

نگاهی به اوج و فروندهای اخیر بازار سرمایه در ایران

چابکی در تبدیل فرصت به تهدید

مرکز توانمندسازی حاکمیت و جامعه جهاد دانشگاهی

اردیبهشت ۱۴۰۰

بسم الله الرحمن الرحيم



نگاهی به اوج و فروندهای اخیر بازار سرمایه در ایران

چابکی در تبدیل فرصت به تهدید

با الهام از مباحث «فریب ادای هم‌شکلی» و «قابلیت اجرای سیاست»
در رویکرد «توانمندسازی حکومت»

پژوهشگر: حمید قیصری



مرکز توانمندسازی حاکمیت و جامعه جهاد دانشگاهی

اردیبهشت ۱۴۰۰

فهرست مطالب

مقدمه	۵
طرح مسأله	۶
رونق بورس و به میان آمدن ایده‌ی «تأمین مالی عمومی»	۸
واکاوی الگوی ورود دولت به بازار سرمایه: نسبت پارادوکسیکال کامیابی دولت و تقویت تولید	۹
فریب ادای هم‌شکلی و قابلیت اجرای سیاست: بازار سرمایه و مخاطرات آن	۱۲
تکمله	۱۵
منابع مورد استفاده	۱۷

مقدمه

بحرانی شدن شرایط بازار سرمایه در ایران از آن دست موضوعاتی است که به ندرت مورد بحث جدی و عمیق پژوهش‌گران اقتصاد سیاسی ایران قرار گرفته است. این رکود و کم‌کاری را شاید بتوان بازتابی از این واقعیت دانست که بازار سرمایه علاوه بر ویژگی‌های عام و کلان، زوایا و وجوه خرد و تکنیکال فراوانی دارد که به سادگی در حیطه‌ی هم‌پوشانی اقتصاد و سیاست جای نمی‌گیرند و طرح پاره‌ای از گزاره‌های کلی هم کمک‌چندانی به رمزگشایی از پیچیدگی‌هایی نمی‌کنند که این حیطه از اقتصاد را چنین متمایز کرده است. اگر در بسیاری از دیگر حیطه‌ها سخن از مدیریت عقلانی مخاطرات ناشی از سیاست‌گذاری‌ها و روش‌هاست، در بازار سرمایه اما «مخاطره» خود مفهومی کلیدی است و اصرار بر کاهش هرچه بیشتر رفتار مخاطره‌پذیرانه در این بازار عملاً آن را از معنا تهی می‌کند. از سوی دیگر، این هم قابل قبول نیست که وجود چنین حیطه‌ی مخاطره‌پذیر و مخاطره‌محوری به معنای پذیرش آن قلمداد شود که لکه‌ای همیشه جوشان و انفجاری در اقتصاد وجود دارد که باید پذیرای پیامدهای ناگزیر آن برای سایر عرصه‌های اقتصادی، سیاسی و حتی اجتماعی بود.

از اواسط سال ۱۳۹۸ و در نتیجه‌ی قرار گرفتن اقتصاد ایران در وضعیتی خاص و استثنایی، بازار سرمایه روندی صعودی و بی‌سابقه را آغاز کرد. روند مزبور از آن جهت که بسیاری از شهروندان را وارد حیطه‌ای مخاطره‌پذیرتر می‌کرد، نویدبخش بود. شاخصه‌های سهامداری در ایران در مقایسه با بسیاری از کشورهای جهان نازل بود و کشور به چنین نقطه‌ی عطفی نیاز داشت تا امکان‌های گذار از بانک‌محوری به بورس‌محوری و یا دست‌کم ایجاد تعادلی تازه میان نظام بانکی و بازار سرمایه به عنوان دو ساحت متمایز تأمین مالی را بیازماید. آن روند نویدبخش در نتیجه‌ی سیاست‌ها، عملکردها و انفعال‌هایی پرسش‌برانگیز به اتلاف کشیده شد. این گزارش می‌کوشد با الهام از مباحث «فریب ادای هم‌شکلی» و «قابلیت اجرای سیاست» در رویکرد توانمندسازی حکومت، شرح بحث برانگیزتر و اتکاپذیرتری را از تجربه‌ی اوج‌گیری اخیر بازار سرمایه در ایران ارائه کند.

طرح مسأله

در ابتدای نیمه‌ی دوم سال ۱۳۹۸ از یک سو بر همگان روشن شده بود که سیاست تزریق دلار از سوی دولت کاملاً ناکام بوده و دلار ۴۲۰۰ تومانی نتیجه‌ای به جز اتلاف گسترده‌ی منابع ارزشی کشور در پی نداشته، و از سوی دیگر دورنمای روشنی از آینده‌ی بازار ارز وجود نداشت و میانگین قیمت حدوداً یازده هزار تومانی دلار کمکی به شکل‌گیری حداقلی از ثبات در این عرصه نکرده بود و فعالان مختلف اقتصادی بر حسب تحلیل‌هایی که اغلب رنگ و آمیزه‌ای سیاسی هم داشتند، برآوردهای متنوعی را از شرایط دلاری کشور در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۸ و ماه‌های ابتدایی سال ۱۳۹۹ ارائه می‌کردند. عملکرد دولت در افزایش مستمر پایه‌ی پولی کشور حکایت از آن داشت که شرایط تحریمی و خاکستری اقتصاد کشور متولیان امر را مجاب کرده که اقدامات آنان برای مدیریت اقتصاد از طریق دستکاری پایه‌ی پولی از مشروعیت اضطرابی برخوردار خواهد بود. به دلایلی که باید آن‌ها را نیز به درجاتی سیاسی - نهادی دانست، دولت از قدرت چاندانی هم برای اعمال انضباط بر ارکان مختلف دولتی و حکومتی برخوردار نبود و در نتیجه بسیاری از تحلیل‌گران پیشنهاد می‌کردند که در چنان شرایطی دولت باید علاوه بر اندیشیدن تمهیداتی برای کاهش بدهی‌های خود، در فکر اتخاذ راهکارهای بلندمدت‌تری هم برای کاستن از میزان آسیب‌پذیری نهادی و بودجه‌ای خود باشد. کاهش تدریجی ریزش‌های صادرات نفتی و افزایش فشار بر ذخائر محدود دلاری نیز شرایط اقتصادی کشور را بیش از پیش بحرانی می‌کرد^۱. چنان‌که می‌دانیم و پرداختن بدان از ظرفیت این گزارش خارج است، از زمستان ۱۳۹۸ پاندمی کرونا نیز دامنه‌گیر اقتصاد زده‌ی ایران شد و دولتی را که پیشاپیش با معضلات متعددی برای تمشیت امور درگیر بود، با چالش‌های بیشتری از جهت تحقق‌پذیری درآمدهای عمومی و مالیاتی روبرو کرد.

اجازه دهید از شرح امیر کرمانی دانشیار اقتصاد دانشگاه برکلی، که در سیزدهم اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹ در کانال تلگرامی^۲ منتشر شد، استفاده کنیم تا این طرح مسأله را با سرعت بیشتری به پایان ببریم. چنان‌که می‌دانیم، روند عمومی نرخ دلار در ماه‌های پایانی سال ۱۳۹۸ صعودی بود^۳ و در نتیجه کشور در حالی وارد سال ۱۳۹۹ شد که بازار سرمایه در واکنش به کاهش روزافزون ارزش پول ملی، جهشی خیره‌کننده را در میانگین قیمت ریالی سهام تجربه کرده بود. تثبیت روند صعودی بازار سرمایه برای دولت این امیدواری را به وجود آورد که قادر خواهد بود با تعریف فرمول‌هایی ترکیبی و پیچیده در عین حفظ اقتدار مدیریتی، حقوقی و شرکتهای خود بر بسیاری از بنگاه‌های بزرگ کشور، به تأمین مالی موفق از این بازار نخواستار پیرازد. عرضه‌ی اولیه‌ی سهام شستا در بورس در اواخر فروردین‌ماه ۱۳۹۹ مهم‌ترین نمود اقبال دولت به ظرفیت‌های بدیعی بود که بازار سرمایه به همراه آورده بود. همه چیز حکایت از آن داشت که دولت تا اطلاع ثانوی با روندی فزاینده از بحران کسری بودجه روبرو خواهد بود و در نتیجه تدارک آن فرمول‌های تلفیقی برای سیاست‌گذاران دولتی به مثابه مهم‌ترین پیش شرط تأمین مالی در بازاری قلمداد شد که به گفته‌ی رییس‌جمهور علی‌رغم بدخواهی و عصبانیت حاسدان شرایط خوبی داشت^۴. با این همه اقبال دولت به بازار سرمایه با حاشیه‌های تأمل برانگیزی همراه بود؛ دولت با تدابیر اتاق‌های فکر خود اقتدار و انحصار مدیریتی‌اش را در بسیاری از بنگاه‌های بزرگ حفظ می‌کرد و بدین ترتیب این امکان برای وابستگان به شبکه‌های قدرت وجود داشت که پس از استحصال منابع مورد نظرشان از بازار سرمایه، روندهای آتی قیمت سهام مجموعه‌های واگذار شده را کنترل کرده و به تدریج اکثریت سهام واگذار شده به عموم را در دوره‌های نزولی بازار بازپس بگیرند. در این میان، حتی خود دولت نیز درک و نگرشی مقطعی و عبوری نسبت به بازار سرمایه داشت و به تعبیر کرمانی دولت نیز بر آورد اطمینان بخشی از روندهای آتی این بازار نداشت و در نتیجه می‌کوشید با شتاب هرچه بیشتر و در قالب صندوق‌های ETF و با قائل شدن شروطی مانند منع فروش دوماهه برای سهام واگذار شده در این صندوق‌ها، با کم‌ترین آسیب و با پذیرش حداقلی از مسئولیت به تأمین مالی مطلوبی از این بازار پیرازد. جزء مکمل این رخدادها هم ورود میلیون‌ها نفر از شهروندانی به بازار سرمایه بود که اخبار رونق بورس قانع‌شان کرده بود که این بازار

