

# افزایش کارایی بورس با ورود نهادهای مالی جدید

بررسی اهمیت شرکت‌های تامین سرمایه در گفت‌وگو با سعید اسلامی بیدگلی

**مرضیه محمودی:** دبیر کل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری می‌گوید در ضرورت وجود نهادهای مالی جدید تردیدی نداریم چون طی سال‌های گذشته هم کارشناسان و هم مسوولان سازمان به کمبود نهادهای مالی در بازار سرمایه کشور اشاره کرده‌اند. سعید اسلامی بیدگلی تاکید می‌کند که به انواع مختلف صندوق‌ها نیاز داریم و همین الان هم تنوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری ما کم است. اسلامی همچنین بر نقش سرمایه‌گذاران نهادی در ایجاد شفافیت اطلاعاتی و نظارت بیشتر هم تاکید می‌کند. حضور سرمایه‌گذار نهادی در بسیاری از موارد هم به انتشار اطلاعات و تقارن اطلاعاتی کمک می‌کند و هم به سرمایه‌گذاران خرد، مشروح این گفت‌وگو را در ادامه می‌خوانید.

**شرکت‌های سرمایه‌گذاری در شرایط کنونی بازار سهام چه جایگاهی دارند؟**

سرمایه‌گذاران نهادی در دنیا جایگاه و اهمیت خود را پیدا کرده‌اند و معاملات افراد حقیقی سهم کمتری نسبت به دهه‌های گذشته دارد. اکنون یکی از مهم‌ترین نقش‌هایی که سرمایه‌گذاران حقوقی در بازار ایفا می‌کنند افشای اطلاعات و نظارت است. مساله اینجاست که برای یک سرمایه‌گذار حقیقی که تنها ۱۰۰ سهم یک شرکت را دارد، نه دریافت اطلاعات اضافی مهم است و نه نظارت بر نهادهای امکان‌پذیر. در نتیجه بار این وظیفه بر دوش سرمایه‌گذار

نهادی است که سهم زیادی از سرمایه خود را صرف خرید سهام یک شرکت کرده است پس اساساً حضور سرمایه‌گذار نهادی در بسیاری از موارد هم به انتشار اطلاعات متقابل و تقارن اطلاعاتی کمک می‌کند و هم به سرمایه‌گذاران خرد. البته این مساله به ساختار بازارها هم مربوط است. یعنی نتایج تحقیقات در کشورهایی مانند انگلیس و آمریکا که بازار پایه هستند در کشورهای بانک‌پایه آلمان و ژاپن کمی متفاوت است. اما به هر حال به نظر می‌رسد بدون سرمایه‌گذار نهادی احتمالاً افشای برخی از اطلاعات مطلوب شرکت‌ها نیست آن هم در شرکت‌هایی که در کشورهایی مانند ایران لزوماً با حاکمیت شرکتی مدون اداره نمی‌شوند و طبیعتاً تحت سیطره نهادهای قدرت قرار دارند. به طور کلی وجود سرمایه‌گذاران نهادی هم به ورود سایر سرمایه‌گذاران مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌ها کمک می‌کند و هم در انتشار اطلاعات و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد.

**عمده این شرکت‌های نهادی با توجه به رکود عمیق بازار اکنون با چه مشکلاتی مواجهند؟ در شرایط فعلی بازار چقدر به تنوع بخشی در ابزارهای معاملاتی نیاز داریم؟**

بگذارد چند نکته را ذکر کنم. طی سال‌های گذشته مشکلاتی در مجموعه بازار سرمایه وجود داشته که هم کارشناسان و هم خود مسوولان بازار سرمایه به آن اشاره کرده‌اند مانند کمبود ابزارهای مالی، مشکل رکود اقتصادی یا مشکلات سیستم معاملات که برخی مربوط به اقتصاد کشور و برخی دیگر مربوط به خود بازار سرمایه است. چنین مشکلاتی هم دامن سهامداران حقیقی را می‌گیرد و هم سهامداران حقوقی و نهادهای سرمایه‌گذاری را. طبیعتاً مسوولان سازمان بورس اوراق بهادار هم خودشان به طریق اولی درگیر مسائل ناشی از اقتصاد کلان هستند و ممکن است راه‌حلی برای این مشکلات نداشته باشند. یکسری دیگر از مشکلات هم وجود دارد که بیشتر شامل نهادهای حقوقی می‌شود. نهادهای حقوقی هم انواع مختلفی دارند. برخی از این نهادها خود ایجادکننده مشکلات هستند برخی هم ممکن است درگیر مشکلاتی باشند که در ساختارها وجود دارد. بنابراین من از این موضوع که مرتبط به بازار سرمایه است و همه سهامداران و حتی سیاستگذاران و بازیگران بازار با آن درگیر هستند، می‌گویم. اما موضوعی که به نظر اهمیت دارد این است که سرمایه‌گذاران حقوقی به طور مشخص چه مشکلاتی دارند؟ مهم‌ترین مشکل این سرمایه‌گذاران این است که بخش عمده سهام آنها قابلیت نقدشوندگی بالایی ندارد. مشکل دیگر ریسک‌هایی است که سیاستگذاران به دلیل عدم شفافیت مجموعه سیاست‌های اقتصادی کشور بر این افراد تحمیل می‌کنند. اتفاقی که در هفته‌های گذشته در مورد سهام بانک‌ها رخ داد اساساً بسیاری از سهامداران و سرمایه‌گذاران حقوقی را با مشکلات بسیار جدی مواجه کرد. چون



