



دکتر علی سنگینیان



دکتر علی حسینی



دکتر حسن قالیباف اصل



دکتر بهروز خدارحمی



روح‌اله میرصانعی



سید محمد هاشمی نژاد

عکس‌ها: حسن کریمی

سر دار خالدي  
معصومه طاهر خانی

## در میزگرد تخصصی ماهنامه بورس صورت گرفت واکاوی بسته پیشنهادی وزیر یازدهم برای بازار سرمایه

«اکنون توازن بین بازار پول و سرمایه یک اولویت است. بازار پول و سرمایه همانند دو بال برای حرکت اقتصاد عمل می‌نمایند. بنابراین، این دو بال باید هماهنگ عمل نمایند.» این دیدگاه بخشی از برنامه‌های دکتر علی طیب‌نیا، وزیر اقتصاد دولت یازدهم را برای توسعه بازار سرمایه بیان می‌کند. وی در بسته پیشنهادی ۱۴ بندی خود در خصوص بازار سرمایه، بر تقویت نقش و سهم این بازار در تامین مالی تاکید کرده و معتقد است: «اکنون بیشتر بار نظام اقتصادی بر دوش بازار پول قرار دارد و بازار سرمایه که توسعه آن نشانه کارایی اقتصاد است، از جایگاه مناسبی در اقتصاد برخوردار نیست». سکندار اقتصادی دولت یازدهم به صراحت از ضرورت ایجاد توازن میان بازارهای پول و سرمایه سخن گفته و در ۱۴ بند، راهکارهای تقویت بازار سرمایه را نیز مورد توجه قرار داده است. وی در عین حال سرفصل‌های پیشنهادی خود را برای سایر حوزه‌های مالی زیر مجموعه وزارت اقتصاد، نظیر نظام بانک و بیمه، نظام مالیاتی، خصوصی سازی و حوزه سرمایه گذاری خارجی نیز تدوین و منتشر کرده است. نظر به اهمیت تحلیل و بررسی برنامه‌های پیشنهادی وزیر، ماهنامه بورس میزگردی را با موضوع «تحلیل برنامه‌های وزیر اقتصاد برای توسعه بازار سرمایه» با حضور نمایندگان بخش‌های مختلف بازار سرمایه برگزار کرد. در این نشست دوونیم ساعته، دکتر «علی حسینی»، عضو هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به نمایندگی از نهاد ناظر؛ دکتر «حسن قالیباف اصل»، مدیر عامل شرکت بورس اوراق بهادار تهران به نمایندگی از نهاد های اجرایی بازار؛ دکتر «علی سنگینیان»، مدیر عامل تامین سرمایه امین به نمایندگی از شرکت های تامین سرمایه؛ دکتر «بهروز خدارحمی»، دبیر کل کانون نهاد های سرمایه گذاری ایران به نمایندگی از نهاد های مالی و شرکت های سرمایه گذاری و «روح‌اله میرصانعی»، دبیر کل کانون کارگزاران به نمایندگی از کارگزاران و سید محمد هاشمی نژاد، مدیر توسعه فرهنگ سرمایه گذاری و سردبیر ماهنامه بورس، شرکت داشتند. متن کامل این میزگرد در ادامه می‌آید:

مشاور



۱۰ تا ۱۲ سال است. این ثبات مدیریت امکان توسعه بنگاه را به مدیر می دهد و مدیر بر حسب نیاز اقدام به عرضه سهام و تأمین مالی می کند. در حالی که ما در کشورمان کمتر شاهد ثبات مدیریت و روحیه مشارکت پذیری در تأمین مالی و مدیریت بنگاه ها هستیم.

شرط دوم تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، با قاطعیت عرض می کنم اگر شفافیت در بازاری وجود نداشته باشد آن بازار بعد از مدتی از هم می پاشد، چرا که در چنین فضایی همه می خواهند به منافع خودشان فکر کنند. وقتی شفافیت نیست زمینه و امکان اینکه افراد از راه های غیر متعارف در رقابت برنده شوند، بیشتر می شود. این امر در میان مدت باعث فروپاشی و از هم گسیختگی بازار می شود.

بنابراین، شفافیت اصلی مقدس است که همه باید از آن مراقبت کنند و این موضوع در احکام دینی ما هم آمده است. حضرت علی (ع) می فرماید: «مردم هر جا که دچار تردید شوند، برمی گردند.» ما در حرفه خودمان، «تردید» را «عدم تقارن» اطلاعاتی می گوئیم. اگر عدم تقارن رخ دهد، سرمایه گذاران از آن سهم خاص برمی گردند. نتیجه اینکه اگر کسی می خواهد از بازار سرمایه

در بازار سرمایه، پس انداز کننده و کسی که تأمین مالی می کند به صورت مستقیم با هم ارتباط دارند و واسطه ای وجود ندارد، در نتیجه هم زمان و هم هزینه تأمین مالی، خیلی کمتر است

فرا بورس شرکت هایی هستند که با وجودی که به دنبال منابع مالی جدید هستند ولی حاضر نیستند حتی ۱۰ سهم شرکت را به مردم بدهند و خوب قطعاً چنین مدیرانی نمی توانند در بازار سرمایه تأمین مالی انجام دهند. اخیراً در جایی مطالعه می کردم که مثلاً ۱۰۰ درصد سهام ۲۰ شرکت برتر اروپا شناور (Float) است. همچنین ۸۰ درصد سهام ۲۰ شرکت برتر آمریکا شناور است. در چنین بازارهایی، تأمین مالی به راحتی اتفاق می افتد و مدیران حرفه ای به مدیریت بنگاه ها می پردازند. با نگاهی به بازارهای بین المللی می بینیم که بدون استثناء، مدت تصدی مدیران عامل حدود

یکی از مهمترین سرفصل های پیشنهادی وزیر اقتصاد، برقراری توازن میان بازارهای پول و سرمایه است. به نظر شما چگونه می توان با برقراری تعادل میان این دو بازار، سهم بازار سرمایه را در تأمین مالی افزایش داد؟

دکتر حسینی: در ابتدا از ماهنامه بورس برای برگزاری این جلسه تخصصی، قدردانی و تشکر می کنم. اصولاً تأمین مالی با بازار سرمایه عجیب شده و اولین چیزی که در این بازار مطرح است، تأمین مالی است. اما در این میان توجه به چند نکته حائز اهمیت است. نخست اینکه در شبکه بانکی یا بازار پول عمدتاً گرایش به سمت تأمین مالی کوتاه مدت است. اما بازار سرمایه این امکان را فراهم می کند که بنگاه ها بتوانند به صورت بلندمدت از این بازار، تأمین مالی کنند. تأمین مالی بلندمدت یک مزیت برای بازار سرمایه به شمار می رود. مطلب دیگر این که چون در بازار سرمایه، پس انداز کننده و کسی که تأمین مالی می کند به صورت مستقیم با هم ارتباط دارند و واسطه ای وجود ندارد، در نتیجه هم زمان و هم هزینه تأمین مالی، خیلی کمتر است. هم اکنون در بورس و

هر کدام بر حسب ضرورت، نقشی را در توسعه و رشد اقتصاد ملی بر عهده دارند. حضور این دو بازار در اقتصاد کشور همانند دو بال یک پرنده و به صورت مکمل عمل می‌کنند. تأمین مالی باید به صورت رقابتی و شفاف باشد تا بتواند به توسعه کشور منتج شود. ما خیلی وقت‌ها تأمین مالی انجام می‌دهیم، ولی تخصیص درستی انجام نمی‌دهیم، چرا که موضوع مهم‌تر از تأمین مالی، نحوه تخصیص آن است. برای تخصیص درست نیز نیازمند شفافیت در تأمین مالی و رقابت هستیم. هر بازاری که رقابتی باشد مطمئناً بحث تخصیص منابع در آن بهتر انجام می‌شود. آمار سازمان خصوصی‌سازی نشان می‌دهد بیش از ۷۵ درصد واگذاری‌ها از طریق بازار سرمایه انجام شده که این موضوع بیانگر پتانسیل بالای بازار سرمایه برای تأمین مالی است. هم‌چنین مطابق آماري که فدراسیون جهانی بورس‌ها منتشر کرده، بخش زیادی از تشکیل سرمایه از طریق بازار سرمایه انجام می‌شود که ما با این آمار فاصله زیادی داریم. ولی از سوی دیگر این نشان می‌دهد که بازار سرمایه می‌تواند نقش زیادی را در تأمین مالی داشته باشد. تأمین مالی در بازار سرمایه، مزیت‌هایی دارد که باعث می‌شود هم‌بناگاه اقتصادی و هم‌عرضه کنندگان تأمین مالی بتوانند از این مزیت‌ها و ویژگی‌ها استفاده کنند. خلاقیت و نوآوری جزء جدایی‌ناپذیر بازار سرمایه است که به طور عمده از سوی مؤسسات تأمین سرمایه و در قالب تعریف ابزارها و روش‌های جدید انجام می‌شود. در بازار پول عمده‌تاز ابزار بدهی استفاده می‌شود، ولی در بازار سرمایه علاوه بر این، می‌توان از ابزار سرمایه و بعضاً ابزار دوگانه بدهی - سرمایه، استفاده کرد. هم‌چنین سررسیدهای مختلف که کمک می‌کند هم‌ناشر بر اساس نیازش بتواند از این ابزار استفاده کند هم سرمایه‌گذار بتواند بر اساس سلیقه‌اش در این بازار مشارکت کند. مزیت بعدی، نقدشوندگی است که می‌تواند تأمین مالی را تسهیل کند. در حال حاضر، بین ریسک و نرخ سودی که برای تأمین مالی در نظر گرفته می‌شود، ارتباط وجود ندارد. در حالی که در نظام نوین تأمین مالی، این ارتباط باید وجود داشته باشد. به این معنا که وقتی یک بنگاه اقتصادی می‌خواهد تأمین مالی انجام دهد، نرخ تأمین مالی با ریسک آن متناسب باشد اگر بخواهیم به سمت نظام نوین تأمین مالی حرکت کنیم، باید ارتباط منطقی میان نرخ و ریسک تأمین مالی را برقرار کنیم. تلاش‌هایی هم در سازمان بورس انجام شده که مؤسسات

کمک‌کننده «اوراق بدهی» است. هم‌اکنون مسیری که شرکت‌های پذیرفته شده بورس برای اخذ تسهیلات در بازار پول طی می‌کنند، بسیار سخت و طاقت‌فرسا است که این امر می‌تواند با حضور موسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه، کوتاه شود. اگر این قبیل موسسات به بازار ورود پیدا کنند، می‌توانند درجه اعتبار و ریسک شرکت‌ها را محاسبه و مورد سنجش قرار دهند. در مجموع معتقدم استفاده از «اوراق بدهی» و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و بهره‌گیری از موسسات رتبه‌بندی می‌تواند سهم بازار سرمایه در تأمین مالی را افزایش دهد. در خصوص اوراق بهادار سرمایه‌ای هم تسهیل شرایط در افزایش سرمایه‌ها و ایجاد بازارها با درجه شفافیت کمتر می‌تواند کارساز باشد. بازار سرمایه قطعاً به شفافیت نیاز دارد، چون نبود شفافیت، اطلاعات نهانی ایجاد می‌کند. وجود اطلاعات نهانی هم فعالیت سرمایه‌گذاری را به نفع و به ضرر برخی سهامداران دیگر تغییر می‌دهد.

