

نوآوری مالی جامعه‌محور: بازی برد-برد

گفت‌وگو با **حامد قدوسی** عضو هیات علمی موسسه تکنولوژی استیونس

سیدمحمدامین طباطبایی: حضور او در ایران را فرصتی مغتنم شمردیم و اندکی پیش از آنکه این فرصت از دست برود، میزبانش در تجارت فردا شدیم. حامد قدوسی اقتصاددان ایرانی، هم‌اکنون عضو هیات علمی دانشکده کسب و کار موسسه تکنولوژی استیونس است. او دوره‌های کارشناسی و کارشناسی ارشدش را در ایران و در دانشگاه صنعتی شریف به پایان رسانده و سپس به اتریش سفر کرده و مقطع دکترا را در دانشگاه وین به اتمام رسانده است. در نهایت نیز دوره پسادکترای خود را در دانشگاه ام‌آی‌تی و زیر نظر جمعی از برترین‌های رشته اقتصاد گذرانده است. قرار گفت‌وگو با دکتر حامد قدوسی برای یک بعدازظهر چهارشنبه در دفتر هفته‌نامه گذاشته شد. وقتی گفت‌وگو شروع شد، با حوصله‌ای مثال‌زدنی، با زبانی ساده و بیانی شیوا و به تفصیل پاسخگوی سؤالاتی بود که ما (محمدامین طباطبایی، علی طهماسبی و احسان برین) آنها را آماده کرده بودیم. موضوع گفت‌وگو «نوآوری‌های مالی جامعه‌محور» بود. تقریباً هر آنچه می‌خواستیم در این زمینه بدانیم را پرسیدیم، که حاصل آن حدود یک ساعت پرسش و پاسخ در فضایی صمیمانه شد.



از مقاله‌ها و سابقه کاری شما می‌شود این‌طور فهمید که علاقه زیادی به کاربردی کردن مباحث اقتصاد مالی در زندگی روزمره مردم دارد. به نظر شما اقتصاد مالی و زندگی روزمره مردم تا چه اندازه با هم پیوند دارند؟ و تا چه حد با ورود اقتصاد مالی به زندگی مردم موافق هستید؟

اجازه بدهید تحلیل را از اینجا شروع کنیم: من وقتی به توزیع فعالیت‌های دانش‌آموخته‌های اقتصاد مالی و مدیریت مالی و نحوه صرف انرژی آنها در بازار کار نگاه می‌کنم می‌بینم که عده زیادی - به‌ویژه در ایران - وقت خود را در بخش مبادله‌گری (Trade) مثلاً در معامله‌گری سهام و امثالهم صرف می‌کنند. البته می‌دانیم که این امر اثرات مثبتی دارد، از جمله اینکه به کشف قیمت واقعی دارایی‌ها کمک می‌کند و نقدشوندگی بازار را زیاد می‌کند. اما با اندکی اغماض می‌توان گفت دست آخر خیلی از این نوع فعالیت‌ها نهایتاً یک بازی با حاصل جمع صفر است که یکی می‌برد و یکی می‌بازد. در آخر به نظر نمی‌رسد بتوان ارزش اجتماعی زیادی متناسب با این حجم از سرمایه انسانی که در این بازار وجود دارد، متصور شد. یعنی این میزان تخصص، تنها به نوعی شریک‌بندی در مورد بازده سهام‌های گوناگون اختصاص یابد. از دید من بخشی از کسانی که در این حوزه‌ها تخصص دارند باید تخصص خود را صرف توسعه بازارهای مالی کنند، یعنی به این فکر کنند که جامعه ما چه نیازهایی در حوزه بازار مالی دارد و چه ابزارهایی برای رفع آنها وجود دارد و چه ابزارهای دیگری باید ایجاد شود و موانع بر سر راه این کار چیست. به نظر من این مساله چیزی است که ما، به عنوان کسانی که در زمینه اقتصاد مالی کار می‌کنیم، باید آن را مأموریت اصلی خود بدانیم. به عبارت دیگر برخلاف تصویری که وجود دارد اقتصاد مالی تنها در بورس‌بازی و مدیریت سبد سهام خلاصه نمی‌شود و به‌خصوص در کشورهای در حال توسعه‌ای مثل ایران که با کمبود ابزارهای مالی مواجه هستیم باید به سمت توسعه ابزارهای جدید گام برداریم.

بهبان اصلی این گفت‌وگو نوآوری‌های مالی جامعه‌محور بوده است، اگر ممکن است اندکی از تاریخچه این گونه نوآوری‌ها و سابقه به‌کارگیری آنها در دنیا برای ما بگویید.

البته اصطلاح جامعه‌محور را کمابیش جعل کرده‌ام و به انتهای مفهوم استاندارد «نوآوری مالی» اضافه کرده‌ام تا تأکید بیشتری روی نقش اجتماعی این حرکت داشته باشم. اما در مورد نوآوری مالی (به شکل عام آن) باید گفت به‌طور کلی به هر نوع معرفی ابزار مالی جدید، بازار جدید، تکنولوژی یا پلت‌فرم مالی، نوآوری مالی گفته می‌شود. اگر به تاریخ هم نگاه کنیم چنین نوآوری‌هایی (ولی با سرعت پایین) از هزاران سال پیش وجود داشته است. برای مثال مفهوم پایه وام دادن نوعی نوآوری مالی محسوب می‌شود. شرکت سهامی، برات، سفته، اوراق قرضه و... همگی گونه‌هایی از نوآوری مالی هستند که در طول زمان به وجود آمده‌اند. اما تمرکز و فراوانی اکثر نوآوری‌های مالی در نیمه قرن بیستم بوده است. ابزارهای مالی رایج، یعنی همین‌هایی که ما هم در کشور خودمان داریم بیش از دهه ۵۰ میلادی هم وجود داشته‌اند. حتی اوراق آتی و سلف کشاورزی، که ما هنوز هم از یک بازار فعال آن در کشور بی‌بهره‌ایم، پیش از این تاریخ و در اواخر قرن نوزدهم در شیکاگو رواج داشته است. با شروع دهه ۵۰، هر یکی دو سال، یک نوآوری جدید مطرح می‌شود. مثلاً در اوایل این دهه برای اولین بار کارت اعتباری ایجاد می‌شود. البته به دلیل کمبود تکنولوژی، شکل ساده‌ای داشته است اما این مفهوم که شما خط اعتباری را به مصرف‌کننده خرد اختصاص دهید تا اگر دچار شوک نقدینگی شد، بتواند آن را بدین طریق برطرف سازد، در این زمان مطرح شد. مثال دیگر به قرارداد اختیار (Stock Option) به کارکنان