سهام این افراد برای مدت طولانی بسته بود و امکان معامله نداشتند و پس از آن به دلیل ریسک‌هایی که از سوی مسوولان بانکی کشور بر بازار سرمایه تحمیل شد بازیگران این بازار با مشکلات بسیاری مواجه شدند. به نظر می‌رسد بورس اوراق بهادار به‌رغم همه تلاش‌ها هنوز جایگاه خود را در حوزه سیاستگذاری اقتصادی پیدا نکرده. همواره معتقدم نه تنها اقتصاد ما بانک‌پایه است بلکه ذهن مدیران اقتصادی ما هم بانک‌پایه است یعنی آنها نتوانسته‌اند ذهنشان را از موضوع بانک‌پایگی خلاص کنند و به سمت توسعه بازار سرمایه حرکت کنند.

**یعنی شما معتقدید ضعف و عدم آشنایی مدیران منجر به ناکارآمدی بازار سرمایه می‌شود؟**

حرف بنده این است که مدیران ما هم با مفاهیم بازار سرمایه و توسعه از طریق آن آشنایی ندارند و تمام ذهنشان به تامین مالی از طریق بانک‌ها گره خورده است. من به‌عنوان فردی که در هر دو حوزه فعالیت کرده‌ام با اطمینان می‌گویم سطح دانش، چابکی و شفافیت در بازار سرمایه جوان ما اصلاً با بازار پولی کشور قابل مقایسه نیست.

**زمانی که از مسوولان سازمان بورس می‌پرسم چرا تعداد نمادهای بسته زیاد است می‌گویند شفافیت برای ما مقدم بر نقدشوندگی بازار است. این نشان می‌دهد بازار سرمایه نتوانسته تعادل را رعایت کند.**

طی این مدت جلساتی با مدیران بازار سرمایه داشته‌ام. موضوع نقدشوندگی دغدغه اصلی آنان است. چند راهکار مناسب هم برای آن پیشنهاد شده و امید می‌رود در آینده نزدیک اوضاع کمی بهتر شود. ببینید بخشی از عدم شفافیت صرفاً مربوط به شرکت‌های بورسی نیست بلکه دلیل آن این است که اقتصاد ایران اساساً غیرشفاف است. حتی در حوزه فردی هم اظهارنامه مالیاتی شخصی پر نمی‌کنیم اما در کشورهای توسعه‌یافته این اظهارنامه‌ها وجود دارد. بعد از این همه جنجالی که در مورد حقوق‌های نجومی مدیران دولتی مطرح شد، مدیران همچنان راضی نشدند که تمام دریافتی خود را منتشر کنند. در حوزه نهادها هم با همین وضعیت مواجهیم. برخی شرکت‌ها هستند که با دو دفتر حسابداری اداره می‌شوند. بخش بزرگی از اقتصاد ما هیچ گزارشی به هیچ نهادی ارائه نمی‌دهد. اقتصاد ما اساساً غیرشفاف است. طبیعتاً این عدم شفافیت هم در حوزه اداره شرکت‌ها و هم در حوزه سیاستگذاری دیده می‌شود. اما فکر می‌کنم این عدم شفافیت در مورد فعالیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کم است و بیشتر، سیاستگذاری سبب می‌شود که صورت‌های مالی با نوسانات زیادی مواجه شود. البته به نظر من سیاستگذاری سازمان بورس و اوراق بهادار مبنی بر بستن برخی نمادها به خاطر شفافیت، ممکن است باعث تغییراتی شود و اوضاع بهبود پیدا کند. داریم به همین سمت حرکت می‌کنیم.

