

دومین میهمان ماه، ماهنامه روند اقتصادی
دکتر حیدر پوریان مدیر و سردبیر ماهنامه اقتصاد ایران است



گفت و گو با حیدر پوریان درباره بازار سرمایه در ایران

قانونی که باید دوباره آن را خواند

شورای بورس پیشنهاد کند.

در واقع یکی از مهم ترین وجوه تمایز قانون جدید، با قانون قدیم در نظر گرفتن سازوکار لازم برای ابزارسازی و به کارگیری آن در معاملات اوراق بهادار است اگر از این منظر کلی تر به موضوع نگاه کنم وجه تمایز اصلی قانون جدید و قانون قدیم را می توان در تعریف سازوکار بازار اولیه در قالب قانون جدید بازار اوراق بهادار یافت. چنان که می دانید قانون قدیم فقط به بازار ثانویه و معاملات ثانویه اوراق بهادار اشاره داشت و تعریفی درباره بازار اولیه ارائه نمی داد.

خوشبختانه قانون جدید، به مفاهیم بازار اولیه هم توجه دارد، در اینجا باید دقت کنیم که ابزارهای مالی ابتدا برای عرضه در بازار اولیه تعریف می شوند، البته در مرحله بعد عمده این ابزارها را می توان در بازار ثانویه نیز به گردش انداخت.

ابزارهای قابل مبادله

هر چند، قانون جدید، وظیفه ابزارسازی را به شورای بورس تفویض کرده، اما در عین حال قانونگذار، برای شمارش و احصاء ابزارهای مالی قابل عرضه در بازار اوراق بهادار لزومی ندیده است. منتهی در این قانون برخی ابزارهای مهم مالی اشاره و تعریف مشخصی از آن ها ارائه شده است. مهم ترین موضوع مورد اشاره در قانون جدید ارائه یک تعریف دقیق از مفهوم "اوراق بهادار" است. طبق این تعریف، شورای بورس وظیفه دارد "اوراق بهادار" قابل معامله در بورس ها را تعیین و اعلام کند. علاوه بر این، "بازار ابزار مشتقه" شامل اوراق اختیار معامله و معاملات آتی نیز تعریف شده است. البته در

نویسندگان قانون بازار اوراق بهادار، انجام داده است. در عین حال تلاش شده در تنظیم این گفتار به شکل مقاله، ساختار روایی آن حفظ شود.

امور مالی و مدیریت منابع مالی علم جدیدی است که از ۵۰ سال پیش در دنیا به وجود آمده و توسعه یافته، ولی در نیم قرن گذشته همواره اقتصاد ایران و مسئولان آن نسبت به این مهم بی توجه بوده اند و اتفاقاً از همین منظر لطمه های بسیاری بر ما وارد آمده است. در بارزترین وجه آن می بینیم که آمریکایی پیش از اعمال هرگونه تحریم اقتصادی، برای تحریم مالی ایران از طریق فشار وارد آوردن بر بانک های ژاپنی و اروپایی اقدام کرده است، این موضوع نشان می دهد ما از مقوله مالیه (Finance) سال هاست غافل مانده ایم. قانون جدید بازار اوراق بهادار، امکان برون رفت از این غفلت ۵۰ ساله را برای ما فراهم آورده، و حوزه طراحی ابزارهای مالی جدید فقط بخش کوچکی از این امکانات است.

در ادامه تلاش می کنیم با بررسی جوانب مختلف مندرج در قانون جدید بازار اوراق بهادار به بررسی بخش مرتبط با طراحی ابزار مالی جدید برای بورس تهران بپردازیم.

قانون جدید بازار اوراق بهادار، وظیفه ابزارسازی در بازار سرمایه را برعهده شورای بورس و اوراق بهادار نهاد، به طوری که بند ۴ از ماده ۴ این قانون، تصویب ابزارهای مالی جدید از جمله وظایف شورای بورس اعلام کرده است. طبق قانون جدید، سازمان بورس نیز وظیفه دارد، با بررسی سازوکارهای مربوط، ابزار جدید مالی به کار گرفته شده در دنیا را شناسایی کند و آن ها را با موازین شرعی مطابقت دهد و در نهایت به شکل آیین نامه به

زمستان ۸۵ مصادف است با چهل سالگی بورس تهران ۴۰ سال پیش با تصویب قانون تشکیل بورس اوراق بهادار، نخستین بازار متشکل سرمایه در ایران شکل گرفت. اما چهار دهه زمان لازم بود تا در پی فراز و نشیب های فراوان، قانون جدید متناسب با شرایط روز اقتصاد ایران برای بازار سرمایه طراحی شود. قانون جدید بازار اوراق بهادار آذرماه سال ۸۴ پس از تایید نهایی شورای نگهبان، برای اجرای به دولت ابلاغ شد. اما با وجود گذشت یک سال از تصویب قانون، تاکنون شورای بورس و مراجع ذی ربط سرعت چندانی در اجرای آن و برقراری ارکان مدنظر قانون جدید نداشته اند. در این میان ابزارسازی و فراهم کردن تمهیدات لازم مالی بیش از سایر موضوعات مورد غفلت واقع شده است.