در اواسط دهه ۵۰ میلادی مربوط می‌شود. یعنی اینکه شما همه دستمزد کارمندان‌تان را به صورت ثابت یا درصدی از سود ندهید بلکه به صورت تابعی غیرخطی از سود در اختیار آنها بگذارید که حتی بتوانند این اختیار را نیز در بازار به معامله بگذارند. سازوکار این اختیار به این صورت بوده که به کارمندان تعدادی اختیار سهام داده و به آنها گفته می‌شد، وقتی این اختیارها ارزش خواهند داشت که قیمت سهام کارخانه یا شرکت بالا برود. در ضمن بازاری هم برای این ابزار وجود دارد که قیمت آن را کاملاً روشن تعیین می‌کند. در واقع هر نوع تسهیل در مبادلات مالی اعم از نحوه معامله یا معرفی ابزار جدید را می‌توان نوآوری مالی نامید.

شما اشاره کردید که جریان فعلی در بازارهای مالی معروف مثل بازار سهام، به نوعی یک بازی با حاصل جمع صفر یا بازی برد-باخت محسوب می‌شود، چگونه می‌توان با طرح نوآوری‌های جامعه‌محور این جریان را به یک بازی برد-برد تبدیل کرد؟ برخی نمونه‌های موفق در این زمینه را برآیمن بیان کنید.

البته من نمی‌گویم هر اتفاقی که در مبادلات بازارهای مالی رخ می‌دهد، صرفاً یک بازی برد-باخت است، چرا که اکثر معامله‌هایی که بین دو طرف اتفاق می‌افتد، یک بهبود پارتو در درون خود دارد، یعنی وضع هر دو طرف معامله بهتر می‌شود، در غیر این صورت اصلاً معامله شکل نمی‌گرفت. اما ایرادی که در روند فعلی وجود دارد، بیش از حد بودن حجم این قبیل معاملات است که باعث ایجاد نوسان (Volatility) زائد در بازار می‌شود. خرید و فروش در فرکانس بالا (High Frequency Trading) از این نوع نوآوری‌ها بود که موجب انتقاد زیادی شده است. در یک نمونه از این نوع استراتژی‌ها یک بخش از بازار در کسری از ثانیه از قیمت ابزارهای مختلف پیش از به معامله گذاشته شدن مطلع می‌شود و تمام وقت و تلاش صرف کسب رانت ناشی از این مزیت چند میلی‌ثانیه‌ای می‌شود و به نظر نمی‌رسد که ارزش اجتماعی چندان زیادی ایجاد شده باشد. اما این جریان روی دیگری هم دارد، در زمینه نگاه کاربردی به بازارهای مالی، آقای مرتون، برنده جایزه نوبل اقتصاد، مقاله معروفی دارد که در آن به کارکردهای بازار مالی توجه و بررسی می‌کند که مطابق با این کارکردها چه شکل‌هایی از ابزارها و معاملات ایجاد شده‌اند. بازارهای

نوعی از اعتباردهی خود در بین خانواده‌های ایرانی به شکل صندوق‌های وام کوچک وجود داشته است که می‌توان آن را با ایجاد ابزارهای مالی گسترش داد.

کشور ما به لحاظ بازدهی تقریباً مشابه دیگر بازارها بوده است. یعنی بازده معقول به دلیل تحمل میزان مشخصی از ریسک. در اینجا باید گفت یکی از خلأهای موجود در کشور ما نبود نهادهای آموزشی و اطلاع‌رسانی در زمینه بازارهای مالی است یعنی داده‌های زیادی در این زمینه‌ها در دسترس نیست. از سوی دیگر مردم هم آگاهی چندانی از این سازوکارها ندارند. بنابراین یکی از نوآوری‌های مالی برای کشور ما می‌تواند ایجاد همین نهادهای باشد. جنبه دیگر نوآوری‌ها در کشور ما، ایجاد ابزارهای جدید است. متأسفانه تعداد رده‌های قابل سرمایه‌گذاری در کشور ما بسیار محدود است و به زمین و مسکن و ارز و طلا و سهام محدود می‌شود. وقتی در بورس سرمایه‌گذاری می‌کنید، در واقع پول خود را بدون هیچ گونه پوششی در معرض ریسک قرار داده‌اید و پاداش شما تابع رفتار بورس است. اما می‌دانیم که افراد مختلف از لحاظ تمایل به تحمل ریسک با هم متفاوت هستند، بنابراین یکی از نوآوری‌های ضروری در این زمینه می‌تواند ایجاد ابزارهای مالی با مقادیر مختلف ریسک برای سلیقه‌های مختلف باشد. یعنی در همین بورس سهام می‌توانیم نوآوری‌های متنوعی در این زمینه داشته باشیم. برای مثال در مورد اختیارات، اگر نگران هستید که قیمت سهام شما از یک حدی پایین‌تر نیفتد و متضرر شوید، علاوه بر خرید سهام مذکور، اختیار معامله آن را خریداری و به نوعی سهام خود را بیمه کنید. یعنی مقداری از پاداش خود را کم می‌کنید و به صادرکننده اختیار می‌پردازید اما در عوض خیالتان راحت است که سرمایه‌گذاری خود را در یک میزان کف و حداقلی تثبیت کرده‌اید. یعنی افراد ریسک‌پذیر و افراد ریسک‌گریز هر دو به مقصود و حالت مورد علاقه خود دست یافته‌اند. علاوه بر این مقوله ریسک و بازده، متنوع‌سازی رده‌های مختلف دارایی یکی دیگر از زمینه‌های نوآوری مالی است. همچنین اگر نمی‌توانید در یک دارایی مستقیماً سرمایه‌گذاری کنید، بتوانید از طریق واسطه‌های مالی به این دارایی‌ها دسترسی داشته باشید. مثلاً اگر پول کافی برای سرمایه‌گذاری در مسکن ندارید نمی‌توانید سهام صندوق‌هایی را بخرید که در بازار مسکن فعال هستند. در این صورت، به میزان سرمایه خود، در اقساط و خیزهای بازار مسکن سهیم هستید. برای طلا و دیگر کالاها نیز می‌توان چنین امکانی را فراهم ساخت.

