

نشست‌های برگزار شده در دانشکده حقوق و علوم سیاسی

عنوان نشست: اقتصاد سیاسی بازارهای مالی در ایران (با تأکید بر بورس
اوراق بهادار)

واحد برگزار کننده نشست:	دانشکده حقوق و علوم سیاسی
مسئول نشست:	دکتر غلامرضا حداد (عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی)
تاریخ برگزاری نشست:	۱۴۰۰/۰۹/۲۰
اعضای هیأت علمی:	دکتر علی سرزعیم، دکتر علی مروی (اعضای هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی)
نمایندگان دستگاه‌های اجرایی مرتبط:	دکتر محمدعلی دهقان دهنوی (عضو هیأت مدیره بانک مسکن، معاون وزیر اقتصاد در دولت دوازدهم و رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار از بهمن ۹۹ تا مهر ۱۴۰۰)، دکتر حسین عبده تبریزی (عضویت در شورای عالی بورس در سال‌های ۹۲ تا ۹۷ و دبیر کل بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۲ تا ۸۴)
مسأله محوری نشست:	آسیب‌شناسی بازارهای مالی ایران با تأکید بر بورس اوراق بهادار و ارائه راهکار برای برون‌رفت از وضعیت موجود
سازمان‌های هدف توصیه سیاستی:	وزارت امور اقتصاد و دارایی؛ سازمان بورس و اوراق بهادار؛ وزارت صمت؛ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

چکیده مباحث طرح‌شده (مقدمه، چالش‌ها و مشکلات پیش رو):

بازار بورس در خلال دو سال اخیر نوسان چشمگیری را شاهد بوده است. در اثنای همه‌گیری کرونا و متأثر از آن، روند نزولی تمامی بورس‌های جهان، بورس ایران تنها بازار مالی جهان در کنار ونزوئلا و زیمبابوه بود که روند صعودی رو در تمام شاخص‌ها تجربه کرد. این روند صعودی با اظهارات مقام‌های رسمی در تشویق سرمایه‌گذاری در بورس و به تبع آن شکل‌گیری این تلقی در افکار عمومی که دولت سرمایه‌گذاری در بورس را تلویحاً تضمین کرده است همراه شد که به هجوم سرمایه‌های خرد و افراد حقیقی به بازار منجر گردید؛ اما از نیمه دوم سال ۹۹ و ۱۴۰۰ بازار با سقوط قابل توجهی روبه‌رو شد که به نابودی سرمایه‌ها، ایجاد نارضایتی عمومی و ناآرامی سیاسی انجامید و مداخلات دولت در بازار سرمایه نیز نتوانست ثبات را به این بازار بازگرداند. برای تحلیل چستی و چرایی این روند و تحلیل وضعیت موجود نیازمندیم به چند پرسش بنیادین پاسخ دهیم: نقش و کارکرد دولت ایران در بازار سرمایه چیست: کنترل‌گر، بازی‌گر، تنظیم‌گر یا تضمین‌گر؟! چه متغیرهای غیربازاری بر تحولات بازار سرمایه در ایران تأثیرگذار است؟! رابطه نهاد دولت و نهاد بازار در اقتصاد سیاسی ایران چه تأثیری بر بازار سرمایه داشته است؟! چه عواملی بر روند صعود و سقوط بورس طی دو سال گذشته تأثیرگذار بوده است؟! چه اقداماتی می‌توانست مانع از سقوط بورس گردد؟! چه راهکارهایی برای پرهیز از تکرار چنین تجربه‌ای می‌توان ارائه کرد؟! در ابتدا به برخی عوامل مؤثر بر شکل‌گیری این وضعیت اشاره شده و در ادامه برخی از راهکارها فهرست می‌شوند.

۱- فرصت‌سوزی دولت در ظرفیت‌های به وجود آمده در بورس: اقبال سرمایه‌های حقیقی و حقوقی به بورس که دلایل مختلفی داشت، فرصت بی‌نظیری برای دولت بود تا بتواند با عرضه بخشی از سهام مؤسسات دولتی کسری بودجه خود را جبران نموده و از فشار ناشی از تحریم‌ها و همچنین همه‌گیری کرونا بر روی درآمدهای ارزی و ریالی دولت بکاهد؛ اما

دولت در استفاده از این فرصت دچار کندی و تعلل شد که دلایل آن را می‌توان در این موارد جستجو کرد:

الف: مقاومت در بدنه دیوان‌سالاری دولتی به جهت مزیت‌های ناشی از حضور در شرکت‌های دولتی نسبت به سایر بخش‌های دولت

ب: عدم تقارن در مکانیسم پاداش و تنبیه (مدیران برای واگذاری‌های موفق تشویق نمی‌شوند اما برای واگذاری ناموفق موضوع پیگیری قضائی قرار می‌گیرند)