دکتر حیدر پوریان، که در طول ۱۳ سال گذشته همواره به عنوان محور نگارش پیش نویس ها و متن های پیشنهادی برای قانون جدید بازار اوراق بهادار در کمیته های مختلف کاری و کارشناسی حضور داشته، در گفتار پیش رو تلاش دارد با بررسی تبعات چنین غفلتی، عمق تاثیرگذاری قانون جدید را - در صورت اجرای کامل و طراحی ابزارهای نوین - توضیح دهد. دکتر پوریان در این میان با مدد گرفتن از بحث داغ این روزهای محافل اقتصادی، یعنی بودجه سال ۸۶ بحث را به حوزه طراحی و غرضه اوراق بهاداری موسوم به اسناد خزانه می کشاند و از طریق این بررسی موردی توانایی ها و ظرفیت های قانون جدید بازار اوراق بهادار را برای تصمیم سازان بازار سرمایه بازمی نمایاند. توضیح آن که این مقاله در واقع برگرفته از گفت و گویی است که ماهنامه روند اقتصادی با دکتر حیدر پوریان، از

کاهش ریسک

با اینکه اوراق سهام ابزار مناسب و مطلوبی در بازار سرمایه به حساب می آید، در عین حال بازده سهام، نوعی "بازده باقی مانده" است، به این ترتیب پس از آن که تمام بازده های سایر اوراق بهادار پرداخت شد و هزینه هایی چون حقوق و دستمزد و نظایر آن کسر شد، بازده سهام شناسایی می شود. بنابراین ریسک سرمایه گذاری در سهام بالاست. در حالی که مدیران بازار سرمایه و شورای بورس باید با تکیه بر نص صریح قانون جدید بازار اوراق بهادار، به سمت طراحی اوراق بهادار جدیدی حرکت کنند که بتواند ریسک سرمایه گذاری را کاهش دهند. یکی از مهم ترین انواع این اوراق بهادار، اوراق بدهی است. شورای بورس می تواند ابزارهای متعددی را در قالب اوراق بدهی - مثل اوراق مشارکت - طراحی کند و به این ترتیب اجازه دهد برخی متقاضیان سرمایه گذاری از ریسک بالای اوراق سهام به سوی اوراق کم ریسک تری نظیر اوراق بدهی فرار کنند. اسناد خزانه نیز همچون اوراق مشارکت، در قالب همین اوراق بدهی تعریف می شوند.

سابقه انتشار

اسناد خزانه در پیش از انقلاب در بورس تهران عرضه می شد، البته حجم آن نسبت به حجم اقتصاد ایران در حال حاضر چندان بالا نبوده است. مبادله این اسناد پس از انقلاب به دلیل شائبه روی بودن آن به حال توقف درآمد. پیش از انقلاب قانون و قاعده مشخصی برای مبادله اسناد خزانه به تصویب رسید و این قانون هم اکنون موجود است. پیشنهاد من این است که با یک مطالعه سریع، بخش مربوط به مبادله اسناد خزانه بلندمدت را فعلاً و تا زمان حل مسائل شرعی آن معلق کنیم، ولی بخش مربوط به مبادله اسناد کوتاه مدت ترا که می تواند عصای دست دولت، برای اجتناب از استقراض از بانک ها برای تامین کسری بودجه، باشد، احیاء کنیم. با استفاده از این اسناد، دولت می تواند، به طور مستقیم از جامعه استقراض کند. به این ترتیب استقراض دولت و تلاش آن برای تامین کسری بودجه برپایه پولی و در نهایت تورم اثر مستقیم بر جای نخواهد گذاشت. وقتی دولت با استفاده از اسناد خزانه نرخ تورم را پایین می آورد، به تبع آن نرخ تنزیل این اسناد نیز کاهش می یابد، بنابراین مشاهده می کنید که سود انتشار این خزانه یک سود دو طرفه برای مردم و دولت به همراه می آورد ضمن این که می توان امیدوار بود مسائل مالی دولت، به شکلی روان تر پیگیری شود. حتی در این چارچوب برخی مشکلات نظیر افزایش