**سازمان بورس صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ملزم کرده که پنج درصد منابع خود را وارد بازار سرمایه کنند. آثار چنین سیاستی چیست؟ آیا چنین سیاستگذاری اثر مثبتی بر بازار سرمایه دارد یا منفی؟**

اثرگذاری چنین سیاستی در گذر زمان مشخص می‌شود و الان نمی‌توان با قطعیت گفت چنین سیاستی چه اثری دارد. بهتر است این کارها بر اساس تحقیق یا یک نظرسنجی

مهم‌ترین مشکل سرمایه‌گذاران این است که بخش عمده سهام آنها قابلیت نقدشوندگی بالایی ندارد. مشکل دیگر ریسک‌هایی است که سیاستگذاران به دلیل عدم شفافیت مجموعه سیاست‌های اقتصادی کشور بر این افراد تحمیل می‌کنند.

جدی انجام شود اما کارشناسان هم نگاه مثبت و هم نگاه منفی به این سیاست دارند. موافقان معتقدند چون بازار سرمایه خود به خود به خاطر اوراق بدهی تحت فشار است این صندوق‌ها می‌توانند به بازار سهام کمک کنند اما افراد مخالف معتقدند این موضوع ممکن است منجر به کاهش سودآوری که گاه سودآوری‌های تضمین شده، هستند، شود و در بلندمدت کاهش و خروج سرمایه را به دنبال آورد. فکر می‌کنم وقتی امیدنامه منتشر می‌شود باید بر اساس این امیدنامه پیش رویم. بهتر است سازمان بورس اوراق بهادار در چنین مواردی نظر نهادهای ادر خصوص چنین سیاستگذاری‌هایی جویا شود.

**وضعیت شرکت‌های تامین‌سرمایه در تامین مالی از طریق بازار سرمایه را چگونه ارزیابی می‌کنید تا بتوانیم از بانک محوری به سمت بازار محوری برویم. آیا واقعاً شرکت‌های تامین سرمایه به توانسته‌اند به وظایف خود عمل کنند؟**

ما نباید از یک شرکت انتظار داشته باشیم الزاماً در راستای سیاست‌های بازار سرمایه حرکت کند بلکه سیاستگذار باید سیاست‌ها و کسب‌وکار شرکت‌ها را به گونه‌ای تعریف کند که فعالیت شرکت‌ها در جهت سیاست‌های بازار سرمایه باشد. می‌پذیرم که اگر بخواهیم عملکرد شرکت‌های تامین سرمایه را ارزیابی کنیم، ممکن است با آنچه در روز اول روی کاغذ نوشته شده بود که چنین شرکت‌هایی چه کمکی باید به بازار سرمایه انجام دهند، با آنچه که انجام می‌دهند متفاوت باشد. اما عملکرد این شرکت‌ها معمولاً حاصل متغیرهای اقتصادی و سیاستگذاری‌هاست. آنها منافع شرکت خود را تعقیب کرده‌اند و اتفاقاً سیاستگذار باید این موضوع را درک کند که آنها همیشه همین کار را خواهند کرد. بنابراین سیاستگذار باید سیاست‌ها را به گونه‌ای تعریف کند که در راستای اهداف شرکت‌ها باشد. اما ایراد اصلی را متوجه شرکت‌های تامین سرمایه نمی‌دانم. شاید ما هم اگر جای شرکت‌های تامین سرمایه بودیم همین کار را انجام می‌دادیم.

**یکی از مسائلی هم که با آن مواجهیم بالا بودن نرخ تامین مالی در بازار سرمایه است. می‌خواهم بگویم این شرکت‌ها مشتریانی داشته‌اند که با مراجعه به این شرکت‌ها یا نرخ ۳۰ یا ۴۰ درصد و بهترین تضمین‌ها تامین مالی می‌کرده‌اند چرا باید سهامی را بخرم که ممکن است فردا مسوولان بانک مرکزی تصمیم بگیرند فلان صندوق غیرمجاز را قاطعی آن و زبانش را بر خریدار سهام تحمیل کنند؟**

**نهادهای مالی را که در بازار سرمایه وجود دارد چقدر کافی می‌بینید و ما برای توسعه و افزایش عمق بازار چقدر به نهادهای مالی جدید نیاز داریم؟ باید چه نهادهای مالی جدیدی به بازار افزوده شوند؟**

ما در ضرورت وجود نهادهای مالی جدید تردیدی نداریم. طی سال‌های گذشته هم کارشناسان و هم مسوولان سازمان به کمبود نهادهای مالی در بازار سرمایه کشور اشاره کرده‌اند. فکر می‌کنم ما به انواع مختلف صندوق‌ها نیاز داریم. همین الان تنوع صندوق‌های تامین سرمایه کم است. ما به موسسات رتبه‌بندی نیاز داریم که خوشبختانه به جریان افتاده و امیدواریم در مسیر درستی حرکت کند.

