

روز دوشنبه ۱۵ آذرماه ۱۴۰۰، حسین عبده تبریزی به دعوت پژوهشکده امور اقتصادی (وزارت امور اقتصادی و دارایی) در سلسله نشست‌های اصلاحات اقتصادی شرکت کرد. در این جلسه آقای دکتر دهقان دهنوی، رئیس سابق سازمان بورس و اوراق بهادار، در مورد «اصلاح بازار سرمایه» صحبت کرد. دکتر عبده به عنوان یکی از اعضای پنل بحث این مقاله نیز در جلسه به ذکر نکاتی پرداخت.

دکتر دهقان دهنوی بحث خود را با این نکته آغاز کرد که «چرا بازار سرمایه مهم است و باید آن را توسعه داد؟» در این مورد وی پنج محور پر اهمیت را با عناوین زیر مشخص کرد:

تأمین مالی اقتصاد، تقویت سرمایه‌گذاری، توسعه ثروت، مدیریت ریسک، و تخصیص بهینه منابع.

وی سه مجرای تأمین مالی را «عرضه اولیه سهام»، «افزایش سرمایه» و «بازار بدهی» ذکر کرد. دکتر دهقان گفت در سال ۱۳۹۹، تأمین مالی بازار سرمایه برابر ۴۰ درصد تأمین مالی بانک‌ها بوده است. وی تأکید کرد که در هر دو بازار، تأمین مالی بی کیفیت هم وجود دارد. وی تعداد افراد دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها را حدود ۹ میلیون نفر دانست. در این مورد دکتر عبده در توضیح خود خاطرنشان کرد که به‌رغم این رقم بالا، به لحاظ آن که بسیاری از این دارندگان واحدها، به جای سپرده بانکی، به دارندگان واحدهای با درآمد ثابت بدل شده‌اند، و تعداد کسانی که واحدهای صندوق‌های سهام را خریداری می‌کنند هنوز بسیار کم است، پس «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم» در بازار سهام ایران چندان رواج ندارد و عمده سرمایه‌گذاران خود مستقیم به معامله سهام می‌پردازند. دکتر عبده ادامه داد که باید با قدرت از توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اشاعه «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم» در بورس حمایت کرد. وی معتقد است بدین منظور باید از همه روش‌های انگیزشی، از قبیل تخصیص قابل ملاحظه عرضه‌های اولیه به صندوق‌های سرمایه‌گذاری حمایت کرد. عبده تبریزی درصد «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم» به GDP را بسیار پایین و حدود ۶ درصد برآورد کرد.

حسین عبده تبریزی اشاره کرد که اگر اقبال مردم در سال‌های ۹۸ و ۹۹ به بازار سرمایه با خرید مستقیم سهام همراه نمی‌شد، شاید آنان سال‌های طولانی‌تری در این بازار باقی می‌ماندند. در این دو سال برای اولین بار در ایران، سبد ثروت عموم خانوارها شامل سهام نیز شد. اما افت شدید بازار به اعتماد آنان صدمه زد. اگر این انبوه خانوارها از مجرای صندوق‌های سرمایه‌گذاری پای به عرضه سهام می‌گذاشتند، نوسانات در بازار سهام بسیار کنترل‌شده‌تر می‌بود. دکتر عبده معتقد به تقسیم بازار بین سرمایه‌گذاران با امکانات مالی متفاوت است؛ وی بر این عقیده است که سرمایه‌گذاران ۱۵ تا ۲۰ میلیون تومانی سال‌های ۹۸ و ۹۹ باید به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ضمانت-

