برحسب شرایط زمان و مکان با سرعت لازم به دست مصرف‌کننده یا استفاده‌کننده از اطلاعات برسانیم.

بررسی وضع تخصیص منابع، کارایی عملیاتی و کارایی اطلاعاتی در ایران نیاز به مطالعه وسیع دارد، اما به رغم این که در حال حاضر اطلاعات زیادی در

جراید و سایت‌های مختلف عرضه می‌شود، باز هم از چندچون نوسانات سهام و قیمت‌ها آگاهی کافی وجود ندارد و این وضع نشان می‌دهد که ما از نظر تشکیل بازار کارا کار زیادی را باید انجام بدهیم.

تئوری دیگری که در این رابطه وجود دارد، تئوری تفکیک بازارهای مالی، یعنی بازار پول و سرمایه است که حداقل در مدیریت و نظارت باید از هم جدا عمل کنند. در این مورد هم تلاش‌هایی شده، ولی قاعداً می‌دانید که هنوز رابطه تنگاتنگ و در واقع، نوعی عدم استقلال بین این بازارها وجود دارد و فعلاً همینقدر که ریاست شورای بورس را وزیر امور اقتصادی و دارایی برعهده دارد، تا حدودی می‌توانیم بگوییم که یکی از این الزامات و پیش‌نیازهای تفکیک بازارها یا یک نظارت اطمینان‌بخش فراهم شده، ولی کافی نیست و ما باید در پیکره و در چهارچوب دو بازار، نوعی تفکیک کاملاً آشکار و ملموس را مشاهده کنیم که هنوز نیاز به زمان دارد. یکی دیگر از تئوری‌ها، بحث تئوری بازار سرمایه است، یعنی اصلاً بازار سرمایه چرا باید تشکیل شود؟ و فلسفه تشکیل آن چیست؟

تئوری دیگر، تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. همانطور که می‌دانید، قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، یعنی یک سهم و یک اوراق قرضه، با دارایی واقعی مثل این صندلی فرق دارد. اساس تشکیل قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای را ریسک تشکیل می‌دهد، یعنی برای تعیین قیمت باید ببینیم که چقدر ریسک و خطر در دریافت وجوه نقد و بازده آتی در مورد این دارایی وجود دارد.

تئوری دیگر به ریسک‌های متعدد بازار اشاره دارد و می‌گوید که ریسک‌های متعدد را باید در قیمت‌گذاری لحاظ کنیم.

تئوری دیگر، تئوری بحران بازار است. این تئوری به ما می‌گوید که در چه مواقعی بازار دچار بحران می‌شود.

روند تصادفی قیمت‌ها هم می‌گوید که باید در بازار کارا، قیمت‌ها به صورت تصادفی حرکت کنند، یعنی هیچ عامل تصنعی و اثرگذار بیرونی و یا درون

آیا بازار سرمایه ایران می‌تواند منابع جمع‌آوری شده را به پربازده‌ترین، فعالترین و اقتصادی‌ترین بخش اقتصاد بدهد؟

بازار نباید بر روی قیمت‌ها تاثیرگذار باشد.

تئوری داو، متعلق به چارلز داو، یکی از اقتصاددانان برجسته بازار سرمایه، می‌گوید که شما باید به قیمت توجه داشته باشید و بیشتر تغییر قیمت مهم است تا چرایی آن و این که چرا این قیمت بالا یا پایین رفت، مهم نیست. در واقع، داو تاکید دارد که ما باید حرکت قیمت‌ها را در طول زمان کوتاهی مانند یک روز، یک هفته و حتی چند ماه و حداکثر سه تا چهار سال ببینیم، یعنی وقتی اقتصاد چهره خود را در طول زمان در طی چند سال نشان می‌دهد، مادر اینجاست که می‌توانیم بفهمیم که یک سهم خوب است یا بد. داو تاکید دارد که برای شناخت واقعی رفتار یک سهم، بهتر است که ما این فرصت را به خود بدهیم که در طول یک دوره چندساله، عملکرد سهم را تجربه کنیم.

■ ■ ■

سرمایه‌گذاران بزرگ همانگونه که با اندیشه و فکر و تأمل وارد بازار می‌شوند، برای خروج از بازار هم با برنامه‌ریزی اقدام می‌کنند و به‌طور خزانده از بازار خارج می‌شوند.

