

### ۱. مقدمه

برای حضور مردم در بازار سرمایه راه‌های بسیاری وجود دارد و به نکات عمده‌ای می‌شود اشاره کرد؛ مثلاً این که چگونه/اعتماد عمومی را بالا ببریم یا ریسک را کاهش دهیم. نکات بسیاری می‌شود گفت. اما در شرایط/امروز که نرخ تورم بالاست و نرخ بازده همه بازارها به جز بازار سرمایه پایین است، و نقدینگی بالایی که تولیدشده و می‌شود، به این بازار سرازیر است، و این بازار نرخ بازدهی می‌دهد که با (بنیان‌های Fundamentals) اقتصاد ایران نمی‌خواند، این جلب مشارکت عمومی چگونه باید باشد؟ مدیر بازار طبعاً به شدت باید نگران باشد که سرمایه‌گذار به یک نرخ بازده متعادل‌تر و بادوام‌تر عادت کند، و توسعه بازار و توسعه مشارکت عمومی در آن را در قالب نرخ‌های بازده بالا و بی‌ارتباط با اقتصاد ایران تبلیغ نکند.

### ۲. جذب سرمایه‌گذار برای کدام بازار؟

مدیر بازار سرمایه سخت نگران است که آیا بازارهای سرمایه منابع خود را به‌درستی تخصیص می‌دهند؟ یعنی، برای ساخت بازارهای سرمایه عمیق چه باید کرد؟ طبعاً توسعه مشارکت عمومی یکی از راه‌حل‌هاست. برای چنین فراخوانی، می‌باید درک درستی از عملکرد بازار داشته باشیم. برای بررسی عملکرد در سطح هر بازار، رویکردهای سنتی کافی نیست. در رویکرد سنتی، برای محک‌زدن بازارهای سرمایه، اندازه را با تولید ناخالص داخلی (GDP) مقایسه می‌کنند؛ باید معیارهای (benchmark) بهتری را برگزید.

ناچاریم بازارها را برای توسعه پایدار و نه رشد سریع طراحی کنیم. طراحی بازار بزرگ‌شونده و اصلاح زیرساخت‌ها می‌تواند عملکرد کوتاه‌مدت ایجاد کند. اما بهبود پایدار فقط از طریق تغییرات در اقتصاد (و گاهی تغییرات اجتماعی) حاصل می‌شود که به‌تنهایی پایه و اساس رشد بلندمدت است. پس، چنین است که نتیجه می‌گیریم خیلی چیزها در اختیار مدیر بازار نیست.

پیاده‌سازی رویکرد مدیریت تغییر در سراسر کشور ضرورت دارد؛ سیاست‌گذاران می‌دانند برای تعمیق بازار سرمایه چه باید بکنند، اما در اجرا، انجام این اقدامات چالش‌برانگیز است. توالی و پیاده‌سازی ابتکارهای متعدد وابسته به یکدیگر در طی دوره زمانی طولانی، طرز فکر و رویکرد مدیریتی‌ای ایجاد می‌کند که محدود سیاست‌گذاران با آن آشنایی دارند.

جذب سرمایه‌گذار به بازار سرمایه‌ای مناسب است که در آن:

الف. ناشران می‌توانند سرمایه مقرون‌به‌صرفه را از طریق آن بازار گردآوری کنند؟

ب. بازارهای سرمایه مسیره‌های جذاب و متنوعی را برای بهره‌برداری از پس‌اندازهای کوتاه و بلندمدت فراهم می‌کنند. این جاست که شعار توسعه مشارکت عمومی در بازار سرمایه معنا پیدا می‌کند.

ج. بازارهای سرمایه اطلاعات قیمت‌گذاری باکیفیت بالا را برای به حداکثر رساندن بهره‌وری در تخصیص منابع ارائه می‌دهند.

### ۳. مقایسه بازارهای توسعه‌یافته با بازارهای سرمایه در کشورهای نوظهور

در کشورهای نوظهور، شکاف‌های تأمین مالی قابل‌ملاحظه‌ای وجود دارد. بازارهای اولیه منابع بی‌ثبات‌تر و نامطمئن‌تر مالی برای ناشران در بازار نوظهور فراهم می‌آورند. این امر به‌ویژه در مورد شرکت‌های متوسط کاملاً خصوصی و پروژه‌های زیرساختی صادق است که توسط شرکت‌های عمدتاً خصولتی بزرگ و دولت از منابع مالی محروم شده‌اند. یعنی، پدیده crowding out اتفاق افتاده. بازارهای سرمایه عمیق‌تراند که می‌توانند نیازهایی را که برای زیرساخت‌ها وجود دارد، تأمین کنند.