اسناد خزانه می تواند ابزار لازم را برای اصلاح ساختار اداره خزانه در اختیار خزانه دار کل کشور قرار دهد

مداوم حقوق کارکنان دولت در آغاز هر سال برای جبران تورم دیگر وجود نخواهد داشت. از طرف دیگر اکنون خزانه دار دولت در حال حاضر به ارقام بودجه به عنوان یک تنخواه می نگرند و همین موضوع موجب می شود در زمان کسری، خزانه دار از بانک ها برای تامین منابع مورد نیازش استقراض کند. خزانه دار اگر هم بخواهد این نگاه را تغییر دهد، ابزار مالی لازم را برای تغییر شرایط در اختیار ندارد. اسناد خزانه می تواند ابزار لازم را برای اصلاح ساختار اداره خزانه در اختیار خزانه دار کل کشور قرار دهد.

پشتوانه اسناد خزانه

در دنیا معمولاً اسناد خزانه را به پشتوانه اعتبار دولت ها منتشر می کنند، چنان که در ایران درآمدهای نفتی و مالیاتی و نظایر آن را می توان پشتوانه اسناد خزانه به حساب آورد. بنابراین در یک شکل کار، اسناد خزانه می تواند به پشتوانه کل اعتبار دولت منتشر شود و در شکل دیگر، برای پروژه های خاصی هم می توان اسناد خزانه منتشر کرد.

راهکار عملی

بررسی های این جانب نشان می دهد، در شرایط فعلی می توانیم برای رعایت مسائل شرعی اسناد خزانه کوتاه مدت بدون بهره را منتشر کنیم. یعنی می توانیم اسناد خزانه ای منتشر کنیم که در بازار با تنزیل از قیمت اسمی مورد مبادله قرار گیرد. منظور این است که دولت، قیمت اسمی برای اسناد خزانه تعیین می کند، مثلاً اسناد خزانه یک ساله ای را با قیمت اسمی مشخص منتشر می کند، که این اسناد می تواند در بازار به مردم و فعالان بخش خصوصی با تنزیل به فروش برسد، مثلاً اگر قیمت اسمی اسناد خزانه کوتاه مدت دولت، یک هزار تومان تعیین شد، این اسناد می تواند در بازار ۹۵۰ تومان

دادوستد شود. اختلاف ۵۰ تومان می تواند، به عنوان بازده خریداران اسناد تلقی شود. به این ترتیب اگر شورای بورس با توجه به شرایط ذکر شده مجوز صدور اسناد خزانه را صادر کند، بخش اعظم کسری بودجه ۱۰۰ هزار میلیارد ریالی دولت از این طریق قابل تامین خواهد بود. در صورت لزوم، این ابزار در عین حال که دست دولت را برای اجرای اهدافش بازمی گذارد، از بی انضباطی های رایج در بودجه دولت جلوگیری می کند. به عنوان مثال در شرایط امسال که دولت متمم های زیادی را بر بودجه به مجلس ارائه داد، می توانست، در نیمه دوم سال از طریق انتشار اسناد خزانه کوتاه مدت مثلاً سه مامه بدون بهره، منابع خود را تامین کند.

بازار ثانویه

چون اسناد خزانه به ترتیبی که گفته شد، به صورت تنزیل و با سررسید مشخص منتشر خواهند شد حتماً باید بازار ثانویه ای ویژه خود داشته باشند. بازار ثانویه معاملات اسناد خزانه می تواند بورس اوراق بهادار باشد. با توجه به مزایایی که برشمرده شد، و با در نظر گرفتن امکانات قانونی تصریح شده در قانون جدید بازار اوراق بهادار، بر من معلوم نیست چرا شورای بورس و سایر تصمیم سازان بازار سرمایه و اقتصاد ایران از طراحی ابزارهای مالی مفیدی نظیر اسناد خزانه غفلت می ورزند. در حالی که انتشار اسناد خزانه به صورت تنزیل، ابداع تازه ای در بازار سرمایه خواهد بود که می تواند بخش بزرگی از مشکلات دولت را حل کند و بودجه های سالانه را تحت ضوابط و چارچوب های دقیقی منضبط کند.