شما در نوشته‌های خود به نقش الگوهای بومی هر کشور در شکل‌گیری مبانی نظری برای ایجاد ابزارهای جدید مالی اشاره کرده‌اید. به نظر شما، این نوآوری‌های مالی جامعه‌محور چقدر می‌توانند در شکل‌گیری ابزارهای جدید موثر باشند؟

یکی از حوزه‌های مورد علاقه من بورس کالا است که متأسفانه در کشور ما تقریباً با شکست مواجه شده و تنها در طلا موفق عمل کرده است. جالب است که یکی دیگر از نمونه‌های بورس‌های کالایی موفق در ایران، زبره است. با اندکی پرس‌وجو و تحقیق متوجه شدم که کشاورزان زبره‌کار نوعی قرارداد در بین خودشان دارند که شبیه به قراردادهای آتی مرسوم در اقتصاد مالی نوین است. چون در این زمینه در بین کشاورزان هم سواد مالی و هم بستر داد و ستد وجود داشته، چنین بورسی شکل گرفته است. البته ممکن است تعداد چنین مواردی محدود باشد. اما جدی تحقیق و بررسی دارد. یا مثلاً نوعی از اعتباردهی خود در بین خانواده‌های ایرانی به شکل صندوق‌های وام کوچک وجود داشته است که می‌توان آن را با ایجاد ابزارهای مالی گسترش داد. در یک نگاه عمیق‌تر به حوزه مالی شرکتی، می‌بینیم که اغلب نوآوری‌های مالی در زمینه شکست بازارهایی پیش آمده که در درون بنگاه یا در رابطه بین بنگاه و تامین‌کنندگان مالی شکل گرفته‌اند. مبنای اصلی این نوآوری‌ها مباحث نظری و فروعی است که در اقتصاد مالی وجود دارد. در کشور ما، مالی شرکتی (Corporate Finance)، با آنچه در دنیا جریان دارد متفاوت است. برای مثال مساله ورشکستگی برای بنگاه‌های ما عملاً معنای خاصی ندارد. یعنی به دلیل تفاوت‌های عینی، نقض مبانی تئوریک مالی، برای شرکت‌های ایرانی، پیامدهای مشابه و مرسوم را به دنبال نخواهد داشت. با توجه به این امر، پیشنهاد من این است که باید نسخه‌ای از مالی شرکتی مطابق با قواعد و قوانین موجود در ایران نوشته شود و نوآوری‌های مالی با توجه به ناکارایی‌ها و شکست بازارهای موجود در فضای کسب و کار و نظام حقوقی ایران شکل بگیرد. بدین ترتیب متوجه خواهیم شد که کدام ابزارها می‌بایست دقیقاً و عیناً به کار گرفته شوند و کدام ابزارها نیازمند تغییر و تحول و نوآوری‌اند. یکی از مثال‌های بارز نوآوری مالی در دنیا، اوراق بهادارسازی (یا رهنی‌سازی اوراق بهادار) است. یعنی هنگامی که شما تعدادی دارایی غیرنقد در ترازنامه خود دارید، آنها را به شرکت دیگری می‌دهید تا آن را برای شما نقد کند. نوآوری مالی مشابه این فرآیند همان چیزی است که در ایران تحت عنوان «شرخری» از آن یاد می‌شود؛ به عبارت دیگر حتی می‌توان این پدیده را هم به صورت مدرن‌تری از طریق نوآوری‌های مالی انجام داد چنان که در دنیا در حال انجام است.

یکی از بحث‌هایی که چندین سال است در دنیا مطرح شده، کارآفرینی اجتماعی است. یعنی کارآفرینی‌هایی که مبتکر آنها صرفاً به دنبال کسب سود و نفع شخصی نیست بلکه

