



دکتر حامد قدوسی در گفت و گوبا

ماهنامه بازار و سرمایه تأکید کرد:

لزوم تغییر ذهنیت در سازمان بورس

■ اسلامی بیدگلی: یکی از اشکال‌های وارده به بازار سرمایه ایران طی سال‌های گذشته، کمبود ابزارهای مالی است. تنها ابزار مهم مالی که به‌طور گسترده در ایران معامله می‌شود، سهام است. به نظر شما این موضوع تا چه اندازه به توسعه نیافتگی بازار ایران مربوط است؟

قدوسی: باید این‌گونه شروع کنیم که از ابزار مالی چه می‌خواهیم. در دنیا ابزارهای مالی به لحاظ تنوع و حجم معاملات افزایش قابل توجهی را تجربه کرده و حتی به این حد از رشد انتقادات زیادی خصوصاً پس از بحران مالی ۲۰۰۸ وارد شده است. به نظر من ابتدا باید دید که کارکرد بازار سرمایه در کشور ما چه باید باشد و همچنین این که منبع اصلی تأمین سرمایه در ایران چیست؟ بانک است یا بازار سرمایه؟ این سؤال مهمی است. به این دلیل که به‌عنوان مثال اگر بانک محور باشیم، تنوع ابزارها کمتر می‌شود و به سمت قراردادهای استانداردتر و بدون بازار ثانویه می‌رویم. اگر به ابزارها نگاه کارکردی داشته باشیم، می‌بینیم که ابزارها کارکردهای مختلفی دارند: تأمین مالی یکی از این کارکردها است که در قالب اوراق با درآمد ثابت (Fixed income) یا سهام یا انواع ابزارهای ترکیبی به آن عمل می‌شود. کارکرد مهم دیگر، مبادله ریسک و خریدوفروش ریسک است. متأسفانه به‌غیر از بازار بیمه خودرو و آتش‌سوزی و امثال آن، بازار مهم و فعال دیگری در این موضوع در ایران وجود ندارد. همین بازار بیمه هم بسیار کوچک است. ضمن این که ابزار مالی قابل‌مبادله در بازار محسوب نمی‌شود و فقط قرارداد است. کارکرد سوم بازار مالی هم تولید اطلاعات و نظم دادن به مدیران است. کارکرد تجهیز منابع و تأمین سرمایه، به ابزارهایی اشاره دارد که بنگاه‌ها به‌طور مستقیم از بازار جمع می‌کنند، مانند سهام، اوراق قرضه شرکتی (Commercial paper)، مورد دیگر، ابزارهایی است که به نهادهای مالی یا شبه مالی (Shadow banking) اجازه می‌دهد تا تجهیز سرمایه کنند؛ از جمله تبدیل به اوراق بهادار کردن (Securitization) و تزریق سرمایه جدید. دوباره تکرار کنم که باید دید که به چه دلیل به ابزارها نیاز داریم. سپس با توجه به وضعیت کشور، ببینیم چه داریم و چه نداریم.

■ اسلامی بیدگلی: به نظر می‌رسد فرم اقتصاد ایران تاکنون به دلایلی از جمله اتفاقات دهه ۶۰، بیشتر بانک‌محور بوده است. در حال حاضر توجه به بازار سرمایه در صحبت‌های مسئولان جدی است. به نظر می‌رسد اقتصاد ما به لحاظ اسمی بانک‌محور بوده است اما به دلیل کنترل مرکزی، نتوانسته است از مزایای بانک استفاده کند. به نظر شما

حامد قدوسی از اقتصاددانان ایرانی است که هم‌اکنون در آمریکا در حال تدریس و پژوهش در زمینه اقتصاد است. وی متولد ۱۳۵۶ در ارومیه است. مدیر کارشناسی مهندسی صنایع و کارشناسی ارشد مدیریت (MBA) خود را از دانشگاه صنعتی شریف و دیپلم تحصیلات تکمیلی اقتصاد (معادل دوره دوساله دروس دکترای اقتصاد) را از موسسه مطالعات پیشرفته وین (IHS) دریافت کرد. قدوسی همچنین دکترای فاینانس در مدرسه تحصیلات تکمیلی فاینانس وین (VGSF) را دریافت کرده و سابقه هشت‌ساله همکاری مشاوره‌ای و تحقیقاتی با سازمان‌های مختلفی مثل دفتر مرکزی سازمان توسعه صنعتی ملل متحد (یونیدو) در وین، دفتر یونیدو در تهران، سازمان مدیریت صنعتی، معاونت توسعه مدیریت شهری شهرداری تهران، مرکز کارآفرینی شریف و چند شرکت مهندسی مشاور خصوصی را دارد.

قدوسی شرح حال این روزهای خود را در وبلاگش این‌گونه بیان می‌کند: «مثل خیلی‌های دیگر موقع رفتن، این سفر را شبیه فرصتی محدود و فشرده برای یادگیری می‌دیدم. حالا بعد از ده سال فرصت دارم که بنشینم و مرور کنم و ببینم بهره‌وری‌ام در این سیر آفاق و انفس چه قدر بوده و کجاها را کم آورده‌ام. صادقانه‌اش این است که سرجمع یادگیری‌اش از آن که فکر می‌کردم و انتظار داشتم کم‌تر بوده است. ولی خوب، یک چیزهای مختصری هم یاد گرفتم. شاید مهم‌ترین درسی که حداقل در نظر من در این مدت گرفتم این بود که پشت نظم و کارایی اکثر نظام‌های اجتماعی، ابزارهای نظری و فناوری خیلی پیچیده و عجیبی نخواستند است. همیشه فکر می‌کردم که باید رفت و از نزدیک شعبده پیچیده پشت این کارایی را بیرون کشید. الان می‌بینم که جعبه‌ابزاری در کار نیست که بشود دزدید و منتقل کرد، هر چه هست ترکیبی از جدی گرفتن همه قضایا، فکر کردن و دقت کردن در تک‌تک جزئیات، عمدتاً بر اساس عقل سلیم و وقت صرف کردن برای انجام درست آن‌ها است. عزم درونی شده برای کارایی با آدم‌هایی که برای کارا بودن تربیت شده‌اند و نظامی که سرجمع، کارا بودن را پاداش می‌دهد؛ ترکیبی از منطق بنیادین جامعه سرمایه‌داری و حس مسئولیت فردی.

خلاصه درسی که گرفتم افسوس‌زدایی از دانش مدیریت (در وجه عام آن) بود.»