تاثیر اسناد خزانه بر تورم

با یک حساب سرانگشتی می توان گفت، رشد حجم نقدینگی در سال گذشته ۳۰ درصد بوده، حدس ما این است که ۱۵ درصد از کل این رشد حجم نقدینگی به دلیل کسری بودجه دولت پیش آمده است. به این ترتیب می توانیم از طریق جبران کسری بودجه با انتشار خزانه ۱۵ درصد از رشد حجم نقدینگی را جبران کنیم.

آسیب شناسی

وقتی از حوزه تاثیر ابزارهای مالی بر اقتصاد صحبت می شود باید توجه داشته باشیم، عملکرد این اوراق و بازیگران بازار این اوراق باید بسیار شفاف باشد و در این حوزه ها الزامات خاصی، همواره مدنظر قرار گیرد. بنابراین وقتی از صدور اسناد خزانه کوتاه مدت سخن می گوئیم اصلاً منظورمان این نیست که این اسناد به

هر عرضه کننده دیگر اوراق می طلبد. در این شرایط دو خطر عمده یا مشکل اطلاعاتی بازار اوراق بهادار را تهدید می کنند: نخستین مشکل را با نام "انتخاب نامطلوب" می شناسیم. بر این اساس دولت باید برای هر طرح خود و قبل از جذب منابع گزارش کاملی از پروژه مدنظر، برای اطلاع سهامداران ارائه دهد تا بی اطلاعاتی احتمالی سرمایه گذاران به انتخاب نامطلوب منجر نشود. مسئله دیگر با عنوان "خطر اخلاقی" شناخته می شود. بر این اساس صادرکننده اوراق بهادار باید به طور مرتب پس از جذب منابع به سرمایه گذاران گزارش دهد تا ریسک های آنها را افزایش ندهد.

توپ در زمین شورای بورس

با توجه به قانون جدید بازار اوراق بهادار، توپ در زمین شورای بورس است، اکنون کشور در حوزه ابزارهای مالی با خلاء مواجه است. تصمیم سازان بازار سرمایه باید به سمت متنوع کردن ابزارهای قابل مبادله در این بازار حرکت کنند، زیرا همان طور که توضیح داده شد، سرمایه گذاری در اوراق سهام ریسک بالایی دارد و شورای بورس وظیفه دارد با استفاده از امکانات قانون جدید، ابزارهای مالی جدید را برای کاهش ریسک بازار و سرمایه گذاران طراحی کند. دولت با همه مشکلاتش، همواره بهترین صادرکننده، اسناد خزانه است، زیرا با توجه به درآمدهای نفتی و مالیاتی و سایر موارد، در بازپرداخت این اسناد دچار مشکل نخواهد شد و سرمایه گذاران نسبت به این موضوع اطمینان کامل دارند. بنابراین انتشار اسناد خزانه می تواند به عنوان گام نخست در طراحی ابزار مالی در قالب قانون جدید بازار اوراق بهادار تلقی شود.

دانش فنی و وزارت خزانه داری

در اینجا اذعان دارم شاید دانش لازم برای اجرای پروژه انتشار اسناد خزانه- حتی در صورت صدور مجوز شورای بورس- نزد خزانه داری ما موجود نباشد. بر این اساس حتی شاید لازم باشد، وزارت خزانه داری سرانجام در ایران شکل گیرد. وزارت خزانه داری در همه جای دنیا وظیفه رسیدگی به امورات مالی دولت را برعهده دارد. برای مثال موضوع پرداخت حقوق کارکنان دولت، که اخیراً به وزارت اقتصاد واگذار شده، اساساً کار وزارت خزانه داری است.

تاسیس یک وزارتخانه مستقل و منضبط خزانه داری با دانش فنی بالا، به ویژه در حوزه انتشار اوراق بهادار، از نیازهای ضروری اقتصاد ایران است. این اقدام می تواند بسیاری از مشکلات و مسائل را حل کند. ●

