

تحلیلی اجمالی از بازار سرمایه، چشم‌اندازها و چالش‌ها*

دکتر حسین عبده تبریزی

دارایی‌های مالی و واقعی

بسم الله الرحمن الرحيم. همان‌طور که مستحضرید، مجموعه دارایی‌ها به دو بخش دارایی‌های مالی و دارایی‌های واقعی تقسیم می‌شود. دارایی‌های واقعی، دارایی‌هایی است که به ذات خود، دارای ارزش است، و ممکن است حتی غیرملموس باشند؛ این دارایی‌ها معمولاً در دو حوزه قابل طبقه‌بندی است: یکی در حوزه تولید کالاهای دیگر و دومی در حوزه مصرف. برعکس، دارایی‌های مالی دارایی‌هایی است که نماینده دارایی‌های واقعی است، و خود به ذات خود ارزشی ندارد. برگ سهم، نماینده دارایی‌هایی است که در کارخانه‌ای یا شرکتی وجود دارد، و خود آن برگه، طبعاً ارزشی ندارد، بلکه، دارایی واقعی را نمایندگی می‌کند.

آن‌چه می‌بینیم این است که در هر کشور عده کمی از دارایی‌های واقعی برای خلق سایر دارایی‌های واقعی استفاده می‌کنند، یعنی اصطلاحاً از دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌کنند و دارایی‌های دیگری را خلق می‌کنند. عمده مردم دارایی‌های واقعی را مصرف می‌کنند، و عمده دارایی‌های واقعی هم دارایی‌های مصرفی است.

البته، برای پس‌انداز کردن، در هیچ کشوری شایسته نیست که دارایی‌های واقعی مصرفی موضوع پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مردم قرار بگیرد. مثلاً، شایسته نیست مردم اتوموبیل بخرند و آن را جایی پارک کنند، به امید این که آن را سال بعد گران‌تر بفروشند. اتوموبیلی که در پارکینگ برای چندماه یا سال رها می‌شود، چیزی را خلق نمی‌کند، بلکه منابع ملی برای آن مدت به هدر رفته است. اگر

* این متن از نوار سخنرانی دکتر حسین عبده تبریزی در همایش سیاست‌ها و مدیریت برنامه‌های رشد و توسعه در ایران، مورخ ۱۶ الی ۱۹ اسفندماه ۱۳۸۲، استخراج شده، و جرح و تعدیل اندکی روی آن صورت گرفته است.

اقتصادی را طراحی کرده باشیم که در آن، برای مردم صرف بکند سیم‌کارتی را بخرند، در خانه نگاه دارند و بعداً آن را گران‌تر بفروشند، کمکی به اقتصاد ملی نکرده‌ایم. خرید ۴۵۰ سیم‌کارت و نگاه داشتن آن‌ها برای ۴ یا ۵ ماه، خلق ارزش نمی‌کند. از بگل ۴۵۰ سیم‌کارت، ۵ سیم‌کارت جدید زاده نمی‌شود.

این است که در همه‌جای دنیا، دولت‌ها و سیاست‌گذاران مردم را به این سمت هدایت می‌کنند که برای پس‌انداز، دارایی‌های مالی بخرند. به جدول زیر توجه فرمایید (جدول ۱).

جدول ۱. ارزش دارایی‌های مالی خانوارهای آمریکایی با توجه به نوع دارایی

نوع دارایی مالی	۱۹۹۲	۱۹۹۵	۱۹۹۸	۲۰۰۱
حساب‌های معاملاتی از نوع حساب جاری	۱۷/۵	۱۳/۹	۱۱/۴	۱۱/۵
گواهی سپرده	۸/۰	۵/۶	۴/۳	۳/۱
اوراق قرضه	۹/۵	۷/۶	۴/۷	۵/۳
سهام	۱۶/۵	۱۵/۶	۲۲/۷	۲۱/۶
صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	۷/۶	۱۲/۷	۱۲/۴	۱۲/۲
حساب‌های بازنشستگی	۲۵/۷	۲۸/۱	۲۷/۶	۲۸/۴
بیمه عمر	۵/۹	۷/۲	۶/۴	۵/۳
دیگر دارایی‌های مالی	۹/۲	۹/۲	۱۰/۳	۱۲/۵
درصد دارایی مالی از کل دارایی خانوار	۳۱/۶	۳۶/۷	۴۰/۷	۴۲/۰