■ ■ ■

تئوری دیگر، تئوری سید سهام یا تئوری جدید Portfolio است. این تئوری تاکید دارد که بهتر است به جای یک یا دو سهم، چند سهم، آنهم با شرایط خاص، بدون همبستگی یا با همبستگی ضعیف داشته باشیم. به نظر می‌رسد که خیلی از مردم در کشور ما به اثرات مثبت این نوع نگهداری سهام و اوراق بهادار آشنا هستند. البته اگر اغراق‌آمیز تصور نشود، معتقدم که این نوع فطرت اقتصادی است و همه مردم تلاش می‌کنند تا در جاهای مختلف سرمایه‌گذاری کنند و همه پول خود را در یک جیب نگذارند. پس این تئوری، موضوعی عمومی است و هر کس که الفبای اقتصاد را بداند، خودبه‌خود بدان عمل می‌کند، ولی علم آمده و همه مسایل فطری را گرفته و به زبان ساده برای همه مطرح کرده است.

تئوری دیگر، معاملات کم مبلغ است. این تئوری می‌گوید که در هر زمان همه سهامداران جزء، فروشنده هستند. برای این که سهامداران جزء به خاطر یک خبر و تحلیل ساده و یک تکان مقطعی و موقتی بازار، به صورت سراسیمه تصمیم‌گیری می‌کنند و وارد عمل می‌شوند. اما سرمایه‌گذاران بزرگ همانگونه که با

اندیشه و فکر و تأمل وارد بازار می‌شوند، برای خروج هم با برنامه‌ریزی اقدام می‌کنند، زیرا اگر سهام خود را یکباره به بازار عرضه کنند، باید آن را مفت بفروشند. پس طبیعی است که آنان به‌طور خزانده عمل کنند، به طوری که بازار عرضه آنچنان سهامی را احساس نکند و آنها هم بتوانند با قیمت بالا سهامشان را عرضه کنند و بفروشند و خارج شوند. ولی سهامدار خرد و در واقع سهامدار جزء که احساس می‌کند یکی دو میلیونش به خطر افتاده، برای این که ضربه کمتری را دریافت کند، آن را به سرعت عرضه می‌کند. این تئوری عنوان می‌کند که اگر همه سهامداران جزء یا اکثریت آنها شروع به عرضه سهام کردند، تو سهام بخر! چون نشاندهنده این است که بازار شرایط معکوس پیدا خواهد کرد و رونق بعدی خواهد داشت.

برداشت دیگری که می‌توانیم از این تئوری داشته باشیم، این است که شاید در برخی از سهامداران جزء حداقل تعمق کافی برای انجام معاملات وجود ندارد. آنان خیلی بی‌محابا، سراسیمه و شتابزده وارد و خارج می‌شوند.

تئوری آخر، تئوری حجم معاملات است که روی حجم معاملات تاکید دارد. این تئوری به ما دیکته می‌کند که هرچه مقدار عرضه یا تقاضای سهم بالا می‌رود، از اهمیت آن در بازار سرمایه حکایت می‌کند، یعنی اگر بخواهیم بدانیم که سهم خوب و یا بد چیست؟ باید ببینیم که یک سهم چقدر در بازار مورد دادوستد قرار می‌گیرد. حتی برخی میانگین این دو و حتی جمع این دو را لحاظ می‌کنند، ولی در واقع، حجم و قیمت، دو پدیده بااهمیت در بازار هستند و به نظر می‌رسد که بیشتر علمای سرمایه‌گذاری بر این امر تاکید دارند که اگر کسی می‌خواهد یک سهم بخرد، صرفنظر از تمام دیدگاه‌ها و روش‌ها و تکنیک‌ها، حداقل باید ببیند که اگر قیمت بالا رفت، حجم قابل‌توجهی هم پشت این حرکت بوده یا نه.