۱- رک گزارش «چشم‌انداز دلار در نیمه‌ی دوم ۹۸» در وبسایت دنیای بورس - ۱۳۹۸/۶/۳۱ - <https://donyayebourse.com>

۲- <https://t.me/amirkrermani>

۳- https://www.tgju.org/profile/price_dollar_rl/history

۴- رک تابناک، مطلب مندرجه در تاریخ ۷ اردیبهشت ۱۳۹۹ با عنوان «روحانی: عصبانی هستند که چرا بورس ایران خوب است». <https://www.tabnak.ir>



عرصه‌ی مناسبی برای جلوگیری از روند نزولی دارایی‌های آنان است؛ شهروندانی که ورود دولت را شاهی بر کاهش مخاطره‌ی شدید و پدیدار شدن دورنماهایی اطمینان بخش‌تر در این بازار می‌دانستند. هم‌چنان که یادداشت کرمانی نشان می‌داد، دولت به جای درپیش گرفتن بدیل‌هایی که عناصر شفافیت، عقلانیت، نظارت و مدیریت را با یکدیگر درمی‌آمیختند، روی به ایده‌هایی آورد که بازار سرمایه را به میدانی برای بردهای هنگفت بازیگران حرفه‌ای و باخت‌های شدید سهامداران خرد تبدیل کرد.

چنان‌که می‌دانیم و در این گزارش وارد شرح جزئیات آن نمی‌شویم، بورس ایران در نتیجه‌ی اصرار بر «خوب بودن» آن در شرایطی که اقتصاد کشور نشانی از آن «خوبی» نداشت^۱، روندی شگفت‌انگیز از افزایش ارزش را در نیمه‌ی نخست سال ۱۳۹۹ تجربه کرد و در ۱۲ مرداد با رشدی ۴۰ هزار واحدی که در کم‌تر از یک ساعت اتفاق افتاد، مرز دو میلیون واحد را نیز پشت سر گذاشت^۲. در حالی که برخی فعالان بازار سرمایه روند شکل گرفته در آن را طبیعی می‌انگاشتند و از گذر قریب الوقوع از مرز سه میلیون واحدی سخن می‌گفتند، در نهایت شاخص بورس پس از دوره‌ای از نوسان در حوالی مرز دو میلیونی روند نزولی به خود گرفت. در هجدهم شهریور ۱۳۹۹، امیر کرمانی در قالب یادداشتی که به همراه سه اقتصاددان دیگر نوشته شده بود^۳، به بررسی چستی سیاست‌های حمایتی مطلوب از بازاری پرداخت که از ابتدای سال تا دوازدهم شهریور میانگین رشدی ۲۱۸ درصدی داشت و در نتیجه ورود آن به فاز نزولی و اصلاحی کاملاً معقول به نظر می‌رسید. چکیده‌ی حرف نویسندگان یادداشت مزبور آن بود که فاز اصلاحی شکل گرفته باید به طبیعی تر شدن ظرفیت‌های سودآوری بازار سرمایه تبدیل شود. آنان تصدیق می‌کردند که بازار سرمایه در دوره‌های پیشین به علل گوناگون و از جمله به علت عقب ماندگی این بازار از سایر میدان‌های سرمایه‌گذاری دچار کم‌ارزش‌انگاری مفرط شده بود. با این حال، رشد شدید رخ داده در این بازار جای تردیدی باقی نمی‌گذاشت که ادامه‌ی سیاست‌های حمایتی پیشین موجب وارد شدن زیان‌های به مراتب شدیدتر به سهامدارانی خواهد شد که دوره‌ی زمانی ورودشان به بازار باعث شده بود سهم‌چندانی از دوره‌ی طلایی رشد سهام نداشته باشند^۴.

این گزارش می‌کوشد با رویکردی تلفیقی تر و از منظر اقتصاد سیاسی توضیح دهد که چرا علی‌رغم رخ دادن آن فاز اصلاحی، عملاً آن روند «طبیعی» رخ نداد و بازار سرمایه در ایران پس از تجربه‌ی صعودی شگفت‌انگیز، دچار نزول و سقوطی آسیب‌زا شد.

۱- اقتصاددانان منسوب به طیف‌های گوناگون فکری در همان برهه‌ی زمانی هشدار دادند که رونق شگفت‌انگیز بورس می‌تواند مقدمه‌ای برای ورود کشور به دوره‌ای مخاطره‌انگیزتر باشد. از جمله می‌توان به هشدار داود سوری اقتصاددان نوکلاسیک اشاره کرد که بر بی‌معنایی ورود شدید نقدینگی به بورس اشاره کرده و یادآور شده بود که در دوره‌ای که سازوکارهای خلق ثروت تا این حد به رکود دچار هستند، سخن گفتن از افزایش ارزش سهام شرکت‌ها بی‌معناست. رک نود اقتصادی هفدهم اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹ <https://www.eghtesadi.com>

۲- رک تجارت‌نیوز. ۱۲ مردادماه ۱۳۹۹. <https://tejaratnews.com>

۳- <https://www.eghtesadonline.com/>

۴-

رونق بورس و به میان آمدن ایده‌ی «تأمین مالی عمومی»