ملاحظه می‌کنید که در ترازنامه خانوار آمریکایی، دارایی‌های مالی به ۴۲٪ کل دارایی‌ها می‌رسد. در ترازنامه خانوارهای ایرانی، وضعیت این چنین نیست. خانوار معمول ایرانی خانه دارد، اتوموبیل دارد و مقداری لوازم منزل دارد و ممکن است چند میلیون تومان پول هم در حساب بانکی‌اش باشد. بنابراین، از دارایی‌های مالی مثل سهام، اوراق قرضه، سهمی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاعی، طرح بازنشستگی، بیمه‌نامه عمر، ... از هیچ‌کدام در ترازنامه خانوار متوسط ایرانی اثری نیست. این، در واقع، نشان می‌دهد که چرا نرخ پس‌انداز در کشور پایین است.

روشن است که یکی از روش‌های افزایش دارایی‌های مالی نزد خانوارها، طبعاً گسترش بازار سرمایه است؛ بازاری که در آن دارایی‌های متنوع مالی به فروش می‌رسد. عملکرد بورس نشان می‌دهد که در چندسال گذشته، به‌ویژه طی دو سال اخیر، و بالاخص در سال ۱۳۸۲، وضعیت با هیچ تاریخی در گذشته قابل مقایسه نیست. از نظر ارزشی، بازار اکنون از مرز ۳۰۰ هزار میلیارد ریال یا ۳۰ هزار میلیارد تومان گذشته است؛ رقمی که در سال ۱۳۸۱ فقط حدود ۱۴ هزار میلیارد تومان بود. بنابراین، از نظر ارزش روز سهام و رشد معاملات، ارقام به‌هیچ‌وجه قابل مقایسه با ارقام کل تاریخ بازار سرمایه ایران نیست.

ظاهراً، در بورس اوراق بهادار ۲/۸ میلیون کد داریم، اما واقعاً ۸۰۰ هزار کد از این مجموعه فعال است. البته، آمار نشان می‌دهد که هر روز با باز شدن و دسترسی دادن به مردم در تالارهای معاملاتی تهران و استان‌ها، مردم بیشتر فرا می‌گیرند که جنس‌های مالی خریداری کنند، و داخل این بازار بیایند. امیدواریم در پایان سال ۸۳، رقم فعال سرمایه‌گذاران بورس به ۲ میلیون نفر برسد. اگر فقط ارقام پایان بهمن امسال را با ماه بهمن سال ۸۱ مقایسه کنیم، مشاهده می‌کنیم که رشد ارقام قابل توجه است.

ارزش جاری بازار، یعنی مجموع ارزش‌هایی که از ضرب کردن مقدار کل سهام یک شرکت در قیمت روز آن سهم حاصل می‌شود، عرض شد که در پایان بهمن‌ماه، این رقم بیش از ۳۰ هزار میلیارد تومان است. در پایان سال گذشته، این رقم ۱۱ هزار و ۸۰۰ میلیارد تومان بوده؛ بنابراین، رشد ۱۶۰ درصد در این مورد مشاهده می‌شود. شاخص کل ۱۱۴ درصد افزایش داشته، و رشد ارزش معاملات ما هم عمده بوده است. پیش‌بینی می‌شود رقم تا پایان سال به ۷۰ هزار میلیارد ریال، یعنی ۷ هزار میلیارد تومان برسد که برای اقتصاد ایران، این عملکرد در یک سال، رقم بدی نیست. این رقم پارسال ۱۹۰۰ میلیارد تومان بوده است. بنابراین، از نظر ارزش معاملات هم رشدی حدود ۲۷۰ درصد تا آخر سال خواهیم داشت. از نظر تعداد سهام و حق تقدم هم ۱۲۰ درصد رشد داشته‌ایم. این نشان می‌دهد که