ج: حاکمیت تکه‌تکه شده (عدم درک هماهنگ و یکپارچه از نیازها در بخش‌های مختلف حاکمیتی که در تمایل ضروری به واگذاری در بخش اجرایی و مقاومت سخت‌گیرانه در بخش قضائی نمود یافت یا سیاسی شدن موضوع بازار سرمایه و بی‌ثباتی در تصمیمات کلان) د: تصمیمات نادرست متأثر از ملاحظات سیاسی (مشخصاً در مورد شرکت‌های زیان‌ده و ارائه سهام شرکت‌های دولتی در قالب صندوق ای تی اف به جای استفاده از مکانیسم‌هایی مثل مزایده)

در مجموع در هجوم سرمایه‌های خرد به بازار سرمایه اگر دولت می‌توانست با عرضه به موقع و پردوام سهام شرکت‌های دولتی به آن پاسخ مناسبی بدهد نه تنها می‌توانست بدون ایجاد حباب، بازار سرمایه را گسترش دهد بلکه می‌توانست منابع لازم خود را از آن تأمین نماید؛ اما عوامل فوق‌الذکر مانع از سیاست‌گذاری و اقدام مناسب توسط دولت شد و این فرصت تاریخی را به یک تهدید مهم دل کرد.

۲- کاسبان حباب و انحصارگرایی در بورس: اقبال عمومی که به افزایش مشتریان نهادهای مالی و کارگزاری، برای برخی از فعالین بازار سرمایه موقعیتی انحصاری ایجاد کرد و آن‌ها توانستند مانع رقابتی کردن بازار مبتنی بر قاعده‌گذاری‌های دولتی شوند. مشخصاً در اقتصاد-های باز، وقتی چنین درآمد هنگفتی به شکل ناگهانی نصیب بازیگران خاص بازار می‌شود، دولت‌ها در قالب سیاست‌گذاری‌های مالی، راهکارهایی را نظیر مالیات مضاعف بر درآمدهای اتفاقی و از این دست در پیش می‌گیرند تا مانع ایجاد انحصار و غیررقابتی شدن بازار شوند؛ اما این متنعمان خاص در بازار سرمایه با هر شکلی از سیاست‌هایی که به کاهش

درآمد هنگفت آنان بیانجامد به انحاء مختلف مخالفت و مقاومت عملی کردند و دولت نیز عملکرد درستی در این زمینه نداشت. از یک سو بر این تلقی تأکید گذاشتند که بازار سرمایه به جذب نقدینگی پرداخته و اثر ضدتورمی دارد و افزایش مالیات یا تخفیف یا کاهش کارمزد به دلسردی فعالان آن می‌انجامد. درحالی که بازار بورس یک بازی با حاصل جمع جبری صفر است و هر خریدی با یک فروش متقابل روبروست. بازار مالی اولیه می‌بایست انعکاسی از بازار ثانویه باشد و شکل‌گیری حباب بر بازارهای ثانویه نیز تأثیرگذار است و مشخصاً در این برهه افزایش نرخ‌ها به افزایش نرخ در بازار ارز نیز انجامید. همچنین غیرواقعی شدن قیمت‌ها فعالین در بازار ثانویه را برای ارائه سهام خود در بورس تشویق کرد که به دامن زدن به حباب منجر شد. دولت فریب این ایدئولوژی کاذب را خورد و حمایت تلویحی آن از سرمایه‌گذاری در بورس این تلقی عمومی را ایجاد کرد که دولت سود و سرمایه‌گذاری در این بازار را تضمین می‌کند، درحالی که در شرایط غیرواقعی شدن قیمت‌ها دولت می‌بایست نسبت به این امر هشدار می‌داد. پس از ترکیدن حباب نیز این فعالان و انحصارگران بورس تلاش کردند انگشت اتهام را متوجه دولت و کارشناسان اقتصادی کنند و حتی سیاست‌هایی از جنس تأمین خسارات مالباختگان از صندوق توسعه ملی را در دستور کار قرار دهند؛ درحالی که چنین سیاستی بیش از آنکه جبران‌کننده خسارت اشخاص حقیقی و فعالان خرد در بازار باشد تأمین‌کننده منافع همان انحصارگران بود. انحصار و درآمدهای ناشی از آن که مشخصاً از اقتضائات اقتصاد سیاسی ایران است این امکان را به برندگان اصلی بازار سرمایه داده است که رسانه و تبلیغات مؤثری را در راستای تأمین و تضمین منافع خود سامان دهند درحالی که اغلب بازندگان از اقشار فرودست بوده و پراکندگی آنان مانع از این شده که بتوانند منافع خود را به شکلی منسجم شناسایی و پیگیری نمایند و صدایی داشته باشند.