شده (principal guaranteed) هدایت می‌شدند. به این ترتیب احتیاط مدیران بازار سرمایه در افزایش قیمت‌ها در بازار بسیار بیشتر می‌شد. سرمایه‌گذاران مثلاً تا ۱۰۰ میلیون تومان منابع باید فقط به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری از صندوق‌ها محدود می‌شدند، و پس از چند ماه تجربه در بازار، اجازه خرید مستقیم سهام می‌یافتند (برای مثال، موقعی که حداقل ۵۰۰ میلیون تومان منابع داشتند). سرمایه‌گذاری در صندوق‌های ریسک‌پذیر (venture capital) و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (private equity) برای سرمایه‌گذارانی باید میسر شود که مالک میلیاردها تومان دارایی در بازار سرمایه باشند. دکتر عبده تقسیم بازار بین سرمایه‌گذاران با توان‌های مالی مختلف را رفتاری تبعیض‌آمیز نمی‌داند، و معتقد است این نوع تقسیم‌بندی به سلامت و کارایی بازار می‌انجامد.

دکتر دهقان دهنوی کاهش تشکیل سرمایه ثابت در کشور از ۴۰ درصد به ۲۰ درصد را معادل گرفتار آمدن در دام فقر نامید و خروج از آن را بسیار مشکل ارزیابی کرد. وی یادآور شد طی تمام سال‌های دهه ۹۰، این روند نزولی بوده و کار به جایی رسیده که تشکیل سرمایه کمتر از استهلاک است و موجودی سرمایه در حال کاهش است. محور سوم بحث دهنوی در این مورد به نقش بازار سرمایه در توسعه ثروت اختصاص داشت. وی یادآور شد که تا سال ۱۴۲۰، بیش از ۲۰ درصد از ایرانیان به سن بالاتر از ۶۵ سال می‌رسند (در حال حاضر این عدد ۷ یا ۸ درصد است).

در ارتباط با این مسئله، دکتر عبده به بحث بازنشستگی و ضرورت اصلاح وضعیت صندوق‌های بازنشستگی پرداخت. دکتر عبده از ضرورت چندلایه شدن این صندوق‌ها و بسط صندوق‌های بازنشستگی مکمل در بورس صحبت کرد. وی معتقد است که صندوق تأمین اجتماعی باید پاسخگوی حداقل‌ها باشد و صندوق‌های بازنشستگی مکمل به شکل «صندوق‌های بازنشستگی سازمانی و شرکتی» (شبهه به صندوق ذخیره فرهنگیان) و یا صندوق‌های بازنشستگی خصوصی که در بورس واحدهای آنها قابل انتقال است، شکل گیرند.

در ادامه دکتر دهقان پس از بحث در مورد محورهای چهارم و پنجم چرایی توسعه بازار، بحث را به مسیرهای توسعه بازار سرمایه کشاند. در این حوزه، وی به ۵ محور «سیاست‌گذاری اقتصادی دولت»، «توسعه نهادهای مالی»، «بنگاه‌داری و حاکمیت شرکتی»، «سازمان تسهیل‌گر» و «پایش ۳۶۰ درجه‌ای» پرداخت. البته، فرصت بحث آن قدر نبود که سخنران فراتر از محور اول یعنی «سیاست‌گذاری اقتصادی دولت» به بحث بپردازد. در مورد سیاست‌گذاری دولت، وی نخست به «حضور دولت در بازار سرمایه» پرداخت؛ یعنی به حضور دولت

مالک و دولت‌مدیر در بازار سرمایه. آمار مهمی که وی ارائه کرد حاکی از آن بود که کنترل ۷۸٪ سهام بورسی از نظر مدیریت در اختیار دولت است و فقط بخش خصوصی ۲۲ درصد از شرکت‌ها در بورس را مدیریت می‌کند. ریز آمار دکتر دهقان به شرح زیر بود:

بخش نفت ۱۷٪

بنیاد مستضعفان ۲٪

وزارت صمت ۱۵٪

وزارت دفاع و پشتیبانی ۷٪

وزارت رفاه و تعاون ۱۸٪

ستاد اجرایی فرمان امام ۳٪

وزارت امور اقتصادی ۱۷٪

دکتر دهقان راه‌حل حضور کمرنگ‌تر دولت در بازار را طبعاً در خصوصی‌سازی می‌دانست، و معتقد بود که اگر خصوصی‌سازی در کوتاه‌مدت ممکن نباشد، لزوم قطع ارتباط دستگاه تخصصی با بنگاه اقتصادی دولتی وجود دارد؛ یعنی بنگاه‌های دولتی نباید تحت نظر سیاست‌گذاران باشند، بلکه نقش سیاست‌گذاری وزارتخانه باید از اداره بنگاه دولتی جدا باشد. نکته‌ای که به‌شدت مورد تأکید دکتر دهقان بوده نیز بود.

دکتر دهقان به «تقویت شفافیت و افشا» در مورد حضور دولت در بازار، به «ارزیابی عملکرد بنگاه‌ها و مدیران» و نیز به «حاکمیت نگاه سودآوری» در سطح بنگاه‌های دولتی نیز اشاره کرد. محور دوم بحث وی به «سیاست‌گذاری صنعتی» مربوط بود. در این مورد، وی «بر برگشت از قیمت‌گذاری دستوری» تأکید فراوان داشت و بر ضرورت «تعیین چشم‌انداز رفتار بنگاه با دولت» و «عدم تجاوز به حقوق سهامدار خرد و غیردولتی» اصرار ورزید.

بحث بعدی در مورد «قانون‌گذاری در رابطه با بازار» بود. وی خواستار «تثبیت رفتارهای دولت به جای تثبیت قیمت‌ها» بود. دیگر عناوین این بخش از بحث وی، «معطوف شدن به مسائل کلان به جای مسائل خرد اقتصادی»، «اصلاح ساختار و ارکان مبتنی بر الگوی مناسب»، «ایجاد استقلال برای سازمان بورس»، و «پرهیز از دخالت در اجرا و حفظ شأن نظارتی» بورس بود. در مورد رانت منابع طبیعی، دکتر دهقان خواستار آن بود که موضوع رانت از موضوع حمایت‌های آگاهانه از صنایع جدا شود؛ به تعبیر وی، «رانت به مثابه مزیت رقابتی»، «رانت

به عنوان ابزار توسعه، «رانت کاهنده کارایی و بهره‌وری» و «رانت به مثابه بهانه‌ای برای کنترل» چیزهای بدی نیستند. دکتر دهقان به دنبال طراحی «مکانیزم لزوم به کارگیری رانت منابع طبیعی» است. دکتر عبده بیان آقای دهقان را بدین گونه تعبیر کرد که منظور ایشان «استفاده از منابع طبیعی به عنوان ابزاری برای حمایت از رقابت و افزایش دهنده کارایی و بهره‌وری» است. این بحث آقای دهقان برای مخاطبان باید جالب باشد که بعضی از رانت‌ها می‌تواند کمک کند تا استراتژی توسعه صنعتی پیش رود. دکتر عبده این بحث را بدین گونه جمع‌بندی کرد که رانت‌ها در عین حال غرامت دولت به بخش خصوصی در قبال صدماتی است که با سوءمدیریت بر آنها وارد کرده یا جبران ریسک‌هایی است که به بخش خصوصی تحمیل کرده است.

موضوع بعدی بحث آقای دکتر دهقان به سیاست‌گذاری پولی و ارزی مربوط بود. وی بر «لزوم هماهنگی با راهبرد ثبات مالی»، تکیه کرد و خواستار بازارگردانی اوراق دولتی در بازار سرمایه شد. حرکت به سمت «نظام تک‌نرخ ارز» و «بازنگری در نحوه مواجهه با شرکت‌های تأمین سرمایه» از دیگر موضوعاتی بود که سخنران بد آنها پرداخت. نحوه مواجهه دولت و بانک مرکزی با شرکت‌های تأمین سرمایه بسیار مهم است. سخنران خاطر نشان کرد که معاملات و توسعه تأمین سرمایه‌های بانکی نباید محدود شود.