رونق اخیر بورس در ایران باعث ایجاد تنش و آشفتگی در سنتی قدیمی شد که بر اساس آن بانک‌ها مهم‌ترین مرجع تأمین مالی عمومی بودند. عده‌تبریزی (۱۳۹۵) برای اشاره به این‌که نظام تأمین مالی ایران سنتاً بانک‌محور بوده، به مقایسه‌ی آمار اعتبارات خلق شده از سوی بانک‌ها و آمار اوراق منتشره می‌پردازد که بر اساس آن اوراق با سهم صد هزار میلیارد تومانی خود سهم به مراتب کم‌تری از اعتبار هفتصد هزار میلیارد تومانی خلق شده از سوی بانک‌ها داشته‌اند. مسیری که ایران در این مورد پیموده، در واقع همان مسیری بوده که سایر کشورها نیز طی کرده‌اند. تجربه‌های موفق دیگر کشورها شامل گذار تدریجی از نظام تأمین مالی بانک‌محور به نظام تأمین مالی بورس‌محور بوده است. عده‌تبریزی در مطلب دیگری در تاریخ ۳۱ فروردین ۱۳۹۶ یادآور شده بود که در نهایت اصرار بر برتری نظام بورس‌محور بر نظام بانک‌محور بی‌معناست و برای هر دو گونه نمونه‌هایی موفق (آلمان و ژاپن برای گونه‌ی بانک‌محور و آمریکا و انگلستان برای گونه‌ی بورس‌محور) را می‌توان ذکر کرد. عده‌تبریزی تصریح می‌کند که هدف از همه‌ی این تنظیمات دستیابی به ظرفیت‌های پویاتری برای بهبود اقتصاد ملی و ارتقای رفاه عمومی جامعه است. با این حال، در مورد بانک‌های ایران اتفاقی افتاده که اتکالپذیری آن‌ها را به عنوان مراجع صالح تأمین مالی عمومی با تردید مواجه کرده است؛ بانک‌ها با ارجاع به فشارهای متعدد تقنینی و تکلیفی که در دهه‌های اخیر برای تأمین تسهیلات تحمل کرده‌اند، وارد بازارهایی مانند بازار مسکن و مستغلات شده‌اند که به دشواری می‌توان آن‌ها را مولد ارزش و خالق ثروت قلمداد کرد. جذاب شدن چنان بازارهایی برای بانک‌ها خاصه به تجربه‌ی متفاوتی بازمی‌گردد که آن‌ها در دولت‌های نهم و دهم پشت سر گذاشتند؛ به تعبیر عده‌تبریزی (۱۳۹۵) در آن دولت‌ها گونه‌ای کاملاً متمایز از آسان‌گیری اعتباری رخ داد که اقتصاد کشور را به امواج پول پر قدرت می‌سپرد. بانک‌ها نیز برای جبران فشاری که از جهات تکلیفی تحمل می‌کردند، با اعتماد به نفس بیشتری وارد بازارهای مختلف شدند تا بتوان اقتصادی خود را متناسب با تورم فزاینده‌ی آن دوران ارتقا ببخشند. نتیجه‌ی قابل انتظار آن وضعیت شکل‌گیری تورم رکودی شدیدی بود که عرصه‌های مختلف اقتصاد کشور را به حباب دچار کرده و از سوی دیگر نرخ بازگشت تسهیلات اعطایی بانک‌ها را کاهش داده بود. پایان آن تورم رکودی با اعمال سیاست‌های اقتصادی متفاوت در دولت یازدهم امری اجتناب‌ناپذیر بود، اما در نتیجه‌ی آن سیاست‌ها اولاً بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های ملکی بانک‌ها با کاهش شدید در برآوردهای پیشین روبرو می‌شد و علاوه بر آن، بسیاری از دریافت‌کنندگان تسهیلات بانکی نیز دورنمای تورمی مورد انتظار خود برای ادای بدهی‌های بانکی‌شان را از دست می‌دادند. عده‌تبریزی (همان) با ناگوار خواندن شرایط نظام بانکی، به تصویری آرمانی بازمی‌گردد که فعالان و نخبگان اقتصادی از نقش و جایگاه بانک‌ها در ذهن داشته‌اند؛

«تصویر ما از فعالیت بانک‌داری... آن بود که اگر بانکی کار خود را درست انجام بدهد، پول خود را برای شروع کسب‌وکارهای جدید و توسعه‌ی کسب‌وکارهای قدیم خرج می‌کند. بدین ترتیب اقتصاد رشد می‌کند؛ اشتغال ایجاد می‌شود و هم‌زمان بانک نرخ بازده مناسبی به دست می‌آورد، آن قدر که پول سپرده‌گذاران را با نرخ سود مناسب پس بدهد؛ یعنی نرخ بازده رقابتی برای آن‌هایی ایجاد کند که در بانک سرمایه‌گذاری می‌کنند. صنعت بانک‌داری ایران بر مبنای درک صحیح از اهداف زندگی و نقش انگیزه‌های اقتصادی و رشد اقتصادی مربوط به این اهداف، محدودیت‌های «اخلاقی» برای رشد خود تعیین کرده بود، اما در این دهه‌ی اخیر، عشق کسب سود آسان بسیاری از بانک‌ها را از وظیفه‌ی اصلی‌شان بازداشت. پول‌های زیادی در کار بود تا هشدارهای پاره‌ای از اقتصاددانان ایران گوش شنوا نیابد.»

با مرور چرخه‌ی شکل‌دهنده‌ی بحران در نظام بانکی ایران بهتر می‌توان فهمید که چگونه و براساس چه ملاحظاتی، دولت در روزهای آغازین سال ۱۳۹۹ تصمیم گرفت به جای اتکا بر الگوی پیشین تأمین مالی و رجوع به ظرفیت‌های اعتباری نظام بانکی، به سراغ بازار سرمایه برود. بانک‌ها در پاسخ به رجوع‌های پیشین دولت در شرایط بحرانی و تورمی، خود به تعریف یا جستجوی فرصت‌هایی روی



آورده بودند که به جای تصحیح روندهای حباب آفرین، حباب‌های تازه‌ای را نیز به پیکر فربه و کم‌کارآمد اقتصاد کشور می‌افزود. از جمله نکاتی که در تشریح پروبلماتیک بانک محوری و بورس محوری جلب توجه می‌کند، اشتراک نسبی نظرات اقتصاددانان منسوب به طیف‌های گوناگون درباره‌ی انحرافی بودن رویکردی است که بانک‌ها را در طراحی الگوهای سودآوری شان آزاد می‌گذارد. عباس شاکری اقتصاددان نهادگرا نیز مانند عده تهریزی که گرایش‌های نوکلاسیک او بارزتر است، هشدار می‌دهد که بانک‌ها نباید به بنگاه‌هایی تبدیل شوند که از هر روش و مرامی برای دستیابی به سودهای بیشتر استقبال می‌کنند، بلکه در نهایت باید در خدمت تقویت اقتصاد مولد و خالق ثروت باشند؛

«از دید ما بانک دو جنبه دارد. بانک به عنوان یک نهاد محوری نظام اقتصادی و اجتماعی باید تسهیل‌کننده‌ی نظام تولید و بستر ساز و کمک‌کار برنامه‌های رشد و توسعه‌ی کشور باشد. از طرف دیگر به لحاظ دخل و خرج و حساب و کتاب، بانک باید به مثابه یک بنگاه عمل کند و از امکانات و منابع محدود معین بهترین استفاده‌ها را انجام دهد.... در اقتصاد ایران دو نوع فعالیت متمایز وجود دارد؛ مولد و نامولد. در فعالیت‌های نامولد، بازدهی‌ها بسیار بالاست و تعهدات و هزینه‌ها محدود و کم. در فعالیت‌های مولد، بازدهی‌ها محدود است و تعهدات و هزینه‌ها به طور قابل ملاحظه بالا» (شاکری، ۱۳۹۵: ۱۸۳ و ۱۸۴)

با این اوصاف می‌توان قرار گرفتن ایران در فهرست اقتصادهای تورم‌زده‌ی با نرخ سود بالای سپرده‌های بانکی^۱ را درد نشان مسلم آن دانست که بانک‌ها در ازای تداوم این میزان از سوددهی، علاوه بر آن که نرخ بالای دریافت سود تسهیلات را به عنوان امتیازی نسبی برای خود حفظ کرده‌اند، مجوز ضمنی آن را نیز به دست آورده‌اند که در هیأت بنگاه‌های نامتعارف وارد سوداگری‌هایی شوند که گسترش آن‌ها مترادف با تضعیف روزافزون اقتصاد مولد اشتغال و ثروت است.^۲

مرور این پیشینه نشان می‌دهد که خروج دولت از چرخه‌ی خلق اعتبار بانکی و حرکت آن به سوی تأمین مالی از بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ می‌توانست رخداد مثبتی باشد. بازار سرمایه برخلاف بانک‌ها چنان نقشی در خلق اعتبارهای جهت‌دار به نفع طبقات خاصی از جمعیت نداشت، برای آحاد مختلف جمعیت با خاستگاه‌های متنوع طبقاتی و منزلتی و با بضاعت‌های مختلف سرمایه‌گذاری - دست‌کم به لحاظ تئوریک - دسترس‌پذیر بود، و بنابر تعریف خود عرصه‌ای نه تضمین‌شده برای تحقق سودی نامتعارف، بلکه میدانی برای تجربه‌ی سود و زیان در نتیجه‌ی منطق پیچیده‌ی سرمایه‌گذاری‌های سهامداران بود؛ میدانی که می‌توانست علاوه بر جذب نقدینگی‌های سرگردان، اسطوره‌ی مسئولیت دولت نسبت به حفظ سطوح درآمدی سپرده‌گذاران بانکی را نیز به چالش بکشد.