■ بنابراین شما معتقدید ضوابط و قوانین موجود باید تا حد زیادی تسهیل شود و از سوی دیگر در بازارها نیز از شفافیت کم‌به‌زیاد حرکت کنیم. آقای دکتر قالیباف اصل، نظر شما در این رابطه چیست؟ آیا تسهیل شرایط و کاهش شفافیت می‌تواند تضمینی برای ورود بیشتر شرکت‌ها به بازار سرمایه و افزایش تأمین مالی آنها از بازار سرمایه منتج شود؟

بازار سرمایه و بازار پول رقیب هم نیستند و هر کدام بر حسب ضرورت، نقشی را در توسعه و رشد اقتصاد ملی بر عهده دارند. حضور این دو بازار در اقتصاد کشور همانند دو بال یک پرنده و به صورت مکمل عمل می‌کنند.

دکتر قالیباف اصل: من هم از زحمات همکاران محترم نشریه بورس تشکر می‌کنم. معتقدم یکی از برنامه‌هایی که آقای وزیر به درستی به آن اشاره کردند، «توسعه بازار سرمایه و توسعه تأمین مالی» از طریق بازار سرمایه است. به نظر من بازار سرمایه و بازار پول رقیب هم نیستند و

تأمین مالی کند، علاوه بر مشارکت‌پذیری باید به شفافیت هم اعتقاد داشته باشد. تنها عارضه شفافیت هم این است که بعضی از نظام‌های مالی کشور، کمتر توانسته‌اند بحث شفافیت را ارتقا دهند. به طور مثال می‌توان به نظام مالیاتی اشاره کرد و شاید خیلی از صاحبان سرمایه شفافیت مدنظر بورس را بر نتابند، چرا که شفافیت اطلاعاتی در سایر نظام‌های مالی، کمتر است. بنابراین شفافیت نیاز دارد تا در سطح نظام مالی کلان کشور پذیرفته شود. در چنین شرایطی است که شاهد استقبال خیلی بیشتر سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه خواهیم بود، چون مزایای آن به نظر من قابل مقایسه با سایر نظامات تأمین مالی نیست.

■ دکتر حسینی معتقدند لازمه افزایش سهم بازار سرمایه در تأمین مالی ارتقای شفافیت و مشارکت‌پذیری متقاضیان تأمین مالی است. آقای میرصانعی شما به عنوان نماینده کارگزاران به این پرسش پاسخ دهید که برای عملی کردن دو موضوع شفافیت و مشارکت‌پذیری در سطح کلان اقتصاد کشور به چه ابزارها یا الزامات قانونی نیاز داریم؟

میرصانعی: معتقدم شفافیت در بازار سرمایه قطعاً مهم است، ولی ما می‌توانیم این موضوع را طبقه‌بندی و حوزه‌بندی کنیم. در حال حاضر اختلاف بازارها در بازار سرمایه زیاد محسوس نیست. تنها درجه شفافیت اطلاعاتی شرکت‌هایی که در بازارهای مختلف پذیرفته شده‌اند تفاوت دارد. بنابراین اگر اختلاف درجه شفافیت شرکت‌ها را بیشتر کنیم، در این زمان است که اختلاف بازارها برای سرمایه‌گذاران به صورت محسوس، متفاوت می‌شود. می‌توانیم برای انجام تأمین مالی در «حوزه اوراق بهادار سرمایه‌ای»، بازارهایی را با درجه شفافیت کمتر ایجاد کنیم. اکنون تنها بازار پایه، تفاوت محسوس با بقیه بازارها برای سرمایه‌گذاران دارد، در حالی که سایر بازارها تفاوت آنچنانی با هم ندارد. پس پیشنهاد می‌کنم شرایط ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه را سهل‌تر کنیم و ارتقای شفافیت را بر حسب بازارهایی که شرکت‌ها در آن‌ها فعال هستند، ارتقاء دهیم. موضوع بعدی انجام افزایش سرمایه‌ها از طریق «اوراق بهادار سرمایه‌ای» است. در حال حاضر روند افزایش سرمایه‌ها طولانی شده و تسهیل شرایط می‌تواند در راستای افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه، موثر باشد. راهکار دیگری که می‌تواند به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه



رتبه‌بندی (Rating) شکل بگیرند. چرا که وجود این موسسات می‌تواند به این فرایند و ارتباط کمک کند. برای تحقق این امر هم، نمی‌توانیم فقط به تلاش‌هایی که در بازار سرمایه می‌شود، بسنده کنیم؛ چون اگر بخواهیم از نظام تأمین مالی سنتی به نظام تأمین مالی نوین حرکت کنیم، نیازمند یک عزم ملی هستیم. بخشی از برنامه‌های مادر شرکت بورس، تشویق شرکت‌ها برای ورود به بورس است تا بتوانند از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کنند، ولی می‌بینیم که شرکت‌ها تمایلی ندارند. دلیل اصلی هم این است که این شرکت‌ها می‌توانند از مسیرهایی خاص و به راحتی تأمین مالی انجام دهند. بنابراین بدیهی است که به شفافیت موردانتظار بازار سرمایه توجهی نمی‌کنند. البته ما تحت شرایط خاص، در ضوابط مصوب، تسهیلاتی ایجاد می‌کنیم، ولی قائل به این نیستیم که از استانداردها و ضوابط تعریف شده به واسطه تأمین مالی بیشتر از بازار سرمایه، دست بکشیم. به نظرم برنامه آقای وزیر، ایجاد شفافیت در کل اقتصاد را مورد توجه قرار داده، شفافیتی که در همه حوزه‌ها باید وجود داشته باشد. نمی‌توان از یک سو، بازار سرمایه‌ای با استانداردهای بین‌المللی و بسیار

شفاف داشت و از سوی دیگر، بازارهای مالی ما، با حداقل استانداردهای بین‌المللی فعالیت کنند. معتقد نیستم که باید به دنبال شرکت‌ها رفت تا

ما بر اساس قوانین موضوعی کشور و قانون اساسی مان، تأکید داریم که همه ابزارها بماند باید اسلامی باشد. وقتی این فرض اصلی را می‌پذیریم، طبیعی است که نمی‌توانیم از یکسری ابزارها استفاده کنیم و یکسری دیگر از ابزارها را هم باید با محدودیت‌هایی خاص، بپذیریم

به بازار سرمایه بیایند. ما تشویق و ترغیب را انجام می‌دهیم، ولی از آن طرف هم باید تمایلی وجود داشته که بنگاه‌های اقتصادی از این فرصت‌های تأمین مالی که پتانسیل آن در بازار سرمایه وجود

دارد، استفاده کنند. **دکتر قالیباف اصل، اشاره می‌کنند که می‌توان تأمین مالی را از طریق ابزارهای مالی طرح‌ریزی و عملیاتی کرد.** از آقای دکتر «سنگینیان» می‌خواهم بپرسم که برای طراحی یک ابزار باید چه مؤلفه‌هایی را در نظر بگیریم تا ضمن کمک به شناساندن بازار سرمایه باعث شود شرکت‌ها هم تمایلشان به تأمین مالی از طریق این بازار، بیشتر شود؟ **دکتر سنگینیان:** هدف اصلی بازار سرمایه تأمین مالی است، به این تعبیر که بازار سرمایه با بهره‌گیری از تمامی سازوکارها، بورس‌ها، ابزارهای معاملاتی و دیگر عوامل درگیر به تسهیل تأمین مالی کمک کند. ابزار مالی هم ظرفی است که ما برای تأمین مالی از آن استفاده می‌کنیم، چون قرار است منابع را از خانوارها یا واحدهایی که دارای پس‌انداز هستند به واحدهایی که نیازمند هستند، منتقل کنیم. در حال حاضر هر چند با استانداردهای دنیا خیلی فاصله داریم، ولی بخشی از ابزارهای اصلی را در کشور طراحی کرده و استفاده می‌کنیم. اما محدودیت‌هایی هم در این حوزه داریم. نخست اینکه، ما بر اساس قوانین کشور و قانون اساسی مان، تأکید داریم که همه