مالی کار کرده‌های مختلفی دارند اما به‌طور خلاصه می‌توان آنها را در چهار گروه جای داد: کارکرد اول، تسهیل مبادله است، یعنی روش‌هایی که به سهولت در خرید و فروش کمک می‌کند. برای مثال گشایش اعتبار برای خریدهای بین‌المللی یا خرید و فروش اینترنتی، نوعی تسهیل محسوب می‌شود. کارکرد دوم، امکان مبادله منابع مالی بین عامل‌های مختلف و در دوره‌های زمانی مختلف است. مثلاً فرآیند بیمه‌های بازنشستگی امکان انتقال درآمد از زمان جوانی، یعنی هنگامی که شاغل و مشغول فعالیت هستیم، به زمان سالمندی، یعنی زمانی که توانایی کار کردن نداریم، را فراهم می‌کند. یا شما الان ایده‌ای در سر دارید و با کمبود نقدینگی روبه‌رو هستید و من مازاد نقدینگی دارم که می‌توانم آن را در اختیار شما بگذارم؛ یعنی تامین مالی. کارکرد سوم که متأسفانه در کشور ما خیلی کم‌رنگ است و نوآوری‌های زیادی باید حول آن صورت گیرد، کارکرد اشتراک ریسک است. نمونه ساده این کارکرد قراردادهای بیمه خودرو و آتش‌سوزی است که ما در آن ریسک خود را تحت شرایطی با طرف دیگر به اشتراک می‌گذاریم اما در دنیای امروز این کارکرد بسیار وسیع شده است. در کشور ما تمامی عامل‌های اقتصادی، از خانوار تا بنگاه، به نوعی در معرض نااطمینانی‌های قیمتی هستند. نرخ ارز، قیمت مواد خام، نرخ تورم، نرخ بهره و... همگی نمونه‌ای از عدم اطمینان‌هاست. بنابراین ما به دنبال این هستیم که این ریسک‌ها را یا به شخص دیگری که به علت موقعیتش ریسک‌پذیرتر است منتقل کنیم یا آنها را از طریق تجمع و اشتراک بین خودمان از بین ببریم. در صورتی که ریسک به اشتراک گذاشته نشود، برای کاهش آن باید هزینه سنگینی پرداخت کرد. مثال بزنم: در این سال‌ها بنگاه‌ها در کشور ما به دلیل عدم اطمینان‌های مربوط از نرخ ارز مجبور به نگهداری نرخ ارز می‌شوند. در حالی که اگر بازار قراردادهای مشتقه ارز وجود داشت بنگاه‌ها می‌توانستند با هزینه خیلی کمتری خود را در مقابل این شوک‌ها بیمه کنند. یا مثلاً ارزش ثروت خانوارها با افزایش تورم کاهش می‌یابد. در این بین کسانی که دارایی دارند به دلیل افزایش قیمت ممکن است منتفع شوند، اما کسانی که از آستانه توانایی خرید دارایی‌هایی مثل ملک بی‌بهره‌اند، دائم در معرض شوک‌های منفی تورمی قرار می‌گیرند. برای این منظور می‌توان ابزاری مثل اوراق قرضه ایجاد کرد با این ویژگی که نرخ بازدهی آن با نرخ تورم حرکت کند تا دارنده آن از شوک‌های تورمی مصون باشد. کارکرد چهارم را هم می‌توان تولید اطلاعات و انضباط برای مدیران نامید. در شرکت‌ها با مساله عاملیت و تضاد منافع روبه‌رو هستیم. ابزار مالی برای این مساله به گونه‌ای است که اطلاعاتی از هر شرکت تولید و به بازار عرضه می‌کند. بدین ترتیب مدیر یک شرکت وقتی متوجه می‌شود عملکرد او و شرکت در حال مانیتور شدن است، انگیزه کمتری برای بروز رفتار متعارض و نامطلوب خواهد داشت. این چهار محور تمامی حوزه‌های مربوط به نوآوری‌های مالی سنتی را پوشش می‌دهد. اما در دو دهه گذشته این نوآوری‌ها به حوزه‌هایی وارد شده‌اند که به‌طور سنتی مورد نظر بازار مالی نبوده‌اند. معضلات زیست‌محیطی، آلودگی هوا، گرمایش زمین، مشکلات آموزش و بهداشت، مسائل حقوقی، حتی هنر و ورزش و... از این قبیل زمینه‌ها هستند که با ورود اینها، وجه جامعه‌محور نوآوری‌های مالی آشکار می‌شود.

انگیزه و دیدگاه عامه مردم برای ورود به بازارهای مالی مثل بورس، کسب سود و نه پدیده اشتراک ریسک است. با آگاهی از این مساله، اساساً هدف نوآوری‌های مالی جامعه‌محور کدام یکی از این دو مقوله است: سوددهی یا اشتراک ریسک؟

سوال بسیار خوبی مطرح کردید. اولین چیزی که در اقتصاد مالی درس داده می‌شود این است که سود در بازار دارایی صرفاً پاداش قبول یکسری ریسک‌های خاص (و نه هر نوع ریسکی) است. به‌طور کلی برای کسب سود دو راه بیشتر وجود ندارد: یکی کارآفرینی در سطح بنگاه و بازار محصول و بهره‌مندی از مزایای شبه انحصاری فعالیت ایجاد شده و دیگری تحمل ریسک در جریان خرید یک دارایی ریسکی. کسی که در بازار مالی -مثلاً سهام- فعالیت می‌کند، کارآفرینی نمی‌کند، پس تنها به این دلیل می‌تواند سود بیشتری ببرد که ریسک بیشتری را متحمل شده است. اما در واقع بورس به نوعی اشتراک ریسک را هم انجام می‌دهد. بنگاه به تنهایی، دو راه برای تامین مالی دارد: اول ایجاد بدهی از طریق اخذ وام و دیگری انتشار سهام یا اوراق قرضه. عملیات و سازوکار بنگاه ریسک زیادی به همراه دارد. اما کسی که به شما وام داده است عملاً ریسک زیادی متحمل نمی‌شود چون ماهانه اقساط خود را از شما دریافت می‌کند. بنابراین تمامی ریسک و نااطمینانی عملیات بنگاه به رغم اینکه بخشی از منابع مالی آن از طریق وام تامین شده، به سهامداران منتقل می‌شود و این افراد به این دلیل بازده بیشتری دریافت می‌کنند که ریسک بالاتری را متحمل شده‌اند. این سازوکار نظری و منطقی کتاب درسی اقتصاد مالی است. اما در کشور ما به دلیل ناکارایی بازار، برخی اوقات شما می‌توانید روی موج بازار سوار شده و بدون تحمل ریسک‌های بالا، در مقطعی بتوانید پاداش‌های زیادی کسب کنید. البته در مورد روند بلندمدت چندان نااطمینان نمی‌توان صحبت کرد. ولی روند بلندمدت بازارهای مالی

دغدغه‌های اجتماعی دارد و می‌خواهد معضلی را در جامعه ریشه کن کند. نوآوری‌های مالی جامعه‌محور تا چه اندازه با این مقوله در ارتباطند؟

به نظر من، باید به این گونه نوآوری‌های مالی از دریچه کارآفرینی اجتماعی نگریست و اتفاقاً اکثر مثال‌های موجود در این زمینه رابطه تنگاتنگی با کارآفرینی اجتماعی دارند. البته دولت‌ها با این دید نگاه می‌کنند که چون این فعالیت‌ها به نوعی خیرخواهانه هستند، می‌بایست تأمین مالی چنین ابزارهایی را تسهیل کرد. برای مثال یکی از این نوآوری‌ها، بازار اوراق قرضه سبز است. اگر پروژه‌های اجرا کنید که دوستانار محیط زیست یا در زمینه انرژی‌های تجدیدپذیر باشد، می‌توانید برای آن اوراق قرضه منتشر کنید اما برای تشویق هرچه بیشتر مردم، درآمد حاصل از این اوراق قرضه معاف از مالیات خواهد بود. یعنی دولت از این طریق می‌تواند این روند را تسهیل کند. از طرف دیگر، خریداران خاصی وجود دارند که علائق یا مشی کاری‌شان، سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی جامعه‌محور است. مثلاً صندوق ثروت ملی نروژ، اصولی دارد که در برخی زمینه‌ها سرمایه‌گذاری نمی‌کند ولی سرمایه‌گذاری در برخی زمینه‌های دیگر، از جمله ابزارهای مالی در زمینه پروژه‌های دوستدار محیط زیست و انرژی‌های تجدیدپذیر را در اولویت قرار می‌دهد. در ایران هم، اوراق قرضه اوقافی یا خیریه در حال ایجاد شدن است که خوب نوعی نوآوری مالی جامعه‌محور به شمار می‌آید.