۳- فقدان مقررات و تنظیم‌گری کارآمد و متناسب با تحولات بازار سرمایه: بازار سرمایه در ایران در حال تحولات سریع و پیچیده‌ای است و این ضرورت تدوین قواعد و مقررات اصلاحی و احتیاطی را ایجاب می‌کند درحالی که مقررات موجود بیشتر از جنس پیش‌مداخله‌ای هستند.

مقررات‌گذاری در نسبت تحولات بازار بسیار عقب‌تر است و پس از بحران نیز اغلب مواجهه با بازار از جنس سنتی (برخوردهای قضائی) است. به عنوان مثال یکی از دلایل ایجاد حباب و غیرواقعی شدن قیمت‌ها هیجان ناشی حضور سرمایه‌های بسیار خرد در معاملات بود؛ اگر مقررات در راستای هدایت سرمایه‌های خرد به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری حرکت می‌کرد و اشخاص حقیقی با سرمایه‌های مثلاً زیر صد میلیون تومان به جای ورود مستقیم به معاملات ناگزیر به مشارکت در قالب صندوق‌ها بودند این هیجان فروکش کرده و قیمت‌ها نیز غیرواقعی نمی‌شدند.

۴- **تقویت رانت‌جویی ناشی از حاکمیت مجوزمحوری بر اقتصاد کشور و بازار سرمایه:** اعطای مجوز به مکانیسمی برای توزیع رانت بدل شده و به شبکه‌ای از فساد ساختاری در بازار سرمایه دامن زده است که بر سیاست‌گذار اقتصادی فشار آورده و تصمیم‌گیری‌های عقلانی را آنجا که بر خلاف منافع این شبکه باشد ناممکن ساخته است که نمود آن در راه‌اندازی ای‌تی‌اف‌ها قابل بررسی است.

۵- **پیوند خوردن سیاست‌گذاری بازار سرمایه به چرخه‌های انتخابات:** از یک سو شبکه‌قدرتی که توسط انحصارگران بازار سرمایه شکل یافته است و از دیگر سو فشار اجتماعی ناشی از بازیگران خرد و بازندگانانی که عمدتاً بازیگران ناآگاه و عمدتاً از اقشار ضعیف اقتصادی هستند، باعث شده است بازیگران دولتی در سطح کلان، به جای سیاست‌گذاری و تنظیم‌گری متمرکز بر علل و عوامل مؤثر بر بازار بیشتر متوجه اثرات کوتاه‌مدت تصمیماتی باشند که بر معلول‌ها استوار است نه بر علت‌ها. از این منظر بازار سرمایه بیش از آن که موضوع سیاست باشد ابزاری سیاسی شده است که در چرخه‌های انتخاباتی برای جذب آراء حداکثری یا نقد عملکرد رقیب سیاسی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۶- **نقش‌های دوگانه و متعارض دولت به عنوان سیاست‌گذار و مالک در بازار سرمایه:** دولت در ایران صرفاً یک نهاد سیاستگذار در بازار سرمایه نیست بلکه با توجه به درصد بالای مالکیت شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی، خود یک بازیگر بازاری است و منافع اقتصادی دولت بر تصمیم‌گیری‌ها و تنظیم‌گری‌های آن به عنوان یک نهاد سیاستگذار تأثیرگذار است. دولت

هم مالک است هم سیاست‌گذار؛ در حالی که اگر دولت می‌خواهد در خصوص شرکت‌های خودروسازی سیاست‌گذاری و تنظیم‌گری کنم وزارت صمت نمی‌بایست مالکیت شرکت‌های خودروسازی را داشته باشد یا اگر دولت می‌خواهد در خصوص شرکت‌های پتروشیمی سیاست‌گذاری کند وزارت نفت نمی‌بایست مالکیت پالایشگاه و شرکت‌های پتروشیمی را داشته باشد.

۷- قیمت‌گذاری دستوری دولت در اقتصاد و تأثیر آن بر بازار سرمایه: سیاست‌گذاری دولت مبتنی بر قیمت‌گذاری دستوری یک سم مهلک است. تنها زمانی می‌توانیم از تبعات سیاست‌گذاری اقتصادی و اثرات جانبی آن مبتنی بر اقتصاد سیاسی صحبت کنیم که در گام اول، مبانی بازار مبتنی بر مؤلفه‌های بازاری تعریف شود. قیمت‌گذاری دستوری و یارانه‌ای از یک سو رقابت‌پذیری را مخدوش می‌کند و از دیگر سو ناطمینانی و ثباتی را به بازار تحمیل می‌نماید که نتیجه آن بی‌انگیزگی بازیگر بازاری در مشارکت در فعالیت‌هایی است که به شکل درازمدت قابل تعریف باشد.