که بازار سرمایه جذابیت‌های ذاتی خودش را در حد اعلا دارد و کسانی که بنگاه اقتصادی را اداره می‌کنند چه از دید مدیر و چه از دید سرمایه‌گذار به این موضوع، اشراف کامل دارند. منتها باید به این نکته توجه کنیم که وقتی در کنار یک ساز و کار شفاف، یک ساز و کار غیر شفاف‌تر، غیر رسمی‌تر و سهل‌تر وجود دارد، قطعاً ساز و کاری که می‌خواهد استاندارد کار کند در رقابت دچار مشکلاتی می‌شود. در حالی که مزایای بازار سرمایه بیش از هر کسی برای صاحبان سرمایه و مدیران آن مطرح است. اگر مدیران و صنعتگران داخلی کشور رشد نمی‌کنند، ناشی از این است که در بخش‌هایی از اقتصاد شاهد کم‌کاری و کوتاهی هستیم. ما همیشه مقوله جذابیت را از دید مدیر و صاحب شرکت مطرح کرده و تأمین مالی را هم از این زاویه می‌بینیم. ولی نگاه من متفاوت است. ما می‌توانیم تأمین مالی پایدار را در بازار سرمایه مستقر کنیم و از دید متقاضی یا مشتری به آن نگاه کنیم. منظور من از متقاضی یا مشتری پس‌انداز کننده است. اگر بخواهیم بازار سرمایه را به سمت رشد پایدار ببریم، بهتر این است که از منظر پس‌انداز کننده‌ها به موضوع نگاه کنیم. پس‌انداز کننده به دنبال این است که سرمایه‌اندک خود را در اختیار بنگاهی قرار دهد که نخست در این سرمایه‌امانت‌دار باشد و دوم اینکه به موقع بتواند گزارش‌های مالی مورد نیاز را، منتشر کند. سرمایه‌گذاران لزوماً از زیان‌گریزان نیستند، بلکه از عدم شفافیت‌گریزان هستند. مردم علاقه‌مند هستند که پس‌اندازشان را در جای امن، سرمایه‌گذاری کنند. خیلی زیاده‌خواه هم نیستند، ولی باید اطمینان خاطر را برایشان ایجاد کرد. این اطمینان خاطر در شبکه بانکی با تعریف سود معین و یک قرارداد تثبیت می‌شود، در حالی که در بازار سرمایه چنین قرارداد یا تثبیتی وجود ندارد. بلکه ماهیت قرارداد بورس از گونه دیگری است. قرارداد بورس مجموعه‌ای از الزاماتی است که در بازار سرمایه وجود دارد، به این تعبیر که حتماً بورس را مدیران سالم و حرفه‌ای اداره می‌کنند، شرکت‌های تأمین مالی از یک دانش بالایی برخوردارند و مدیرانشان حرفه‌ای هستند، حساب‌رسان کارشان را خوب انجام می‌دهند و سیستم معاملاتی خوب کار می‌کند. اینها قرارداد‌هایی است که ما با مردم در بازار سرمایه داریم. مطابق آمار رسمی سازمان بورس و از سال ۸۷ تا پایان تیر ماه ۹۲، بانک‌ها و موسسات اعتباری بیشترین سهم را در تأمین مالی بازار سرمایه، یعنی ۳۱ درصد داشته‌اند. رتبه‌های

مالی خارجی مثل «فوکس»، می‌توانید مطالب زیادی در خصوص ارزش‌گذاری و رتبه‌بندی برند شرکت‌ها ببینید و در کنار آن ارزش روز شرکت‌ها را به صورت شفاف رصد کنید. ولی مادر کشور، عادت به شفافیت نداریم و همه ما، از لحاظ فرهنگ اجتماعی این عادت را در خود داریم.

مسلم است که شفافیت هزینه دارد. به طور مثال وقتی صورت‌های مالی یک شرکت روی سایت بورس منتشر می‌شود، تمامی سرمایه‌گذاران و جامعه متوجه ساز و کار سود و زیان شرکت می‌شوند که این امر نیز، هزینه دارد. اگر بتوانیم بین این هزینه و منافعی که شرکت از تأمین مالی در بازار سرمایه به دست می‌آورد، تعادل ایجاد کنیم، حالت ایده‌آلی را ایجاد کرده‌ایم. اگر مزایای شفافیت بر هزینه‌های آن غالب شود، بسیاری از شرکت‌ها حاضرند شفاف شوند. معتقدم باید تأمین مالی را به این سمت ببریم، یعنی بخشی از مزایای ورود به بازار سرمایه را افزایش دهیم تا شرکت‌ها بتوانند با زمان و هزینه معقول، تأمین مالی شود.

■ «برقراری تناسب میان بازده و ریسک» و «ایجاد فرصت برای ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه» دو مقوله مورد تأکید آقای سنگینیان هستند. به نظر می‌رسد مزایای فعلی، جذابیت چندانی برای شرکت‌هایی که هنوز وارد بازار سرمایه نشده‌اند، ایجاد نکرده است. آقای دکتر حسینی، آیا سازمان بورس برنامه‌ای برای توسعه مزایا یا ایجاد

ابزارهایمان باید اسلامی باشد. وقتی این فرض اصلی را می‌پذیریم، طبیعی است که نمی‌توانیم از یکسری ابزارها استفاده کنیم و یکسری دیگر از ابزارها را هم باید با محدودیت‌هایی خاص، بپذیریم. بنابراین با اعمال این مقوله، با قوانین بازارهای سرمایه دنیا، تفاوت داریم. وقتی قرار است ابزارها اسلامی شود، طبیعی است بخشی از ابزارها را از دست می‌دهیم. معتقدم باید تمرکز اصلی را در آن بخش از ابزارهایی که با قوانین کشور سازگاری بیشتری دارند، قرار دهیم. این تمرکز دو سالی است که شروع شده و با وجود تعریف اوراق اجاره، اوراق مباحه و استصناع، نیاز به کندوکاو بیشتری در این بازار داریم. محدودیت دوم، نگاه صرف به ابزار بدهی است. اوراق بدهی ما تقریباً ساختار و نیاز یکسان دارد، بنابراین این گونه نتیجه‌گیری می‌کنم که ما از ابزارهای متعارف، ابزارهای اسلامی را انتخاب کرده‌ و از ابزارهای اسلامی هم تنها بخش ابزار بدهی را استفاده کرده‌ایم. بدیهی است که این محدودیت نمی‌تواند نیاز بازار سرمایه را پاسخ دهد و نیاز داریم که بازار را کمی متنوع‌تر کنیم. سوم اینکه، فضا و اندازه بازار ما به اندازه کافی بزرگ و عمیق نیست، یعنی شما نمی‌توانید هر میزان تقاضای تأمین مالی را از محل این ابزارها پاسخ دهید. بازار هنوز بزرگ نشده و ظرفیت‌های محدودی برای تأمین مالی متقاضیان در آن وجود دارد. چهارمین مورد را هم که دکتر قالیباف اشاره کردند، بحث ارتباط میان ریسک و بازده است. به نظر من در حال حاضر، یکی از اساسی‌ترین مشکلاتی که مادر تأمین مالی از طریق اوراق مالی با آن روبرو هستیم، عدم تناسب میان نرخ ریسک و بازده است. در حال حاضر تمامی شرکت‌ها هم از دولتی، خصوصی و تعاونی با یک نرخ واحد، تأمین مالی می‌کنند. در این شرایط طبیعی است که من به عنوان سرمایه‌گذار، اوراق دولتی با ریسک صفر خریداری می‌کنم تا اوراق شرکتی یک پیمانکار را. بنابراین ضروری است که تنوع ریسک و بازده را ایجاد کنیم تا شرکتی که ریسک بالاتری دارد با نرخ سود بالاتری هم باید، تأمین مالی شود. دلیل این عدم تناسب نرخ‌ها هم این است که نرخ‌ها را از محلی غیر از بازار تعیین می‌کنیم. در واقع اجازه تعیین نرخ را به بازار نمی‌دهیم و نتیجه محدودیت‌هایی می‌شود که هم اکنون شاهد آن هستیم. در خصوص بحث شفافیت هم باید اشاره کنم که «شفافیت» بی‌ارتباط به فرهنگ ما نیست. به این معنا که در کل، فرهنگ اجتماعی خیلی شفاف، نداریم. با نگاهی به نشریات معتبر

یکی از اساسی‌ترین مشکلاتی که مادر تأمین مالی از طریق اوراق مالی با آن روبرو هستیم، عدم تناسب نرخ ریسک و بازده است. باید برای هر نوع ریسکی در بازار یک نرخ متناسب با آن تعریف کرد. در حال حاضر تمامی شرکت‌ها هم از دولتی، خصوصی و تعاونی با یک نرخ واحد تأمین مالی می‌کنند

فرصت‌های جدید برای متقاضیان ورود به این بازار دارد؟  
دکتر حسینی: ببینید اعتقاد من بر این است

بعدی نیز به ترتیب در اختیار صنعت فلزات اساسی با ۱۷ درصد و محصولات شیمیایی با ۱۱ درصد است. دلیل اصلی سهم بالای بانک‌ها هم این است که بر اساس الزام قانون، صنعت بانکداری موظف است مشارکت‌پذیری را برای موسسان تقویت کنند. در سوی دیگر ماجرا، صنایعی پر بازده‌تر بازار چون مالکان و مدیران این صنایع احساس کردند یک دارایی ارزنده را در اختیار دارند و تاجایی که بتوانند وام بگیرند، بهتر از این است که این سهم را در اختیار مردم قرار دهند، سعی کردند که کمتر از بازار سرمایه تأمین مالی کنند. ما باید این مسئله را عارضه‌یابی کرده و موانع را برطرف کنیم. در تکمیل صحبت‌های آقای میرصانعی باید گفت که نگاه سازمان، به مقوله افزایش سرمایه ایجابی و تشویقی است. در دو سال گذشته، بیش از ۱۱ هزار میلیارد تومان افزایش سرمایه انجام شده و در ۴ ماهه اول امسال هم بالغ بر ۵ هزار میلیارد تومان مجوز افزایش سرمایه صادر شده است. بر این اساس رشد ارزش اسمی بازار سرمایه سالانه بالغ بر ۲۰ درصد بوده که به نظر من، یک استاندارد خوب است.