علاوه بر کاربرد نوآوری‌های مالی در بخش محیط زیست، این نوآوری‌ها در زمینه نشر مجوزهای آلودگی تا چه حد می‌توانند مفید واقع شوند؟

در سال‌های اخیر توجه زیادی به این حوزه معطوف شده است و بانک‌های بسیاری هم در این حوزه فعال شده‌اند، که البته بخشی از فعالیت‌شان به همان حوزه‌های اوراق قرضه سبز و انرژی‌های تجدیدپذیر مربوط می‌شود. بخش دیگری که مورد توجه بوده، بازار آلودگی و نحوه صدور مجوزها در این زمینه است. به‌طور کلی دو رویکرد در مورد نحوه برخورد با آلودگی وجود دارد. یکی اینکه اجازه دهیم آلودگی بی‌رویه ادامه یابد و فقط بر آن مالیات ببندیم. اما رویکرد دوم تعیین حد مشخصی از آلودگی به‌طور یکسان برای همه بنگاه‌هاست که این امر به شکل‌گیری یک بازار در زمینه آلاینده‌های مختلف منجر خواهد شد که خودش میزان آلودگی را تخصیص می‌دهد. اگر دولت اطلاعات کامل در مورد آلودگی داشته باشد، نتیجه این دو رویکرد یکی است اما از آنجا که معمولاً هزینه کاهش آلودگی اطلاع دقیقی در دست نیست رویکرد دوم مسلماً کارتر خواهد بود. در این حالت، دولت پس از تعیین یک سقف مشخصی از تخریب محیط زیست برای همه، اعلام می‌کند در صورتی که شخصی بیش از این میزان می‌خواهد مصرف داشته باشد، یعنی هوا را آلوده سازد، با دیگران وارد رقابت شود. به عبارت دیگر یک سهمیه مجاز در یک بازار رقابتی قیمت‌گذاری شده و خرید و فروش می‌شود و دولت اجازه می‌دهد عامل‌ها در میان خود با هم به مبادله بپردازند. این مکانیسم در مورد کربن دی‌اکسید در آمریکا و گوگرد دی‌اکسید در اروپا اجرا شده است. حالا همین مکانیسم را در زمینه‌های مختلف برای کشور خودمان می‌توانیم پیاده کنیم. فرض کنید، حداکثر بهر بورداری آب‌های زیرزمینی تعیین و به صورت رایگان به همه کشاورزان داده شود و آنها در صورت نیاز به آب بیشتر در بین خودشان به مبادله آب بپردازند. همچنین در مورد مصرف بنزین و طرح ترافیک یا حتی میزان بازدید و بهره‌مندی از جنگل‌ها هم می‌توان از این نوآوری بهره گرفت. حسن انجام این رویکرد، صرف منابع زیست‌محیطی در کارترین محل ممکن و بدون نگرانی از رانت و سهمیه و تبعیض خواهد بود، چون با سهمیه‌ای که در ابتدای کار به همه داده شده، در واقع رانت مورد نظر به صورت برابر در بین همگان توزیع شده است.

اتفاقی که در سال‌های اخیر در ایران شاهد آن بوده‌ایم، رکود تورمی و نیاز شدید بنگاه‌ها به منابع مالی و نقدینگی است. از طرفی هم دولت، اخیراً بسته خروج از رکود تورمی را منتشر کرده و در آن راهکارهایی را برای برون‌رفت از وضع موجود مطرح کرده است. با توجه به شرایط فعلی اقتصاد ایران، به نظر شما، اولویت نوآوری‌های مالی در کشور ما باید چگونه باشد؟

از دو نظر می‌توان این اولویت‌ها را مطرح کرد، یکی اینکه چه ابزارهای مالی در کشور می‌بایست ایجاد شود، دوم اینکه به چه زیرساخت‌هایی برای راهاندازی این ابزارهای مالی نیازمندیم. بنابراین اولویت‌بندی با در نظر داشتن این دو مقوله می‌تواند متفاوت باشد. اجازه دهید از دومی شروع کنیم. اگر برخی نهادها مثل نهاد اعتبارسنجی بنگاه‌ها راهاندازی شود می‌تواند اطلاعات لازم برای شکل‌گیری ابزارهای جدید را فراهم کند. یکی از این ابزارها، ابزار مدیریت ریسک نکول (CDS) است که خود می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد نوآوری‌های دیگر باشد. نهاد دیگر بازارهای ثانویه برای اوراق قرضه با درآمد ثابت (Fixed Income) است. از نظر اولویت ایجاد ابزارهای مالی، می‌توان ابزارها را به دو دسته مرتبط با بنگاه‌ها و مرتبط با خانوارها تقسیم کرد. در مورد بنگاه‌ها باید گفت، سازوکار تأمین مالی برای بلندمدت سر و شکل خوبی گرفته و بانک‌ها یاد گرفته‌اند

