

# ثروت جدیدی خلق نمی‌شود

بررسی آثار اقتصادی موج سهامدار شدن ایرانیان در گفت‌وگو با حامد قدوسی

حامد قدوسی، استادیار اقتصاد مالی در انستیتو فناوری استیونس به سیاستمداران هشدار می‌دهد که «رشد اسمی قیمت سهام را با رشد حقیقی اقتصاد اشتباه نگیرند و تصور نکنند که به اصطلاح کیک اقتصاد بزرگ شده است». او درباره تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در بورس هم می‌گوید: «بدترین کاری که دولت می‌تواند بکند نشان دادن حمایت از بورس و القای این تصور است که دولت همیشه پشت شاخص بورس ایستاده است و مانع از افتادن آن می‌شود.»

چند عامل، اولی رشد شدید نقدینگی، شوک‌های بازار نفت خام و شوک‌های تحریم و به تبع آنها ترس از تورم‌های بالا و جهش نرخ ارز است که باعث می‌شود ارزش پس‌اندازهای بدون ریسک (مثل حساب‌های پس‌انداز) در طول زمان با خطر مواجه شود. ثانیاً، مسأله کمبود دارایی یا Asset Shortage که باعث می‌شود افراد نتوانند بدون وارد شدن در مسابقه سرمایه‌گذاری، با سهولت و با هزینه کم بخشی از پس‌انداز خود را مستقیماً در ابزارهای مالی سرمایه‌گذاری کنند که آنها را در مقابل تورم پوشش می‌دهد. مثلاً ما اگر اوراق متصل به تورم (Inflation-linked Bonds) به صورت فعال داشته باشیم، افراد می‌توانند مستقیماً این



اوراق را بخرند و مطمئن باشند که مستقل از اینکه نرخ تورم چقدر است، سال آینده ارزش اسمی پول آنها حداقل به اندازه تورم و اندکی بیش از آن رشد کرده است. در غیاب ابزارهای گسترده و آسان، مردم مجبورند که با تلاش زیاد به دنبال معهود فرصت‌هایی بگردند که به نظر آنها فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری هستند. عامل سوم هم ناکارایی بازارهای مالی و مقررات‌گذاری‌های اشتباه است که فرصت‌های آریترایز یا کسب سود ناگهانی می‌دهد و افراد را وسوسه می‌کند که در این بازارها وارد شوند. مثلاً برای سال‌ها شکل‌هایی از پیش‌فروش سکه چنین فرصتی را می‌داد یا زمانی پیش‌فروش خودرو حاوی سود بالایی بود. در یک محیط رقابتی و باز، اصولاً چنین فرصت‌هایی شکل نمی‌گیرد که مردم را هم تشویق به ورود به این مسابقه‌ها کند.

کمی هم از زاویه مردمی که می‌خواهند ارزش پول و سرمایه‌شان را حفظ کنند، به ماجرا نگاه کنیم. به هر حال در اقتصادی که نه امکان ایجاد و توسعه کسب‌وکارهای خرد به‌سادگی فراهم است، نه می‌توان پول را در بانک سپرده‌گذاری کرد و بهره بانکی معقولی دریافت کرد؛ و حفظ ارزش پول در بازارهای موازی مثل ارز هم در یکی دو سال اخیر با دشواری‌های زیاد و مانع تراشی‌های امنیتی مواجه شده، چه گزینه واقع‌بینانه دیگری برای حفظ ارزش پول وجود دارد؟ به این مردم چه توصیه‌ای می‌توان کرد؟

بسیار سوال خوبی است. در واقع در این بحث هیچ ایرادی در سطح خرد و فردی به مردم وارد نیست، چون همان‌طور که گفتیم متناسفانه با بسته شدن راه سرمایه‌گذاری مولد در خیلی حوزه‌ها و نگرانی از تورم بالا، مردم مجبورند که به دنبال راهی برای حفظ ارزش دارایی‌شان باشند و نگرانی‌شان کاملاً قابل درک و فهم است. منتها وظیفه ما هم این است که تذکر بدهیم که در یک بازار محدود و با جمع ثابت، همه افراد جامعه نمی‌توانند این کار را بکنند، مگر اینکه بازار این قدر وسیع و در دسترس شود که همه افراد بتوانند بخشی از پس‌اندازشان را در آن سرمایه‌گذاری کنند (همان کاری که در دنیا اتفاق افتاده است). پس اگر می‌خواهیم به مردم کمک کنیم، باید قوانین را اصلاح کنیم که عرضه سهام در بازار اولیه خیلی گسترده‌تر از الان باشد و درایه‌های موجود بتوانند پاسخ تقاضای سرمایه‌گذاری ریسکی جامعه را بدهند. در این بحث، توجه به تفاوت بازده فعال (Active) و منفعل (Passive) خیلی مهم می‌شود. موضعی که من از آن دفاع می‌کنم، سهم کردن اکثریت جامعه در سرمایه‌گذاری «منفعل و بلندمدت» در بازار دارایی است. این روش نه تنها پس‌انداز آنها را در طول زمان رشد می‌دهد و تا حد خوبی در مقابل تورم و شوک‌های