واکوی الگوی ورود دولت به بازار سرمایه: نسبت پارادوکسیکال کامیابی دولت و تقویت تولید

لازم است پیش از ورود به بخش کاربرست مباحث «فریب ادای هم‌شکلی» و «قابلیت اجرای سیاست» برخی از نکات مهم پیش‌گفته را در ارتباط با یکدیگر مرور کنیم؛

● انتظار عقلانی و توسعه‌محور از بانک‌ها این بود که نقش خالقان اعتبار برای پشتیبانی از اقتصاد مولد را ایفا کنند. آن

۱- به عنوان نمونه رک <https://per.euronews.com/۲۹/۱۲/۲۰۲۰/which-countries-have-lowest-lending-rate-highest-deposit-rate>

۲- هشدار نسبت به این نقش‌آفرینی انحرافی بانک‌ها در اقتصاد تورمی را حتی می‌توان در شرح اقتصاددانانی یافت که به طیف‌های رادیکال‌تری منسوب‌اند. از جمله می‌توان به مباحثی اشاره کرد که در سال‌های گذشته از سوی محمد مالجو اقتصاددان چپ‌گرا درباره‌ی نقش اقتصاد تورمی در سلب مالکیت روزافزون از توده‌ها مطرح شده است. به عنوان نمونه مالجو در سال ۱۳۹۵ و در نشستی با عنوان «برهه‌های جدید انباشت سرمایه» تصریح می‌کند که: «برای توضیح اولین سازوکار سلب مالکیت به عنوان نمونه من از خلق پول و اعتبار در بازار متشکل پولی نام می‌برم. صرف‌نظر از اینکه پول و اعتبار و نقدینگی چگونه خلق می‌شود، چنانچه به اندازه‌ی افزایش حجم نقدینگی ضریب سرعت گردش نقدینگی که سرجمع میزان تقاضا در اقتصاد ملی را تعیین می‌کند، با عرضه (چه داخلی چه وارداتی) متناسب نشود، شکافی ایجاد شده که این شکاف تنها با سطح قیمت‌ها پرمی‌شود. به افزایش مستمر سطح قیمت‌ها تورم می‌گویند و در واقع تورم مالیاتی است برضعفا، فقرا و یارانه و صدقه‌ای است به اغنیا. کسانی که دارایی‌های غیرنقدی منقول و غیرمنقول دارند، در فرایند ایجاد تورم نه فقط قدرت خرید خود را از دست نمی‌دهند، بلکه به اعتبار تورم ارزش اسمی داشته‌هایشان فزونی می‌گیرد و در مقابل کسانی که حقوق‌گیر و دستمزدگیر و صاحبان دارایی‌های نقدی هستند، به اعتبار تورم قدرت خرید خود را از دست می‌دهند. موضوع سلب مالکیت در اینجا «قدرت خرید» است که معلول افزایش نقدینگی در فقدان افزایش تولید به اندازه نقدینگی است، مکانیسمی بر فراز سلب مالکیت‌کننده‌ها و سلب مالکیت‌شدگان است و در نهایت باعث انتقال منابع یکی به دیگری می‌شود».

انتظار به علل گوناگون محقق نشده بود. تمام ماجرا نیز به خود بانک‌ها بازمی‌گشت. بانک‌ها به یکی از ارکان دوری شیطانی بدل شده بودند که از یک سو بیش از ظرفیت بانک‌ها را از آن‌ها طلب می‌کرد و در مقابل، زمین بازی آن‌ها را چنان بازمی‌گذاشت که برای تحقق انتظارات ذی‌نفعان کلیدی و «قدرتمند» شان روی به اشکال فسادآوری از سرمایه‌گذاری و سوداگری بیاورند؛

● از جهت تئوریک، ارتقای رفاه عمومی ملازمت ذاتی با الگوهای بانک‌محور یا بورس‌محور نداشت. مسأله‌ی اصلی کشور این بود که می‌بایست خلق اعتبار در خدمت احیای ظرفیت‌هایی در اقتصاد ملی باشد که با خود اشتغال و خلق ثروت به همراه می‌آوردند. تجربه‌ی کشورهای آلمان و ژاپن که توسعه‌ی صنعتی خود را هم‌چنان در پیوند با نظام بانک‌محور نگاه داشته‌اند، در کنار - و نه لزوماً در تضاد با - تجربه‌ی کشورهای آمریکا و انگلستان قرار می‌گیرد که نقش چشمگیری را در نظام تأمین مالی خود به بازار سرمایه اختصاص داده‌اند؛

● بازار سرمایه در ایران به واسطه‌ی سابقه‌ی جایگاه نازل آن نسبت به نظام بانکی در بسیاری از زمینه‌ها ظرفیت‌های تحقق‌نیافته‌ای داشت که می‌توانست موجب جذابیت سرمایه‌گذاری در آن شود. این جذابیت به معنای قطعیت سودآوری سرمایه‌گذاری در این بازار نبود. دولت هم با هیچ قرائتی و حتی با هدف افزایش جذابیت این بازار برای شهروندانی که قرار بود در آن دوره‌ی بحرانی به کمک برنامه‌های تأمین مالی دولت بیایند، نباید تصویری از این بازار ارائه می‌کرد که «مسئولیت» بی‌معنا و بلاوجه نسبت به آتیه‌ی سرمایه‌گذاری‌های شهروندان را متوجه دولت و حاکمیت کند؛

● ترکیب رفتارهای «تبلیغی» دولت - که لابد دولتمردان آن را برای موفقیت ایده‌ی تأمین مالی ضروری می‌دانستند - و تقویت این باورداشت در میان اکثریت سهامداران که اکنون نوبت بازار سرمایه است که نقش راهبر اقتصاد تورمی کشور را ایفا کند، عملاً موجب شد که دور شیطانی بانک‌محور پیشین با دور شیطانی تازه‌ای جایگزین شود که مزیت‌های رئالیستی و مخاطره‌پذیر بازار سرمایه را به اتلاف می‌کشاند.^۴

هم‌چنان که پیش‌ترو به نقل از امیر کرمانی گفتیم، ورود دولت نیز به بازار سرمایه با هدف تأمین مالی، ماهیتی گذرا و کوتاه‌مدت داشت. با این حال، آشکار بودن این واقعیت که دولت به چنین عرصه‌ای «نیازمند» و «محتاج» است، مجال را در اختیار بازیگران نامتعارف دیگری قرار داد تا فرصت تشدید حباب بازار سرمایه را برای جبران زیان‌های انباشته‌ی سال‌های پیش خود^۵ مغتنم بشمارند. یادداشتی که تیمور رحمانی در پایان آبان‌ماه ۱۳۹۹ با مضمون ضرورت اتخاذ سیاست‌های انقباضی نوشت، به خوبی نشان می‌دهد که چه بازیگرانی با چه ویژگی‌هایی در دوره‌ی اوج‌گیری مرضی شاخص بورس با در دست داشتن منابعی نامتعارف وارد بازار سرمایه شده بودند؛

۱- عبده تبریزی در مقدمه‌ی «اقتصاد سیاسی صندوق‌های قرض‌الحسنه و مؤسسات اعتباری» (احمدی امویی، ۱۳۹۷) برای توصیف شرایط بانک‌ها در ایران از تعبیر «نظام بانکی بیمار» استفاده می‌کند. در دوران پس از انقلاب، نه تنها روند مطالبه‌ی تسهیلات تکلیفی و نیز سودهای سپرده‌ی فسادآور از بانک‌ها ادامه یافت و تشدید شد، بلکه رقاباتی اساساً مشکوک و فساد-دوست هم به شبکه‌ی بانکی کشور اضافه شدند که با تمسک به خلأهای نظری بانکداری اسلامی و خاصه با سوءاستفاده از فقدان ارکان نظارتی کارآمد، به غارت وجوه عمومی و انتقال آن‌ها به بخش‌هایی کاذب از اقتصاد پرداختند که رشد و رونق آن‌ها هیچ نسبتی با آرمان‌های توسعه‌ای کشور نداشت. به تعبیر عبده‌تبریزی، آن‌ها «بانک‌های بد»ی بودند که زمین بازی «بانک‌های خوب» را نیز آلوده کردند.

۲- درباره‌ی آلمان و ژاپن توجه به این نکته مهم است که این دو کشور نه تنها از ظرفیت‌های بازار سرمایه روی نگردانده‌اند، بلکه بورس‌های فرانکفورت و توکیو از مهم‌ترین بورس‌های جهان هستند. با این حال، به نظر می‌رسد اولویت راهبردی در این کشورها با برقراری تعادل میان گرایش‌های ریسک‌پذیرانه و ریسک‌گریزانه‌ی شرکت‌هاست و در نتیجه هم چنان و علی‌رغم رونق نسبی بازار سرمایه، شرکت‌های فعال در این کشورها عمدتاً از ظرفیت‌های نظام بانکی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند (رک پیل‌بیم، ۱۳۹۱: ۱۰-۱۱).