در این مورد، دکتر عبده اشاره کرد که از زمان شکل‌گیری بانکداری غیردولتی و تنظیم قانون بازار اوراق بهادار در ایران، نوع بانکداری تجاری، بانکداری فراگیر یا همه‌شمول (universal banking) بوده است؛ بدین معنی که بانک‌های تجاری در ذیل خود نهادهای بازار سرمایه را ایجاد و مدیریت کرده‌اند. همه بانک‌های تجاری غیر از صرافی و لیزینگ، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های تأمین سرمایه، پردازش اطلاعات، مشاور و غیره دارند. عبده تبریزی معتقد بود که به جای چانه‌زنی با بانک مرکزی و دولت، باید خواستار نظر صریح آنها شد. اگر دولت و بانک مرکزی می‌خواهند مدل بانکداری جامع را تغییر دهند، در آن صورت بهتر است به بانک‌های تجاری دستور داده شود نهادهای بازار سرمایه را بفروشند و به این ترتیب فرصت بیشتری برای مؤسسات غیربانکی جهت فعالیت در بازار سرمایه ایجاد می‌شود. اگر هم دولت و بانک مرکزی معتقد به مدل بانکداری جامع هستند، در آن صورت این ممنوعیت‌ها باید حذف شود.

دکتر عبده به طور کلی معتقد است که در مسئله اخذ تضامین و ضمانت‌ها، نهادهای بازار سرمایه باید از بانک‌های تجاری مستقل شوند و به ناشران بازار متکی باشند. در مورد نکات کلی بحث دکتر دهقان نیز عبده اشاره کرد که به‌رغم تاکیدهای خود آقای دکتر دهقان،

بازهم باید تاکید بیشتری روی متغیرهای بیرونی صورت گیرد. تا زمانی که مسئله کنترل نقدینگی و تورم در کشور حل نشود، شاهد اصلاح بنیادین بازار سرمایه نخواهیم بود و مشکلات فعلی در سطحی بالاتر یا پایین تر ادامه خواهد یافت.

آخرین موضوع این محور از گفتگوی دکتر دهقان به صندوق توسعه ملی اختصاص داشت. وی خواستار آن شد که این صندوق در خارج از کشور ارز خود را نگاه ندارد، چرا که مشکل اشتغال و تولید در داخل کشور وجود دارد. وی فعالیت صندوق را به لزوم حفظ ثبات و تولید در کشور، به لزوم ثبات بخشی در درآمدهای ارزی، و به عدم ایجاد انحراف در نرخ ارز گره می‌زد. به بیان عبده تبریزی، دکتر دهقان خواستار آن است که صندوق توسعه ملی درگیر نگهداری سبدهای اوراق بهادار ارزی و یا سبدهای ارزهای مختلف نشود و بیشتر به سمت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی در داخل کشور متوجه شود.

در این مورد، آقای علی رضا ساعدی با سابقه عضویت در هیأت عامل صندوق توسعه ملی، توضیح دادند که اولاً منابع صندوق عمدتاً در بیش از ۳۰۰ طرح اجرا شده در درون کشور سرمایه‌گذاری شده و ثانیاً صندوق در طی دو سال گذشته منابعی در اختیار نداشته است. وی تاکید کرد که صندوق منابعی در خارج ندارد؛ صندوق سبدي از اسعار یا اوراق ندارد. وی معتقد بود که حمایت موردی (selective) از صنایع بیشتر از مصادیق فساد می‌شود. او توجه حضار را به این موضوع جلب کرد که قانون صندوق، سرمایه‌گذاری در داخل را منع کرده است. به علاوه، به دلیل شرایط خاص کشور، عمده منابع به ریال تبدیل شده و به خزانه برگشته است. آقای ساعدی معتقد است که صندوق تثبیت نباید از صندوق توسعه رانت بخواهد.