■ به نظر می‌رسد ساز و کار بازار سرمایه شرایط را به سوی تأمین مالی هر چه بیشتر از این بازار متمرکز کرده، ولی مسئله اصلی به سطح کلان اقتصاد و یکپارچه نبودن قوانین سایر نهادهای مالی بازمی‌گردد. آقای دکتر خدارحمی، چرا هلدینگ‌ها و شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذارانی که شما به نمایندگی از آن در این جلسه هستید، کمتر تمایلی به تأمین مالی از بازار سرمایه دارند؟

دکتر خدارحمی: به نظر می‌رسد ترغیب کردن شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه به یک زیرساخت متفاوت، نیاز دارد. ایجاد شفافیت در اقتصاد برای یکسری از شرکت‌ها پرهزینه‌تر است، چرا که ساختار اقتصادی درستی در سطح کلان نداریم. شرکت‌های شفاف‌تر از سوی نهادهایی خارج از بازار سرمایه، جریمه می‌شوند و بدیهی است که شرکت‌ها به سمت شفافیت نمی‌روند. ببینید، در محیطی که هیچ شخصی قانون را رعایت نمی‌کند، نمی‌شود انتظار رعایت آن را از سوی عده‌ای محدود داشت. یعنی در جایی که هیچ کس قانون را رعایت نمی‌کند، اگر عده خاصی را مجبور به رعایت آن کنیم، در اصل داریم این عده خاص را جریمه می‌کنیم. یکی از اتفاقات غریبی که برای آن باید در سطح کلان چاره‌های اندیشیده شود، این است که ما آمار

و اطلاعات جامعی از کسب و کارها نداریم. بنابراین در حوزه نظارت به صورت تصادفی برای آنهایی که آمار و اطلاعات داریم، قوانین وضع می‌کنیم که باعث می‌شود بسیاری از کسب و کارهایی که در ایران در حال شکل‌گیری است به صورت پنهان و نه حول شفافیت شکل بگیرند. هم‌چنین یکی از آفت‌های جدی که در سطح کلان اقتصادمان داریم، نبود یکپارچگی است. آنچه که به کرات در سطح شرکت‌های کوچک قابل مشاهده است این موضوع است که افراد برای مراجعه به بانک‌ها مترصد این هستند که چگونه بتوانند صورت‌های مالی ساختگی داشته باشند. به این تعبیر که، شرکتی که سودده است وقتی می‌خواهد به حوزه مالیاتی مراجعه کند، اظهارنامه‌اش را زیان‌ده می‌دهد و وقتی که می‌خواهد به بانک مراجعه کند صورت‌های مالی را طوری دستکاری می‌کند

وقتی قرار باشد شرکت‌ها بدون توجه به میزان ریسک‌شان با نرخ ثابت تأمین مالی شوند، حتماً انگیزه‌ای پیدانمی‌کنند. در واقع بازار تأمین مالی ما در سطح کلان اقتصاد، کارا عمل نمی‌کند. یعنی منابع را به شایسته‌ترین‌ها تخصیص نمی‌دهد و افرادی توانند با ترندهای مختلف از بخش‌های مختلف اقتصاد، تأمین مالی کنند

که چند میلیارد سود داشته باشد! این دسته از شرکت‌ها به دلیل نبود یکپارچگی، جریمه نمی‌شوند. در صورتی که در بیشتر کشورهای خارجی، به دلیل یکپارچگی، این اتفاق نمی‌افتد و کسی که می‌خواهد تسهیلات استفاده کند، کافی است یک جا خلافتش ثابت شود، آن موقع از کلیه حقوق، محروم می‌شود. یکی از نکته‌های مهم دیگر که دکتر قالیباف و دکتر سنگینیان به درستی به آن پرداختند، عدم تناسب میان نرخ‌های ریسک و بازده است. وقتی قرار باشد شرکت‌ها بدون توجه به میزان ریسک‌شان با نرخ ثابت تأمین مالی شوند، حتماً انگیزه‌ای پیدانمی‌کنند. در واقع بازار تأمین مالی ما در سطح کلان اقتصاد، کارا عمل نمی‌کند. یعنی منابع را به شایسته‌ترین‌ها تخصیص

نمی‌دهد و افراد می‌توانند با ترندهای مختلف از بخش‌های مختلف اقتصاد، تأمین مالی کنند. تأمین مالی برای بسیاری از شرکت‌های غیر شفاف از طریق بازار پول ارزان تمام می‌شود. معتقدم برای ایجاد شفافیت صرف نظر از «یکپارچگی» و «داشتن بانک اطلاعاتی جامع کسب و کارها» باید از نهادهای کلان و به طور خاص از وزارتخانه‌ها شروع کنیم. معنی شفافیت در بخش عمومی و دولتی، پاسخگویی است و ما باید شفافیت را از آنجا شروع کنیم.

■ به نظر می‌رسد بخش عمده بر نامه پیشنهادی وزیر، ایجاد شفافیت رانه تنها در بازار سرمایه که در سایر نهادهای مالی کشور مدنظر قرار داده است. آقای دکتر حسینی، از دیدگاه شما گزارش‌های مالی دوره‌ای که از سوی ناشران بورسی در بازار منتشر می‌شود، نیاز به چه نقاط بهبود و اصلاحی دارد تا در چه شفافیت بازار سرمایه بالاتر رود؟

دکتر حسینی: معتقدم موضوع شفافیت یک مقدار کلان‌تر از گزارش‌گری مالی شرکت‌های بورسی است. اعتقاد من این است که بازار سرمایه همانند یک نظام گردش اطلاعات عمل می‌کند، موضوعی که ما کمتر به آن پرداخته‌ایم. یکی از سیگنال‌های مهمی که بازار سرمایه بر اساس کشف قیمت به تصمیم‌گیران اقتصادی می‌دهد، توجه دادن به وضعیت صنایع مختلف است. ما متغیرهای اقتصادی را به سه دسته «پیش‌گو»، «همزمان» و «متأخر» تقسیم‌بندی می‌کنیم و سیگنال‌هایی که در بازار سرمایه می‌بینیم عمدتاً از جنس پیش‌گویی هستند. به هر حال نباید بازار سرمایه را از دید یک سرمایه‌گذار خرد، عمده یا یک مدیر شرکت دید، بلکه باید از منظر منافعی که برای اقتصاد کلان و کشور به همراه دارد به این بازار توجه کرد. یکی از منافع اصلی این بازار برای کشور هم منافع اطلاعاتی است. در زمینه گزارش‌گری مالی هم از زمانی که قانون بازار اوراق بهادار مصوب شد و اختیاراتی به مقام ناظر داده شده، ما شاهد پیاده‌سازی رویکردهای اثربخشی بودیم. شاید بتوانیم بگویم که یک انقلاب اطلاعاتی در بازار سرمایه اتفاق افتاده و اصلاً قابل مقایسه با حجم و گسترده اطلاعاتی پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار نیست. قطعاً سطح گزارش‌گری شرکت‌ها هم به لحاظ کیفی و هم به لحاظ کمی گسترش پیدا کرده، ولی قطعاً تا سطح مطلوب فاصله داریم. دلیل هم این است که حداقل سه گروه مدیران شرکت‌ها، سازمان بورس و افکار عمومی

در حالی که ما با یک معضل کلان تر به نام «کارا نبودن اقتصاد کشور» روبه‌رو هستیم. بازار سرمایه هم مثل بخش‌های دیگر، تأثیر پذیری خودش را در اقتصاد دارد. آقای دکتر قالیباف اصل، به اعتقاد شما، چطور می‌توانیم تأثیر تصمیم‌هایی را که سایر نهادهای تصمیم‌گیر از جمله قوای ۳ گانه و برخی نهادهای سیاست‌گذار می‌گیرند، بر بازار سرمایه کاهش کنیم؟ به بیان دیگر، چگونه می‌توانیم حساسیت بازار سرمایه را نسبت به این مسائل کمتر کنیم؟

**دکتر قالیباف اصل:** به نظر من برای شفافیت بیشتر در بازار سرمایه باید در بعضی قسمت‌ها کنترل و در بعضی قسمت‌ها تشویق را حاکم کنیم تا کانال‌های مختلف انتشار اطلاعات فعال شوند؛ نه اینکه این کانال‌ها، به صورت انحصاری در اختیار یک مجموعه باشند. در این بازار، باید فرهنگ‌سازی شود که وقتی یک شرکت، اطلاعاتی را منتشر می‌کند، این کار یک، تأثیر خبری دارد و وقتی نهاد ناظر آن را تصویب می‌کند یک تأثیر دیگری دارد. از طرفی، وقتی تحلیلگر شروع به تحلیل اطلاعات می‌کند یک اثر سومی دارد زمانی که یک شرکت مشاور سرمایه‌گذاری آن را تأیید می‌کند ما شاهد بروز یک اثر چهارمی هستیم. برای شرکت‌ها باید این امکان وجود داشته باشد که از این شائبه دور باشند و نباید الزام ایجاد کرد که اطلاعات همه شرکت‌ها از یک کانال واحد و تنها بعد از بررسی، منتشر شود. البته باید تدابیر لازم را نیز اندیشید تا آرام آرام این فرهنگ‌سازی اتفاق بیفتد و از کانال‌های مختلف انتشار یابد. باید این امکان را داشته باشیم که بانک‌های اطلاعاتی مختلفی تشکیل دهیم. به نظر من، در بخش نظارت نهاد ناظر در دو بخش می‌توانسته این کار را انجام دهد: یکی در بخش «نظارت بر ناشران» و دیگری در بخش «نظارت بر سرمایه‌گذاران». مادر بخش نظارت بر ناشران انرژی گذاشتیم و دقیقاً نظارت بر سرمایه‌گذاران فرصت طلب را رها کردیم؛ یعنی ما افرادی که اطلاعات معینی را در اختیار داشتند و با شیطنت خاص، در نوسان قیمت‌ها، تعیین‌کننده بودند را رها کردیم و بیشتر فشار را در بازار سرمایه روی ناشر آوردیم. معتقدم باید یک نگاه جدی و متفاوت به این مقوله داشته باشیم و افرادی را که بعضاً با دید کوتاه‌مدت و نگاه سوداگری به بازار سرمایه می‌آیند را تحت نظارت مستمر قرار دهیم و از فعالیت‌های آنها که خارج از ضوابط بازار سرمایه است، جلوگیری کنیم.

ممکن است در دسترس بعضی‌ها وجود داشته و در دسترس بعضی دیگر، وجود نداشته باشد و این امر بازار را نامتعادل و متقلبانه می‌کند. مادر بورس کالا آنچنان که در بورس اوراق بهادار بحث کردیم، متأسفانه بحث جدی نداشته‌ایم. آنجا هم اطلاعات بااهمیتی وجود دارد که در قیمت‌گذاری محصولات می‌تواند بسیار، مثر ثمر باشد. برنامه تولید و عرضه تولیدکنندگان خیلی می‌تواند بازار را تحت تأثیر قرار دهد. در بورس کالا، تولیدکنندگان بزرگی فعال هستند که اطلاعات تولید و فروش آنها از یک سو و برنامه عرضه محصولاتشان از سوی دیگر، می‌تواند در قیمت محصولات اثرگذار باشد. ضروری است که به سمت فعال کردن شفافیت در این حوزه حرکت کنیم، چراکه بازار سرمایه در این بخش خاص از ضعف اطلاعاتی رنج می‌برد و این موضوع ممکن است منافی را برای بعضی

عدم شفافیت ناشی از بازار سرمایه نیست و مرتب به عدم شفافیت کل اقتصاد است. عدم شفافیت از بخش واقعی اقتصاد به بخش مالی پمپاژ می‌شود. اگر می‌خواهیم شفافیت را در حوزه مالی در بازار سرمایه ارتقا دهیم، قطع یقین باید شفافیت را در بخش واقعی اقتصاد بالا ببریم.