فعالیت هایش طیف وسیعی از اقدامات نظیر پرداخت حقوق و دستمزد کارکنان، اجرای طرح های عمرانی خرید و ساخت تسلیحات نظامی را در برمی گیرد. بنابراین دولت، هم در فعالیت های جاری و در هم حوزه های سرمایه ای دخالت دارد. بنابراین صدور اوراق بهادار صنعتی در زیرمجموعه های دولت نظیر بانک صنعت و معدن، ایدرو و ایمیدرو نظایر آن به عنوان ابزاری نوین می تواند در دستور کار شورای بورس قرار گیرد. طبق قانون جدید شورای بورس می تواند اجازه صدور اوراق تامین مالی بخش کشاورزی را به نهادهایی نظیر بانک کشاورزی اعطا کند. در کنار آن اوراق تجاری، اوراق شهرداری ها و اوراق مشابه این ها از قابلیت طراحی و تصویب در شورای بورس برخوردارند. حتی خدای ناکرده در صورت وقوع جنگ، دولت ها می توانند اوراق بهادار جنگ" صادر کنند. توضیح دهم اوراق جنگ نمونه خارجی داشته است، البته باید تاکید کنیم تا زمانی که دل مردم با دولت همراه است، اوراقی چون "اوراق بهادار جنگ"، تامین مالی می شود. به عنوان مثال، در زمان جنگ ویتنام بسیاری از ناوازیان از جنگ ویتنام اوراق بهاداری را که به بهانه جنگ خریداری بودند به نشانه اعتراض به دولت وقت آمریکا در مقابل رسانه ها سوزاندند. برخی نیز برای بازپس گیری آن به دولت فدرال آمریکا فشار آوردند.

البته انشاءالله اعتماد مردم ایران به دولتشان همواره پابرجاست، ولی باید در نظر داشته باشیم بازار اوراق بهادار، بازاری خاص و حساس است. این بازار ارتباط جمعی را بین مردم که فعلاً از قدرت خریدشان صرف نظر می کنند و اوراق بهادار می خرند با دولت یا

ابزاری تازه در دست دولت تبدیل شود که هر سال با انتشار آن حیف و میل ها و بی انضباطی هایش را در قالب آن ببخشاند، زیرا به محض وقوع این اتفاق، مردم و سرمایه گذاران، به اسناد خزانه، اعتماد نخواهند کرد. چنان که در مورد اوراق مشارکت، مردم واکنش منفی نشان دادند و شرایط موجود نشان می دهد، اعتماد مردم به این اوراق تا حد زیادی سلب شده است.

در این شرایط نرخ تنزیل اسناد خزانه به عنوان معیاری برای میزان اعتماد مردم و سرمایه گذاران به دولت و سیاست های اقتصادی اش عمل خواهد کرد. و نشان می دهد، دولت تا چه حد منضبط و شفاف عمل می کند.

کسری بودجه

در اینجا متاسفم که دیگر هیچ کس نه در مجلس، نه در دولت و حتی نه در میان کارشناسان، درباره کسری بودجه و اثرات منفی آن سخن نمی گوید، در حالی که مجلس می تواند مثل سایر مجالس دنیا در زمان تصویب و بررسی بودجه سالانه، میزان کسری بودجه را هر سال از داخل ردیف ها، استخراج کند و به عنوان یک گوشزد انضباطی، سقف منابع استقراض را در قالب اسناد خزانه قابل انتشار، برای دولت تعیین کند.

در شرایط فعلی نوعی ازدحام مالی به وجود آمده که جذب منابع مالی را برای بخش صنعت و فعالان اقتصادی دشوار ساخته است. دولت ابتدا با تزریق منابع بانکی و نقدینگی حجم نقدینگی را افزایش می دهد در مرحله بعد سعی می کند، بی انضباطی به وجود آمده را از طریق انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جبران کند، در حالی که می تواند از همان ابتدا با انتشار اسناد خزانه ضمن جلوگیری از بی انضباطی های مالی رایج در شرایط فعلی، منابع مورد نیاز خود را هم تامین کند.

در این شرایط دیگر بانک مرکزی نباید در بازار اوراق مشارکت به عنوان صادرکننده اوراق وارد شود، زیرا بانک مرکزی با چنین بازاری تضاد منافع دارد. ضمن این که هدف اولیه از طراحی ابزاری به نام اوراق مشارکت، تامین مالی بخش خصوصی بوده است. اما هم اکنون بانک مرکزی به نام طرح های عمرانی اوراق مشارکت دولتی منتشر می کند، در حالی که اصلاً نیازی به دروغ گفتن نیست، دولت می تواند خیلی شفاف و منضبط با انتشار اسناد خزانه مشکلا خود را برطرف کند.

ابزار مالی و تحریم

اسناد خزانه به طور کل، ابزار مالی بسیار مهمی است که در اختیار حکومت قرار می گیرد. همان طور که می دانید دولت نیازها و فعالیت های متنوعی دارد و

مجلس می تواند میزان کسری بودجه را هر سال از داخل ردیف ها، استخراج کند و به عنوان یک گوشزد انضباطی، سقف منابع استقراض را در قالب اسناد خزانه قابل انتشار، برای دولت تعیین کند