رویه‌مرفته، اگر یک بورس هنوز جایگاه تئوریک مناسبی را پیدا نکرده باشد، قطعاً نمی‌تواند موفق باشد. البته بنده نمی‌خواهم قضاوت کنم که در بورس کشور هنوز تئوری‌ها جایگاه و پایه‌کافی ندارند، ولی واقعیت این است که بازار سرمایه ما هم هنوز به تئوری‌ها دست پیدا نکرده و بنابراین، زمان بیشتری نیاز داریم تا بتوانیم به یک چهره دقیقتر از بازار اوراق بهادار و بازار سرمایه دست پیدا کنیم. اما با شرایطی

که الان اشاره می‌کنم، ما در آن فضا نیستیم، یعنی شرایط فراراه بورس اجازه نداده است که بازار سرمایه در یک شکل تئوریک و اصولی و مبتنی بر فلسفه تشکیل بازار مالی جلوه‌گر شود. حال ببینیم که این شرایط چیست؟

اگر به دو صفحه که در یکی از روزنامه‌های صبح منتشر می‌شود، نگاه کنید، می‌بینید که چقدر سرمایه‌گذاری فیزیکی داریم. بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها در ساختمان، فعالیت‌های تجاری، واردات، صادرات، بازرگانی و بیمارستان است، یعنی کارهایی که نیاز عمومی مردم را تشکیل می‌دهند، یعنی جامعه ما حتی در در سرمایه‌گذاری هم در فاز اول باقیمانده است. فاز اول همان جایی است که خوراک، پوشاک، بهداشت و مسکن مطرح است. در هرکجا که بحث راجع به سرمایه‌گذاری است، یک نفر کار ارایه می‌کند و از نفر دوم سرمایه می‌طلبد. شما به آگهی‌ها مراجعه کنید و ببینید که اکثر آگهی‌ها یا سهام بیمارستان را می‌فروشند و یا مشارکت در امر پروژه مثلاً زمین مرغوب در تهران، یعنی دقیقاً در زمینه‌های اقتصاد واقعی است و به اقتصاد مالی کاری ندارند.

البته عرض کنم که ما درست در همینجا به اقتصاد مالی وارد می‌شویم. همین اسنادی که در اقتصاد واقعی تشکیل می‌شود، می‌تواند ردوبدل شود، به شرطی که بازار اولیه داشته باشیم، یعنی همین شخص که شرکت را تشکیل داده، سهام خود را در بازار اولیه خرید و فروش کند، ولی چون آن بازار را نداریم، آگهی می‌دهد و از طریق اعلان عمومی به مردم عرضه می‌کند. ولی همین نگاه نشان می‌دهد که ما در مقطع دارایی‌های واقعی هستیم و هنوز دارایی‌های مالی در بطن جامعه ما جای خود را باز نکرده و شاید تعدادی از مردم تصور غیر واقع‌بینانه‌ای از بورس دارند.

بورس ویرترین اقتصاد است و خوبان اقتصاد در این ویرترین جای می‌گیرند و شرکت‌هایی که در بورس می‌روند، بهترین‌های اقتصاد هستند و اگر اینها بد نشان بدهند، باید بگوییم وامصیبتا! اگر بازارهای مالی بتوانند نیازهای واقعی مردم را پاسخگو باشند (که

■ ■ ■

بازار سرمایه ما هنوز به تئوری‌ها دست نیافته است، یعنی شرایط فراراه بورس اجازه نداده است که بازار سرمایه در یک شکل تئوریک و اصولی جلوه‌گر شود.

■ ■ ■

اصلاً فلسفه وجودی‌شان هم همین است) باید بحث Win-Win مطرح شود، یعنی من که پول را برای خرید اوراق می‌برم، باید ببرم و شرکت هم از این تامین مالی به یک سرمایه بزرگ دسترسی پیدا کند و بازار هم تقویت شود، ولی می‌بینیم که در اینجا حالت Win-Win اتفاق نمی‌افتد و پول‌ها روانه می‌شود به سمت مسیرهایی که ممکن است انحرافی باشد.

بورس و متغیرهای اقتصاد ملی

در بحث متغیرهای اقتصاد ملی می‌خواهیم ببینیم که بورس تا چه میزان از جایگاه مناسب و درخور انتظار برخوردار شده است. در این زمینه توجه به ارقام مالیات پرداخته‌شده توسط شرکت‌های دولتی و میزان سرمایه‌گذاری آنها و وضعیت نقدینگی و حجم GDP و رقم صادرات و واردات جای تأمل دارد. مثلاً صادرات نفت و گاز ۳۶ میلیارد دلار بوده و واردات ۳۷ میلیارد دلار و تشکیل سرمایه در بورس ۳/۱۴ یا سه درصد از کل سرمایه ثابت کشور را نشان می‌دهد. بنابراین، جایگاه بورس معلوم است و نشان می‌دهد که رقم بسیار ضعیف است. حال اگر بخواهیم این وضع را با کشورهای دیگر مقایسه کنیم، جای تأمل بیشتری دارد، یعنی مقایسه و ارزیابی این اعداد به ما گوشزد می‌کند که بورس در اقتصاد ملی هنوز از توش و توان برخوردار نشده و رشد کافی نداشته است. بورس در اقتصاد ملی تنها در حد واردات یک سال کشور سرمایه جذب کرده است. تا زمانی که بازار سرمایه کشور ما نتواند از یک جایگاه قوی و منزلت بالاتر برخوردار شود، قطعاً ما نمی‌توانیم در مسیر توسعه و ترقی گام برداریم.