حضور دکتر قدوسی در ایران زمینه‌ساز یک گفت‌وگوی دوستانه و البته کاملاً جدی و تخصصی و متفاوت از گفت‌وگوهای قبلی بین دکتر سعید اسلامی بیدگلی به‌عنوان نماینده ماهنامه بازار و سرمایه با وی در خصوص موضوعات روز بورس و به‌ویژه لزوم نوآوری در ابزارهای مالی ایران شد که در ادامه از نظر می‌گذرد:

این الزام وجود دارد که حداقل به میزان اندکی به سمت بازار محوری حرکت کنیم؟

قدوسی: در دنیا این بحث به طور جدی وجود دارد که آیا یکی از اینها نسبت به دیگری امتیاز دارد یا خیر. همچنین این سؤال مطرح است که ترکیب بهینه این دو چه طور خواهد بود چرا کشورها به سمت غالب بودن یکی از این دو نظام می روند. برای بورس محور بودن یکسری الزامات وجود دارد. به عنوان مثال، بازار سرمایه به محافظت از سرمایه گذاران خرد نیاز دارد، بنابراین یک نظام قانونی بسیار جدی لازم دارد تا حاکمیت شرکتی (Corporate Governance) را اصلاح کند و قوانین ورشکستگی را بسیار شفاف و روشن بیان کند و در کل بتواند به اندازه کافی از حقوق سرمایه گذاران خرد در مقابل سرمایه گذاران عمده و مدیران نگاهداری محافظت کند. باید قوانین منع معاملات محرمانه به خوبی نوشته و پیاده شده باشد. بازار ابزارهای مدیریت ریسک مثل CDSها باید فعال شود تا خریداران بتوانند ریسک را مدیریت کنند. بدون وجود چنین معاملاتی، بازار سرمایه ظرفیت جذب سرمایه کم تر ریسک پذیر را نخواهد داشت. عده زیادی از مردم علاقه مند به سرمایه گذاری در ابزارهای ریسکی نیستند و از طرفی، اگر بخواهید به سمت ابزارهای کم ریسک بروید، باید زیرساخت های حقوقی و اطلاعاتی بازار سرمایه را فراهم کنید تا مردم به سمت آن بروند. هنوز در ذهنیت مردم به نظر نمی رسد که اوراق با درآمد ثابت بازار سرمایه بتواند اعتبار بانک را داشته باشد. وقتی مردم در بانک سرمایه گذاری می کنند، خیالشان راحت است که سپرده است و تضمین تقریبی از سوی دولت دارد اما به عنوان مثال در اوراق قرضه مردم احساس می کنند که در نهایت با یک موجودیت صدر صد قابل اعتماد مواجه نیستند. بنابراین در اینجا نقش ابزارهای مکمل مانند CDS بسیار جدی می شود تا سپرده گذار مطمئن شود که اگر در اوراق با درآمد ثابت بازار سرمایه گذاری می کند، جای دیگری وجود داشته باشد که به او اطمینان دهد حداقل کل پول او از بین نمی رود و اگر شرکت مشکلی پیدا کرد، بتوانند دریافت داشته باشند.

اسلامی بیدگلی: بالاخره باید تصمیم گرفته شود که چه قدر می خواهیم بازار محور شویم و اگر این تصمیم را بگیریم، باید بسترهای قانونی آن را هم فراهم کنیم.

قدوسی: میزان آن نمی تواند به طور مستقیم تحت کنترل دولت باشد ولی به هر حال ک جهت گیری کلی این است که آیا می خواهیم انرژی سیاست گذار را به سمت اصلاح نظام بانکی هدایت کنیم یا اصلاح نظام سرمایه؟ تبعاً هر دو باید با هم جلو بروند ولی اگر به این جمع بندی برسیم که بازار سرمایه باید جدی شود، آن گاه باید قدم های زیادی برداشته شود. با این ساختار حقوقی و ابزارهای موجود، حجم آن از یک حدی فراتر نمی رود و بازار سرمایه با این ابزارها نمی تواند ترجیحات ریسک یا Risk Appetite عده زیادی از عامل های جامعه را ارضا کند.

اسلامی بیدگلی: به نظر شما لازم است که در ایران به سمت بازار پایگی حرکت کنیم؟

قدوسی: بله؛ به نظر من جای زیادی برای افزایش سهم بازار سرمایه در تأمین مالی وجود دارد. تا الان روند این بوده است که شرکت های بزرگ ما با میلیارد ها دلار گردش مالی سالانه باید در یک فرآیند بوروکراتیک از بانکها تقاضای تأمین مالی کنند. این حلقه باید شکسته شود. شرکت بزرگ باید اعتبار خودش را داشته باشد و مستقیماً با سرمایه گذار روبرو شود و تأمین سرمایه کند. چرا یک شرکت خود رو بیجا پتروشیمی نباید بتواند به اندازه کافی اوراق قرضه شرکتی منتشر کند و به طور مستقیم تأمین سرمایه کند. با این که در این سالها صکوک و اوراق قرضه شرکتی و از این نوع موارد منتشر شده هنوز با وضعیت ایده آل فاصله زیادی داریم.

اسلامی بیدگلی: بنابراین احتمالاً همزمان با این که قوانین باید اصلاح شود، باید یک سری نهادها هم شکل بگیرد.

قدوسی: بله؛ ما به یکسری زیرساخت احتیاج داریم. یکی از مهم ترین آن ها این است که رتبه بندی اعتباری (Credit Rating) شرکتی و فردی راه افتاده باشد. Investment Bank یا همان مؤسسات تأمین سرمایه را هم لازم داشتیم که خوشبختانه ۸-۹ تا از آن ها چند سال است که راه افتاده است هر چند به لحاظ تنوع ابزارها هنوز محدود هستند.

اسلامی بیدگلی: این موضوع را به این دلیل مطرح کردم که ما همیشه در سیاست گذاری با این سؤال مواجه هستیم که از کجا شروع کنیم. برای مثال تصمیم را گرفته ایم و به شرکت ها گفته ایم که اوراق منتشر کنند ولی شرکت ها نمی توانند اوراق خود را بفروشند، چون مؤسسات رتبه بندی (Rating Agency) نداریم.

قدوسی: به نظر من مسأله پیچیده ای نیست. بعد از نزدیک یک دهه تجربه ابزارهای مدرن در بازار ایران و تجربه بسیاری از اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه حالا دیگر سلسله مراتب علت و معلولی ابزارها را می دانیم. یکسری از ابزارها وجود دارند که به صورت منفرد می توانند به فروش بروند. یکسری از ابزارها نیز هستند که در کنار هم معنا پیدا می کنند، مثلاً زمانی که اوراق قرضه شرکتی می فروشید، تاخت ریسک نکول به گسترش بازار کمک شایانی می کند. یکسری از ابزارها هم هستند که در پایین قرار می گیرند؛ این ها مثل کالای عمومی به همه سرویس می دهند، از جمله اعتبارسنجی ریسک نکول. سیاست گذار باید نمودار لایه های علت و معلولی را ترسیم کند.

چیزهایی که در پایین نمودار قرار می گیرند، زیاد نیستند. باید دید که آیا این ها خودشان می توانند راه بیفتند یا به یک محرک اولیه نیاز دارند. چون حالت تخم مرغی دارد؛ مؤسسات رتبه بندی موفق نخواهد بود مگر این که به اندازه کافی اوراق قرضه شرکتی منتشر شود که مشتری آن وجود داشته باشد و اوراق قرضه شرکتی منتشر نمی شود چون جایی در بازار که بتوان به آن اعتماد کرد، وجود ندارد. بنابراین باید یکی از آن ها را هل داد تا راه بیفتد.

دولت باید حمایت کند تا چیزهایی که تکنولوژی تولید اطلاعات را برای سهام دار خرد در بازار دارند، راه بیفتند و همزمان باید مقرراتی که اجازه می دهد بازار دیگر شکل بگیرد، راه بیفتد و این دو با هم حرکت کنند.