۳- رفتارهای کاملاً عجیب دولتمردان در تبلیغ ظرفیت‌های سودآوری در بورس کار را به جایی رساند که فرشاد مؤمنی اقتصاددان نهادگرا در سخنانی مسئولیت مستقیم رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را متوجه دولت دانست. رک وبسایت الف. سی‌ام اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹. <https://www.alef.ir>

۴- در ایران دو فاروم سهام‌یاب <https://www.sahamyab.com> و ره‌اورد <https://rahavard.com> فعالیت بسیار گسترده‌ای در انعکاس نظرات سرمایه‌گذاران خرد بازار سرمایه دارند. با رجوع به آرشیو سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ این دو فاروم، به راحتی می‌توان به دسته‌بندی مضامینی پرداخت که در نتیجه‌ی رفتارهای تبلیغی دولتمردان در ذهن سهامداران شکل گرفته است. از جمله‌ی این مضامین می‌توان به «خالی کردن پشت سهامداران» اشاره کرد که به صورت خاص به همان دوره‌ی اوج‌گیری دو میلیونی شاخص اشاره دارد؛ نقطه‌ی عطفی که برای بسیاری از فعالان حقوقی بازار سرمایه به عنوان نقطه‌ی جوش قلمداد شد و در نتیجه به عرضه‌ی تدریجی و مستمر سهام خود پرداختند.

۵- از جمله همان زیان‌هایی که در تشریح روند فراز و فرود سرمایه‌گذاری‌های بانک‌ها در حوزه‌ی مسکن و مستغلات به آن‌ها اشاره شد.



«در حالی که مسیر شاخص قیمت سهام تا پاییز سال ۱۳۹۸ جایی برای نگرانی ایجاد نمی کرد و اگر دولت به موقع از آن استفاده می کرد، ضمن تأمین بخش قابل توجهی از کسری بودجه به تعمیق این بازار نیز کمک می کرد، از زمستان سال ۱۳۹۸ وارد دوره انباشت ریسک اقتصاد کلان گشت ... از همان پاییز و زمستان ۱۳۹۸ و با شدت بیشتر در سال ۱۳۹۹، تحولات اشاره شده در این بازار سبب تحریک رشد نقدینگی به شکل خلق اعتبار برای سرمایه گذاری در بازار سهام شد، در حالیکه تصور غالب این بود که نقدینگی موجود صرف خرید سهام می شود. همین موضوع هم بخشی از رشد بالای نقدینگی و پایه پولی در یک سال اخیر را توضیح می دهد. البته بدبینانه شدن انتظارات در سایر بازارها از جمله مسکن، ارز و طلا نیز چنین پیامدی داشت اما هیچکدام قابل مقایسه با بازار سرمایه نبود»^۱

هیچگاه اطلاعات دقیقی درباره ی اعتبارات خلق شده برای ورود قدرتمندانه به بازار سرمایه منتشر نشد و همه چیز در حد گمانه زنی های تحلیلی صاحب نظرانی مانند رحمانی باقی ماند. با این حال، در این رابطه می توان به اشاره ی مختصر اما تأمل برانگیز علیزاده عضو شورای عالی بورس در اواسط آبان ماه اشاره کرد، مبنی بر این که دولت شرط میزبانی و امانت داری را در بازار سرمایه به جای نیل و پشت مردم را خالی کرد. علیزاده به صراحت مدعی شده بود که دولت به تأمین مالی برای جبران کسری بودجه ی خود قناعت نکرد و بسیاری از بانک هایی که در معرض ورشکستگی قطعی بودند، به کمک روند اصطلاحاً شارپی^۲ بازار سرمایه توانستند زیان های پیشین خود را جبران کرده و از وضعیت در آستانه ی ورشکستگی خارج شوند^۳.

بنابراین نه تنها نمی توان روند شکل گرفته در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ را امتدادی مطلوب از فرصت ایجاد شده در سال ۱۳۹۸ دانست، بلکه اساساً با مواضع اتخاذ شده از سوی دولت و نیز با ورود پرسش برانگیز بازیگران نامتعارفی که اساساً برای بهره برداری سوء از روند شارپی بازار سرمایه وارد آن شده بودند، فرصت مزبور کاملاً از دست رفت.

آن چه در نتیجه ی الگوی ورود دولت به بازار سرمایه رخ داد، شباهت بسیاری با الگوهای پیشین تشدید فاجعه آفرین نقدینگی در کشور داشت؛ الگوهایی که ظاهراً بر منابع پولی و اعتباری در دسترس بنگاه های کشور می افزودند، در حالی که در واقع نتیجه ای جز کاهش ظرفیت های بنگاه های مولد برای جذب منابع فراهم شده را در پی نداشتند. در این مورد، از جمله می توان به مفهوم «پارادوکس نقدینگی» اشاره کرد که فرشاد مؤمنی (۱۳۹۴: ۸۸) آن را برای توصیف سندرومی به کار می برد که طی آن شوک های تورمی صرفاً موجب می شوند تعادل بازار پول به نفع تقاضا به هم بخورد. مؤمنی سابقه ای حدوداً دودهمه ای را برای این پارادوکس قائل و مدعی می شود که تولیدکنندگان طی این دوره ی بیست ساله کم ترین سهم را از افزایش منابع پولی و اعتباری داشته و حتی با کمبود مضاعف منابع تأمین نقدینگی هم روبرو بوده اند. دینی ترکمانی (۱۳۹۸: ۵۵) نیز در بخشی از نظریه ی «جذب ضعیف» خود ادعا می کند که تورم نه نتیجه ی ضروری رشد نقدینگی، بلکه پیامد فقدان بضاعت ساختاری و نهادی برای تخصیص منابع فراهم آمده ی پولی و اعتباری به ظرفیت های تولیدی در اقتصاد ملی است. در نتیجه ی این ضعف، با هر موج تازه ای از تشدید نقدینگی، طرف تقاضا تحریک و در حالی که پروژه های سرمایه گذاری با ناکامی و ناتمامی روبرو هستند، تورم شکل گرفته در نتیجه ی تحریک طرف تقاضا، با رکود در سطح اقتصاد ملی همراه می شود.

۱ - <https://www.daraian.com/fa/paper/32152>

۲ - تعبیری که در نتیجه ی رشد شگفت انگیز بسیاری از سهم های بازار سرمایه ی ایران در میان سهامداران رایج شد و منظور از آن شکل گیری صف های خریدی بود که برای مدت های طولانی شکسته نمی شدند.

۳ - رک وبسایت الف، دوازدهم آبان ۹۹، <https://www.alef.ir>

فریب ادای هم‌شکلی و قابلیت اجرای سیاست: بازار سرمایه و مخاطرات آن

هم‌چنان‌که پیش‌تر شرح دادیم، در همان روزهایی که رییس‌جمهور از «سپردن همه‌چیز به بورس» دفاع می‌کرد و از مردم نیز می‌خواست که «داوری» بازار سرمایه را بپذیرند، روند خروج شبکه‌هایی که اساساً نه با رویکرد سهامدارانه بلکه با هدف دریافت سود هنگفت صدها درصدی وارد این بازار شده بودند، آغاز شده بود. نمی‌دانیم که باید چه قضاوتی درباره‌ی تقارن میان سخنان رییس‌دولت و آن خروج‌ها داشته باشیم، اما می‌توانیم با اطمینان از این سخن بگوییم که آن صورت از «تقدیس» داوری بازار سرمایه، نتیجه‌ی همان پدیده‌ی آسیب‌زایی بود که اندروز و دیگران (۱۳۹۸) با ارائه‌ی رویکرد «توانمندسازی حکومت» در پی مقابله با آن بوده‌اند. در شرح مقوله‌ی «فریب ادای هم‌شکلی»، اندروز و دیگران (همان: ۸۵-۱۰۸) همین قسم از باورداشت به نتیجه‌بخش بودن تقلید از «فرم» بدون پرداختن به مقوله‌ی «کارکرد» را مورد نقد قرار می‌دهند. فریب ادای هم‌شکلی به بسیاری از سیاست‌گذاران و مجریان برنامه‌های توسعه‌ای اجازه می‌دهد که به جای پرسش از چرایی و چگونگی استفاده کردن از الگوها، کارشان را با استقرار صوری آن الگوها آغاز و سپس ناکامی‌های مکرر خود را هم به عدم اجرای درست آن الگوها منتسب کنند؛