همه افزایش‌ها، ناشی از افزایش قیمت نیست، و غیر از افزایش سرمایه‌هایی که انجام شده و حدود ۱۴۰ فقره افزایش سرمایه داشته‌ایم، پذیرش حدود ۵۰ شرکت جدید نیز در این افزایش نقش عمده داشته است. البته، افزایش قیمت هم نقش بزرگی در رشد داشته است. تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در پایان بهمن‌ماه حدود ۴۰ شرکت است که امیدواریم رقم تا پایان سال به ۵۰ شرکت برسد.

**جدول ۲. گزارش وضعیت معاملات بورس اوراق بهادار تهران
از ابتدای سال ۱۳۸۲ تا پایان بهمن‌ماه ۱۳۸۲**

درصد افزایش	پایان سال ۱۳۸۱	۱۰ اسفند ۱۳۸۲	
۱۶۰	۱۱۸۰۰ میلیارد تومان	۳۰۰۰۰ میلیارد تومان	ارزش جاری بازار
۱۱۴	۵۲۰۰	۱۱۰۰۰	شاخص کل
۲۲۰	۱۹۰۰ میلیارد تومان	۶۰۰۰ میلیارد تومان	ارزش معاملات
۱۲۰	۳/۴ میلیارد عدد	۷/۵ میلیارد عدد	تعداد سهام و حق تقدم
—	۱۶	۴۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده

ارقام پیش‌بینی ما از عملکرد بورس برای دوره منتهی به عمر دولت فعلی در جدول ۳ آمده است.

این ارقام نشان می‌دهد که طی ۱/۵ سال آینده به کجا می‌رویم.

جدول ۳. اهداف کمی

مرداد سال ۱۳۸۴	پایان ۱۳۸۲	
۵۰۰ شرکت	۳۸۵ شرکت	پذیرش شرکت‌ها
۵۰ شرکت	۰ شرکت	عرضه اوراق مشارکت
۵۰ سبد	۰ سبد	عرضه سبد سهام
۵۰ پروژه	۰ پروژه	عرضه فروش متری
۲۰۰۰۰۰۰۰	۸۰۰۰۰۰۰	تعداد مشتریان فعال
۱۵۰	۵۴	تعداد شرکت‌های کارگزاری
۶۰۰	۱۱۰	تعداد ایستگاه‌های معاملاتی
۴۵	۵	تعداد تالارهای معاملاتی

اهداف کمی‌ای که برای دوره منتهی به پایان خدمت دولت، یعنی پایان مردادماه سال ۸۴ پیش‌بینی می‌شود، آن است که از ۳۸۵ شرکت پایان سال ۸۲ به ۵۰۰ شرکت برسیم. عرضه اوراق مشارکت که امیدوار بودیم حداقل یک مورد آن را در سال ۸۲ داشته باشیم، به سال ۱۳۸۳ واگذار می‌شود. منظورم از اوراق مشارکت، اوراق مشارکت شرکت‌هاست، و نه اوراق مشارکت دولت. امیدوارم که در طی دوره موردنظر (یعنی ۱۸ ماه) ۵۰ فقره اوراق مشارکت منتشر شود که می‌تواند رقمی حول و حوش ۵۰۰ میلیارد تومان شود.