از دست‌اندرکاران بازار، ایجاد کند. در سال‌های گذشته که به صورت فعال در بازار حضور داشتیم، شاهد بودم بعضی از افراد به دلیل ارتباطات خاص با برخی تولیدکنندگان بورس کالا، اطلاعات بسیار دقیقی از میزان عرضه و فروش محصولات شرکت‌ها داشتند و به دلیل رانت خاص اطلاعاتی، متأسفانه اتفاق‌های جالبی نمی‌افتاد. حالا امیدواریم با بهره‌گیری از دستورالعمل انتشار اطلاعات در این بازار روند مثبتی را که در اوراق بهادار شاهد بودیم، در بحث کالایی و متعاقب آن در بورس انرژی هم شاهد باشیم.

**می‌خواهیم جمع‌بندی در خصوص همین موضوع داشته باشیم. بیشتر صحبت‌ها حول شفافیت بازار سرمایه متمرکز بود.**

باید دست به دست هم بدهند تا این اطلاع‌رسانی کامل شود. تأکید می‌کنم که نقش رسانه‌ها در این موضوع بسیار با اهمیت است. موارد متعددی بود که سازمان نتوانسته از یک شرکت اطلاعات بگیرد، ولی به محض طرح موضوع در رسانه‌ها تحرک بیشتری در مدیران شرکت برای افشای اطلاعات ایجاد شده است.

**آقای دکتر قالیباف اصل، نظر شما در این خصوص چیست؟ آیا آمار مقایسه‌ای در مورد نحوه گزارش‌گیری بورس تهران در مقایسه با بورس‌های منطقه‌ای صورت گرفته؟**

**دکتر قالیباف اصل:** مادر کنار بازار سرمایه، بخش واقعی اقتصاد را داریم که اطلاعات واقعی در آنجا ساخته می‌شود و ناشران بورسی براساس این اطلاعات، گزارش تهیه کرده و به بازار ارائه می‌کنند تا بر اساس آن سرمایه‌گذاران و فعالان، تصمیم‌گیری کنند. گاهی وقت‌ها هم که عدم شفافیت در بازار مشاهده می‌شود، ناشی از عدم شفافیت اقتصاد است.

در بررسی تازه‌ای که از نحوه گزارش‌گیری در بورس‌های منطقه انجام داده‌ایم به این نتیجه رسیدیم که حجم اطلاعاتی که ما از شرکت‌های بورسی می‌گیریم، بیشتر از سایر بورس‌های منطقه است. این نتیجه نشان می‌دهد که مشکل ما نحوه یا میزان اطلاعاتی که از شرکت‌ها می‌گیریم، نیست؛ در واقع این عدم شفافیت ناشی از بازار سرمایه نیست و مرتب به عدم شفافیت کل اقتصاد است. عدم شفافیت از بخش واقعی اقتصاد به بخش مالی پمپاژ می‌شود. اگر می‌خواهیم شفافیت را در حوزه مالی در بازار سرمایه ارتقا دهیم، قطع یقین باید شفافیت را در بخش واقعی اقتصاد بالا ببریم. بازار سرمایه یک ابزار اقتصاد رقابتی است، بنابراین اگر در بخش‌های دیگر محدودیت ایجاد کردیم، این محدودیت به بازار سرمایه منتقل می‌شود. ما یک ابزار کارایی مثل بازار سرمایه در اختیار داریم، ولی از این ابزار به خوبی استفاده نمی‌کنیم.

**مکانیسم‌های ۴ بورس فعال بازار سرمایه تا حدود زیادی شبیه به یکدیگر است. بیشتر مباحث شفافیت هم در حوزه بورس اوراق بهادار مطرح شده است. آقای میرصانعی، به نظر شما، بورس‌های کالایی ما در زمینه شفافیت نیاز به اصلاحات دارند؟**

**میرصانعی:** ممنون که به موضوع بورس کالا پرداختید. وقتی گزار شگری مالی نباشد، شفافیت در بازار از بین می‌رود و متعاقب آن اطلاعات نامتقارن شکل می‌گیرد. اطلاعات با اهمیت



■ آقای دکتر حسینی، آیا این قبیل کنترل‌ها از طرف سازمان انجام می‌شود؟ آیا اصولاً، امکان پیگیری اخلال گران در نظم معاملاتی بازار سرمایه از سوی نهاد ناظر وجود دارد؟

دکتر حسینی: ما موافق هستیم که اطلاع رسانی در بازار، تنها محدود به گزارشگری مالی شرکت‌ها نباشد. اما همان طور که می‌دانید در دنیا این موضوع، ادبیات خاص خود را دارد و تحلیل‌هایی هم که در بازار صورت می‌گیرد از سوی افراد و نهادهایی انجام می‌شود که مجوز حرفه‌ای دارند. باید این موضوع را بپذیریم که اگر فردی صلاحیت تحلیل را نداشته باشد می‌تواند خوراک مسموم به بازار بدهد. در حال حاضر، بعضی از کارگزاری‌ها و نهادهای ما مجوز تحلیل دارند، ولی برای این موضوع وقت نمی‌گذارند و آنهایی که وقت می‌گذارند، مجوز ندارند. شما وقتی به برخی رسانه‌های خاص بورس نگاه می‌کنید، تیترب برخی از اخبارشان شاید اغواکننده باشد، خوب ما نگرانی بازار را باید داشته باشیم. نگرانی آن سهامدار خرد را هم باید داشته باشیم که با استناد به یک تیترب، سهم خاصی را خرید و فروش نکند. از

طرفی، ارائه تحلیل باید بیشتر شود، منتهی توسط افرادی که صلاحیت دارند. در کانون نهادهای سرمایه‌گذاری و کارگزاران هم دوستان می‌توانند به ما کمک کنند. در بازارهای مالی کشورهای پیشرفته، دو بحث اساسی وجود دارد که خیلی روی آن حساسیت دارند؛ یکی مشاوره و دیگری تحلیل. قطعاً هر کسی صلاحیت مشاوره دادن را ندارد، چرا که خیلی شرایط سختی دارد که به یک نفر مجوز سرمایه‌گذاری داده شود. در صورتی که شما می‌بینید در کشور ما اینطور نیست. مشاوره دادن حساسیت‌های ویژه‌ای دارد، دلیلش هم این است که اگر این مشاوره و تحلیل در اختیار افراد بدون صلاحیت قرار گیرد، می‌تواند زحمات عده دیگری را از بین ببرد، بازار را هیجانی کند و باعث جابجایی نامتقارن ثروت، شود. ببینید در حوزه معاملات، خیلی‌ها اعتقادشان این است که اتفاقاً مقررات ما خیلی زیاد است. اصولاً در بازار سرمایه، بعضی از فعالان، نهاد مالی و ناشر نیستند، ولی در روند معاملات بازار تأثیر گذارند. این دسته از فعالان را در دنیا با نام «Large Value traders» (معامله‌گران با حجم معاملات بالا) می‌شناسند. به طور مثال، در حال حاضر برخی شرکت‌های تولیدی را در بازار سرمایه داریم که به عنوان نهاد

مالی ثبت نشده‌اند، ولی میزان فعالیت‌شان در بازار سرمایه بسیار بالاست. این نوع معامله‌گرها باید به نوعی، زیر چتر نظارتی قرار بگیرد که در این راستا، پیشنهادهایی در معاونت ناشران تدوین شده که به زودی برای بررسی و تصمیم‌گیری به هیأت مدیره سازمان ارائه خواهد شد. در حوزه تحلیل، شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری را داریم که کار تحلیل و مشاوره انجام می‌دهند. واقعیت این است که این شرکت‌ها پردازشگر اطلاعات هستند و برای همین کار مجوز گرفته‌اند، ولی در عمل تبدیل به یکسری شرکت‌های نرم‌افزاری شده‌اند و خدمات محدودی را ارائه می‌کنند. به نظر من، پردازشگران اطلاعات در این زمینه چندان موفق عمل نکرده‌اند و بیشتر گرایش فناوری اطلاعات (IT) پیدا کرده‌اند. در واقع، دانش فناوری اطلاعات جانشین دانش مالی شده که فکر می‌کنم اگر مشاوره و تحلیل جدی را در دستور کار قرار دهند، بتوانند به عنوان منابع مدون اطلاعات عمل کنند.

■ به موضوع آموزش اشاره کردید. یکی از محورهای برنامه و زیر هم «گسترش مشاوره‌های تخصصی در تحلیل در بازار سرمایه و تجهیز بیشتر نرم‌افزار بازار



عمومی و ترمیک) صورت گرفته است. همچنین برگزاری بازدیدهای گروهی از تالار معاملات و آموزش مفاهیم بازار سرمایه و نحوه خرید و فروش سهام به بازدیدکنندگان با حضور در کارگاه‌های آموزشی در تهران به ازای هر نفر ۱۱ هزار ساعت بوده است.

آماده‌سازی و چاپ کتاب و بروشور برای تداوم ارتقای سطح کیفی برنامه‌های آموزشی بالغ بر ۳۰ عنوان است. از طرف دیگر، حمایت و راهبری پایان‌نامه‌ها و طرح‌های پژوهشی مرتبط با بازار سرمایه نیز بخش دیگری از فعالیت‌های جاری ما به شمار می‌رود. بورس اوراق بهادار تهران به منظور استفاده هدفمند از مطالعات دانشگاهی، پایان‌نامه‌های مرتبط با بازار سرمایه را مورد حمایت قرار داده که ۴۲ مورد آن مربوط به سال‌های ۸۸ تا ۹۱ بوده است. در راستای همکاری با دانشگاه‌ها و موسسات آموزش عالی چون: دانشگاه‌های تهران، دانشگاه صنعتی شریف، علامه طباطبایی، الزهراء (س)، علوم اقتصادی و امیرکبیر تفاهم‌نامه‌های جداگانه‌ای، به امضا رسیده است. در نهایت هم بورس تهران در ۴ سال گذشته، ۷۱ مورد همایش و سمینار را مورد حمایت علمی و معنوی قرار داده و در کنار این موارد تهیه و چاپ ماهنامه «بورس» برای اطلاع‌رسانی و فرهنگ‌سازی از دیگر مواردی بوده که مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری در دستور کار خود قرار داده است. در پایان اینکه، بورس تهران برای بهره‌مندی و یادگیری عموم مردم از مفاهیم بازار سرمایه و ارتقای دانش حوزه مالی و سرمایه‌گذاری، سایت آموزش بورس تهران را طراحی و در دسترس مخاطبان قرار داده است.