«ادای هم‌شکلی، شکل و کارکرد را با هم خلط می‌کند: «شبیه‌بودن» جایگزین «کارکردی بودن» می‌شود. تصویب قانون کار موفقیت به حساب می‌آید، حتی اگر در غیاب ضمانت اجرا، به این معنا باشد که چنین قانونی هرگز تجربه‌ی زیست روزانه‌ی کارگران را تغییر نمی‌دهد....» (همان: ۸۷)

بازار سرمایه‌ای که از نیمه‌ی دوم سال ۱۳۹۸ روند صعودی خود را آغاز و در نیمه‌ی اول سال ۱۳۹۹ رشدی بی‌سابقه را تجربه کرد، «شکل»ی بود که علی‌رغم تعارض‌ها و آسیب‌های متعدد «کارکردی» اش هم‌چنان از سوی دولتمردان «تقدیس» و بر کارآمدی‌های آن در مدیریت بهینه‌ی فرایند تأمین مالی تأکید شد. چنان‌که پیش‌تر گفتیم، رشد شاخص از نقطه‌ای به بعد دیگر نسبتی با افول ارزش پول ملی نداشت و ناظران منتسب به طیف‌های مختلف نیز بارها تذکر دادند که تداوم آن رشد بیمارگونه در نهایت انبوهی از بازندگان را به جای خواهد گذاشت که ناچارند یا پذیرای زیان هنگفت خویش باشند و از بازار به تدریج خارج شوند و یا صبری طولانی پیشه کنند تا شاید در دوره‌ی طلایی دیگری بتوانند سهم‌های گران‌خریده‌ی خود را به خریدارانی دیگر بفروشند.

پیش از آن‌که با اتکا بر مقوله‌ی «قابلیت اجرای سیاست» قضاوت خود را درباره‌ی عملکرد دولت در تبدیل فرصت بازار سرمایه به یک تهدید ارائه کنیم، لازم است موضع خود را از تحلیل‌گرانی جدا کنیم که بازار سرمایه را به نحوی تعریف می‌کنند که گویی می‌توان آن را همانند نظام بانکی مورد پایش مستمر قرار داد. این درک از بازار سرمایه، فاصله‌ی فاحشی با شرحی دارد که هیلفردینگ (۱۳۹۴: ۱۷۷-۱۸۵) از نسبت سهامدار و چرخه‌ی تولید ارائه می‌کند. بر اساس شرح هیلفردینگ، سهامدار را در نهایت نمی‌توان در همان جایگاهی نشان داد که به یک «سرمایه‌گذار صنعتی» تعلق می‌گیرد. ورود بنگاه‌های صنعتی و تجاری به بازار سرمایه به معنای پذیرش این واقعیت است که کسانی قادر به تملک سهام بنگاه خواهند بود که اساساً نگاهی «پولی» و «سودمحور» به روند اوج و نزول بنگاه‌ها دارند. سهامدارانی که از مجرای بازار سرمایه به جمع سرمایه‌گذاران بنگاه‌ها می‌پیوندند، برای سرمایه‌گذاری‌های خود به دامنه‌ای گسترده از ملاحظات فرا-بنگاهی اتکا می‌کنند و در نتیجه فارغ از پیچیدگی‌های عملیاتی و اجرایی که دست‌اندرکاران و سرمایه‌گذاران اصلی بنگاه‌ها تجربه می‌کنند، هر لحظه آماده‌اند که در صورت تغییر برخی از آن ملاحظات فرا-بنگاهی، از جمع سهامداران آن بنگاه خارج شوند. هیلفردینگ علی‌رغم این شرح - که به ابتدای قرن بیستم بازمی‌گردد، هم‌چنان سرمایه‌ی مالی را جزء مکمل سرمایه‌داری به معنای عام می‌شمارد. این در حالی است که روندهای اخیر تطور سرمایه‌ی مالی چنان اشکالی به خود گرفته‌اند که دیگر نمی‌توان به سادگی از نسبت هم‌افزایانه‌ی سرمایه‌ی مالی و سرمایه‌ی صنعتی سخن گفت؛

«اگر روزی شاخص سهام در بازار اقتصادی سرمایه‌داری به عنوان دماسنج «اقتصاد واقعی» محسوب می‌شد، اکنون چنین نیست. حجم انبوهی از پول‌های رها شده تنها به هدف سودهای قمارگونه‌ی کوتاه‌مدت و سوداگرانه به سرعت وارد

بازارهای مالی و سرمایه شده و به سرعت نیز از آن خارج می شوند. چنین مبادلاتی نه تنها فرصت شغلی ایجاد نمی کنند، بلکه کاهش نیروی کار یکی از دلایل افزایش سود بنگاه ها و ارزش سهام آن ها بوده است» (نقی زاده، ۱۳۹۱: ۱۷)

توجه و ارجاع به شرح هیلفردینگ از آن جهت مهم است که اگر بخواهیم معانی و دلالات متأخر سرمایه ی مالی را پذیرفته و آن ها را موجه بشماریم، تحلیل عملکرد دولت در قبال بازار سرمایه اساساً بلامحل خواهد بود. حامیان معنای متأخر سرمایه ی مالی بازار سرمایه را نه میدانی برای حمایت از سرمایه ی صنعتی، بلکه اساساً عرصه ای برای مخاطره پذیری روزافزون سرمایه گذارانی می دانند که «قمارگونه گی» این بازار را به عنوان یک واقعیت اجتناب ناپذیر پذیرفته اند. یک دیدگاه انتقادی اما فراموش نمی کند که این «قمارگونه گی» کارکرد کاملاً متفاوتی را برای سرمایه ی مالی آفریده است؛

«در دنیای امروزی، کشورهای در حال توسعه (مستعمره ها و نیمه مستعمره های سابق) خود صادرکننده ی سرمایه اند. کشورهای در حال توسعه ی آسیا بیش از هر منطقه ی دیگری از جهان در خارج سرمایه گذاری می کنند. در سال ۲۰۱۴ رقم سرمایه ی خروجی از کشورهای در حال توسعه ی آسیا ۴۳۲ میلیارد دلار بود. حال آن که در همان سال سرمایه ی خروجی از آمریکای شمالی ۳۹۰ میلیارد و از اروپا ۳۱۶ میلیارد دلار بود» (رهنما، ۱۳۹۵: ۱۶)

مفروض گرفتن معنای متأخر سرمایه ی مالی به سرعت تکلیف ما را با عملکرد دولت در بازار سرمایه ی ایران روشن می کند؛ با این رویکرد، دولت میلیون ها شهروند را به حضور در بازاری فرا خواند که اساساً با هدف به یغما بردن سرمایه های شهروندانی اوج گرفته بود که درکی از توطئه ی طراحی شده برای خارج کردن سرمایه ای هنگفت از کشور نداشتند. ما از داده ها و مستندات لازم برای اصرار بر چنین فرضی برخوردار نیستیم و هم چنان ترجیح می دهیم با همان رویکردی به رفتار دولت در قبال بازار سرمایه بنگریم که هیلفردینگ در اختیار ما قرار می دهد؛ یعنی فرض کنیم که دولت با نیت تأمین مالی وارد بازار سرمایه شد و در عین حال این تأمین مالی را جزئی از فرایند گذار از نظام بانک محور به نظام بورس محوری می دانست که در نهایت به شهروندان اجازه می داد از رونق شکل گرفته در بازار سرمایه نیز بهره مند شوند.

مقوله ی «قابلیت اجرای سیاست» در رویکرد «توانمندسازی حکومت» می تواند به یاری ما بیاید که تفسیر خوشبینانه ی خود از ناکامی یا خطای عملکردی دولت در قبال بازار سرمایه را کامل کنیم. اندروز و دیگران (۱۳۹۸: ۱۳۷-۱۵۸) با طرح این مقوله به ما محک اتکاپذیری برای تشخیص سازمان های توانمند می دهند؛

«سازمان های با قابلیت قوی سازمان هایی هستند که در آن ها عواملان دست به اقداماتی می زنند که اهداف هنجاری سازمان را پیش می برند. سازمان های با قابلیت ضعیف اجرای سیاست، سازمان هایی هستند که نمی توانند ظرفیت، منابع و انگیزه هایی را برای عواملان خود فراهم کنند تا اقداماتی را انجام دهند که اهداف اعلام شده ی سازمان را پیش می برند» (همان: ۱۴۲ و ۱۴۳)