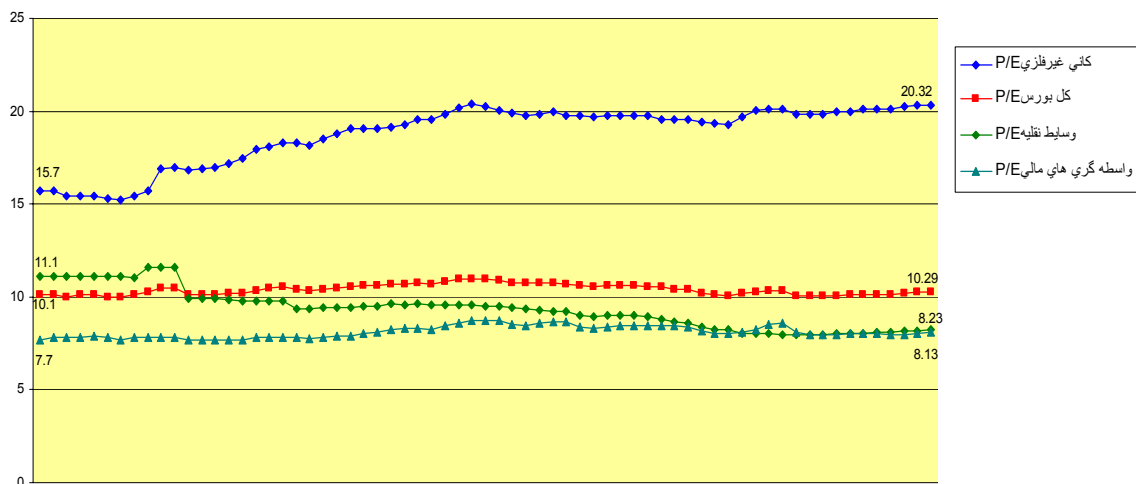
عرضه سبد سهام یکی از محصولات جدید بازار سرمایه خواهد بود که امید می‌رود در طی دوره موردنظر، ۵۰ سبد عرضه شود. فروش متری نیز یکی دیگر از محصولات بازار خواهد بود که پیش‌بینی می‌شود ۵۰ پروژه طی ۱۶-۱۷ ماه آینده به شکل برگه‌های مشارکت فروش متری به بازار عرضه شود. تعداد مشتریان فعال بازار باید به ۲ میلیون نفر برسد. امید می‌رود تعداد شرکت‌های کارگزاری در آینده افزایش یابد. در حال حاضر، ۷۵ ایستگاه معاملاتی داریم و پیش‌بینی آن است که این رقم به ۶۰۰ ایستگاه معاملاتی برسد. تعداد تالارها در شهرهای مختلف افزایش یافته، و حالا امید می‌رود که به ۴۵ تالار معاملاتی تا پایان مرداد ۸۴ برسد.

نمودار شاخص که در اوایل و حتی اواسط امسال باعث نگرانی بود، اکنون روندی عادی پیدا کرده است. آزمون‌هایی که روی شکل ضعیف کارایی بازار کرده‌ایم، بیانگر آن است که پیشرفت‌هایی بوده است: آزمون تعداد گردش یا run test و نیز آزمون فیشر (Fisher) و تست‌های مشابه نشان می‌دهد که وضع بازار بهتر شده است، ضمن این که در مفهوم حتی ضعیف بازار، هنوز کارایی نداریم. اما، حرکت بازار امسال به گشت تصادفی (random walk) نزدیک‌تر از سال‌های قبل بوده است.

روند تغییر نسبت $\frac{P}{E}$ ، یعنی روند قیمت تقسیم بر عایدات سهام مختلف، در واقع بیانگر نوعی تثبیت در اواخر سال ۱۳۸۲ است. ملاحظه می‌کنید که از ۸۲/۹/۱ تا ۸۲/۱۲/۱۰، با وضعیتی مواجه‌ایم که در آن نسبت $\frac{P}{E}$ که روند افزایش‌های عمده در اوایل سال داشته، حالا دیگر نسبتاً تثبیت شده است؛ در مورد کانی‌های غیرفلزی، یعنی سهام سیمان‌ها که بیشتر باعث نگرانی شده بود، این اصلاح را ملاحظه می‌کنیم.