اسلامی بیدگلی: به نظر شما بخشی از این موضوع به یکپارچگی سیاست گذاری مربوط نمی شود؟ به عنوان مثال به بانک گفته می شود که با نرخ ۲۲ درصد سپرده بگیرد و به اوراق قرضه هم اجازه داده نمی شود که بیش از ۲۲ درصد سود پرداخت کند. مشخص است که برای مردم راحت تر است که به بانک نزدیک به خودشان مراجعه کنند و در آنجا سرمایه گذاری کنند.

قدوسی: فقط راحت تر بودن و آشناتر بودن نظام بانکی نیست بلکه نکته این است که به خاطر بیمه هایی که پس اندازهای بانکی دارند، گذاشتن پول در بانک عملاً ریسک ندارد. ولی وقتی در اوراق قرضه سرمایه گذاری می شود، در واقع ریسک اعتباری (Credit Risk) شرکت و ضمناً ریسک نقد نشدن (Illiquidity) در بازار ثانویه هم خریده می شود.

اسلامی بیدگلی: شاید تصمیمات به صورت یکپارچه گرفته نمی شود...

قدوسی: شاید از دید سیاست گذار اتفاقاً به صورت یکپارچه تصمیم گیری می شود چون فکر می کند می خواهد همه را سر و سامان بدهد ولی حواسش به این موضوع نیست که چون با یک نظام اقتصادی با ابزارهای متنوع سروکار داریم که این دو ابزار در آن جانشین کاملی برای یکدیگر هستند، اگر به قیمت یکی از آن ها دست بزنیم، می توانیم بازار دیگر را به طور کامل بخشکانیم. من به این موضوع انجماد مقرراتی می گویم. اگر سپرده، پایه و اساس ابزار باشد، تمام اوراق قرضه شرکتی ابزارهایی هستند که حول آن هستند، به علاوه یکسری ویژگی های منفی و مثبت؛ چون ما ریسک اضافه تر می پذیریم، بنابراین باید پاداش اضافه تر داشته باشیم. یا یکسری ویژگی های اضافه مانند قابل تبدیل بودن (Convertibility) و حق تقدم و... داریم که ارزش را بیشتر می کند. باید اجازه داد که بازار برای تک تک این وجوه مثبت و منفی، قیمت گذاری کند. اگر نرخ دستوری برای آن ها تعیین شود، شانس یکی بودن نرخ دستوری با قیمتی که اوراق قرضه شرکتی باید در بازار بخورد، بسیار کم است. در نتیجه، بازار کم جمعی از آن شکل می گیرد. من بسیار بعید می دانم که بتوان نرخ اوراق قرضه شرکتی را به صورت دستوری تعیین کرد و انتظار نوآوری مالی داشت. هر نوآوری مالی باید به معنی اضافه کردن یک ویژگی باشد و این ویژگی ها روی قیمت و نرخ اوراق تأثیر گذار است.

تقویت اوراق با درآمد ثابت (Fixed Income) از دو مسیر؛ ابزارهای مبادله ریسک پول که تقریباً در ایران وجود ندارد و باید شکل بگیرد. چون نمی توان بازار بزرگی از اوراق قرضه شرکتی انتظار داشت ولی راه نگذاشت که خریدار بتواند ریسک را خرید و فروش کند. بنابراین در کنار این موضوع، باید ابزارهای رتبه بندی اعتبار (Credit Rating) و ابزارهای خرید و فروش ریسک را توسعه دهیم و یکسری از قابلیت هایی که ترکیب سهام و اوراق با درآمد ثابت (Fixed Income) است مانند قابل تبدیل بودن (Convertibility) و قابل باز خرید بودن (Callability) را در آن توسعه دهیم

کنیم. این کاری است که من شرکت‌های تأمین سرمایه را تشویق می‌کنم تا حوزه اقتصاد مالی Corporate Finance را در ایران مدل کنند و مشخص کنند که نقض‌هایی که برای نظریه بی‌اهمیتی ساختار سرمایه مودیلیانی و میلر در ایران اتفاق افتاده است، چیست و سپس ببینند که نوآوری مالی برای آن چه چیزهایی می‌تواند باشد. بخشی از نوآوری مالی باید این‌گونه حاصل شود و بخشی از آن از طریق کپی‌برداری اما نباید در کپی‌برداری افراط شود و باید در حد ابزارهای استاندارد شده و کلاسیک باشد، ابزارهایی مانند ابزارهای تبدیل به اوراق بهادار (Securitization) کردن، اوراق قرضه‌های با قابلیت تبدیل، ابزارهای ریسک اعتباری شرکت‌ها، قراردادهای تاخت (Swap) و اوراق آتی و اختیار معامله کالا (Commodity Futures and Options) این ابزارها پایه‌ای هستند و در تمام دنیا شناخته شده‌اند و مشخص است که نقش آن‌ها در رفاه و نقد شوندگی و توسعه بازار چیست. راه‌اندازی این ابزارها چند سال زمان می‌برد.

اسلامی‌بیدگلی: در رابطه با ابزارهای تأمین مالی، آیا مسیر خاصی در ذهن‌تان هست که طی یک یا دو سال آینده، آن را در ایران دنبال کنیم؟
قدوسی: تقویت اوراق با درآمد ثابت (Fixed Income) از دو مسیر؛ ابزارهای مبادله ریسک پول که تقریباً در ایران وجود ندارد و باید شکل بگیرد. چون نمی‌توان بازار بزرگی از اوراق قرضه شرکتی انتظار داشت ولی راه نگذاشت که خریدار بتواند ریسک را خرید و فروش کند. بنابراین در کنار این موضوع، باید ابزارهای رتبه‌بندی اعتبار (Credit Rating) و ابزارهای خرید و فروش ریسک را توسعه دهیم و یک سری از قابلیت‌هایی که ترکیب سهام و اوراق با درآمد ثابت (Fixed Income) است مانند قابل تبدیل بودن (Convertibility) و قابل بازخرید بودن (Callability) را در آن توسعه دهیم. در قدم‌های بعدی می‌توان به سمت ابزارهای مالی ساخت یافته (Structured Finance) و محصولاتی که بر اساس Securitize کردن درآمدها... است، رفت. مقوله دیگری که جای آن در ایران بسیار خالی است، ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت برای سرمایه در گردش (Working Capital) است.