بورس تهران در ماه‌های اخیر با اقبال بی‌سابقه‌ای مواجه شده و دولت نیز مرتباً مردم را تشویق می‌کند که به جای سرمایه‌گذاری در بازار ارز یا طلا، پس‌اندازهایشان را به بازار سرمایه وارد کنند. شواهد و آمارها نشان می‌دهد که با موج بزرگی از سهامدار شدن مردم ایران مواجهیم. به نظر شما آیا این تحول را می‌توان به‌عنوان یک نقطه عطف در اقتصاد ایران به حساب آورد؟ آیا -آن‌طور که مسوولان بورس می‌گویند- بازار سرمایه در ایران در حال عمق گرفتن است؟

در عین حال که باید از این فرصت تاریخی برای گسترش بازار سرمایه در ایران استفاده کرد، ولی راستش من این قدر خوش‌بین نیستم یا باید بگویم نباید به این چیزی که هست راضی باشیم. در همه جای دنیا بخشی از سبد سرمایه‌گذاری خانوارها مستقیم یا غیرمستقیم در بورس است. این اتفاق چند نتیجه مثبت دارد: اولاً افراد را به اتفاقات و سیاست‌های اقتصادی حساس‌تر می‌کند چون نتیجه تصمیمات و سیاست‌ها را مستقیماً در ارزش سبد و دارایی خود می‌بینند. ثانیاً، ریسک‌های بخش حقیقی اقتصاد را از طریق مشارکت در بازار مالی بین آحاد جامعه پخش می‌کند و بالطبع هم به آنها پاداش بازده بالاتر می‌دهد و نهایتاً می‌تواند تاملین مالی را برای برخی شرکت‌ها تا حدی آسان‌تر کند. ولی نکته اساسی این است که بین مشارکت و سرمایه‌گذاری افراد عادی در بازار مالی و «بورس‌بازی» آنان تفاوت بگذاریم. روند عمومی دنیا این بود که افراد به‌جای سرمایه‌گذاری مستقیم، از طریق نهادهای واسطه‌ای مثل صندوق‌های مبادله‌شده (ETF)، صندوق‌های شاخصی (Index Funds)، یا صندوق‌های مشترک (Mutual Funds) و امثال آن وارد بازار سهام شوند و خودشان مستقیماً وارد مدیریت سبد سرمایه‌گذاری و بدتر از آن تلاش برای بازده مازاد در بورس نشوند.

گسترش مشارکت مردم در بازار مالی مفید ولی تشویق افراد عادی به خریدوفروش فعالانه و مدیریت سبد دارایی و بورس‌بازی کار اشتباهی است و تجربه دنیا هم نشان داده که راهش این نیست. جالب است دقت کنیم که مطالعات نشان می‌دهد اکثریت مطلق معامله‌گران خرد پس از یک دوره‌ای و با زیان از بازار خارج می‌شوند!

فراموش نکنیم که مبادلات سوداگرانه در بازار ثانویه به اصطلاح یک بازار با جمع صفر است، یعنی پس از کسر بازده کل بازار -که از عملکرد بخش حقیقی اقتصاد یعنی جریان نقدی شرکت‌ها می‌آید- دیگر مازاد اضافی در بازار نیست. در چنین بازاری امکان ندارد که «همه» بتوانند سود مازاد و فراتر از سود عادی و متوسط بازار بگیرند، چون سود مازاد یک عده به معنی سود کمتر عده دیگری است. در نتیجه بورس‌بازی افراد عادی جمعیت کشور فقط هدر دادن وقت و انرژی و سرمایه انسانی در این بازار خواهد بود.

پس جمع‌بندی من این است که گسترش مشارکت مردم در بازار مالی مفید ولی تشویق افراد عادی به خریدوفروش فعالانه و مدیریت سبد دارایی و بورس‌بازی کار اشتباهی است و تجربه دنیا هم نشان داده که راهش این نیست. جالب است دقت کنیم که مطالعات نشان می‌دهد اکثریت مطلق معامله‌گران خرد پس از یک دوره‌ای و با زیان از بازار خارج می‌شوند!