که برای وام‌دهی، قراردادهای مشارکتی ایجاد کنند یا ضمانت بگیرند. اما برای سرمایه در گردش بنگاه‌ها و اصولاً وام‌های ریسکی و بدون ضمانت (Unsecured Debt) مکانیسم وام دادن ضعیف است. یعنی زمانی که بنگاه به یک منبع مالی کوتاه‌مدت احتیاج پیدا می‌کند، دچار دردسر می‌شود. یا باید از مسیر بلندمدت نیاز خود را تأمین کند یا از مسیرهای غیررسمی بهره‌مند استفاده کند. اولویت‌های دیگر، ریسک‌های موجود در بازار ارز است. همچنین در وضعیت موجود که با رکود ناشی از عرضه روبه‌رو هستیم، اولویت اول باید خروج از رکود باشد. نحوه کمک دولت به بانک‌ها هم به این گونه است که مقررات را به گونه‌ای تسهیل کند که زمینه برای انجام نوآوری‌های مالی فراهم شود. مثلاً بانک‌ها بتوانند با پشتوانه قرار دادن موجودی شرکت به اعطای وام بپردازند، به‌جای اینکه برای وام وثیقه ملکی دریافت کنند. یا اینکه نهادهایی ایجاد شود که در صورت عدم انجام تعهد بنگاه‌ها در قبال وام، آنها بدهی را جبران کنند، تا حتی اگر شرکتی دارایی هم نداشته باشد پشتوانه این نهادها بتوان منابع مالی به دست آورد. یا نهادهایی مانند صندوق‌های سرمایه‌خصوصی تشکیل شود که اختصاصاً به تأمین مالی شرکت‌های غیردولتی بپردازند. البته این نهاد تا حدی در کشور ما شکل گرفته است اما چون شکل‌های حقوقی مناسبی برای آن ایجاد نشده، چندان رونق نگرفته است. بنابراین این دولت خواهد بود که باید موانع بر سر راه این نوآوری‌ها را کم کند و تضمین‌های حقوقی لازم را به سرمایه‌گذاران و سهامداران بدهد تا این ابزارها راه بیفتند.

در حوزه نوآوری مالی برای خانوارها چطور؟

در مورد خانوارها، اگر به دنیا نگاهی بیندازیم، تأمین مالی آموزش، مثلاً وام‌های دانشجویی، یکی از حوزه‌هایی است که نوآوری مالی در آن مهم است. اما به نظر من این حوزه در ایران اولویت نیست چرا که خوشبختانه از آموزش همگانی رایگان و نسبتاً مناسبی برخوردار هستیم. بحث دسترسی به مسکن یکی از اولویت‌های خیلی مهم است که در واقع هم کارکرد خانوار کردن مردم را دارد و هم کارکرد پوشش ریسک تورمی. البته باید توجه داشت که اگر تنها این ابزارها وارد بازار مسکن شود، حدس من این است که می‌تواند باعث افزایش قیمت شود چون تقاضا برای این ابزار تقویت خواهد شد. اما بحثی به نام کمبود دارایی در اقتصاد کلان وجود دارد که می‌گوید هر نسل برای انتقال پول خود به نسل بعد از خود به یکسری رده دارایی نیاز دارد. حال، هنگامی که رده‌های دارایی محدود باشند، تعدادی دارایی با قیمت‌های خیلی می‌تواند، چون تقاضا برای آنها زیاد است. به نظر می‌رسد در کشور ما طی سال‌های گذشته، بازار مسکن بهترین راه پوشش ریسک تورمی برای مردم بوده و بنابراین به صورت یک ابزار مالی درآمده است. به همین دلیل اگر نوآوری مالی فقط در سمت تقاضای بخش مسکن اتفاق بیفتد، اوضاع بدتر خواهد شد. ولی اگر رده‌های دیگر دارایی را ایجاد کنیم، این تقاضای زیاد مسکن به دیگر دارایی‌ها منتقل می‌شود و می‌توان امید داشت که قیمت مسکن به قیمت فیزیکی و حقیقی خود نزدیک‌تر شود و از حالت دارایی در آید. از طرف دیگر بحث تورم هم که آسیب زیادی به خانواده‌ها در طول چهار دهه اخیر زده، حائز اهمیت است. ما تقریباً هیچ ابزاری برای محافظت در برابر تورم نداریم. بنابراین اگر ابزارهای پوشش تورم شکل بگیرند، هم مردم می‌توانند از آن بهره ببرند و دارایی هم می‌تواند از این ابزار برای سنجش انتظارات تورمی و علامت‌دهی به جامعه استفاده کند. بهداشت حوزه دیگری است که باید به آن توجه داشت. البته با وجود طرح بیمه همگانی به نظر نمی‌رسد اولویت مهمی قلمداد شود. حوزه دیگر، امکان دسترسی به خط اعتباری است که خانوارها، به‌ویژه اقشار محروم، بسیار با آن درگیر بوده‌اند. همه ما در مقاطعی به نقدینگی احتیاج پیدا می‌کنیم که چون ابزاری بدین منظور وجود ندارد مردم مجبورند پول نقد زیادی نگه دارند یا اینکه از بازار غیررسمی و سیاه، نقدینگی را تأمین کنند که عواقب سوء خود را به دنبال دارد. البته اختصاص خط اعتباری پیچیدگی‌های حقوقی زیادی دارد که اگر رفع شود جهش بزرگی در زمینه نوآوری‌های مالی و رفع نیاز خانوارها خواهد بود.

یکی از نهادهایی که به لزوم شکل‌گیری آن اشاره کردید، موسسات اعتبارسنجی است که در حال حاضر برخی از آنها در کشور ما مشغول به کارند. اما به نظر شما تا چه حد می‌توان به اطلاعات و آمار و ارقام خروجی از این موسسات اعتماد کرد و روند صحیح شکل‌گیری این موسسات چگونه باید باشد؟

در حال حاضر در کشور ما، اعتبارسنجی مشتریان خرد برای اخذ وام از بانک‌ها وجود دارد. یعنی بانک‌ها به صورت مشترک نهادی را ایجاد کرده‌اند که سوابق مشتریان‌شان را در آن به اشتراک می‌گذارند. اما به صورت خصوصی و شرکتی یا وجود برخی تلاش‌های صورت گرفته، هنوز نام خاصی در این زمینه مطرح نشده است. دقت کنید که این شرکت‌ها باید مشتری‌شان را خودشان حفظ کنند چون کسی الزامی به اخذ اطلاعات از آنها ندارد، بنابراین اگر اطلاعاتی که منتشر می‌کنند، تورش‌دار و نادقیق باشد، مشتری‌شان را از دست داده و ماهیت وجودی‌شان

یکی از مثال‌های نوآورانه در مورد بیمه، می‌تواند بیمه نوزادان قبل از تولد باشد. فرض کنید بیمه‌ای اختیاری برای نوزادان با مشکلات مادرزادی به منظور تامین مخارج زندگی آنها، وجود داشته باشد. مسلماً این مثال نمونه‌ای از نوآوری مالی جامعه‌محور است.

زیر سوال می‌رود.