بخش قابل توجهی از بازار در اختیار

شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هولدینگ‌ها
است و کارگزاران هم اخیراً فعالتر شده‌اند.

بازیگران بازار سرمایه

حال اگر به شاخص‌های بیانگر رشد بورس نگاه کنیم، می‌توانیم بحث بازیگران بازار را مورد اشاره قرار دهیم و دریابیم که این بازیگران در این بازار چه نقش‌هایی را ایفا می‌کنند. ملاحظه می‌فرمایید که بخش قابل توجهی از بازار در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هولدینگ‌ها است. با اختیارات

جدیدی هم که در سال گذشته به کارگزاران داده شد و آنها می‌توانند تا سطح ۲۵ میلیون تومان وارد معاملات شوند، پس اینها هم نقش نسبتاً فعالتری را نسبت به گذشته در اختیار خود گرفته‌اند، ولی قطعاً قدرت عمل کارگزاران به اندازه شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیست و به این دلیل است که معاملات چرخشی در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری شکل گرفته است. از طرف دیگر، به علت نظارت بیشتری که بر بازار حاکم شده و در عین حال، افق نامطمئن فضای اقتصادی آتی، خودبه‌خود با یک نوع توقف در عملیات در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری روبرو هستیم.

در شرکت‌های اطلاع‌رسانی هم به‌طور غیررسمی معاملات انجام می‌شود. شرکت‌های اطلاع‌رسانی عملاً به نام اطلاع‌رسانی وارد بازار شده‌اند، ولی همین شرکت‌ها سیدگردانی کرده و تشکیل سید می‌دهند و در واقع، به نوعی یک کارگزاری در ارتباط با آنها قرار دارد و بنابراین، حق‌العمل دریافت می‌کنند.

در واقع، همه اینها به علاوه واسطه‌گران و دلالتان و پانسیونرها و واسطه‌گران غیررسمی، در بازار معاملات دست دارند.

موانع رشد بازار سرمایه در ایران

بحث موانع رشد، بحث اساسی ما است. آسیب‌ها و موانع زیادی در بازار وجود دارد که نمی‌توانیم از آنها ساده بگذریم. بازار با آسیب‌های متفاوتی روبرو است، یعنی شرایط و پدیده‌هایی که بازار را از نظم منطقی خارج می‌کنند. یکی از این آسیب‌ها، فروش‌ها و معاملات صوری یا معاملات چرخشی است، که بعضی اوقات اصطلاح "تنفس مصنوعی" برای آنها به کار برده می‌شود. آسیب دیگر، بحث ورود اطلاعات نهانی است که برخی با دستیابی به آنها می‌توانند سهامی را بخرند که با رشد قیمت خوب روبرو شود و یا به عکس سهامی را که در افت قیمت قرار دارد، خریداری کنند و با افزایش قیمت متناسب به فروش برسانند.

یکی دیگر از آسیب‌ها و مشکلات بازار، رشد غیرکیفی است. وقتی که شما به فیزیک بازار عنایت می‌کنید، می‌بینید که بازار از بُعد کمی رشد کرده، یعنی هیچ آگاه و صاحب‌نظر منصفی نمی‌تواند این نکته را نادیده بگیرد که بازار از بُعد کمی رشد کرده، ولی از لحاظ کیفی خیر. رشد کیفی چیست؟ رشد کیفی، یعنی توسعه سهامداری به میزان حداکثر، یعنی بتوانیم تعداد بیشتری از سهامداران و سرمایه‌گذاران جدید را

وارد بازار کنیم. من معتقدم که بالا بردن ارزش کل بازار، به اندازه بالا بردن تعداد سهامدار اهمیت ندارد. بورس باید در بطن جامعه اقتصادی ما رسوخ پیدا کند تا به یک نماد سرمایه‌سالاری تبدیل شود، به این معنی که هر کسی که پول زیادی دارد، وارد بازار شود و هر لحظه هم که اراده می‌کند، خارج شود.