در سال‌های اخیر و طی رفتارهایی ادواری، صاحبان سرمایه در ایران هر چند وقت یکبار به یکی از بازارهای دارایی هجوم برده‌اند. گویی همواره در جست‌وجوی یافتن پناهگاهی تازه برای محافظت از سرمایه خود در برابر تهدیدهای تورمی و بی‌ارزش شدن پول ملی بوده‌اند. کدام تحولات و سیاست‌های اقتصادی به شکل‌گیری این موج‌های ادواری کمک کرده است؟

ارزی محافظت می‌کند، بلکه خودشان را هم درگیر رقابت‌ها و استرس‌های بیهوده نمی‌کند. سرمایه‌گذاری فعال (مثلاً چیزی که نوسان‌گیری نامیده می‌شود) ممکن است یک عده خیلی معدودی - خصوصاً مدیران صندوق‌ها - را پولدار کند ولی در کلان‌کار کردی ندارد چون به لحاظ ریاضی و اقتصادی هیچ راهی وجود ندارد که «همه از میانگین عملکرد کل بازار بالاتر باشند». به این خاطر نباید دچار مغلطه تعمیم خورد به کلان‌شد و سودهای ناشی از مدیریت فعال را به کل جامعه تعمیم داد و این توهم را ایجاد کرد که همه می‌توانند این قدر سود کنند.

ثروتمند شدن در ایران طی سال‌های اخیر با از طریق بهره‌مندی از رانت ممکن شده یا از طریق سوار شدن بر امواج تورم. احساس برنده بودن که افراد از این سواری توری به دست می‌آورند البته قابل توجه است، اما واقعیت این است که در این مسیر خلق ثروت واقعی رخ نمی‌دهد. کسانی (از جمله شما) تاکید دارند که رشد و افزایش عمق بازار سهام کمکی به تأمین مالی تولید نمی‌کند. با توجه به نامساعد بودن پیش‌بینی محیط کسب‌وکار ایران و رکود حاکم بر بخش تولید، آیا این جابه‌جایی عظیم سرمایه در اقتصاد ایران می‌تواند به تضعیف بیشتر بخش مولد اقتصاد بینجامد؟

بله، بنده همواره بر چند واقعیت ساده تاکید کرده‌ام هر چند شنیدن آنها برای عده‌ای خوشایند نیست. واقعیت اول این است که بازار سهام چه در ایران و چه در کشورهای دیگر نقش بسیار اندکی در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. عمده تأمین مالی بنگاه‌ها از مسیر بازار بدهی (در کشورهای بازار محور) یا نظام بانکی (در کشورهای بانک‌محور) است. به نظر من این یک خطای کلیدی در ذهنیت سیاستمداران ما بوده که عبارت «بازار محور» را با «بازار سهام» خلط کرده‌اند. در حالی که حتی در کشورهای به اصطلاح بازار محور (مثل آمریکا)، مسیر اصلی تأمین مالی بنگاه‌ها بازار بدهی و اوراق قرضه است و نقش بازار سهام برای تأمین مالی بسیار اندک است. در واقع باید تاکید کنیم که «بازار سرمایه» خیلی اعم‌تر از «بازار سهام» است و متأسفانه بخش خیلی مهم «بازار بدهی» آن در کشور ما تقریباً مفقود و بسیار کوچک است.

نکته دوم که قبلاً هم اشاره کردم، ماهیت جمع صفر مبادلات در بازار ثانویه است که در آن به واسطه مبادلات مازاد یا ثروت جدید چندانی خلق نمی‌شود و هر چه هست، مازادی است که در بخش حقیقی تولید شده و از طریق سود سهام یا افزایش قیمت سهام به سهامداران می‌رسد و در کل بازار توزیع می‌شود. متأسفانه چند عامل مثل انتظارات توری بالا، برخی پدیده‌های مالیه رفتاری و نیز اطلاعات نامتقارن و تأثیر آن روی قیمت‌گذاری سهام، گاهی باعث رشد قیمت اسمی سهام می‌شود و به اشتباه افراد را به این جمع‌بندی می‌رساند که انگار در داخل بورس ثروت جدیدی خلق شده است. در حالی که بازار ثانویه بورس خودش منبع خلق ثروت نیست و صرفاً آینه‌ای است که ارزش بخش حقیقی را منعکس می‌کند (ضمناً اشاره کنیم که به خاطر مقررات محدودکننده قانون تجارت ایران، حتی بازار اولیه هم برخلاف تصور عده‌ای - چندان منبع تأمین مالی برای شرکت‌ها نیست). اینها هشدارهای مهمی است که باید به سیاستمداران داد که رشد اسمی قیمت سهام را با رشد حقیقی اقتصاد اشتباه نگیرند و تصور نکنند که به اصطلاح کیک اقتصاد بزرگ شده است.

