

## کرونا و بازار سرمایه ایران

حسین عبده تبریزی

۱. کرونا پرهزینه است و دولت‌ها در همه کشورهای ناچارند پرداخت‌هایی عمده انجام دهند: پرداخت به صندوق‌های بیمه بیکاری، پرداخت به شکل کمک به اقشار آسیب‌پذیر، پرداخت بابت بهداشت و درمان ناشی از بیماری، ... . به علاوه، دولت‌ها برای حفظ تولید تسهیلاتی فراهم می‌آورند که بنگاه‌ها، به ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط، وام بگیرند و به حیات خود ادامه دهند: یا آن بنگاه‌ها را نزد نهادهای اعتباردهنده تضمین می‌کنند، یا خود به کمک بانک مرکزی به آنها تسهیلات ارائه می‌کنند، و یا تفاوت سود پرداخت می‌کنند. دولت‌ها حداقل برای انجام وظیفه دوم در بیشتر کشورهای جهان به بانک‌ها اتکا می‌کنند. در ایران، نظام بانکی به دلیل مشکلات ساختاری چنین آمادگی ندارد، و روشن نیست که حتی بتواند ۵۰۰ میلیارد تومانی را پردازد که متعهد شده همراه با ۲۵۰۰۰ میلیارد تومان حاصل از آزادسازی کاهش نرخ سپرده‌های قانونی (بسته ۷۵۰۰۰ میلیارد تومانی بانک مرکزی) پرداخت کند. به نظر نمی‌رسد در این برهه، بانک‌ها بتوانند معین دولت باشند.
۲. اما هزینه‌های کرونا می‌باید فوری و در همین اردیبهشت و خرداد پرداخت شود تا مؤثر باشد. دولت‌ها در همه جا این را می‌دانند و ملزم به اقدام‌اند و دولت ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست. اقتصاددانان برجسته‌ای چون دکتر هاشم پسران و دکتر مسعود نیلی معتقدند که چون «سلامت» مردم بر «تورم» مقدم است، برای حفظ سلامت شهروندان می‌باید مصائب تورم را در کوتاه‌مدت تحمل کرد. معتقدند چون منابع مالی می‌باید به سرعت در دسترس قرار گیرد، در شرایط دشوار فعلی و با تنگناهای موجود بودجه و مالیه دولت، تنها محل قابل رجوع در کوتاه‌مدت مراجعه به بانک مرکزی و خلق پول است. دولت، نگران از محدودیت‌های تأمین مالی، علاقه‌مند است هرچه زودتر به قرنطینه و تعطیلی کسب‌وکارها خاتمه دهد، و مردم سریع‌تر به سر کارهای خود برگردند تا شاید هزینه‌ها کاهش یابد و نیازی به استقراض گسترده از بانک مرکزی نباشد. سیاستی که این اقتصاددانان معتقدند در میان مدت هزینه‌های عمده‌ای را به کشور تحمیل می‌کند و آثارش از تورم زیان‌بارتر است.

۳. رویدادهای شگفتی در بازار سرمایه (سهام) کشور در حال وقوع است. نرخ بازده سهام در سال ۹۸ رقم باورنکردنی ۱۸۷ درصد بوده است. این نوع بازده در فروردین ۹۹ نیز دوباره تجربه شده است. محدودیت‌های بانک مرکزی در گردش وجوه نقد که به کنترل مؤثر سوداگری در معاملات ارز انجامیده و از خروج ارز جلوگیری کرده، در کنار کنترل تقاضا برای واردات بسیاری از کالاها و خدمات و امنیتی شدن معاملات ارزی، منابع سوداگران ارز را به سمت بازار سرمایه سمت و سو داده است. ضعف تقاضای مصرفی در بخش مسکن که حاصل تغییر ساختاری آن بخش است نیز مقدار قابل ملاحظه‌ای از سرمایه‌هایی را که در بازار مسکن چرخش داشته، به سمت بازار سهام هدایت کرده است. معاملات روزانه ۵ یا ۱۰ هزار میلیارد تومانی سهام در یک روز، دیگر کسی را متعجب نمی‌کند. هر روز هزاران نفر در سامانه سجام ثبت نام می‌کنند و کد سهامداری می‌گیرند. برخی نهادهای مالی هر یک ده هزار میلیارد تومان در صندوق‌های سرمایه‌گذاری خود تحت مدیریت دارند؛ هر روز پول‌های جدیدی وارد بازار می‌شود. این دیگر آن بورس و بازار سرمایه گذشته نیست؛ بازار بزرگ شده است.