در کشورهای گروه آسیای جنوب شرقی چرا بحران اتفاق افتاد؟ تحلیلگران معتقدند که پول‌های کلانی از سراسر جهان وارد این کشورها شد و سپس با تغییر سیاست‌های ارزی، این پول‌ها خارج شد و کشورها را دچار بحران کرد، بدین معنی که پول‌های بزرگ همواره در کمین فرصت‌ها هستند و هرگاه این فرصت را در داخل یا خارج کشور پیدا کنند، به مأمَن خود منتقل می‌شوند.

بنابراین، بحث اساسی این است که ما باید در مجموعه کامل و یا گسترده‌ای از عموم مردم اجازه ورود به بازار را بدهیم. الان اگر دو تا بانک دولتی و یا یک شرکت بزرگ مثل شرکت فولاد، وارد بازار شوند، ارزش بورس به صد میلیارد دلار می‌رسد. آیا توسعه این بازار در درون جامعه ۷۰ میلیونی هم به همین سادگی است؟ این کار فرهنگ‌سازی می‌خواهد. این کار حتی می‌تواند به صورت دستوری انجام شود، بدین معنی که اقتصاد دولتی دستور دهد که بانک باید به بخش خصوصی عرضه شود، ولی اگر این توسعه کمی در جهت گسترش تعداد سهامدار باشد، کار بسیار زمانبر و سنگین می‌شود، چون حرکتی کیفی است.

یک حرکت کیفی دیگر این است که وقتی یک نفر سهم یک شرکت را می‌خرد، در هر زمان بتواند روی آن یا وام بگیرد و یا بتواند آن را در یک بازار فرابورس معامله کند. اگر ما بازار بورس، یعنی بازار بیرونی بورس که حرکتی کیفی است، نداشته باشیم، دغدغه بسته‌بودن نماد شرکت‌ها می‌تواند برای سهامداران دغدغه‌ای جدی باشد.

علاوه بر این، بازار سرمایه نباید دست به اقداماتی بزند که خود را خلع‌سلاح کند، یعنی نباید به جامعه بیرون بازار امکان بدهد که با حیثیت بازار بازی کنند، مانند بحث شایعه‌پردازی که یکی از مشکلات این بازار شده است. در یک بازار که کنترل و نظارت کافی وجود داشته باشد، شایعه خنثا و خلع‌سلاح می‌شود، ولی بازار ما در مقابل شایعات نمی‌تواند از خود عکس‌العمل کافی نشان دهد. یکی دیگر از مشکلات ما، رشد غیرکیفی است.

دوینگ مالی، به معنای ارایه اطلاعات غیرواقعی است که قیمت سهام را بالا و یا پایین می‌برد و می‌بینیم که تعدادی از سهامداران ممکن است تحت تاثیر این اطلاعات غیرواقعی متضرر شوند. این واقعیت را باید در اینجا تاکید کرد که - برخلاف آنچه در افکار عمومی شایع است - بورس ما بیشتر از آن که از مسایل سیاسی لطمه می‌خورد، بیشتر از پدیده‌های اقتصادی آسیب‌پذیر است، یعنی از همان آفت‌های خاص بازار و اقتصاد ضربه می‌بیند و نه از بحث سیاسی. بحث آژانس بین‌المللی انرژی هسته‌ای بحثی است که مدت طولانی در جامعه ما مطرح است و به هر حال آثار خود را دارد و تصمیمات نهایی هم اتخاذ می‌شود و بحثی طولانی خواهد بود، ولی سرمایه‌گذار اصلاً به این بحث نمی‌اندیشد. او به واقعیت‌های اقتصادی که در درون اقتصاد مشاهده می‌کند، می‌اندیشد. باید قبول کنیم که در جامعه اقتصادی ما بخش عمده‌ای از مردم محافظه‌کار هستند و منتظر دیدن چهره‌های نامأنوس از یک بازار هستند و همین که چنین چهره‌ای را دیدند، سریعاً از بازار خارج می‌شوند. افراط و تفریط در قیمت، حرکت زیگزاگی و اکوردئونی بحثی است که الان دیده می‌شود، یعنی مرتب قیمت‌ها بالا و پایین می‌شود و برای بازار وضعی را ایجاد می‌کند که ناپایدار شود و همه فکر می‌کنند که چرا قیمت اینقدر بالا و پایین می‌رود؟ حرکت اکوردئونی و زیگزاگی حرکتی غیرمتعارف است، چون باید به تناسب شرایط اقتصاد این وضع تغییر کند، ولی قیمت‌ها مرتب بالا و پایین رفته و ممکن است که کسانی از این شکاف بهره ببرند و از این فرصت‌ها استفاده کنند. خود این وضع هم مشکلی است که بعضی‌ها آن را به نام بازار شانس نام می‌برند، یعنی ممکن است شما در یک جا وارد سهم شوید و بپرید، اما یک نفر دیگر وارد سهم شود و در همان دوره‌ای که شما در حال فروش هستید، نوسان منفی سرمایه او شروع شود، به این معنی که او بازنده است.