**یعنی سال آینده شاهد ورود موسسات رتبه‌بندی به کشورمان خواهیم بود؟ تلاش شده طی فراخوان‌هایی برای گروه‌هایی که به فعالیت رتبه‌بندی علاقه‌مند هستند از این گروه‌ها دعوت شود مدارکشان را ارسال کنند. این مدارک تحویل گرفته شده و در حال بررسی است و عزم مدیران بورس جزم است که در سال آینده این رتبه‌بندی‌ها ایجاد شود.**

**چرا توسعه نهادهای مالی در بازار سرمایه‌مان با موانع بسیاری از سوی نهاد ناظر مواجه است؟**

بخشی از این موضوع به این مساله بازمی‌گردد که نهاد نظارتی ما سختگیرانه بر خورد می‌کند. بخش دیگر به این دلیل است که دانش مالی ما کم است. وقتی هم که دانش مالی ما کم باشد شکل‌گیری این نهادها با معضلات جدی همراه می‌شود. در واقع حتی اگر شرکت‌های رتبه‌بندی هم تأسیس شوند تا زمان رسیدن این شرکت‌ها به یک مدل و کارکرد درست احتمالاً زمان زیادی باید صرف شود. کما اینکه الان شرکت‌های سبگردانی ما به‌رغم مجوزهایی که از سازمان گرفته‌اند ممکن است به دلیل اینکه دانش ما در بازار سرمایه کشور کم است، توسعه پیدا نکرده باشند. بخشی از این کمبود هم به دوران رکود و رونق بازار سرمایه بازمی‌گردد. معمولاً در دوران رونق به خصوص اگر این دوران کمی طولانی باشد تشکیل نهادها و معرفی ابزارها با سرعت بیشتری رخ می‌دهد. اما در دوران رکود تمایل آدم‌ها برای ورود به بازار و کسب‌وکارهای جدید که خودبه‌خود با ریسک‌های جدیدی هم مواجه است، کمتر خواهد بود. بنابراین مجموعه‌ای از وضعیت فعلی بازار

بخشی از عدم شفافیت صرفاً مربوط به شرکت‌های بورسی نیست بلکه دلیل آن، این است که اقتصاد ایران اساساً اقتصاد غیرشفافی است، ما حتی در حوزه فردی هم اظهارنامه مالیاتی شخصی پر نمی‌کنیم اما در کشورهای توسعه‌یافته این اظهارنامه‌ها وجود دارد.

سرمایه و ساختار نهاد نظارتی و دانش مالی کم ممکن است دراینکه معرفی این نهادها با کمبود پیش رود تأثیر بگذارد. البته معرفی این نهادها نسبت به بازار پولی غیرقابل مقایسه است. در بازار پولی کشورمان ۴۰ سال پیش موسسات پس‌انداز و تسهیلات داشتیم و بعد از ۴۰ سال دستورالعمل جدید مصوب شده و هنوز هم که هنوز است این صندوق‌ها تشکیل نشده است. باز هم معتقدم بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول چابک‌تر است و بهتر به تشکیل صندوق‌ها پرداخته. در چند سال گذشته چندین نوع نهاد در بازار سرمایه کشور تشکیل شده در حالی که سیستم بانکی ما هم مشکلات جدی دارد و هنوز چابک نشده است. به همین دلیل معتقدم اگرچه انتقادات بسیاری متوجه بازار سرمایه است اما میزان چابکی در بازار سرمایه با بازار پول اصلاً قابل مقایسه نیست.


**یکی از مشکلاتی که کارگزاری‌ها در این وضعیت دچار آن شده‌اند نبود نرخ رقابتی کارمزدهاست. در این زمینه چه راهکاری می‌توان داد؟**

معتقدم میزان رقابت در صنعت کارگزاری ما مناسب نیست و نیاز داریم که حجم رقابت را از طریق سیاستگذاری‌ها و ورود شرکت‌های جدید افزایش دهیم اما ممکن است فعالان این بخش با مشکلات دیگری هم دست‌وپنجه نرم کنند. طبیعتاً حجم فعالیت کارگزاری‌ها هم به شدت به حال و هوای بازار مربوط است و طبیعتاً بخش اعظم هزینه‌های R&D هم به همین موضوع بازمی‌گردد. در زمان رونق کارگزاری‌ها چون سود بیشتری می‌برند احتمالاً هزینه بیشتری هم صرف توسعه سیستم‌های معاملاتی خود می‌کنند. اما چون الان یکی دو سالی است که برخی از این شرکت‌ها سودآور نیستند، میزان فعالیت‌های توسعه‌ای در آنها کاهش یافته. معتقدم کارگزاران هم همیای بقیه ارکان بازار با مشکلات جدی مواجه‌اند. رونق بازار سرمایه به این بازمی‌گردد که سیاستگذار باور کند توجه به بازار سرمایه حائز اهمیت است و پس از آن برای توسعه بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری کند و در پی توسعه بازارها باشد.