۴. مردمی که در سال‌های ۹۷ و ۹۸ نرخ تورم بالای ۴۰ درصد را تجربه کرده‌اند، برای حفظ ارزش پول خود، فعلاً گزینه‌ای جز ورود به بازار سهام پیش‌رو ندارند. بازار سهام به تنها پلتفرم سفته‌بازی در ایران تبدیل شده است. بانک‌ها سودی حدود ۲۰ درصد می‌دهند، و از این رو قابل درک است که مردم هر روز برای دریافت کد سهامداری صف بکشند، کامپیوترهای بورس ظرفیت تحمل بار سنگین داده‌ها و معاملات را نداشته باشند، و خبر قطع سیستم معاملاتی عادی تلقی شود. در عین حال، مردمی که به بورس می‌آیند، توقع سود ماهیانه ۱۰ یا ۱۵ درصد هم ندارند. حداقل انتظار آنان، کسب نرخ سودی برابر با نرخ تورم است.

۵. چنین نرخ‌های بازده بالا هم پایدار نمی‌ماند و سرنوشت محتوم این روند، ریزش قیمت‌هاست. اگر افزایش شاخص تدریجی و منطقی نباشد، تداوم رشد آن ناممکن می‌شود، و با سقوط بازار، مردمی که با اشتیاق به گرد آن فرا آمده‌اند، پراکنده می‌شوند و فرصت بزرگی که برای بازار سرمایه ایران فراهم شده، از دست می‌رود. در نتیجه بازار نیاز به عرضه دارد تا به عطش تقاضا پاسخ داده شود. به یاد آوریم که دو میلیون نفر صف کشیدند تا سهام

شستا یا شرکت صبا تأمین را بخرند. تئوری‌های گذشته که می‌گفت بازار سرمایه کوچک و ضعیف است و توان و ظرفیت آن را ندارد که بتواند حجم بزرگی پیدا کند و در نتیجه سازمان تأمین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی ایران ناچارند سال‌ها شرکت‌داری کنند، حالا دیگر نظریه‌های باطلی است. بازار کشش جذب هزاران میلیارد تومان سهام جدید را دارد.

۶. پس، دولت نیازمند به نقدینه فوری جهت تأمین مالی مخارج کرونا، صرفاً نباید به بانک مرکزی تکیه کند. با سرعت و ظرف روزها و هفته‌های اردیبهشت و خرداد می‌تواند در بازار سهام پول جمع کند. بخشی از نیازهای خود را تأمین کند و در عین حال بازار سهام را به توازن بکشد و اجازه ندهد شاخص، رشد ناپایداری داشته باشد. فرصتی تاریخی است که در آن دو ضرورت با یکدیگر در تقارن هستند و مکمل یکدیگر شده‌اند: ضرورت کسب درآمد فوری توسط دولت جهت تأمین کسری بودجه و مخارج کرونا، و ضرورت افزایش عرضه سهام برای متعادل کردن بازار و جلوگیری از سقوط آن. برای استفاده از این فرصت بی‌بدیل:

❖ دولت باید به سرعت و با فوریت سهام زیادی در بازار بفروشد؛

❖ دولت باید معاملات سهام عدالت را آزاد کند تا هم مردم بتوانند با تحمل فشار مالی کمتر، با فروش سهام خود، نقدینه لازم را برای گذر از دوران کرونایی فراهم آورند، و هم با عرضه سهام بازار را متعادل کنند.

❖ دولت می‌تواند از سازمان تأمین اجتماعی و صندوق‌های بازنشستگی بخواهد و مسیر را برای آنها تسهیل کند تا سهام بفروشند و ضمن اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، حرکت به سمت بالای شاخص سهام را نیز منطقی و پایدار کنند.