به‌طور کلی، بازار باید برنده - برنده باشد و هر کسی می‌خرد یا می‌فروشد، باید احساس برنده‌بودن داشته باشد.

علاوه بر این، مشکل دیگر بازار ما این است که در درون اقتصاد کشور ما فعال است و در این اقتصاد بسیاری از متغیرها را با کنترل‌های خاصی مهار کرده‌ایم و بعد انتظار داریم که این بازار چهره طبیعی

داشته باشد. این بازار نمی‌تواند منعکس‌کننده واقعیات اقتصادی باشد، در حالی که متغیرهای اثرگذار روی این بازار را به اشکال و انواع مختلف مهار کرده‌ایم. در هیچ اقتصادی یکباره گفته نمی‌شود که "ما نرخ بهره را می‌خواهیم به فلان قدر برسانیم". این حرکت، یک حرکت تدریجی و عملی است، حرف‌درمانی نیست، یعنی باید در عمل اتفاق بیفتد و همه پدیده‌های اقتصاد تحقق این نرخ را عملی کنند. یکدفعه که نمی‌توانیم یک رژیم لاغری خاص برای بعضی متغیرها به کار بگیریم، بدون آن که به بقیه متغیرها دست بزنیم! وقتی در بیرون بازار سرمایه شما شاهد این تحولات هستید، پس چطور انتظار دارید که این بازار بتواند چهره اصولی و واقع‌بینانه نشان دهد؟

چشم‌انداز بازار سرمایه در ایران

یکی از چشم‌اندازهای بازار، لایحه جدید است. در لایحه جدید، نقاط قوت قابل توجهی دیده می‌شود: یک بازار اولیه به‌وجود می‌آید و خیلی از نیازها را این بازار برطرف می‌کند. ارکان بازار هم دستخوش تغییر شده، یعنی چهره‌ای به نام دبیرکل در این مجموعه نخواهد بود و یک تیم کارشناسی و تجربی قوی این بازار را هدایت خواهد کرد. یکی دیگر از نکات لایحه هم مجازات و تخلفات است که یک نقطه قوت بشمار می‌رود. چشم‌انداز دیگر بحث قانونمندی‌های آزمون و خطا می‌باشد. به‌نظر می‌رسد که بازار به این نکته رسیده است که چون بازاری بلندمدت است، لذا باید راهبرد و استراتژی بلندمدت را در اداره بازار به کار بگیرد.

بحث دیگر، بحث تفکیک سیاستگذار و مجری است. الان سیاستگذار و مجری یکی است، یعنی شورای بورس در واقع خودش سیاستگذاری و تصویب می‌کند و خودش هم اجرا می‌کند، در حالی که در اینجا باید دو مجموعه متفاوت وجود داشته باشند تا یک سیستم نظارتی فعال دایره و ایجاد شود.

از طرف دیگر، با توجه به این که ایران به عنوان عضو ناظر WTO پذیرفته شده، به نظر می‌رسد که جامعه به سمت شرکت‌های صادرات‌محور تغییر جهت می‌دهد، یعنی جامعه سرمایه‌گذار در کشور ما در حال یک بازبینی نسبت به بازار سرمایه است، یعنی ما یک دوره گذار را پشت سر می‌گذاریم و با توجه به تحولات جدیدی که در اقتصاد داخلی و جهانی در حال شکل‌گیری است، جامعه سرمایه‌گذاری داخلی هم راجع به این بازار با دید گذشته نمی‌تواند حرکت کند. ■