آیا برای اعتبارسنجی می‌توان از موسسات معتبر خارجی استفاده کرد؟ یعنی اجازه دهیم این موسسات به فضای بازار ایران وارد شوند؟

نه تنها این امر امکان‌پذیر است بلکه به نظر من یک الزام محسوب می‌شود. این شرکت‌ها بیش از یک قرن است که در دنیا مشغول به کارند. نکته دیگر اینکه، تحلیل این گونه اطلاعات نیازمند یک دانش ضمنی است. یعنی باید بدانیم از چه داده‌ای استفاده کنیم یا کدام داده را به کار نگیریم. به نظر من اگر بخواهیم از صفر شروع کنیم، چندان کار نخواهد بود. متأسفانه یکی از مشکلات پیش روی این نوآوری، مساله تحریم‌هاست که شرکت‌های بزرگ بین‌المللی حاضر به همکاری با ما نیستند. اما می‌توان به کار با شرکت‌های کوچک‌تر خوش‌بین بود، به‌ویژه آنهایی که تجربه کار در کشورهای در حد و اندازه ما را دارند. ورود این شرکت‌ها از این نظر حائز اهمیت است که به اعتبار و شفافیت بازارهای ما می‌افزاید.

در راستای صحبت شما، در مورد مشکل تامین مالی بنگاه‌ها در کوتاه‌مدت، طی سال‌های اخیر شاهد بوده‌ایم که برخی شرکت‌ها از حوزه‌های مختلف، سرمایه‌های مازاد خود را به منظور پوشش ریسک، در بخش مسکن سرمایه‌گذاری کرده‌اند. حال آنکه مسکن دچار رکود شده و سرمایه‌های آنها به نوعی بلوکه شده است. چه راه‌حلی برای برون‌رفت از این وضعیت برای بنگاه‌های پیشنهاد می‌کنید؟

به نکته خوبی اشاره کردید. البته علاوه بر جنبه پوشش ریسک، شاید یک عامل دیگر انگیزه سرمایه‌گذاری در بخش مسکن، قابلیت تبدیل شدن به وثیقه و ضمانت برای اخذ وام و تامین مالی مجدد از طریق آن است. البته من جواب دقیق و روشنی برای این سوال ندارم اما اولین چیزی که به نظر می‌رسد، همان مساله اوراق بهادارسازی و فرآیندی است که به نقد شدن دارایی موجود در ترانزیم از طریق سپردن به دیگر شرکت‌ها می‌انجامد. راه‌حل دیگر احتمالاً بازار صکوک است. از آنجایی که صکوک می‌بایست با دارایی فیزیکی با ارزش نسبتاً قابل اطمینانی صورت پذیرد، ملک می‌تواند گزینه مناسبی برای این امر باشد. تلفیق این امر با صندوق‌های سرمایه‌گذاری مسکن و زمین (REIT) هم می‌تواند راهگشا باشد.

با توجه به تجربه کشورهای توسعه‌یافته، تاثیر نوآوری‌های مالی جامعه‌محور در بهبود رشد اقتصادی چیست؟

من این را مطالعه نکرده‌ام و جواب کمی برای این سوال ندارم. اما قبلاً پیشنهاد کرده‌ام که دوستانی که در حوزه اقتصاد کلان فعال هستند، هزینه‌های رفاهی نبود چنین ابزارهایی را برای جامعه محاسبه کنند. در دنیا مطالعاتی درباره هزینه چرخه‌های تجاری بر خالوارها صورت گرفته است. خروجی این محاسبات به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی بیان می‌شود و نه میزان رشد اقتصادی. فکر می‌کنم تاثیر این مورد هم از همین جنس باشد. به عبارت دیگر می‌خواهیم بدانیم معادل چند درصد از تولید ناخالص داخلی را به دلیل در اختیار نداشتن این قبیل ابزارها فدا می‌کنیم. تخمین دقیقی از این مساله ندارم اما حدس می‌زنم این هزینه برای بنگاه‌ها عدد بزرگی باشد چون همان‌طور که اشاره شد، بخشی از سرمایه‌ها در حال حاضر راکد باقی مانده و قفل شده‌اند، از طرفی سرمایه‌گذاری جدید نیز در بسیاری از حوزه‌ها صورت نمی‌گیرد. اهمیت دیگر چنین مطالعاتی کمک به دولت و قانونگذاران برای متوجه کردن آنها به این مساله است که در صورت آزادسازی این قبیل نوآوری‌ها، چه میزان از هزینه‌ها در سطح اقتصاد کلان کاسته خواهد شد. زمینه دیگر اثرگذاری این نوآوری‌ها، سیاست پولی است. می‌دانیم که در بحث تورم، اعتبارات اعطایی از سوی بانک‌ها یک ابزار خلق پول به شمار می‌آید. برخی نوآوری‌های مالی بر این حوزه اثر می‌گذارد، مثلاً نحوه رایج استفاده از چک در ایران، عملاً آن را به شبه‌پول تبدیل کرده است که می‌تواند حجم پول را تحت تاثیر قرار دهد. از طرفی فرآیند رهنی‌سازی با مکانیسمی که گفته شد، بر قدرت اعتباردهی بانک‌ها و طبیعتاً حجم پول موثر خواهد بود.

مساله حق ثبت اختراع به لحاظ انگیزه و تمایل پدیدآورنده، یکی از بحث‌های مهم هر گونه نوآوری است. این فرآیند تا چه حد در مورد نوآوری‌های مالی نیز صدق می‌کند و اساساً چقدر جدی گرفته می‌شود؟