■ اما در خصوص افزایش تحلیل محوری بازار، انتقاداتی به ساختار فعلی بازار وارد است. بعضی از کارشناسان معتقدند وجود عواملی چون گرهای معاملاتی، حجم مبنای صف‌های خرید و فروش، درصد نوسان روزانه و... عواملی هستند که توان تحلیل را از تحلیل‌گران بازار می‌گیرند یا ممکن است باعث شوند که تحلیل‌ها، خیلی واقعی و شفاف باشد. آقای دکتر سنگینیان، به نظر شما، وجود این عوامل که به عنوان «سرعت‌گیرهای بازار» از آن‌ها نام برده می‌شود، تا چه حدی در اینکه بازار ما کمتر به سمت تحلیل برود، نقش دارد؟

دکتر سنگینیان: من فکر می‌کنم در اینجا دو موضوع متفاوت مطرح است. نخست اینکه

ملاحظات را در نظر بگیرد. چرا که بعضی از مواقع، اتفاق‌هایی می‌افتد که ناشی از عدم آگاهی و اشراف است. ما طی سال گذشته برنامه‌های خیلی خوبی را به همکاری سازمان بورس انجام داده‌ایم. در حوزه «سرمایه‌گذاران» هم برنامه بلندمدتی داشتیم که ۴ سال پیش این کار صورت گرفته است. در این راستا، سایت و تالارهایی مجازی برای این موضوع هم راه‌اندازی شده، به طوری که ۷۰ درصد فعالیت‌های ما هم در مناطق در مورد بحث آموزش و فرهنگ‌سازی است. همانطور که دکتر قالیباف اصل تاکید کردند انتشار کتاب در حوزه‌های مختلف و آموزش‌های حضوری و مجازی در دستور کار بوده و البته از کان دیگر بازار سرمایه همانند سازمان بورس و شرکت‌های کارگزاری هم در این حوزه مشغول به کار هستند. اعتقاد ارکان بازار بر این است که با دادن آگاهی می‌توانند اقدام

هدف‌گذاری بورس  
بیشتر ارتقای دانش مالی  
و ایجاد رفتار مبتنی بر  
تحلیل میان فعالان بازار  
سرمایه‌واز طرف دیگر،  
آشنایی شرکت‌ها با سازو  
کار بازار سرمایه است

به جذب مشتری کنند. زیرا یک مشتری آگاه بهتر می‌تواند در بورس فعالیت کند چون زمانی که فرد از روی ناآگاهی وارد ارکان بازار می‌شود، ممکن است با یک سرمایه‌گذاری و یک زیان مقطعی از بازار خارج شود. در یک جمع‌بندی آماری می‌توان اشاره کرد برگزاری دوره‌های تخصصی برای ارتقای دانش مالی کارگزاران، ناشران بورسی و فعالان بازار سرمایه مهمترین اقدامی بوده که شرکت بورس در سالیان اخیر آن را انجام داده و این دوره‌های تخصصی برگزار شده به ازای هر نفر، ۸۰ هزار ساعت بوده است. از دیگر برنامه‌ریزی‌های مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری می‌توان به برگزاری دوره‌های فرهنگ‌سازی و آموزشی بورس برای توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری عموم مردم به صورت فصلی و مستمر در تهران اشاره کرد. در برگزاری دوره‌های آموزشی عمومی و ترمیک به همراه اعطای گواهی‌نامه در تالارهای منطقه‌ای نیز به ازای هر نفر ۶۹۰ هزار ساعت آموزش (به صورت

سرمایه» است. در حال حاضر، شرکت بورس از طریق «مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری» و تالارهای منطقه‌ای فعالیت‌های آموزشی را با رویکرد آموزش برای سهامداران خرد و تحلیل‌گران حرفه‌ای انجام می‌دهد. آقای دکتر قالیباف اصل، آیا جدای از موارد گفته شده، شرکت بورس به طور خاص برنامه بلندمدت یا کوتاه‌مدتی برای توسعه دانش مالی و تحلیل محوری در بازار در دست اجرا دارد؟

دکتر قالیباف اصل: همانطور که در بحث گزارشگری هم اشاره شد، دو موضوع مورد توجه است. یکی گزارشگری است که بنگاه اقتصادی منتشر می‌کند و دیگری بحث استفاده کنندگان از این گزارش‌های مالی است. به این معنا که استفاده کنندگان از گزارش‌ها، باید توان و دانش مالی خود را به حدی برسانند که از آن گزارش‌ها بتوانند استفاده کنند. فرهنگ‌سازی و ارتقای دانش مالی در بازار سرمایه به این منظور انجام می‌شود. مجموعه‌ای از فعالیت‌ها را سازمان بورس انجام می‌دهد و بخش دیگری از فعالیت‌ها را شرکت بورس از طریق تالارهای منطقه‌ای انجام می‌دهند. اساساً شرکت بورس مدیریتی به نام «مدیریت توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری» در بازار سرمایه دارد که آموزش‌هایی را هم در تهران و هم در تالارهای مناطق انجام می‌دهد. آموزش‌هایی که به صورت مدون و منظم در تالارهای مناطق داده می‌شود عمدتاً فعالیت‌هایی است که شرکت بورس در حوزه فرهنگ‌سازی دارد؛ کتاب‌هایی که بعضاً در سطوح مختلف چاپ می‌کنیم، کتاب‌های آموزشی که وجود دارد از طریق تالارها و به صورت دوره‌هایی که برگزار شود بین سرمایه‌گذاران توزیع می‌کنیم و این البته به صورت منظم و مداوم در بورس انجام می‌شود. بهتر است در این خصوص آمار و عملکرد بیشتر را آقای هاشمی‌نژاد ارائه کنند.

■ آقای هاشمی‌نژاد به عنوان مدیر توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری بورس تهران چه رویکردی در خصوص آموزش در مدیریت شما پیگیری می‌شود؟

هاشمی‌نژاد: هدف‌گذاری بورس بیشتر ارتقای دانش مالی و ایجاد رفتار مبتنی بر تحلیل میان فعالان بازار سرمایه و از طرف دیگر، آشنایی شرکت‌ها با سازو کار بازار سرمایه است. آموزش «شرکت‌های بورسی» در چند حوزه جای بحث دارد، به این تعبیر که ناشر باید بحث گزارشگری مالی و هم‌ضرورت رعایت یکسری قوانین و



است، چراکه بازار به اندازه کافی بزرگ است و اهمیت آن در اقتصاد نیز به اندازه کافی درک شده است. اما متاسفانه در کشور ما، به دلیل اینکه بازار سرمایه، بازار کوچکی است خیلی مورد توجه قرار نگرفته است. نتیجه هم این شده که تصمیمات در حوزه‌های مختلف بدون اینکه حساسیت آن روی بازار سرمایه سنجیده شود، اتخاذ شده است. دوستان هم اشاره کردند بازار سرمایه مان به اندازه کافی شفاف نیست، ولی من می‌گویم شفاف‌ترین بخش اقتصاد ما، بازار سرمایه است. وقتی شما در فضای خیلی شفاف هستید انتظار دارید بقیه هم شفاف باشند، ولی متاسفانه اینطور نیست. بخش‌های دیگر ما از شفافیت کمتری برخوردارند و تصمیمات را بدون اینکه آثارش را بسنجند، می‌گیرند. در نهایت شما در بازار سرمایه این آسیب‌ها را می‌بینید. شما هر چقدر هم که تحلیل داشته باشید، چون ریسک‌های سیستماتیک را نمی‌توانید پیش‌بینی کنید، بازار در معرض خطر است. بنابراین نیاز است که مادر کنار اینکه دانش مالی بازار و شرکت کنندگان را افزایش می‌دهیم، این دانش را برای مسئولان و سیاست‌گذاران نیز، افزایش دهیم تا آنها هم بدانند و دقیق‌تر تصمیم‌گیری کنند. به غیر از بحث آموزشی، فکر

یک سیاستی در جای دیگر اتخاذ شده و اثر آن را ما در نهایت در بورس، مشاهده می‌کنیم. این زنجیرها در بازارهایی که توسعه یافته هستند، خیلی خوب دیده می‌شود. شما در آمریکای ببینید

**ایجاد یک مقام ناظر و متمرکز در بازار سرمایه و تمرکز تصمیم‌گیران می‌تواند به اینکه بازار بزرگتری داشته باشیم، کمک کند. این تجربه در کشورهای دیگر در آغاز توسعه مالی هستند، صورت گرفته و فکر می‌کنم ما هم در شروع فاز توسعه مالی هستیم**

هر سیاست پولی که اتخاذ می‌شود، اثرش در بازار اعتباری سرمایه دیده می‌شود و این کاملاً قابل رصد است. بنابراین خیلی از تصمیمات دقیق

باید بحث را روی موضوع ارتقای دانش مالی بازار متمرکز کنیم که بخش عمده‌ای از آن با اشاره به مباحث مطرح شده، بازگو شد. اساساً نباید انتظار داشت که یک سرمایه‌گذار خرد برای تهیه، تجزیه و تحلیل اطلاعات؛ هزینه ریالی و فکری کند. این موضوع نه تنها در ایران که در همه جای دنیا نیز به همین شکل است. یعنی این وظیفه به عهده نهادهای مالی است. چون انجام این کار هم دانش بالا و هم هزینه زیادی نیاز دارد. من فکر می‌کنم در حال حاضر این کار شروع شده و گسترش هم پیدا می‌کند. در مجموع، باید کمک کنیم که سرمایه‌گذاران با تحلیل شرایط، تصمیم‌گیری کنند. برای انجام این کار نیاز است که دولت و مسئولان در این امر شریک شوند. مشکلی که ما در کشورمان داریم این است که تصمیم‌ها، جزیره‌ای گرفته می‌شود. یعنی بانک مرکزی، بورس، دولت و دست آخر صنایع، هر کدام جداگانه تصمیم می‌گیرند. طبیعی است که آثار این تصمیمات در بازار سرمایه دیده می‌شود و متاسفانه نه مقام ناظر، نه بورس و نه حتی سرمایه‌گذاران این بازار نمی‌توانند، واکنشی داشته باشند. همه بی‌دفاع هستند چون از جای دیگری این تصمیم گرفته شده است. در واقع

این است، در فارسی فقط معنی مثبتش را در نظر می‌گیریم. بدین معنی که اگر ما فرهنگ رانسازیم، دیگران برای ما، آن را می‌سازند. طبیعتاً هر چه نهاد غیرانتفاعی تر شود، در حوزه فرهنگ‌سازی رسالت بیشتری پیدا می‌کند. از بخش خصوصی نمی‌شود انتظار داشت به حوزه فرهنگ‌سازی برود، ولی نهادهایی مثل کانون‌ها که اتفاقاً رسالت‌های غیرانتفاعی دارند یا مثل سازمان بورس یا حتی نهادهای بالادستی مثل برخی وزارت‌خانه‌ها و صداوسیما باید همه تلاش کنیم. باید یک عزم جدی در این حوزه باشد تا بتوانیم فرهنگ‌سازی و آموزش را به معنای افزایش سطح سواد مالی افراد ترویج دهیم و مطمئن‌تر رسیدن به این امر در کوتاه مدت، اتفاق نمی‌افتد.