بر اساس این تعریف، سازمان ها باید با محور قرار دادن اهداف هنجاری یا تجویزی خود، در پی «کشف» مدل هایی علی باشند که عملکرد هایشان را از سطح شعار فراتر برده و تحقق آن اهداف هنجاری را امکان پذیر می کنند (همان: ۱۴۳). در مورد بازار سرمایه در ایران، و البته با حفظ همان خوشبینی تحلیلی که ما را هم چنان در مدار تعریف هیلفردینگ از سرمایه ی مالی نگاه می دارد، هدف هنجاری ورود دولت به عرصه ی تأمین مالی در بازار سرمایه نمی توانست به «بیشینه سازی تأمین مالی از بورس» محدود بماند. تحقق چنین هدفی با ظرفیت ها، منابع و انگیزه های بسیاری از بازیگران و عواملان دخیل در صحنه ی بازار سرمایه هم خوانی نداشت. بنابراین، هدف هنجاری سیاست تأمین مالی دولت در بازار سرمایه می بایست به چیزی مانند «تأمین مالی عمومی به میانجی گشایش ظرفیت هایی برای سرمایه گذاری تولیدی شهروندان» تغییر یابد. اگر شرح کرمانی را که در ابتدای این گزارش مطرح شد مبنا قرار دهیم، می توان ادعا کرد که تا پیش از اوج گیری مرضی شاخص در بهار و تابستان سال ۱۳۹۹، زمینه های حرکت به سوی تحقق هدف هنجاری اخیر وجود

داشت. دولت هم می‌توانست با مبنا قرار دادن توأمان شاخصه‌های تورمی و شاخصه‌های ارزندگی شرکت‌ها و بنگاه‌های زیرمجموعه‌ی خود، اقدام به استفاده از ظرفیت‌هایی کند که بازار سرمایه برای واگذاری روزآمد سهام آن شرکت‌ها و بنگاه‌ها پدید آورده بود. لازمه‌ی چنین رفتاری هم آن بود که سیاست‌گذاران و متولیان پروژه‌ی تأمین مالی عمومی به جای مبنا قرار دادن نیازمندی‌های بودجه‌ای دولت و بنگاه‌های شبه‌ورشکسته‌ی وابسته به آن، به شکل شفاف‌تری به اطلاع‌رسانی درباره‌ی «مخاطرات» و البته «مزایا»ی سرمایه‌گذاری شهروندان در سهام دولتی بپردازند. این رویکرد به بازار سرمایه اجازه می‌داد که به جای ایفای نقش «شکل»ی عاری از «کارکرد»، به مدیومی برای دیالوگ جمعی درباره‌ی سرمایه‌گذاری جمعی شهروندان در سهام بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی و نیمه‌دولتی تبدیل شود. دولت در حالی سال ۱۳۹۹ را به پایان می‌برد که میلیون‌ها سهامدار خرد مدعی‌اند که در نتیجه‌ی خلف وعده‌ی دولت و وابستگان شرکتی و حقوقی آن، نه تنها سودی از مشارکت در پروژه‌ی تأمین مالی دولت نبرده‌اند، بلکه متحمل زیان‌های هنگفتی شده‌اند که هیچ دورنمای روشنی برای جبران آن‌ها وجود ندارد. داده‌ها و مستندات ما برای قضاوت دقیق‌تر درباره‌ی ادعای «تقلب» در بازار سرمایه کافی نیست، اما به لطف همین شواهد تحلیلی و البته با اتکا بر مباحث حوزه‌ی توانمندسازی حکومت، می‌توانیم ادعا کنیم که فرصت بهره‌برداری کارآمد و کارکردی از بازار سرمایه در جهت خروج از انحصارات نظام بانک‌محور در نتیجه‌ی قصورهایی که برخی از آن‌ها را در این گزارش برشمردیم، به تهدیدی ملی بدل شده که کم‌ترین نتیجه‌ی آن استقبال مضاعف شهروندان از فرصت‌های سوداگرانه و کاذبی خواهد بود که بنابر وعده‌های فریبای سیاست‌گذاران تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، قرار بود که جای خود را به «سرمایه‌گذاری تولیدی» شهروندان بدهند. در ماه‌های اخیر، منابعی از سوی دولت برای حمایت از بازار سرمایه اختصاص یافته است. از منطق تخصیص این منابع نیز مطلع نیستیم و نمی‌توانیم به قضاوت دقیق‌تری از آن برسیم که آیا ادامه‌ی تخصیص این منابع به کمک نجات فرصت نقش‌آفرینی بازار سرمایه در ایران خواهند آمد یا خیر. با این اوصاف، باید به گفتن آن اکتفا کنیم که هرگونه ایده‌ای برای جبران خطاهای سیاستی و اجرایی پیشین، باید معطوف به هدف هنجاری «سرمایه‌گذاری تولیدی» و تعریف الگوهای تخصیص منابع مالی، انگیزشی و انسانی در جهت تحقق بهینه‌ی این هدف باشد. در غیر این صورت، بازار سرمایه نیز به عارضه‌ی تضعیف روزافزون ظرفیت‌های جذب نقدینگی دچار خواهد شد؛ بدین معنا که منابع تخصیصی به مرور اهدافی را انتخاب خواهند کرد که پاسخگوی سوداگری‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذارانی باشند که به چیزی جز خروج هرچه سریع‌تر میزان بیشتری سود از این بازار نمی‌اندیشند. چنین تصویری بازار سرمایه را به سوی همان الگوی «قمار-محور»ی سوق خواهد داد که تصمیم‌گرفتم فرض وجود آن را در ایران نپذیریم. این گزارش را با همین خوشبینی به پایان می‌بریم، اما رفتار دولت در ماه‌های آینده روشن خواهد کرد که کدام یک از این مفروضات برای توصیف بازار سرمایه در ایران مناسب‌تر هستند.



تکمله

۱. نسخه‌ی نهایی این گزارش را در حالی بازخوانی کردیم که بازار سرمایه‌ی ایران هم‌چنان در انتظار بازگشت به شرایط نرمال است. در این میان باید توجه ویژه‌ای هم به فعالیت بازیگرانی داشت که در راستای محاسبات خاص خود در بازار سرمایه، مداوماً دولت را به اتخاذ دوباره‌ی سیاست‌هایی ترغیب می‌کنند که معنای قطعی آن‌ها احیای همان چرخه‌ای است که در این گزارش به تحلیل ابعاد تهدیدآفرین آن پرداختیم. به عنوان نمونه، محسن عباسی که در کانال تلگرامی اش <https://t.me/emacoabbasi> خود را مدیر عامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری و سبدگردانی ابن سینا مدیر (اما کو) و دارای مدرک دکترای مدیریت مالی از دانشگاه علامه طباطبائی معرفی می‌کند، در پست‌هایی که در اوایل اردیبهشت‌ماه در این کانال منتشر شده، پس از تصریح بر این‌که دولت مقصر شماره‌ی یک شرایط رخ داده برای بورس است، راه درمان را تزریق بی‌چون و چرای نقدینگی و گشودن خطوط اعتباری برای تقویت تقاضا می‌داند. عباسی برای این مطالبه‌ی خود تخمینی هم دارد که رقمی بین ۲۰ تا ۳۰ هزار میلیارد تومان است و البته این رقم از نظر عباسی باید جدای از پولی باشد که هلدینگ‌ها به بازار سرمایه خواهند آورد. برای درک دقیق‌تر نگرشی که عباسی نسبت به بازار سرمایه دارد، باید به سراغ پستی رفت که در پایان بهمن‌ماه ۱۳۹۹ در همین کانال تلگرامی منتشر شده است. عباسی در این یادداشت شایان تأمل، با گلایه از این‌که در نتیجه‌ی روند نزولی بورس و بیشترین اقتصاد شکسته شده، تصمیم‌گیران را سرزنش می‌کند که عامل «دلربایی» را از بازار سرمایه گرفته‌اند و یادآور می‌شود که بورس با همان ویژگی جذابیت و دلربایی به رقیبی برای بازار دلار تبدیل شده است. شاهد مثال عباسی اما جالب‌تر است؛ او اقبال به رمزارزها را نیز نتیجه‌ی آن می‌داند که این اشکال تازه‌ی پول گاه تا ۱۰۰ درصد بازدهی را نیز در ماه‌های اخیر ثبت کرده‌اند و از نظر او معنای این بازدهی‌ها چیزی جز درک فضای رشد و توسعه نیست. بنابراین عباسی درکی از «بزرگ شدن بازار» دارد که نه با ارزندگی حقیقی عناصر دخیل در بازار، بلکه بیش از هر چیز با مقوله‌ی ریسک‌پذیری آن مرتبط است. وعده‌ی نهایی عباسی هم موضوعی است که باید در مجال دیگری به آن پرداخت؛ او مدعی می‌شود که اگر بورس را با همان الگوی ریسک‌پذیری شدید به عنوان پیش‌قراول اقتصاد می‌پذیرفیم، ظرفیت‌های بدیعی برای بازارهای SMEs، استارت‌آپ‌ها و مشتقات شکل می‌گرفت که همگی به کمک خلق ظرفیت‌های جدید و جذاب نقدینگی برای کشور می‌آمد. از نظر عباسی فقدان «تفکر توسعه‌محور» در نهایت بلای جان کشور شد و به این ترتیب ایران نتوانست چنین ظرفیت‌هایی را به نفع اقتصاد ملی خویش به کار بگیرد.