اسلامی‌بیدگلی: قرار است شرکت‌های تأمین سرمایه این نقش را بازی کنند اما خیلی جدی نیست...
قدوسی: روی تأمین مالی براساس دارایی (Asset-Based Lending) که امکان دریافت وام روی موجودی مواد اولیه و کالای ساخته شده و حساب‌های دریافتی و امثال آن را فراهم می‌کند، باید کار شود. برای این موضوع به نظام حقوقی و قیمت‌گذاری نیاز است. این‌جایی است که به خاطر رکود، گرفتاری اصلی در آن وجود دارد. به این دلیل که شرکت‌ها در دوران رکود، تمایل زیادی به سرمایه‌گذاری بلندمدت ندارند. اگر تکنولوژی نظام بانکی هم تأمین مالی برای پروژه‌های بلندمدت باشد، این‌جا قفلی ایجاد می‌شود که در حال حاضر هم می‌توانیم آن را ببینیم؛ از یک طرف، مردم سپرده را گذاشته‌اند، ولی طرف تقاضا، تقاضا برای سرمایه‌گذاری بلندمدت ندارد و بنابراین این قفل است و نظام بانکی هم تکنولوژی برای تأمین مالی آن ندارد. ظاهراً بانک به دلیل این‌که مازاد منابع دارد، خودش سرمایه‌گذاری و ساختمان و بنگاه‌داری می‌کند. این‌یک خلأ بزرگ است که اگر برطرف شود، در دوران رکود این قبیل مشکلات وجود نخواهد داشت.

اسلامی‌بیدگلی: واقعیت این است که یکی از اهداف تشکیل شرکت‌های تأمین سرمایه همین تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها بود؛ اما به دلیل این‌که تکنولوژی وجود نداشت، پای میز قرارداد، برای وثیقه ساختمان می‌خواستند؛ بنابراین امن و قابل اطمینان نبود و به همین دلیل قیمت بالا رفت و افراد ترجیح می‌دادند با آن وثایق تأمین مالی بلندمدت داشته باشند و کارهای جاری خود را با آن انجام دهند. این مسائل موجب عمیق‌تر شدن این قفل شد. در حال حاضر بنگاه‌هایی هستند که پول بلندمدت گرفته‌اند اما آن را صرف امور جاری کرده‌اند و خود بنگاه‌ها در حال حاضر با مشکل مواجه شده‌اند.

قدوسی: یک اثر این مسأله این است که بنگاه‌ها را به سمت خریدن دارایی ثابت (Fixed Asset) (زمین و...) می‌برد تا بتوانند ظرفیت وثیقه‌گذاری را زیاد کنند، چون راه دیگری برای تأمین مالی ندارند. این موضوع روی بازار زمین و مسکن فشار می‌آورد، زیرا به عنوان ابزاری است که استفاده چندگانه پیدا می‌کند. مردم به خانه فقط به عنوان خانه نگاه نمی‌کنند بلکه به عنوان وثیقه (Collateral) به آن نگاه می‌کنند. در نتیجه قیمت تعادلی از قیمت مصرفی دور می‌شود چون یک اختیار حقیقی (Real Options) برای استفاده وثیقه‌ای هم در دل زمین و مسکن وجود دارد.

اسلامی‌بیدگلی: یک مشکلی که وجود دارد این است که احتمالاً دریافت اطلاعات با جزئیات از بعضی از شرکت‌های ما - به دلیل وابستگی شدید که به مجموعه حاکمیت دارند (مانند صندوق‌های بازنشستگی، وزارتخانه‌ها، نهادهای حاکمیتی) - کار مشکلی باشد.
قدوسی: اتفاقاً جالب است؛ چون اگر این اتفاق بیفتد و اطلاعات ندهند بازار آن‌ها را تنبیه می‌کند. به عنوان مثال اگر شرکتی بخواهد اوراق قرضه شرکتی منتشر کند ولی اطلاعات کافی و شفاف ندهد رتبه اعتباری نمی‌گیرد و بازار یک رتبه حدسی به آن شرکت اختصاص می‌دهد که احتمالاً خوب نخواهد بود و به همین دلیل باید صرفه ریسک (Risk Premium) و بهره بیش‌تری پرداخته شود. ردپای این ویژگی بازار سرمایه را که شرکت‌ها را مجبور به شفافیت و اصلاح حاکمیت خود می‌کند، می‌توان در مثال شما دید.

اسلامی‌بیدگلی: برویم سراغ موضوع ابزارها؛ اگر بپذیریم که قرار است کمی به سمت بازار پیچیدگی حرکت کنیم، در این صورت ابزارهای مالی باید با سه هدفی که شما اشاره کردید، یعنی تأمین مالی و کنترل ریسک و تولید اطلاعات، کم‌کم راه‌اندازی شود. یعنی ضمن این‌که به یک سری نهادها نیاز است که بالخصوص قرار است برای تولید اطلاعات کار کنند، قرار است خود ابزارها هم شروع به کار کردن کنند. ما از ابزارهای توسعه یافته فاصله زیادی داریم. بحثی که در بازار ایران وجود داشت این است که تجربه فروش ابزارهایی که حتی کمی پیچیده هستند، سخت است. به نظر می‌رسد که هم سرمایه‌گذاران، هم شرکت‌ها و حتی شرکت‌های حقوقی، ابزارهایی که کمی پیچیده می‌شوند را به سختی می‌خرند. به نظر می‌رسد آن قدر رانت اطلاعاتی وجود دارد که شرکت‌ها می‌توانند معاملات خود را براساس آن اطلاعات انجام دهند. منظورم ابزارهای مدیریت ریسک هست. حتی نسبت به اوراق تبعی هم اشتیاق چندانی وجود ندارد.

قدوسی: باید مفهوم پیچیدگی را کمی باز کرد. چون بخشی از این پیچیدگی به این دلیل است که ابزارها لزوماً ابزارهای خیلی استاندارد و شناخته شده بین‌المللی نبوده‌اند بلکه ابزارهایی بودند که بیش‌تر حول صکوک شکل گرفته بودند و کسی آن‌ها را نمی‌شناخت. یک پیچیدگی به خاطر شرایط خاص ما ایجاد شده است و شاید با کمی تلاشی بتوان آن را برطرف کرد. یکی پیچیدگی هم در تمام دنیا وجود دارد که به دلیل ماهیت رفتار ابزارهای است. به دلیل این‌که ابزارهای ما لزوماً استاندارد نیستند، یک درجه پیچیدگی اضافه‌تر ایجاد می‌کنند.

اسلامی‌بیدگلی: به این موضوع بپردازیم که وضع کنونی بازار ایران چیست و چه مسیری را باید طی کند. چون صرف معرفی ابزارهای موفق بورس‌های موفق کمک چندانی نمی‌کند.