**به نظر می‌رسد شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری در جذب سرمایه‌گذاری خارجی در پس‌ابرجام چندان موفق عمل نکرده‌اند. علت چیست؟**

اعلام تمایل برای حضور در بازار سرمایه ایران مساله‌ای است که از جانب برخی شرکت‌های خارجی عنوان شده اما این شرکت‌ها حتماً به ریسک‌های کشور مقصد و وضعیت بین‌المللی توجه می‌کنند. زیرساخت‌ها، نوع گزارشگری ما و میزان شفافیت آن برای نهادهای بین‌المللی و عدم شفافیت در حوزه سیاستگذاری همه مولفه‌هایی است که بر تصمیم این شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. اگر این موانع رفع شود و جایگاه ایران به لحاظ بین‌المللی بهبود پیدا کند، می‌توانیم امیدوار باشیم که سرمایه‌گذاران خارجی بیایند. در غیر این صورت اگر سرمایه‌گذار خارجی بیایند، سرمایه‌گذاری است که بسیار ریسک‌پذیر است و تنها پول می‌آورند اما از تکنولوژی خبری نیست. چند دلیل عمده وجود دارد اول اینکه شرکت‌های خارجی آنقدر کم‌ما فکر می‌کنیم تمایل به حضور در ایران ندارند. نکته دوم این است که ما با این کشورها به لحاظ فنی و سطح دانش هم‌زمان نیستیم و وقت مذاکره قرارداد به مرحله نهایی نمی‌رسد. کمبود دانش مالی در شرکت‌ها ما هم دلیل دیگری است.

**آیا عملکرد کانون نهادهای سرمایه‌گذاری منتشر می‌شود و در این سال‌ها این کانون چه عملکرد محسوسی داشته است. برنامه‌هایتان برای آینده چیست؟**

کانون نهادهای سرمایه‌گذاری اساساً قرار بوده به‌صورت کنسرسیوم نهادهای مالی کشور فعالیت کند. بنابراین بخشی از فعالیت این کانون مربوط به موضوع فعالیت‌های صنفی خواهد بود. در نتیجه کانون در توسعه روابط اعضا نقش بسیاری دارد و در ایجاد رابطه اعضا با نهادهای سیاستگذاری هم موثر است. هم‌زمان باید بتوانیم با تغییرات ساختاری در کانون حوزه تحلیل را هم ارتقا دهیم. این ارتقا هم می‌تواند درون کانون صورت گیرد و هم می‌تواند با استفاده هماهنگ‌شده از بدنه کارشناسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری انجام شود. کار بعدی که باید انجام شود بحث ارتقای اعتبار نهادهای طریق وضع استانداردهای حرفه‌ای و اخلاقی برای نهادها و ارتقای دانش مجموعه بازار سرمایه و ارتقای خود نهادهای زیرمجموعه است. اقدام دیگری که باید انجام دهیم کمک به نهادهای قانونگذار است چون ذهن مسوولان ما اساساً بانک‌محور است. بنابراین نهادهایی مانند کانون، باید به تهیه گزارش‌های تخصصی کمک کنند. قصد داریم از طریق کانون روابط با نهادهای بین‌المللی را افزایش دهیم و در سمینارها و جلسات بین‌المللی حضور داشته باشیم تا بتوانیم در جذب سرمایه‌گذاری خارجی موثر باشیم. کانون در سال آینده گزارش عملکرد خود را منتشر خواهد کرد و سعی می‌کنیم تمام اصول شفافیت را رعایت کنیم. 

## کمبود نهادهای مالی

طی سال‌های گذشته هم کارشناسان و هم مسوولان سازمان به کمبود نهادهای مالی در بازار سرمایه کشور اشاره کرده‌اند. فکر می‌کنم ما به انواع مختلف صندوق‌ها نیاز داریم. همین الان تنوع صندوق‌های تامین سرمایه کم است. ما به موسسات رتبه‌بندی نیاز داریم که خوشبختانه به جریان افتاده و امیدواریم در مسیر درستی حرکت کند.