دولتمندان در تشویق‌هایی که برای دعوت مردم به سرمایه‌گذاری در بورس انجام می‌دهند روی این تاکید می‌کنند که می‌خواهند مردم را از منافع بازار سهام بر خوردار کنند، اما غالباً از ریسک موجود در این بازار حرفی نمی‌زنند. به نظر می‌رسد برای بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد، ورود به این بازار نوعی بخت‌آزمایی تضمین‌شده (از سوی دولت) به حساب می‌آید. با توجه به اینکه در میان مدت یا بلندمدت این ریسک قطعاً خود را در بازار نشان خواهد داد؛ تبعات سر خوردگی ناشی از متضرر شدن در برابر این ریسک را چه می‌دانید؟

نکته خیلی مهمی است، ما همیشه بحث اقتصاد مالی را با تاکید بر این نکته آغاز می‌کنیم که بازده بالا میوه پذیرفتن ریسک بالاست و گزینه در غیاب ریسک، بازده حقیقی تعادلی بازار بسیار اندک - در روزگار فعلی نزدیک به صفر - خواهد بود. این هشدار را باید به مردم داد که سرمایه‌گذاری در بورس همه جای دنیا بسیار پرریسک است و هیچ تضمینی نیست که دارایی آنها یک‌شبه با افت شدید مواجه نشود. بدترین کاری هم که دولت می‌تواند بکند نشان دادن حمایت از بورس و القای این تصور است که دولت همیشه پشت شاخص بورس ایستاده است و مانع از افتادن آن می‌شود. افت و خیز شاخص بورس امری طبیعی است چون این شاخص چشم‌انداز آینده اقتصاد را منعکس می‌کند و مرتب

بازار سهام چه در ایران و چه در کشورهای دیگر نقش بسیار اندکی در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. عمده تأمین مالی بنگاه‌ها از مسیر بازار بدهی (در کشورهای بانک‌محور) یا نظام بانکی (در کشورهای بانک‌محور) است. به نظر من این یک خطای کلیدی در ذهنیت سیاستمداران ما بوده که عبارت «بازار محور» را با «بازار سهام» خلط کرده‌اند.

## بازار با جمع صفر

مبادلات سوداگرا نه در بازار ثانویه به اصطلاح یک بازار با جمع صفر است، یعنی پس از کسر بازده کل بازار - که از عملکرد بخش حقیقی اقتصاد یعنی جریان نقدی شرکت‌ها می‌آید - دیگر مازاد اضافه‌ای در بازار نیست. در چنین بازاری امکان ندارد که «همه بتوانند سود مازاد و فزاینده از سود عادی و متوسط بازار بگیرند»

با رسیدن اخبار و اطلاعات جدید خودش را به‌روز می‌کند. باید دقت کرد که تجربه منفی که در موسسات مالی - اعتباری رخ داد دوباره تکرار نشود و گزینه هزینه‌بر تر تمند شدن یک عده از جیب آحاد جامعه - خصوصاً اقشار محروم که به این بازارها دسترسی ندارند - داده خواهد شد.

شما از توصیف «بورس‌بازی» استفاده و تاکید کردید که تشویق افراد عادی به خرید و فروش و مدیریت سبک سرمایه‌کار اشتباهی است. اما این دقیقاً اتفاقی است که در بازار سرمایه ایران در حال رخ دادن است. دوستی نقل می‌کرد که در زمان مراجعه به پزشک، هنگامی که در حال شرح وضعیت بیماری خود بوده، پزشک به جای گوش دادن به شرح حال او، هم‌زمان از طریق اینترنت مشغول بررسی و خرید و فروش سهام بوده است. از این‌گونه تجربه‌ها در مشاغل دیگر هم مشاهده شده و حتی کسانی از شغل روزمره خود استعفا کرده یا ابزار کارشان را فروخته‌اند تا «وارد بورس شوند». خوب است کمی بیشتر در این باره صحبت کنیم که چرا ورود افراد عادی به خرید و فروش سهام اشتباه است و چه تبعاتی خواهد داشت؟