قدوسی: مسأله‌ای که من تأکید زیادی روی آن دارم این است که صرفاً کپی کردن، مسیر بهره‌وری برای همه نیازهای مالی نیست. البته یک سری ابزارهای بسیار پایه‌ای را می‌شناسیم. به عنوان مثال اوراق آتی کالا (Futures commodity) ابزاری است که شایستگی آن ثابت شده است و می‌دانیم که در تمام دنیا چگونه از آن استفاده می‌شود. در این موارد نیازی نیست که چرخ را دوباره اختراع کنیم. ولی برای برخی نیازهای دیگر باید کمی بیشتر فکر کنیم. مثلاً برخی از نوآوری مهم در حوزه مالیه بنگاه (Corporate Finance) به دلیل شکست‌های بازار و مسائل اقتصاد اطلاعات در این حوزه اتفاق می‌افتد؛ یعنی یک سری تقارن اطلاعاتی بین تأمین‌کننده مالی بیرون و داخل وجود دارد و یک سری تضاد منافع که بین سپرده‌گذار و سهام‌دار وجود دارد. یک گروه مهم از نوآوری‌های مالی برای رفع این موارد آمده است. البته این‌ها با این فرض است که راجع به مالی بنگاه استاندارد دنیا یا امریکا صحبت می‌کنیم. امور مالی بنگاه ایران ویژگی‌های خود را دارد. در ادبیات مالیه بنگاه یا Corporate Finance دنیا، ورشکستگی موضوع بسیار مهمی است و همین ورشکستگی، یک شکستگی و غیرخطی بودن در تابع بازده (pay-off) سرمایه‌گذار و سهام‌دار ایجاد می‌کند و موجب مسائلی مثل کژ رفتاری یا مخاطره اخلاقی (Moral Hazard) می‌شود. در ایران به دلیل این‌که آن شکل از ورشکستگی وجود ندارد، ممکن است آن اصطلاح خاص را هم نداشته باشیم یا برعکس شکل وسیع‌تری از آن را داشته باشیم. بنابراین یک پیشنهاد من این است که اول یک سری کار کنیم و مدل نظری Corporate Finance ایرانی نوشته شود و مشخص شود که با توجه به نوع نظام حقوقی و تجربه‌ای که از ورشکستگی... وجود دارد، چه نوع شکستگی بین رابطه بنگاه، بانک و بازار سرمایه اتفاق می‌افتد و برای رفع این شکستگی‌ها، بازار، به چه نوع از نوآوری‌های مالی نیاز است. یعنی به جای کپی کردن نوآوری مالی، از دل شکست بازار به آن نگاه



■ **اسلامی بیدگلی:** هر ابزاری ممکن است هریک از سه نقش را ایفا کند؛ یعنی ممکن است تأمین مالی کند، کنترل ریسک انجام دهد و تولید اطلاعات کند. کما این که راجع به ریسک اعتباری (Credit Risks) هم این صحبت را کردیم. وجود ابزار، موجب تولید اطلاعات می شود. قدوسی: بله؛ همین طور است. البته هر ابزاری هر سه کارکرد را ندارد؛ اما درجهای از هر کدام را می تواند داشته باشد.

■ **اسلامی بیدگلی:** با توجه به این موضوع، دو چالش بسیار جدی که در بازار سرمایه ایران وجود داشته را مطرح می کنم. یکی از آن ها موضوع وضع مقررات و مقررات زدایی (Deregulation and Regulation) است؛ یعنی تا کجا باید روی اطلاعات و انتشار ابزار و معاملات کنترل وجود داشته باشد. موضوع دیگر، رقابت بازار پول و بازار سرمایه است. در ایران، نهاد ناظر در مورد بازار پول و بازار سرمایه کاملاً از هم جدا هستند؛ بانک مرکزی، بورس اوراق بهادار و بیمه مرکزی؛ یعنی بیمه هم نهاد ناظر جداگانه دارد. مدتی است که ایده نهاد ناظر واحد مطرح شده است. در حال حاضر این مشکل در بازار سرمایه وجود دارد که برای انتشار اوراق باید به نرخ بازار پول مراجعه شود. این معضل در سطح بین المللی تا چه حد جدی است؟

قدوسی: روی نکته های کلیدی دست گذاشتید. به نظر می رسد گرفتاری های در مقررات گذاری زیاد است. یک مسأله همان طور که اشاره کردید، این است که مقررات گذار متعدد است و موجب گیج شدن و کم انگیزه شدن شرکت ها می شود. به عنوان مثال در حوزه قراردادهای آبی، در طلا و ارز، تأمین سرمایه ها و بانک ها وارد شدند ولی چون یک نهاد ناظر دیگر یعنی بانک مرکزی وجود داشت، وارد شد و گفت که این موضوع در حوزه اختیارات بانک مرکزی است و اجازه نداد که این در بازار شکل بگیرد.

■ **اسلامی بیدگلی:** صندوق های قابل معامله طلا (Gold ETFs) هم به همین دلیل هنوز راه نیفتاده اند.

قدوسی: در ایران راجع به چند موضوع باید فکر جدی شود. یک مسأله این است که مقررات گذار اصرار دارد تک تک نوآوری های مالی را تأیید کند. در دنیا این طور نیست؛ اگر قرار باشد نوآوری های مالی با مصرف کنندگان عام سروکار داشته باشد، برای حمایت از مصرف کننده و این که در بورس (Exchange) معامله شود، باید یک سری مقررات افشا و احتیاط ها روی آن اعمال شود. ولی زمانی که عرضه خصوصی (Private Placement) است یا قرار است در OTC معامله شود یا به سرمایه گذار به اصطلاح حرفه ای فروخته شود در حوزه مداخله مقررات گذار قرار نمی گیرد.

■ **اسلامی بیدگلی:** مشکل ما این است که عرضه خصوصی و خارج از بازار (Private Placement و OTC) ما بازار چندان ساخت یافته ای ندارد.

قدوسی: بله؛ کاملاً درست است اما یک جای بزرگ برای نوآوری های مالی، همان بازار است و به دلیل این که ما آن بازار را نداریم، عملاً تمام نوآوری ها باید از مسیر تأیید بگذرد و این مسأله روند نوآوری ها را کند کرده است. در بازارهای دیگر، تعداد زیادی از نوآوری ها از همین رابطه بین دو موجودیت حرفه ای شکل می گیرد.

■ **اسلامی بیدگلی:** اتفاقاً خوب هم هست که در بیرون این قوانین شکل می گیرد و زمانی که بخواهد عمومی شود، به اندازه کافی تمرین کرده اند. **قدوسی:** اتفاق دیگر این است که در ایران مقررات گذار نوآوری مالی را به نام خودش تمام می کند و در فهرست اختیارات خودش می آورد. به نظر من این ذهنیت باید تغییر کند. سازمان بورس ابزارها را در فهرست دستاوردهای خودش می نویسد؛ در حالی که منشأ نوآوری مالی، مؤسسات مالی هستند. این مسأله قفل شدگی زیادی ایجاد کرده است و باید بشکند.

■ **اسلامی بیدگلی:** این موضوع یک مشکل ایجاد می کند. من تجربه کار در شرکت مشاور سرمایه گذاری را داشته ام، دیده ام که این مسأله موجب لختی در شرکت ها می شود. به این دلیل که من می گویم هر چه بفرستم، او که تأیید کرد، آن را عمومی می کند و همه می توانند با هم از آن استفاده کنند.

قدوسی: بحث روی عمومی شدن در ماهیت نوآوری های مالی در دنیا زیاد است. چون نوآوری مالی، چیزی نیست که بتوان آن را به راحتی پتنت کرد و تحت حمایت قوانین مالکیت معنوی قرار داد ولی در دنیا، حداقل فایده این است که

دیگری را با این کار حل می‌کنند. اصل قضیه این است که ابتدا باید نظارت بر بانک‌ها جدی‌تر شود، فشارهای تکلیفی روی بانک‌های غیرمأموریتی کم‌تر شود حساب‌های بانک‌ها شفاف شود، تکلیف مسائلی همچون وام‌های معوقه Non-performing Loans مشخص شود تا بانک‌هایی که زیر آب هستند، بیرون بیایند. به بهانه آن نگرانی‌ها نباید جلوی نوآوری را گرفت.