۷. این اقدامات همه با سرعت و فوریت بخشی از نقدینه مورد نیاز دولت و تأمین اجتماعی را فراهم می‌آورد و به علاوه نرخ بازده بازار را منطقی می‌کند. پیش شرط پیشرفت بازار سهام، منطقی شدن نرخ بازده با عرضه‌های جدید است و دولت و تأمین اجتماعی هر دو توان عرضه دارند و به درآمدهای آن هم نیازمندند. استفاده از این فرصت تاریخی پیش‌آمده ایجاب می‌کند که هر چه زودتر نرخ بازده این بازار با عرضه‌های جدید متعادل شود

تا بازار بدهی هم معنا پیدا کند و بانک مرکزی بتواند عملیات بازار باز را هم انجام دهد. در شرایطی که در بازار سهام سود ۱۰۰ درصدی متصور است، عامه مردم سراغ اوراق بدهی دولتی یا شرکتی با سود ۲۲ و ۲۳ درصد جاری نمی‌روند. مقایسه آمار معاملات بالای این روزهای «بازار سهام» با معاملات پایین «بازار اوراق با درآمد ثابت» روشن می‌کند که عدم توازن جدی بین این دو بازار وجود دارد. پس، تکرار کنیم که پیش شرط پایداری بازار سهام، کاهش نرخ بازده آن با عرضه‌های جدید است. عرضه‌های دولتی و عمومی دیگر (تأمین اجتماعی، بازنشستگی‌ها و خصولتی‌ها) می‌باید خُرد و گسترده مشابه عرضه سهام شستا انجام شود. این نوع عرضه امکان رشد تدریجی قیمت‌ها در بازار را تضمین می‌کند، و با دخالت‌ها و انتقادهای کمتر دستگاه‌های نظارتی همراه خواهد بود. شائبه فساد در فروش سهام به میلیون‌ها نفر، آن هم هر یک چند صد سهم، وجود ندارد. به علاوه، گردآوری سهام از سهامداران جزء طول می‌کشد، و مدیریت این سهام دیرتر به خصولتی‌ها می‌رسد.

۸. متأسفانه بازار سهام از ناملایمات بسیاری رنج می‌برد و شکل‌گیری کثرت‌فشاری‌های بسیاری در آن ساده شده است. این وضعیت سلامت و پایداری بازار سرمایه را به خطر انداخته است، و عدم اصلاحات فوری، امکان رشد را از این بازار خواهد گرفت و فرصت‌سوزی دیگری تحمیل خواهد شد. زیرساخت‌های بازار به اصلاحات بسیاری نیاز دارد. هر یک از خبرگان بازار سهام پیشنهادهای متعددی برای اصلاح وضعیت دارند. در شرایطی که اشکالات و کاستی‌ها گسترده است، و همزمان از بازار انتظار می‌رود به‌فوریت هزینه‌های کرونا را تأمین مالی کند، می‌باید تدبیر کرد، و بر دشواری‌های اصلی انگشت گذاشت. به گمانم، به فرض تداوم عرضه‌های دولتی، با یک تدبیر در زیرساخت‌های بازار می‌توان سال ۱۳۹۹ را به سلامت پشت سر گذاشت و دریچه‌هایی به سوی تداوم رشد بازار در سال ۱۴۰۰ گشود.

۹. اصلاح اصلی در زیرساخت‌ها، برداشتن کامل دامنه قیمتی معاملات و استفاده از سازوکار مدارشکن‌ها به گونه مرسوم در بازارهای دنیا است. این اقدام فساد احتمالی بازار را به شدت کاهش می‌دهد. بازار سرمایه ایران امروز به نقطه‌ای رسیده است که در آن نیازی به دامنه قیمتی و قیمت‌سازی‌های آن نباشد، همان‌طور که به آن جا رسیده است که سهام شستا را ارائه کند یا در یک روز ۵۰۰۰ میلیارد تومان اوراق بدهی برای دولت بفروشد. تردید

نکنیم که این اصلاح زیرساختی، بسیاری از گرفتاری‌های دیگر بورس را هم برطرف می‌کند. با این اصلاح بسیاری از محدودیت‌های تصنعی جاری در معاملات حذف می‌شود، و بویژه دخالت‌های ناصواب و مشکل‌سازِ مقام ناظر در بازار به شدت کاهش می‌یابد. بازار معاملات بورس بدون دامنه نوسان بر تحلیل و اندیشیدن بیش‌تری استوار خواهد بود. البته، از سازوکار کنترل حجم می‌توان کماکان برای تعیین قیمت آغازین روز بعد استفاده کرد.