۸- بی‌ثباتی و نوسان در سیاست‌گذاری اقتصادی: بی‌ثباتی در تصمیم‌گیری‌های کلان و رویکرد دولت نسبت به بنگاه‌های اقتصادی آسیب‌زا بوده است. دولت در سیاست‌گذاری‌های کلان خود بی‌ثبات و پرنوسان بوده و در این زمینه به منافع بنگاه‌های اقتصادی کم‌توجهی نموده است که به بی‌انگیزگی در سرمایه‌گذاری منجر شده است. به عنوان مثال زمانی مبتنی بر این استدلال که مزیت اقتصادی در توسعه صنعتی مبتنی بر گاز ارزان تعریف می‌شود، سرمایه‌گذاری قابل توجهی در بخش خصوصی مبتنی بر این تعریف صورت گرفته است اما در ادامه دولت تصمیم می‌گیرد که قیمت گاز را به قیمت جهانی آن برای مصرف‌کننده داخلی نزدیک نماید و این تمامی آن سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی را زیان‌ده کرده است.

توصیه‌های سیاستی:

- ۱- بازتنظیم قواعد بازار سرمایه به سمت ارتقاء نظارت، ارتقاء رقابت، ارتقاء شفافیت و رفع عدم تقارن اطلاعات
- ۲- جایگزینی رویکرد سختگیری در اعطای مجوز که به رانت دامن زده است با رویکرد نظارت سخت گیرانه پس از اعطای مجوز
- ۳- کاهش نظام‌مند مزیت‌های اقتصادی و رانتی برای صندلی‌های شرکت‌های دولتی و یکسان‌سازی مزایا با فعالیت در بخش‌های دیگر دولت و حتی کاهش مزیت‌ها به‌نحوی که کارگزار دولتی واگذاری شرکت دولتی و خصوصی‌سازی آن را به معنای از دست رفتن مزیت‌های فردی خود ارزیابی نکند.
- ۴- بازتنظیم مکانیسم پاداش و تنبیه در خصوصی‌سازی به‌نحوی که مدیران شرکت‌های دولتی منفعت بیشتری در واگذاری و خصوصی‌سازی ارزیابی کنند و از بابت عملکرد مبتنی بر قوانین خود، احساس تهدید و ناامنی نداشته باشند.
- ۵- سامان بخشیدن به فرایندهایی که اجماع عملی در بخش‌های مختلف تقنینی، اجرایی و قضائی در خصوص اولویت‌های ملی در بازار سرمایه را ممکن نموده و مانع از تدوین و اجرای سیاست‌های ناهماهنگ و متعارض توسط بخش‌های مختلف حاکمیت گردد.
- ۶- تدوین قوانین ضد انحصار در بازار سرمایه و تقویت مکانیسم‌های نظارتی.
- ۷- پایان دادن به نقش‌های دوگانه سیاست‌گذار/ مالک برای دولت از طریق خصوصی‌سازی حداکثری و به دور از رانت جویی در قالب یک برنامه میان‌مدت و تدریجی به‌نحوی که به رشد پایدار و باثبات بازار سرمایه و بازسازی اعتماد عمومی به آن بیانجامد.
- ۸- پایان دادن به مکانیسم قیمت‌گذاری دستوری توسط دولت در قالب یک برنامه میان‌مدت و تدریجی به‌نحوی که به افزایش و ثبات رقابت‌پذیری در بازار بیانجامد.
- ۹- تدوین مقررات برای ممانعت از ورود مستقیم اشخاص حقیقی با سرمایه‌های خرد و یا فاقد تجربه مثبت به بازار سرمایه؛ به‌نحوی که اشخاص حقیقی که سرمایه‌های خرد داشته و

فاقد دانش تخصصی یا تجربه در این حوزه هستند ابتدا می‌بایست برای یک دوره زمانی مشخص یا پس از رساندن ارزش سرمایه‌های خود به سطحی تعریف شده ناگزیر از مشارکت از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشند؛ البته مشروط به اینکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در فضایی رقابتی و بدون هرگونه رانت سیاسی شکل بگیرند.

تمامی موارد فوق مشروط و مقید به بازتعریف نقش نهاد دولت در ارتباط با نهاد بازار و مشخصاً بازار سرمایه است که تحقق آن به اصلاحاتی بنیادین در نهادهای دولت و بازار نیازمند است. گام اول در این مسیر و مقدمه ضروری برای آن، تغییر نقش دولت از یک دولت تحصیل‌دار به یک دولت ابزاری با کارویژه‌های مصرح در محدوده مشخصی از تولید کالای عمومی است. مادامی که چنین تغییر بنیادینی در نقش دولت صورت نپذیرد بروز بحران‌های مشابه در بازارهای مالی و سایر حوزه‌های اقتصادی، محتمل و چه بسا اجتناب‌ناپذیر خواهد بود.