۲. در زمانی که نسخه‌ی اولیه‌ی این گزارش تقدیم عزیزان مرکز توانمندسازی حاکمیت و جامعه می‌شد، هنوز موضوع تخصیص منابع عمومی برای احیای بازار سرمایه چندان صورت عملیاتی به خود نگرفته بود. در نهایت اما در تاریخ ۲۱ اردیبهشت ۱۴۰۰ شورای عالی امنیت ملی مصوبه‌ای را نهایی کرد که براساس آن مقرر شد که ظرف سه هفته ۲۰۰ میلیون دلار (۴ تا ۵ هزار میلیارد تومان) به بازار بورس تزریق شود. برای تحلیل چنین رخدادی باید چند ملاحظه‌ی کلیدی را مد نظر داشت؛ نخست این‌که نفس ورود شورای عالی امنیت ملی به این موضوع نشان‌دهنده‌ی جدی شدن همان «تهدید»ی است که این گزارش آن را مورد توجه قرار داده و در عنوان خود نیز جای داده بود. نکته‌ی دیگر این‌که، تخصیص چنین مبالغی حکایت از آن دارد که لابی‌های بازیگران قدرتمند بازار سرمایه بی‌تأثیر نیست و می‌تواند ارکان کلیدی حاکمیت را نیز به اتخاذ چنین سیاست‌هایی وادارد. نکته‌ی سوم و مهم‌تر اما این است که این مبالغ در حالی به این بازار تزریق می‌شوند که بسیاری از بازیگران قدیمی‌تر بازار که در نتیجه‌ی رسیدن بازار به نقطه‌ی جوش مردادماه ۱۳۹۹ درصد بالایی از سود را کسب کرده بودند، می‌توانند از موج‌های برگشتی بازار هم سود برده و یا با احیای بخشی از سود از دست‌رفته‌ی خود در نتیجه‌ی روند نزولی اخیر از بازار خارج شوند. به بیان ساده‌تر، این تزریق منابع با منطق معینی در جهت جبران زیان سهامداران متأخر این بازار تزریق نمی‌شوند، بلکه الگوی تخصیص‌شان به نحوی است که در نهایت ممکن است سود مضاعف سهامداران قدرتمندی را در پی داشته باشند که پیش از آن نقطه‌ی جوش، مدعی دستیابی قریب‌الوقوع شاخص کل به قله‌های ۳ و حتی ۴ میلیونی بودند. در واکنش به این شکل از تخصیص دوباره‌ی «منابع عمومی» کشور به بازار بحران‌زده‌ی سرمایه، به یادداشتی اشاره می‌کنیم که دکتر فرشاد پرویزیان صاحب کانال تلگرامی اقتصاد و رسانه <https://t.me/Economedia> منتشر کرده و با استقبال دکتر حامد قدوسی صاحب

کانال تلگرامی یک لیوان چای داغ <https://t.me/hamedghodusi> هم روبرو شده بود. پرویزیان در این یادداشت کوتاه یادآور شده که روی آوردن به سیاست‌هایی مانند کاهش نرخ سود بانکی و فشل تر کردن شبکه‌ی بانکی کشور، در نهایت بر ریسک‌های اقتصاد کلان می‌افزاید. پرویزیان هم چنین مطرح شدن عناوینی مانند بیمه‌ی سرمایه در بورس را نیز منافی با واقعیت مخاطره‌محور این بازار دانسته و از مطرح‌کنندگان چنین شعارهایی خواسته که از جیب اقتصاد کلان که همانا جیب همه‌ی مردم است برای درمان بیماری‌های بازار سرمایه خرج نکنند. یادآوری نهایی پرویزیان نیز شایان تأمل است؛ او به غائله‌ی مؤسسات مالی - اعتباری اشاره و یادآوری می‌کند که آن شکل از هزینه‌کرد از جیب کل جامعه برای پاسخ به اعتراض‌های زیان‌دیدگان به بهای افزایش پایه‌ی پولی و تحمیل تورمی شدید به کل جامعه تمام شد. تذکر پایانی پرویزیان همان چیزی است که در فرازهای گوناگون این گزارش نیز مورد توجه قرار گرفت؛ بازار سرمایه اگر می‌خواهد به تهدیدی برای کل اقتصاد و جامعه تبدیل نشود، باید مبتنی بر رشد اقتصادی واقعی و ایجاد سود حقیقی باشد. درباره‌ی چگونگی هموار کردن مسیر رشد اقتصادی مطمئناً اختلاف نظرهایی میان صاحب‌نظران حوزه‌های اقتصاد و اقتصاد سیاسی وجود دارد، اما در اصل موضوع تردیدی نیست؛ بازار سرمایه می‌تواند به همان سرعتی که در آن دوره‌ی حدوداً یک‌ساله شاهد بودیم، به منشأ تهدیدات بزرگی برای حیات جمعی تبدیل شود. از منظر مطرح‌شده در این گزارش، این تهدید را باید با احیای فلسفه‌ی تولیدگرا و مبتنی بر کار مولد به فرصت تبدیل کرد. در غیر این صورت، ضعف‌های حاکمیتی و خاصه دستکاری‌پذیر حاکمیت ناحیه‌ی لابی‌های قدرتمند مالی و سیاسی می‌تواند این تهدید را نیز به دیگر تهدیدهایی اضافه کند که جامعه‌ی فقرزده‌ی ایران در نتیجه‌ی تماس و همزیستی با آن‌ها در معرض بحران‌های بزرگ اجتماعی و اقتصادی قرار گرفته است.

منابع مورد استفاده

- احمدی امویی، بهمن (۱۳۹۷)، اقتصاد سیاسی صندوق‌های قرض الحسنه و مؤسسات اعتباری؛ سقوط یک ایدئولوژی، بنگاه ترجمه و نشر کتاب پارسه، تهران
- اندروز، مت (۱۳۹۸) و دیگران، توانمندسازی حکومت؛ شواهد، تحلیل و عمل، برگردان جعفر خیرخواهان و مسعود درودی، انتشارات روزنه، تهران
- پیل‌بیم، کیث (۱۳۹۱)، تأمین مالی و بازارهای مالی، برگردان حسین قضاوتی، پژوهشکده‌ی پولی و بانکی، تهران
- دینی‌ترکمانی، علی (۱۳۹۸)، اقتصاد ایران؛ رکود تورمی و سقوط ارزش پول ملی، نشر علم، تهران
- رهنما، سعید (۱۳۹۵)، گذار از سرمایه‌داری، برگردان پرویز صداقت، انتشارات آگاه، تهران
- شاکری، عباس (۱۳۹۵)، مقدمه‌ای بر اقتصاد ایران، نشر رافع، تهران
- فقهی‌کاشانی، محمد (۱۳۹۲) و دیگران، توسعه‌ی نهادهای مالی در ایران، پژوهشکده‌ی پولی و مالی، تهران
- مؤمنی، فرشاد (۱۳۹۴)، اقتصاد سیاسی توسعه در ایران امروز، انتشارات نقش‌ونگار، تهران
- نقی‌زاده، محمد (۱۳۹۱)، بحران سرمایه‌داری مالی؛ اشغال‌وال استریت، شرکت سهامی انتشار، تهران
- هیل‌فردینگ، رودولف (۱۳۹۴)، سرمایه‌ی مالی؛ پژوهشی در باب تازه‌ترین مرحله‌ی تحول سرمایه‌داری، برگردان محمود صدری، انتشارات دنیای اقتصاد، تهران



نگاهی به اوج و فروندهای اخیر بازار سرمایه در ایران

چابکی در تبدیل فرصت به تهدید

مجموعه توانمندسازی حاکمیت به روش PDIA - ۳

کد گزارش: ۱۵۶ - مسلسل: ۱۴۰۴

پژوهشگر: حمید قیصری

مرکز توانمندسازی حاکمیت و جامعه جهاد دانشگاهی