انتخاب در بازارهای نوظهور محدود است. ناشران در بازارهای نوظهور گزینه‌های متنوعی برای تأمین مالی و متناسب‌کردن تأمین مالی با نیازهای خود در اختیار ندارند. به عنوان مثال، عدم وجود بازار اوراق بدهی طولانی‌مدت، انعطاف‌پذیری شرکت‌ها را برای متعادل‌کردن ساختار تأمین مالی با دارایی‌ها و عایدات آتی کاهش می‌دهد.

در بازارهای نوظهور، سرمایه‌گران است. ناشران در این بازارها در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، هزینه سرمایه بالاتر و بی‌ثبات‌تری را تحمل می‌کنند. بنابراین، جلب سرمایه‌گذار به هر قیمت نباید مطرح باشد.

### ۴. دشواری جذب سرمایه‌گذاران خرد

در کشورهای نوظهور، به دلایل زیر جذب سرمایه‌گذاران خرد به بازار دشوار است:

- فقدان مسیره‌های مناسب برای تجهیز پس‌اندازهای داخلی و نبود وضعیت ریسک‌بازده متعادل. سرمایه‌گذاران خرد بخش بزرگی از پس‌اندازهای خود را در دارایی‌های فیزیکی چون املاک، طلا (و سکه)، ارز و سپرده بانکی می‌گذارند. سپرده بانکی جذاب است چون از مالیات معاف است. برای این‌که سرمایه‌گذاران خرد به شکل بلندمدت به بازار سرمایه بیایند و از آن بازارها اجتناب کنند، به تلاش بسیار نیاز است.
- کارایی ضعیف قیمت‌گذاری احتمالاً به تخصیص منابع ضعیف‌تر می‌انجامد. توسعه سریع‌تر اقتصادی به تخصیص کارآمد منابع انسانی و مالی به فرصت‌های جذاب‌تر برمی‌گردد. بازارهای سرمایه در اقتصادهای نوظهور نمی‌توانند این فرصت‌ها را پیشینه کنند.
- بازارهایی که رشد را به هر قیمت دنبال می‌کنند، ممکن است دچار بحران‌های نقدشوندگی شوند و معمولاً دچار تلاطم قیمت‌ها می‌باشند.

### ۵. چگونه سرمایه‌گذاران خرد را در بازار سرمایه حفظ کنیم؟

چون مشارکت گسترده‌تر عموم در بازار سرمایه را برای توسعه بلندمدت و پایدار بازار سرمایه می‌خواهیم، پس باید انتقال سرمایه‌گذاران خرد به بازار را پایدار کنیم. این پایداری به شرط موارد زیر ممکن است:

- توسعه بازار اوراق بدهی دولتی نقدشونده (دارایی‌های معیار)
- افزایش مشارکت ناشران (تقاضای سرمایه)
- افزایش رقابت میان مشارکت‌کنندگان در بازار (واسطه‌گری)
- بازکردن مسیر برای یکپارچگی پایدار با بازارهای جهانی (بازارهای آزاد)
- حمایت از کشف قیمت و تخصیص بهینه منابع (کشف قیمت)

برای ارتقای سطح شکل‌گیری پایگاه وسیع‌تر و عمیق‌تر از سرمایه‌گذاران، می‌باید به تنوع سرمایه‌گذاران در بازار احترام بگذاریم، و در عین حال با ابزارهای مناسب، سرمایه‌گذاری مناسب را تبلیغ کنیم. بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی معمولاً سرمایه‌گذاران بلندمدت‌تری هستند که اوراق را خرید کرده و نگاه می‌دارند. (buy & hold investors)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار را می‌خرند و دائماً معامله می‌کنند. (buy & trade investors)

بازار سرمایه ایران با تعداد قابل‌ملاحظه‌ای معامله‌گران عمدتاً شخصی نوسان‌گیر (day traders) مواجه است. آنان طبعاً در بازار نقش دارند و می‌توانیم محترمانه‌تر آن‌ها را سرمایه‌گذاران فعال بخوانیم. (investors active) آنان مشکلات نقدشوندگی را حل می‌کنند، اما به تلاطم بازار اضافه می‌کنند.

سیاست‌گذاران نقش قابل‌ملاحظه‌ای در توسعه این گروه‌بندی دارند. به نظرم در شرایط جاری می‌باید نقش گروه دیگری از سرمایه‌گذاران را توسعه داد؛ نقش سرمایه‌سهمی خاص یا سرمایه اختصاصی (private equity) را باید گسترش دهیم.