■ **اسلامی‌بیدگلی: کمی‌راجع به عرضه خصوصی (Private Placement) صحبت کنیم.** آن‌چه عملادر اقتصاد ما رخ می‌دهد این است که حدود ۴۰۰ شرکت می‌توانند از طریق سهام در بازار سرمایه تأمین منابع مالی کنند. همچنین به این دلیل که نرخ سودهای بانکی یعنی نرخ اعطای تسهیلات نسبت به تورم دارای یارانه بوده است، عملاً همه شرکت‌ها توان وام‌گیری از طریق سیستم بانکی را ندارند. چون وقتی یارانه‌ها اتفاق می‌افتد، به سمت کانال‌های غیررسمی برای دریافت رانت می‌رود. بنابراین نیاز داریم که اجازه دهیم تا بخش عرضه خصوصی ما شروع به کار کند؛ با شرکت‌های تأمین سرمایه کار کند، حتی اوراقی را منتشر کند و... در ادبیات جهانی هم این بخش است که بسیاری از نوآوری‌ها را ایجاد می‌کند و این نوآوری‌ها به‌مرورزمان عمومی می‌شوند. چگونه می‌توان این موضوع را در کشور راه‌اندازی کرد؟ راه‌اندازی نشدن آن تاکنون دلایل متفاوت دارد. یک دلیل این است که نهاد ناظر آن مشخص نیست؛ آیا وزارت اقتصاد باید بر آن کنترل داشته باشد یا اصلاً بدون کنترل باشد؟ اگر بدون کنترل باشد، چگونه می‌تواند عمومی شود و چگونه می‌توان از آن درس گرفت و...

قدوسی: به نظر من یک نهاد مهمی که ما آن را کم داریم، Private Equity و سرمایه‌خطرپذیر (Venture Capital) است.

■ **اسلامی‌بیدگلی: در حال حاضر Venture Capital در فرابورس به آرامی در حال شکل‌گیری است.**

قدوسی: به نظر من Private Equity بر Venture Capital تقدم دارد. Venture Capital مربوط به کارهای ریسک‌پذیر است و چند مورد هم در کشور راه افتاده است (مثلاً توسط سازمان گسترش) که نمی‌دانم تا چه حد موفق بوده‌است. در حال حاضر شرکت‌های زیادی وجود دارند و بی‌زینس آن‌ها چندان ریسکی نیست ولی نهادی که بتواند به آن‌ها سرمایه تزریق کند و در کنار تزریق سرمایه، در تجدید ساختار (Restructure) و مدیریت به آن‌ها کمک کند، به شکل حرفه‌ای تقریباً وجود ندارد. به نظر من بخشی از این بازار باید از طریق توسعه Private Equity شکل بگیرد؛ شرکت‌های پولداری که بگردند و برای شرکت‌های کوچکی که می‌توانند روی پا بایستند ولی به تزریق سرمایه نیاز دارند، این کار را به شکل‌های مختلف انجام دهند.

■ **اسلامی‌بیدگلی: چگونه باید شکل بگیرد و چه کسی باید این کار را انجام دهد؟**

قدوسی: منظور من شرکت تخصصی مالی است. این شرکت‌ها در اروپا فعال و بزرگ هستند چون آن‌جا به‌نظام بانک‌محوری نزدیک‌تر است. این شرکت‌های تخصصی هستند که پول زیادی دارند.

■ **اسلامی‌بیدگلی: مشخص است که چه کسی وضع مقررات Regulate می‌کند؟**

قدوسی: به یک معنا، Private Equity و Venture Capital به‌طور سنتی خارج از Regulation عمومی هستند. چون در بازار عمومی Public معامله نمی‌شوند. البته بعد از بحران مالی و قانون جدید Dodd Frank این مؤسسات هم موظف شده‌اند که خود را ثبت کنند و نظام تطابق با مقررات (Compliance) ایجاد کنند.

■ **اسلامی‌بیدگلی: بنابراین بیش‌تر از آن‌که با سیاست‌گذار صحبت شود، با آدم‌ها صحبت می‌شود و این یک فرصت بسیار طلایی در اقتصاد ایران است.**
قدوسی: بله؛ می‌توان به‌طور مفصل راجع به آن صحبت کرد. Private Equity هم‌ساختار و مقررات خودش را می‌خواهد که باید متفاوت از موجودیت‌هایی مثل صندوق زمین و مسکن باشد.

اسم کسی که مبدع و معرفی‌کننده (First Mover) است، پای نوآوری می‌آید و به‌عنوان کسی که زودتر از بقیه بازاریابی (Marketing) می‌کند، شناخته می‌شود اما شرکت‌های ما در ایران حتی این مزیت را هم ندارند. شرکت بسته را ارائه می‌کند و اعتبار و شهرت آن ابزار در نهایت متعلق به سازمان بورس یا بانک مرکزی خواهد بود. بنابراین انگیزه نوآوری مالی برای موسسه تأمین سرمایه یا بانک از بین می‌رود و هزینه آن را باید شرکت تأمین سرمایه یا بانک تأمین کند، در حالی که منافع آن به سازمان بورس و مدیران آن می‌رسد. این جاشاید نکته‌ای که می‌توانیم از کشورهای عربی و مالزی واردن و این‌ها یاد بگیریم این است که این‌جا شورای فقهی ما هم متمرکز است، اما آن‌جا غیرمتمرکز است، یعنی آن‌جا مؤسسات خصوصی (کمیته فقهی) Sharia Board خود را دارند. بنابراین لازم نیست که نوآوری‌ها را نهایتاً یک جای مرکزی تأیید کند. آن‌ها تأیید را از شورای فقهی خود می‌گیرند و نهایتاً شورای فقهی سازمان می‌تواند یک امضای نهایی داشته باشد. این‌جا به این دلیل که چنین مکانیزمی وجود ندارد، باید منتظر شوند تا یک نهاد مرکزی تک‌تک نوآوری‌های مالی همه مؤسسات را تأیید کند. ما می‌توانیم به سمتی برویم که این نهاد تا حدی تمرکززدایی شود. به نظر من تنظیم رابطه بین مقررات‌گذار، تنظیم انگیزه‌های مقررات‌گذار و درونی کردن منافع ناشی از نوآوری برای شرکت‌های نوآور، کار سختی نیست و با مقداری شفاف کردن مقررات و تفکیک نقش مقررات‌گذار و تولیدکننده نوآوری، می‌توانیم به این سمت برویم.