■ **عملکرد واقعی سازمان بورس در زمینه فرهنگ‌سازی چگونه است. آیا اصولاً نهاد ناظر باید آموزش را در برنامه‌های خود بگنجانند؟**

دکتر حسینی: از مقوله فرهنگ و فرهنگ‌سازی صحبت به میان آمد، اگر این مقوله آنقدر اهمیت دارد، پس انجام آن کار سختی است. نمی‌شود فقط با صحبت کردن آن را ایجاد کرد، چرا که یک امر همگانی است. کارهای سخت وقتی به نتیجه می‌رسد که همه مشارکت داشته باشند. یک زمانی است که می‌خواهیم بازار سرمایه را به مردم بشناسانیم، دوا ابزار داریم یکی اینکه تصویری از بازار سرمایه یا هر پدیده‌ای را به مخاطب ارائه کنیم و یک زمان است که مخاطب را از نزدیک با آن پدیده و به صورت مستقیم درگیر می‌کنیم. به نظر من این مقوله دوم اثرگذارتر است و واقعاً سازمان بورس و دیگر ارکان بازار سرمایه طی چند سال گذشته سعی کرده که با این راهبرد فرهنگ‌سازی کنند. در شرایط فعلی بازار سرمایه کشور یک واقعیت است که کسی نمی‌تواند منکر این موضوع شود. وقتی بزرگترین شرکت‌های کشور در این بازار حضور دارند کسی نمی‌تواند منکر این شود که بازار سرمایه معرفی نشده است. به ما توصیه شده جدل نکنیم، جدل آدم را گمراه می‌کند و کدورت ایجاد می‌کند. من واقعا تعجب می‌کنم که دکتر خدارحمی می‌گوید سازمان در بعد آموزش و فرهنگ‌سازی اقدامی نکرده و این تا حدودی عجیب است و من حتماً از همکارانم خواهم خواست که نه به صورت اعلان رسانه‌ای، بلکه یک گزارش در حوزه فرهنگ‌سازی آماده کنند. ما بازار سرمایه را وارد کتاب‌های آموزشی تلویزیون و فیلم سینمایی، سریال تلویزیونی، شهرداری و

**خدارحمی، آیا کانون به عنوان یک نهاد غیر انتفاعی در این حوزه خاص عملکردی داشته یا اینکه معتقد به ورود به آموزش نیستید؟**

دکتر خدارحمی: بدیهی است تا یک نگاه ویژه به فرهنگ‌سازی نشود و همه ارکان درگیر آن نشوند، نمی‌توان نتیجه گرفت. به نظر من کمترین میزان بهار را تا الان به فرهنگ‌سازی و آموزش داده‌ایم، چرا که فرهنگ‌سازی ذاتاً یک هزینه‌بر است. هیچ کس از بخش فرهنگ‌سازی و آموزش‌هایی از جنس فرهنگ‌سازی انتظار سودآوری آنچنانی نمی‌تواند داشته باشد و این برای ما باعث تاسف است که هنوز نهاد ناظر ما هیچ واحدی تحت عنوان «واحد آموزش و واحد فرهنگ‌سازی» ندارد. البته اخیراً کار گروهی در این زمینه تشکیل شده است. چیزی که در نهادهای مالی معتبر دنیا بسیار روی آن سرمایه‌گذاری و

در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ماه‌نوعی صندوق‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری هستند که قرار است منابع را سرمایه‌گذاری کنند و عمدتاً هم در بازار سرمایه فعال هستند. ولی این صندوق‌ها در کشور ما کمتر به عنوان یک نهاد مالی شناخته شده‌اند و به هر شکلی که تشخیص دهند، رفتار می‌کنند

کار شده است. اما در سایت سازمان بورس حاضر نشدیم چنین چیزی را تحت عنوان آموزش داشته باشیم. ما از زمان امیر کبیر موضوع فرهنگ‌سازی را داشته‌ایم. زمانی که واکسن آبله تولید شد، مردم حرف شایدها را گوش می‌دادند و از واکسن استفاده نمی‌کردند. چرا که رمال‌ها می‌گفتند اگر واکسن بزنی شیطان زیر پوستت می‌رود. امیر کبیر بابت این قضیه متأسف بود و مسئولیت خودش می‌دانست و می‌گفت من آن قدر باید مراکز آموزشی و مراکز ترویج دانش را زیاد کنم تا افراد به جای اینکه حرف آن شایه‌ورمال را گوش کنند این حرف علمی را گوش کنند. فرهنگ (culture) در غرب هم معنی مثبت و هم معنی منفی دارد. یک نفر که چاقو کش است می‌گویند فرهنگ‌اش

می‌کنم کارهایی که خودمان می‌کنیم تا بازار را بزرگتر نشان دهیم و اهمیت آن را افزایش دهیم ناخودآگاه این تأثیر را می‌گذارد و تصمیم‌گیران مجبور می‌شوند تا با دقت بیشتری تصمیم بگیرند. در مورد سرمایه‌گذاران، یک مورد دیگر هم هست که در دنیا به سرمایه‌گذاران آموزش داده‌اند که شما به عنوان سرمایه‌گذار به نفعتان نیست که به صورت فردی به بازار سرمایه ورود کرده و خرید و فروش کنید. براساس یک آمار، مقدار دارایی‌هایی که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Funds) در آمریکا مدیریت می‌کنند، معادل ۷۵ درصد کل تولید ناخالص داخلی (GDP) آمریکا است. متوسط این نرخ در دنیا معادل ۳۰ درصد و در چین و هند که تازه وارد بازار سرمایه شده و رشد کرده‌اند، حدود ۶ درصد است. این عدد در کشور ما کمتر از نیم درصد است، یعنی ما صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در بورس راه انداخته و تعداد آنها را گسترش داده‌ایم، ولی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها را به یک عادت برای سرمایه‌گذاران تبدیل نکرده‌ایم. شما می‌بینید وقتی بازار در حال رونق است خیلی‌ها تشویق می‌شوند که وارد آن شوند. قاعدتاً همین افراد هم هستند که زبان می‌کنند، چون بدون پیش‌بینی و تحلیل وارد می‌شوند. باید این عادت را این گونه رواج دهیم که اگر می‌خواهید وارد بازار شوید ابزارهای مدیریت جمعی وجود دارند که بهتر از شما، بازار را تحلیل می‌کنند و شما بهتر است از این حوزه وارد شوید. جمع‌بندی این که، یکی از ابزارهای مهم تحلیل محوری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که در دنیا هم مقبولیت دارند و تجربه خوبی را ثبت کرده‌اند. دوم صندوق‌های بازنشستگی هستند، در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ما به نوعی صندوق‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری هستند که قرار است منابع را سرمایه‌گذاری کنند و عمدتاً هم در بازار سرمایه فعال هستند. ولی این صندوق‌ها در کشور ما کمتر به عنوان یک نهاد مالی شناخته شده‌اند و به هر شکلی که تشخیص دهند، رفتار می‌کنند. من فکر می‌کنم روی این دو صندوق جمعی بیشتر بتوانیم کار کنیم. خیلی بهتر است که به تک‌تک افراد آموزش دهیم و مفاهیم اولیه‌ای چون «سهام چیست؟ اوراق مشارکت چیست؟ تحلیل صورت‌های مالی چیست؟» را آموزش دهیم.

■ **براساس گفته‌های آقای سنگینیان، نهادهای مالی باید به نوعی متولی آموزش شوند و به این مقوله ورود کنند. آقای دکتر**



راجع به کارهایی که انجام داده‌ایم، مطرح است. همه پیشنهادهایی که مطرح می‌شود برای بهبود و توسعه است نه برای کتمان کردن زحماتی که تاکنون کشیده شده است. در این جلسه هیچ موقع موضوع، بحث فرد و شخص مطرح نیست، بلکه کلان بازار سرمایه مورد توجه ما است، صحبت بنده راجع به ساختار فعلی و پیشنهادهای برای بهبود آن است. به طور مثال سایت «SEC» یک کار ارزنده‌ای که می‌کند این است که روزانه ۴ فقره از مخاطرات جدی که سرمایه‌گذاران با آن مواجه هستند را هشدار می‌دهد. مثلاً هشدار می‌دهد که اگر پیش یک مشاور سرمایه‌گذاری رفتید و به شما گفته شد که او تضمین میزان مشخصی سود به شما می‌دهد، بدانید این نشانه کلاهبرداری است. بهتر است که برای توسعه، از این الگوهایی که جاهای مختلف تجربه شده، استفاده کنیم.