## ۶. سرمایه مولد

گفتیم که برای جذب عامه به بازار، راه‌های بسیاری وجود دارد. اما به نظر می‌رسد که با تبلیغ اهمیت بازار سرمایه برای شکل‌گیری «سرمایه مولد» هم می‌توان عده زیادی را به این بازار جلب کرد.

می‌خواهیم چگونه بازاری برای همه بسازیم؟ بازارهای نوظهوری مثل ما می‌توانند سرمایه را مولد جذب کنند و رشد و اشتغال را تقویت کنند.

تمام سرمایه‌گذاری‌ها به طور برابر ایجاد نمی‌شوند. هر چند سرمایه خودبه‌خود جهت‌گیری ندارد، به هر حال توسط نهادها، فرهنگ کسب‌وکار و روابطی که قدرت دارند به‌گونه‌ای پیش برده می‌شود که در کل و سرجمع یا به چرخه مقدس خلق ثروت می‌انجامد و یا در چاله معاملات باخود (معاملات درونی)، رانت‌جویی و رکود اقتصادی می‌افتد.

چارچوب بالقوه‌ای که مناسب حل و فصل نکات درهم‌تنیده‌ای از اعتماد در حال فروریزش پیرامون نهادها (بنگاه‌ها) و کسب‌وکارها باشد و از درد ناعدالتی در حال رشد بکاهد، مفهوم «سرمایه مولد» است.

سرمایه مولد به سرمایه‌گذاری‌هایی برمی‌گردد که شفاف باشند، پاسخگو باشند، و بازار محور باشند. به بیان دیگر، جریان‌های مالی‌ای که خوب سازمان یافته‌اند، هم از نظر مبدا (تأمین مالی) و هم از نظر مقصد (سرمایه‌گذاری)، به خلاءهای تدارک کالاها و خدمات به‌درستی پاسخ خواهند داد.

سرمایه‌گذاری‌های مولد از اهداف اقتصادی و اجتماعی وسیع‌تر حمایت می‌کنند. مثلاً، انضمام گروه‌های حاشیه‌ای به داخل اقتصاد، متصل کردن بازارهای منطقه‌ای و ارتقای سطح یکپارچگی و اختلاط، و اطمینان از رعایت (compliance) مقررات محیط‌زیستی و روابط کار نمونه‌هایی از این اهداف وسیع‌اند.

سرمایه غیرمولد (فاسد) طرف مقابل سرمایه مولد است. این نوع سرمایه‌گذاری زیرپای اعتماد به نهادها را خالی می‌کند، حاکمیت قانون را تضعیف می‌کند، کدورت را تشدید می‌کند و به دنبال اعمال قدرت انحصاری بر بخش‌های گسترده‌ای از اقتصاد است. مفهوم سرمایه فاسد (غیرمولد) برای شناسایی معاملات فردی‌ای که فاقد شفافیت، پاسخگویی و جهت‌گیری بازار هستند تعریف شده است.

سرمایه‌هایی که مبدأ آن‌ها کدر و مات است، نظارتی بر آن‌ها نبوده، و فقط به فشارهای سیاسی پاسخ می‌دهند، غالباً همان نهادهای بازار را از بین می‌برند که سرمایه مولد را جذب می‌کنند. در چنین شرایطی و برای این‌که سرمایه‌گذاران خرد را از مجرای سرمایه مولد وارد بازار سرمایه کنیم، چه کاری باید انجام شود. به بیان دیگر، چگونه بازار سرمایه می‌تواند سرمایه مولد را ارتقا دهد؟

از مجموعه اقدامات ممکن، موارد زیر را مهم‌تر می‌دانم:

۱. فراوانی تشکل‌ها و انجمن‌ها و سازمان‌های مردم - نهاد در بازار سرمایه. این نهادهای کسب‌وکار و حرفه‌ای می‌توانند بنیان اعتماد را در مجامع سرمایه‌گذاری، حتی آن‌جا که ضعف قوانین و ضعف اعمال آن وجود دارد، ایجاد کنند.
۲. حمایت از توسعه فرهنگ کسب‌وکار پیشرفته.
۳. دل‌دادن و احترام گذاشتن به اصول حاکمیت شرکتی یا اصول شرکت‌داری. (corporate governance)
۴. یکپارچه‌کردن و تقویت رعایت (compliance) مقررات کسب‌وکار و رقابت سالم.