شما با همین داستانی که تعریف کردید لب مطلبی را که می‌خواستیم بگوییم به‌خوبی بیان کردید. از همین مثال برای تبیین آن چیزی که در اقتصاد به آن «رقابت بی‌حاصل» (Wasteful Competition) می‌گوییم، استفاده می‌کنیم. برخلاف رقابت‌های کلاسیک (مثلاً بهبود کیفیت یا کاهش قیمت)، ما نوعی از رقابت بر سر تقسیم منابع ثابت را داریم که در ادبیات انتخاب عمومی در مورد آن مفصل بحث شده است. در این رقابت‌ها انرژی و تخصص و وقت افراد به‌جای اینکه صرف کار اصلی خودشان و خلق مازاد جدید برای جامعه باشد، صرف درگیر شدن در رقابت برای گرفتن سهم بزرگ‌تری از یک کیک با اندازه ثابت است. در نتیجه تلاش هر نفر، نتیجه تلاش فرد دیگر را خنثی می‌کند و در کلان قضیه جامعه‌نه‌تنها فایده‌ای از این تلاش‌ها نمی‌برد، بلکه بخشی از بهره‌وری حقیقی منابع انسانی و فنی‌اش را هم از دست می‌دهد.

حالا این جنبه کلان قضیه بود ولی قضیه کلی جنبه روانی هم دارد. بازار دارایی - بنا به ماهیتش - بسیار پرتلاطم است چون مرتب دارد آخرین اطلاعات را پردازش و در قیمت‌ها منعکس می‌کند. درگیر شدن افراد در نوسانات روزمره قیمت سهام، میزان زیادی استرس اضافه به زندگی آنان وارد می‌کند. در حالی که کسی که مثلاً سهامش را از طریق یک صندوق و به‌صورت بلندمدت و حرفه‌ای مدیریت می‌کند، فقط نتیجه عملکرد صندوق را هر از چندی (مثلاً در پایان سال) بررسی می‌کند و خودش را در معرض ریسک دائمی قرار نمی‌دهد. نکته نهایی هم اینکه مدیریت درست ریسک‌های بازار سهام نیازمند دانش تخصصی، دسترسی به داده‌های کافی و نیز امکان بهره‌گیری از برخی ابزارهای مالی است که لزوماً در دسترس افراد عادی نیست. در نتیجه مدیریت شخصی پورتفولیو ممکن است باعث تخصیص‌های ناکار و تحمیل ریسک‌های اضافه به افراد شود.

با این مقدمات است که من مشارکت افراد را از طریق نهادهای واسطه مالی - و نه فعالیت مستقیم در بازار سهام - توصیه می‌کنم.

همان‌طور که اشاره کردید، تجربه پرهزینه موسسات مالی - اعتباری غیرمجاز که با تحمیل تورم به کل جامعه به‌ویژه دهک‌های کم‌درآمد به پایان رسید، پیش چشم ماست. پیش‌تر هم کسانی درباره احتمال تکرار این تجربه در بورس هشدار داده‌اند. به نظر شما چه شباهت‌هایی میان این دو تجربه وجود دارد؟

اصل شباهت‌شان این است که واقعیت «ده-بستان بین ریسک و بازده» را برای جامعه پنهان می‌کند و مردم تصور می‌کنند که به حمایت دولت می‌توانند سودهای بالا به دست بیاورند بدون اینکه در زیان و شکست آن شریک باشند! این پدیده اگر جا بیفتد بسیار خطرناک و پرهزینه است. افراد را به سودهای بالای بدون زحمت - ولی در واقعیت از جیب اقشار ضعیف - عادت می‌دهد و دولت را هم به‌جای تمرکز روی کار و وظیفه اصلی خودش، تبدیل به نگهبان دارایی‌های ریسکی بقیه می‌کند و البته می‌دانیم که دولت این هزینه‌ها را از جیب خودش نمی‌دهد بلکه نهایتاً از جیب جامعه پرداخت می‌کند.

حالا اگر این واقعیات را نگوئیم، مردم (خصوصاً اقشار ضعیف و کم‌درآمد) ممکن است اندک پس‌انداز و دارایی خود را وارد بورس کنند بدون اینکه توجه کنند که ممکن است بخش مهمی از آن را از دست بدهند. این اتفاق - متأسفانه - برای خانواده‌ها می‌تواند خیلی پرهزینه باشد. مثلاً باعث شود که خودرو یا طلا یا حتی سرپناه خود را بفروشند و راهی بازار سهام کنند و در صورت افت قیمت، همان پس‌انداز مطمئن خودشان را که از قبیل آن مطلوبیت مصرفی هم دریافت می‌کردند از دست بدهند.