■ **اسلامی‌بیدگلی: راجع به رقابت بازار پول و سرمایه چه نظری دارید؟ در خارج از ایران، ابزارهای بیمه در بازار سرمایه آن‌ها معامله می‌شوند اما در ایران سه نهاد ناظر داریم.**

قدوسی: من با مقررات‌گذاری بازار بیمه در ایران و جاهای دیگر دنیا آشنا نیستم اما شرکت‌های بیمه جزئی از بازار سرمایه هستند و بیمه هم یک منبع مهم نوآوری مالی است. تعداد زیادی از نوآوری‌های مالی از دل شرکت‌های بزرگ بیمه درآمده‌اند. شرکت‌های بیمه ما هم باید پوست‌اندازی کنند و تبدیل به شرکت‌های بازار سرمایه شوند و از حالت سنتی به این سمت حرکت کنند. در حال حاضر این اتفاق در حال رخ دادن است. اما در مورد بازار پول؛ نهاد ناظر این بازار یک‌سری نظارت‌ها دارد که در همه دنیا وجود دارد و آن‌ها هم پایداری و ثبات (Stability) نظام مالی است که جزو وظایف آن است. از این زاویه، نوآوری مالی با وظایف ذاتی نهاد ناظر تعارض دارد چون تا حدی نگران پایداری نظام مالی است ولی در نوآوری مداخله مستقیم نمی‌کند و ابزارهای مداخله آن مشخص است؛ نرخ‌ها را تنظیم می‌کند و از طریق مقررات کفایت سرمایه، بانک‌ها را ملزم می‌کند که سرمایه کافی را داشته باشند. در هر حال، در مورد ابزار مداخله مستقیم نمی‌کند.

■ **اسلامی‌بیدگلی: ولی در ایران، ابزارها باید به تأیید شورای پول و اعتبار برسند...**

قدوسی: بله؛ بنابراین به نظر می‌رسد در ایران مداخله نهاد بازار پول هم بیش‌از اندازه لازم است. هر چند که در دنیا هم بازخورد نوآوری مالی را می‌گیرند و نگران آن هستند. به این دلیل که نوآوری مالی هم نظام بانکی را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد و هم از جهت خلق پول می‌تواند به ابزار خلق پول تبدیل شود. به‌عنوان مثال وقتی Securitization و... راه بیفتد، بسته به نوع ابزار، می‌تواند حجم اعتبارات عرضه‌شده توسط مؤسسات بانکی و بانکداری سرمایه (Shadow Banking) را تحت‌الشعاع قرار دهد. دور زدن مقررات بانکی و خارج کردن یک‌سری از دارایی‌ها از ترانزنامه بانک‌ها و بردن در شرکت‌های خاص منظوره یا SPVها، مسائلی است که موجب نگرانی آن‌ها می‌شود؛ اما مداخله آن‌ها چندان مستقیم نیست و اگر قرار باشد مداخله باشد، باید از طریق نهاد ناظر بازار سرمایه صورت گیرد. به نظر من در چشم‌انداز آینده نظام بانکی و سرمایه ایران، مقررات‌گذار بازار پول باید همان کارهای سنتی که در دنیا پذیرفته شده است مانند نرخ‌ها و کفایت سرمایه و پایداری را انجام دهد و ابزارها را به نهاد ناظر بازار سرمایه بسپارد.

■ **اسلامی‌بیدگلی: در حال حاضر نگرانی موجود به این دلیل است که بعضی از بانک‌ها در شرایط بحرانی قرار دارند و نگران هستند که هر حرکت کوچکی به سقوط و شکست (Collapse) منجر شود. بنابراین سعی می‌کنند نظارت‌ها را بیشتر کنند.**
قدوسی: بله؛ ولی با این شیوه در واقع دارند مشکل

اتفاق دیگر این است که در ایران مقررات‌گذار نوآوری مالی را به نام خودش تمام می‌کند و در فهرست اختراعات خودش می‌آورد. به نظر من این ذهنیت باید تغییر کند سازمان بورس ابزارها را در فهرست دستاوردهای خودش می‌نویسد؛ در حالی که منشأ نوآوری مالی، مؤسسات مالی هستند. این مسأله قفل‌شدگی زیادی ایجاد کرده است و باید بشکند

■ **اسلامی بیدگلی: به نظر می آید این مقررات بین آدمها شکل می گیرد.**

قدوسی: فکر می کنم برای این که شکل های جدید نهاد سرمایه گذاری را درست کنیم، انعطاف پذیری لازم را نداریم. به عنوان مثال یک سری تیب صندوق و صندوق های زمین و ساختمان را داریم و ظاهراً همه مجبور می شوند درون همان قالب کار کنند اما به نظر من این فرصت وجود دارد، مخصوصاً وقتی از رکود و تحریم خارج شویم. ولی نگرانی من این است که شرکت های خصوصی زیادی با در دستر و زخمی از این حالت بیرون خواهند آمد و در آن زمان، نهادها می توانند نقش مهمی ایفا کنند و اگر اوضاع آن شرکت ها مشکل دار باشد، این نهادها می تواند به صورت بهینه تغییرات ایجاد کند و سرمایه لازم را تزریق کند. این جزو فرصت هایی است که در حال حاضر می تواند شکل بگیرد.

■ **اسلامی بیدگلی: این گونه نهادها کجا می تواند باشد؟**

قدوسی: همان طور که اشاره شد، یکی این است که نهاد Private Equity راه بیفتد. دیگر این که اعتبار شرکت های تأمین سرمایه، خودش یکی از ضامن های Private Placement است. بالاخره بخشی از تعهد پذیره نویسی تضمین بازار برای فروشنده و ارزیابی کیفیت برای خریدار اوراق است؛ یعنی بازار به اعتبار آن که نهاد تأمین سرمایه وضعیت شرکت منتشرکننده گزارش های مالی او را به دقت ارزیابی کرده و Due Diligence مناسب داشته است، جلو می آید. وقتی که نهاد تأمین سرمایه به یک مشتری خصوصی در Private Placement پیشنهاد سرمایه گذاری می دهد، عملاً اعتبار خود را وسط می گذارد. شرکت های تأمین سرمایه به صورت غیرمستقیم نظارت می شوند اما برند تأمین سرمایه ها اعتباری برای Private Placement می شود.

■ **اسلامی بیدگلی: جمله رایجی در ایران وجود دارد که می گوید شرکت های تأمین سرمایه، حیاط خلوت بانکها هستند؛ چون همه آن ها وابسته به یک یا چند بانک هستند و وام هایی که از آن طریق نمی توانند بدهند، می فرستند تا از طریق شرکت های تأمین سرمایه انجام شود. سازمان بورس مصر است که این گونه مجوز فعالیت به تأمین سرمایه ها ندهد که کاملاً وابسته به یک بانک باشند. در حال حاضر سازمان بورس می گوید که حتماً باید حداقل سه بانک باشند تا رقابت وجود داشته باشد.**

قدوسی: به نظر من مهم ترین مسأله این است که نهاد Investment Bank، نهادی شود که اعتبار آن، اعتبار پشت Private Placement شود.