تقریباً می‌توان گفت در هیچ جای دنیا نمی‌توانید یک نوآوری مالی را ثبت اختراع کنید. البته یک مورد پرورنده نوآوری مالی، پس از کسب و قوس‌های فراوان بالاخره در سال ۲۰۰۳ در آمریکا ثبت اختراع شد و به دلیل ویژگی نظام قضایی این کشور که Common Law است، در صورتی که یک مورد مجوز بگیرد، دیگر موارد نیز مشمول این تصمیم خواهند شد. بنابراین الان ۱۰ سال است که در آمریکا می‌توان نوآوری مالی را ثبت اختراع کرد. اما با این حال باز هم این نوآوری‌ها بیشتر در حوزه تکنولوژی بوده است و نه ابزارهای متداول مالی که آنها را می‌شناسیم. سوالی که اینجا مطرح می‌شود، انگیزه مبتکر در حوزه مالی، با وجود نبود حق ثبت اختراع است. پیتر توفانو، استاد مدرسه بازرگانی هاروارد، در یک مقاله معروف، منافع ایجاد این نوآوری‌ها را برای پدیدآورندگان‌شان به رغم نبود ثبت اختراع بررسی کرده است. نتیجه این تحقیق این بوده است که، نوآوران از منافع انحصاری پیشتاز و اولین بودن در یک بازار، زمانی که فقط خودشان در آن حضور دارند، استفاده چندانی نمی‌کنند. در عوض در بلندمدت هنگامی که بازار با ورود دیگر افراد شکل رقابتی به خود گرفت، از مزیت تخصص و خبرگی و نیز تبدیل شدن به برند و دریافت سهم بالاتر از بازار بهره‌مند می‌شوند. در ایران نیز این نگرانی بدین صورت وجود دارد که قانونگذار در حوزه اقتصاد مالی، یعنی سازمان بورس یا بانک مرکزی، نوآوری‌های مالی ایجاد شده را به نام خود و نه به نام پدیدآورنده ثبت می‌کنند که این مساله به شدت بر انگیزه نوآوران در بانک‌ها و موسسات مالی تاثیرگذار است و این رویه باید عوض شود.

به نظر می‌رسد هر چقدر که دولت انگیزه‌ها را هم تقویت کند باز هم حوزه‌هایی مثل بیمه بیماران خاص باقی می‌ماند که بخش خصوصی کماکان انگیزه‌ای برای ورود به آن ندارد. برای این منظور باید چه نوآوری‌های مالی صورت گیرد؟

یکی از مثال‌های نوآورانه در مورد بیمه، می‌تواند بیمه نوزادان قبل از تولد باشد. می‌دانیم که در برخی خانواده‌ها، فرزندان با مشکلات و ناتوانی‌های مادرزادی متولد می‌شوند که این امر به شدت در آینده و مخارج خانواده موثر است. البته چون تعداد کسانی که با این شرایط به دنیا می‌آیند، خیلی کم و نادر است، حق بیمه نسبتاً ارزان خواهد بود. فرض کنید بیمه‌ای اختیاری برای نوزادان با مشکلات مادرزادی به منظور تامین مخارج زندگی آنها، وجود داشته باشد. مسلماً این مثال نمونه‌ای از نوآوری مالی جامعه‌محور است. اما یکی از حوزه‌هایی که در بیمه هیچ‌گاه به صورت خصوصی شکل نمی‌گیرد و همیشه دولتی خواهد بود، بیمه بیکاری است. تصور کنید اگر بیمه بیکاری خصوصی وجود داشت، شما بدون شک آن را می‌خریدید بنابراین دیگر تمایلی به کار کردن نداشتید. در این زمینه هنوز نوآوری مالی خاصی صورت نگرفته است. می‌دانیم که اگر بیمه بیکاری اختیاری و خصوصی باشد، کسانی بیشتر به خرید آن تمایل نشان می‌دهند که در معرض از دست دادن شغل هستند؛ یعنی یک انتخاب نامساعد و کژگزینی جدی روی خواهد داد. از همین رو این نوع بیمه همیشه از سوی دولت ارائه شده است.

بحث نوآوری‌های مالی تا چه حد با حوزه طراحی مکانیسم در علم اقتصاد ارتباط دارد؟

به لحاظ نظری مساله اطلاعات نامتقارن و شکلی از طراحی مکانیسم در واقع مبنای اصلی بسیاری از نوآوری‌های مالی است. در طراحی مکانیسم سعی بر این است که سازوکاری شکل بگیرد که افراد انگیزه‌های پنهان خود را آشکار کنند. اعتباردهی خرد محمد یونس، نمونه‌ای از این تفکر است. بدون اینکه در ابتدای امر، روی کاغذ شکل گرفته باشد. البته در برخی کتاب‌های اقتصادهای مالی این فرآیندها و مبنای تامین مالی آنها با توجه به انگیزه افراد، بحث شده‌اند. در اکثر بحث‌های تامین مالی به دلیل نگرانی ناشی از عدم تقارن اطلاعات بین منتشرکننده و خریدار ابزار مالی، از طراحی مکانیسم برای رفع آن کمک گرفته می‌شود.

خلاصه گفت‌وگو

- به‌طور کلی به هر نوع معرفی ابزار مالی جدید، بازار جدید، تکنولوژی یا پلت‌فرم مالی، نوآوری مالی گفته می‌شود. اگر به تاریخ هم نگاه کنیم چنین نوآوری‌هایی (ولی با سرعت پایین) از هزاران سال پیش وجود داشته است.
- یکی دیگر از نمونه‌های بورس‌های کالایی موفق در ایران، زیره است. با اندکی پرس‌وجو و تحقیق متوجه شدیم که کشاورزان زیره‌کار نوعی قرارداد در بین خودشان دارند که شبیه به قراردادهای آتی مسوم در اقتصاد مالی نوین است. چون در این زمینه در بین کشاورزان هم سواد مالی و هم بستر داد و ستد وجود داشته، چنین بررسی شکل گرفته است.
- به‌طور کلی دو رویکرد در مورد نحوه برخورد با آلودگی وجود دارد. یکی اینکه اجازه دهیم آلودگی بی‌رویه ادامه یابد و فقط بر آن مالیات ببندیم. اما رویکرد دوم تعیین حد مشخصی از آلودگی به‌طور یکسان برای همه بنگاه‌هاست که این امر به شکل‌گیری یک بازار در زمینه آلاینده‌های مختلف منجر خواهد شد که خودش میزان آلودگی را تخصیص می‌دهد.
- اگر به دنیا نگاهی بیندازیم، تامین مالی آموزش، مثلاً وام‌های دانشجویی، یکی از حوزه‌هایی است که نوآوری مالی در آن مهم است. اما به نظر من این حوزه در ایران اولویت نیست چرا که خوشبختانه از آموزش همگانی رایگان و نسبتاً مناسبی برخوردار هستیم.