■ چیزی که همه مهمانان روی آن توافق دارند، تاثیرپذیری بازار سرمایه از تصمیم‌هایی است که نهادهای دیگر برای این بازار می‌گیرند. به نظر شما تشکیل چه «کارگروه» یا ورود به چه حوزه‌های

نکته‌ای مطرح کنید؟  
دکتر خدارحمی: جمله معروفی است که می‌گوید اگر ما می‌خواهیم به نتیجه متفاوتی

اگر ما می‌خواهیم به نتیجه متفاوتی برسیم حتماً باید راهی را برویم که تا حالا نرفته‌ایم. همه پیشنهادهایی که مطرح می‌شود برای بهبود و توسعه است نه برای کتمان کردن زحماتی که تاکنون کشیده شده است. بهتر است که برای توسعه، از این الگوهایی که جاهای مختلف تجربه کردند، استفاده کنیم

برسیم، حتماً باید راهی را برویم که تا حالا نرفته‌ایم. با توجه به اینکه محور این نشست بررسی پیشنهادهای وزیر برای توسعه بازار سرمایه است، طبیعی است صحبت کردن

سایر بخش‌ها کرده‌ایم. صراحتاً عرض می‌کنم کانون نهادهای مالی و کانون کارگزاران، یکی از ماموریت‌های اصلی‌شان بحث آموزش است و اخیراً در مورد ناشران هم سازمان می‌خواهد اقداماتی انجام دهد. ما مرکز مالی را به نوعی وارد این گود کردیم. مرکز پژوهش سازمان که بازوی کارهای پژوهشی ما است از زمانی که آقای دکتر زال‌پور آنجا بودند تا زمان دکتر سعیدی و آقای فراهانیان، هنوز هم مرکز تحقیقاتی سازمان است. همه این دوستان کار فرهنگ‌سازی و آموزشی انجام می‌دهند چون ما به این مقوله اعتقاد داریم. البته بنده در جایی باشما موافقم؟ آن هم این است که ما بعضی از کارهایی که انجام شده است را به اندازه کافی معرفی نکرده‌ایم. به نظرم در حوزه آموزش و فرهنگ‌سازی علاوه بر خود آموزش، اطلاع‌رسانی آن هم بسیار مهم است، اگر در پایان یک دوره یک ساله، آقای هاشمی‌نژاد به عنوان مدیر توسعه و آموزش سرمایه‌گذاری به عموم اعلام کند که ۱۰ دوره آموزشی برای مدیران شرکت‌ها برگزار شده، ۱۰ مدیر دیگر هم ترغیب می‌شوند که بیایند و در این دوره‌ها شرکت کنند. شاید هم باید این اقدامات را بیشتر اطلاع‌رسانی می‌کردیم.

■ دکتر خدارحمی شما می‌خواهید

حوزه طراحی ابزار و فرهنگسازی در نهادها انجام شده، سعی بر این بوده که بازار بزرگ تر و قوی تر داشته باشیم. دوم اینکه من فکر می‌کنم کشورهای شبیه به ما (که خیلی ارتباط سازمانی در تصمیم‌سازی بین نهادها وجود ندارد.) اگر به سمتی بروند که مدل نظارتی‌شان را به سمت مدل متمرکز و تک‌ناظری ببرند، موفق تر باشند. شاید جانداختن این موضوع در ساختار قانون گذاری سخت باشد، ولی تجربه نشان داده که کشورهایی که شبیه ما هستند نمی‌توانند بین نهادهای خود تعامل خوبی داشته باشند و بعضی وقت‌ها وارد فضایی می‌شوند که بین آنها رقابت وجود دارد. نتیجه چنین شرایطی اتخاذ تصمیمات پراکنده می‌شود. ایجاد یک مقام ناظر و متمرکز در بازار اعم از بازار سرمایه و تمرکز این تصمیم‌گیران می‌تواند به اینکه بازار بزرگتری داشته باشیم، کمک کند. این تجربه در کشورهایی که در آغاز توسعه مالی هستند، صورت گرفته و فکر می‌کنم ما هم در شروع فاز توسعه مالی هستیم و این ساختار می‌تواند به ما کمک کند فضای بهتری داشته باشیم.

■ **آقای میرصانعی، برای جمع‌بندی مباحث مطرح شده اگر نکته‌ای مدنظر دارید، مطرح کنید؟**

**میرصانعی:** معتقدم روش فرهنگ‌سازی مانیز به تغییر دارد. از سال ۸۶ تاکنون محوریت فرهنگ‌سازی روی موضوع «سرمایه‌گذاری بلندمدت»، «تحلیل محور شدن» و نگاه حرفه‌ای سرمایه‌گذاران خرد متمرکز بوده است. اما از آن موقع تا حالا تغییرات زیاد در بورس صورت گرفته است. شرکت‌های سبدگردان ایجاد شده‌اند، رکن‌های مشاوره سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و برخی نهادهای دیگر به وجود آمدند و طبیعی است که روش فرهنگ‌سازی ما هم باید تغییر کند. وقتی به تلویزیون می‌رویم یا در سایر رسانه‌ها ورود می‌کنیم. دیگر نباید موضوع خرید سهم بلندمدت یا پرتفوی را مطرح کنیم. چون اصلاً نباید توصیه به خرید سهام کرد، بلکه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری باید ترویج شود. پیشنهاد می‌کنم به جای اینکه تربیت سهامداران حرفه‌ای باید عموم مردم را با صندوق‌های سرمایه‌گذاری آشنا کنیم. در کل اینکه، معتقدم ترویج فرهنگ‌سازی مان باید نسبت به گذشته قدری متفاوت باشد.

آقای دکتر سنگینیان در مورد سهم صندوق‌های سرمایه‌گذاری مطرح کردند را در آن جلسه ارائه کردیم. آن زمان موضوع مالکیت صندوق‌های باننشستگی در بورس به عنوان یک ایراد مطرح بود که ما با استناد به آمارهای جهانی، توضیح دادیم که در سال ۱۹۹۷ حدود ۴۵ درصد مالکیت بازار سرمایه برای باننشستگی و صندوق‌هاست. تا امروز که از هر فرصتی در جلساتی که با مسوولان، مجلس، دولت، قوه قضائیه داشتیم، استفاده کردیم. همین موضوع را پی گرفته‌ایم. در جلساتی که با مجلس، مدیران صنایع و بخش‌های مختلف اقتصادی داشته‌ایم، این بحث‌ها را مطرح کرده‌ایم. اعتقاد دارم در جایی باید ما مسوولان را وارد گود کنیم یعنی آقای وزیر، فلان فرد مسئول این صحبتی که کردی این اثر خاص را در بازار سرمایه دارد.

اولین نکته این است که اگر ما بخواهیم بازار سرمایه را به نوعی در تصمیم‌های دولتی‌ها وارد کنیم باید بازار سرمایه را به اندازه کافی بزرگ کنیم. در شرایط فعلی روی عدد حدود ۴۰ درصد هستیم و اگر به یک فضای برسیم که این عدد به بالای ۵۰ درصد برسد، دیگر نمی‌توانند ما را نادیده بگیرند

■ **نمایندگان نهادهای مالی و تأمین سرمایه‌ها در این مورد چه نظری دارند؟**

**دکتر سنگینیان:** می‌خواهم دو تا نکته به بحث دوستان اضافه کنم. اولین نکته این است که اگر ما بخواهیم بازار سرمایه را به نوعی در تصمیم‌های دولتی‌ها وارد کنیم باید بازار سرمایه را به اندازه کافی بزرگ کنیم. مدت‌ها بود که اندازه مان نسبت به دولتی‌ها، یک بازار ۱۵ تا ۲۰ درصدی بود. در شرایط فعلی روی عدد حدود ۴۰ درصد هستیم و اگر به یک فضای برسیم که این عدد به بالای ۵۰ درصد برسد، دیگر نمی‌توانند ما را نادیده بگیرند. آن وقت است که الزاماً تصمیم‌گیران باید شمارا در تصمیماتشان در نظر بگیرند. همه تلاش‌هایی هم که در

خاص تصمیم‌گیری می‌تواند به اینکه بازار سرمایه کمتر تأثیر پذیر باشد، کمک کند؟ (به طور مثال تشکیل کارگروه مشترک با بانک مرکزی یا حضور داشتن نماینده بازار سرمایه در جلسات هیات وزیران، شوراهای عالی مختلف و تمام آن نهادهایی که تصمیم‌هایشان روی بازار اثر می‌گذارد.)

**دکتر قالیباف اصل:** برای کاهش تأثیرپذیری بازار سرمایه از تصمیم‌های سایر حوزه‌ها نیاز است که بازار عکس‌العمل نشان دهد. زمانی می‌توانیم از بازار سرمایه شفاف صحبت کنیم که زمانی که تصمیمی از سوی نهاد یا سازمان تصمیم‌گیر گرفته می‌شود، بازار به سرعت واکنش نشان دهد. البته این مسأله در حال حاضر هم وجود دارد و هر تصمیمی که برای بازار سرمایه گرفته می‌شود، با واکنش فعالان سرمایه‌رو به رو می‌شود. منتهی مشکلی که ما داریم، تعدد مراکز تصمیم‌گیری و حتی تعدد تصمیمات است. به هر حال اگر تصمیمی منطقی باشد در یک مقطع باید همین تصمیم پابرجا باشد و براساس آن عمل شود، ولی ما می‌بینیم که تصمیم‌ها مدام تغییر می‌کند و با یک تصمیم، وضعیت صنعت زیر و رو می‌شود. به نظر من حوزه‌ای که باید روی آن کار کرد، همین حوزه است. اما تشکیل کارگروه هم می‌تواند کمک‌کننده باشد. در واقع این کار مهمی است که دولت می‌تواند انجام دهد. در دنیا در مورد قیمت ارز، هیچ وقت هیچ نهادی تصمیم نمی‌گیرد که قیمت ارز یک عدد خاصی باشد. چون قیمت ارز براساس خرید و فروش واقعی تعیین می‌شود. باید اجازه دهیم متغیرها یا عواملی که در اقتصاد تأثیرگذار هستند، همه در یک شرایط رقابتی تعیین شود. چون اگر جز این باشد بازار نمی‌تواند تحلیل کند، چون باید ذهن تصمیم‌گیرنده‌های بازار را بخواند. اگر نرخ‌ها در بازار تعیین شود، قطعاً بازار سرمایه می‌تواند روی آن تحلیل و پیش‌بینی کند و به آن عکس‌العمل نشان دهد.

■ **اجازه دهید نظر نماینده نهاد ناظر را هم داشته باشیم. آقای دکتر حسینی، سازمان به چه میزان در حوزه‌های تصمیم‌گیر اقتصاد دخیل است و اصولاً قدرت مانور دارد؟**

**دکتر حسینی:** دوستان مسوول مادر سازمان بورس سعی می‌کنند همه این کارها را انجام دهند. در سال ۸۵ اولین جلسه‌ای بود که در سطح هیات وزیران شرکت کردیم. همین نکته‌ای که