■ **اسلامی بیدگلی: موضوع دیگری که من در نظر داشتیم آن را مطرح کنم این است که به نظر شما چه قدر شرایط اقتصاد کلان به موضوعاتی که راجع به آن ها صحبت کردیم، مربوط است؟ در اقتصادی که تجربه تورم بالای ۳۵ درصد داشته است، طبیعتاً سرمایه گذاران و بعد شرکت ها به دلیل مشکلات کوتاه مدتی که برایشان ایجاد می شود، به سراغ ابزارهای تأمین مالی بلندمدت نمی روند ولی از طرف دیگر، فرصتی برای توسعه ابزارهای کنترل ریسک است.**

قدوسی: دقیقاً اقتصاد کلان یکی از پیشرانهای نوآوری مالی است. اتفاقاً این سؤال باید به طور جدی مطرح شود که در اقتصادی که تورم ۳۵ درصد داشته و تورم یک عامل ریسک (Risk Factor) مهم برای همه است چرا یک نوآوری مالی وجود نداشته که بتواند این را بپوشاند؟ دو عامل ریسک کلیدی در اقتصاد ایران نرخ ارز و نرخ تورم است که برای هیچ کدام آن ها ابزاری برای پوشاندن وجود ندارد. در حالی که اگر بپرسید، همه مایل هستند که این ریسک را خرید و فروش کنند و پوشش بدهند. به این دلیل که یک عده مواجهه (Exposure) مثبت و یک عده مواجهه منفی دارند و ابزار مبادله ریسک اجازه می دهد که این دو گروه موقعیت خود را با یکدیگر معکوس کنند و بپوشانند. من معتقد نیستم که به دلیل نبود اطمینان، جلوی نوآوری گرفته شود، اتفاقاً برعکس باید شکایت کرد که چرا نوآوری مالی کافی اتفاق نیفتاده است که این ها را کنار بزند تا جریان تأمین مالی امکان رخ دادن پیدا کند. در آخر قضیه مسأله نپایی قیمت ریسک است؛ عامل ها هزینه ریسک را در نظر می گیرند و می گویند اگر پروژه کم ریسک این مبلغ به من می دهد، چه میزان بیش تر می خواهم تا حاضر باشم آن ریسک را هم بپذیرم. اگر اجازه دهیم بازار نرخ ها را به درستی تنظیم کند و برای هر ریسکی، قیمت بازاری ریسک (Market Price of Risk) هم مشخص شود، مردم در تعادل بین طبقه های مختلف دارایی (Asset Class) مختلف سرمایه گذاری می کنند اما به این دلیل که نمی گذاریم ریسک ها در بازار قیمت کافی بخورند، یک سری از بازارها را به کل خاموش می کنیم و

اجازه نمی دهیم قیمت مناسب بخورد. اگر قیمت تعادلی باشد عوامل تمایل دارند که بخرند.

■ **اسلامی بیدگلی: در بازار سرمایه ایران، وقتی بازار در حال ریزش است، مدیران سازمان بورس وارد می شوند و به برخی سفارش می کنند که به عنوان مثال سهمی را نخرند.**

■ **آشتیانی: نبود ابزارهای پوشش ریسک چه قدر سبب می شود که نهادهای نظارتی به میزان بیشتری وارد کارهای نظارتی شوند؟**

قدوسی: اگر ابزارها وجود داشته باشند، سرمایه گذار خرد به میزان کمتری آسیب می بیند و در نتیجه ممکن است نگرانی نهاد ناظر را یک درجه کمتر کند. وقتی فروش استقراضی (Short Selling) در یک بازار وجود نداشته باشد، باعث می شود اطلاعات منفی از بازار به راحتی منتشر نشود چون کسانی که باور دارند بازار بالاتر از قیمت واقعی است، نمی توانند این اطلاعات را از طریق خرید و فروش به بقیه منتقل کنند. بنابراین شکست ها می تواند به میزان شدیدتری اتفاق بیفتد. در این جا به این دلیل که نهاد ناظر خود را حامی سرمایه گذار خرد می داند، تنها راه برای محافظت از آن ها این است که قیمت را نگه دارد تا فشار شدید به آن ها وارد نشود. در این جا موضوع سواد مالی هم مهم می شود؛ یعنی اگر ابزار هم وجود داشته باشد، کسی که وارد بورس می شود باید این واقعیت را بپذیرد که ماهیت این سرمایه گذاری پرریسک است و کنار آن باید چیز دیگری بخرد که درصدی از بازده مورد انتظار او را کاهش دهد ولی ریسک را هم کم کند. اشتباهی ریسک یا Risk Appetite همین است. به این دلیل که نمی توانیم بین ریسک و بازده (Return) مختلف مهندسی کنیم، همه مجبور هستیم یک چیز را بردارند. در صورتی که اگر ابزارهای مدیریت ریسک وجود داشته باشد، افراد برحسب اشتباهی ریسک خود، می توانند ترکیب های مختلف بردارند.

■ **اسلامی بیدگلی: یکی از ریسک هایی که شما هم به آن اشاره کردید، ریسک نرخ ارز است. طبیعتاً در داخل کشور شرکت هایی وجود دارند که می توانند از نوسانات نرخ ارز به شکلی منتفع شوند یا ضرر کنند و احتمالاً چون برعکس آن هم وجود دارد، بنابراین این ها می توانند یک بازار داخلی بین خودشان تشکیل دهند تا معامله انجام دهند. اما احتمالاً وقتی در سطح کلان تر صحبت می کنیم، ممکن است توانایی سرمایه گذاری در بازار خارجی یا جذب سرمایه خارجی بتواند به این موضوع کمک کند. این کاری است که ما اصلاً به سمت آن حرکت نکرده ایم. ما شرکت های خیلی خوبی داشته ایم که پروژه های بزرگی در خارج از کشور داشته اند ولی به طور جدی در معرض ریسک ارز بوده اند؛ به این دلیل که بودجه خود را ریالی می بندند.**

قدوسی: مشکل نرخ ارز این است که چون جهش آن ناگهانی است، می تواند اثرات وحشتناک تری داشته باشد. اگر نرخ ارز به صورت تدریجی رشد کند و حالت خزنده داشته باشد، بالاخره ۱۰ درصد بالا و پایین می شود اما در ایران سال ها تکان نمی خورد و یکدفعه جهش ۲۰۰ درصدی می کند. هر کسی که در معرض ریسک نرخ ارز باشد، نگران یک اتفاق بسیار شدید یا Jump Risk است.

در حال حاضر یک گرفتاری که شرکت ها دارند، به دلیل این که نمی توانند نرخ ارز را با این ابزارها مدیریت کنند، به اصطلاح مجبور هستند با روش های خانگی این کار را انجام دهند. به عنوان مثال ارز به مقدار زیاد بخرند و نگه دارند که این کار روی Working Capital فشار ایجاد می کند یا در ارز معطل مانده قفل می شود. یا مجبور هستند موجودی بسیار سنگین بیاورند چون نگران هستند که وجه بعدی ممکن است گران شود. از این جا می توان فهمید که نبود ابزارهای مدیریت ریسک تا چه حد Working Capital ما را قفل کرده است.

■ **اسلامی بیدگلی: زمانی بانک مرکزی می گفت حتی در خانه ها بین ۱۲ تا ۱۸ میلیارد دلار پول وجود دارد. مفهوم این جمله این است که حتی خود مردم هم از این روش ها استفاده می کنند. ارز جزو کالاها بی است که وقتی خریده می شود، به سختی خارج می شود یعنی مردم به سختی حاضر می شوند آن را بفروشند؛ به دلیل این که با یک ترس ناگهانی خریدارند و آن ترس در آن ها باقی می ماند و اگر چه چند ماهی است که قیمت ارز نوسان جدی نداشته است، ترجیح می دهند آن را نگه دارند.**