روند نسبت P/E کل بورس و P/E صنایع مؤثر بر شاخص کل (روزانه) از

۱۳۸۲/۹/۱ لغایت ۱۳۸۲/۱۲/۱۰



در مجموع، $\frac{P}{E}$ بازار نسبت به سال گذشته بالا رفته است؛ معنی $\frac{P}{E}$ برابر با ۱۰ این است که مردم از شرکت‌ها ۱۰ درصد سود متوقع‌اند و امیدوارند بقیه بازده را از افزایش قیمت بگیرند. سرمایه‌گذار در بازار سرمایه‌ایران با تورم ۱۶ درصد و سود سهام ۱۰ درصد به نرخ بازده ۲۶ درصد هم راضی است، و با این نرخ بازده حداقل هم می‌توان حرکت کرد، و طبعاً لازم نیست در همه سال‌ها مثل امسال بازده، بالاتر از صد درصد باشد. بی‌شک این نرخ در سال ۱۳۸۳ به‌سختی بتواند تکرار شود. پیش‌بینی آن است که در پایان سال ۸۴، بازار به صد میلیارد دلار برسد؛ در پایان امسال این رقم برابر ۴۰ میلیارد دلار پیش‌بینی می‌شود. متوسط معاملات هم پیش‌بینی می‌شود که در پایان سال ۸۴ به ۱۱۰ میلیون دلار برسد که رقم بدی برای بازار جوان کشور نیست.

در هر بازار سرمایه، اهداف استراتژیک تقریباً یکسان است. علاقه‌مندی به توسعه بازار، علاقه‌مندی به شفافیت بازار، علاقه‌مندی به این‌که نیروهای عرضه و تقاضا بازار را هدایت کنند، جزو برنامه‌هاست. بدیهی است هدف استراتژیکی که این اهداف را می‌پوشاند، تجهیز پس‌اندازها، تشکیل سرمایه، و انجام سرمایه‌گذاری بیشتر و ایجاد اشتغال است. برای رسیدن به برنامه‌ها، روی مجموعه بسیار متنوعی از برنامه‌های خرد باید کار شود.

رسیدن به کارایی در بازار ایران مستلزم اعمال تلاش‌های بسیار و اجرای برنامه‌های بسیار زیادی است که در جهت آن حرکت شده است. در حوزه توسعه فیزیکی بازار که از اهداف بورس است، تا امروز تالارهای مشهد، تبریز، اصفهان و تهران را داریم. شیراز انشاءالله تا آخر اردیبهشت سال بعد راه می‌افتد؛ در شهرهای دیگر مراکز استان‌ها این توسعه ادامه خواهد یافت. هرچند که به اصطلاح توسعه فیزیکی بازار الان در دنیا معمول نیست، و معمولاً به‌دنبال توسعه الکترونیکی بازار می‌روند، اما برای وضعیت ما در ایران، این دو با هم مغایرتی ندارند و در مقابل هم نیستند. در کشوری که در آن اجناس مالی را نمی‌شناسند، تالارهای فیزیکی به مردم و سرمایه‌گذاران کمک می‌کند که با محصولات بازار

سرمایه آشنا شوند؛ اگر مردم به بازار دسترسی نداشته باشند، امکان تعمیق بازار وجود نخواهد داشت. نمی‌توانیم از کسی که مثلاً در فرخ‌شهر اوراق قرضه خریده است، انتظار داشته باشیم که به تهران بیاید و اوراق قرضه را به بورس ارائه کند. بدیهی است که در فرخ‌شهر دادن دسترسی الکترونیکی به عامه سرمایه‌گذاران نیز به انجام معامله منجر نمی‌شود. سرمایه‌گذاران ایرانی آشنایی با محصولات بازار سرمایه ندارند که بتوانند معاملات خود را به‌طور الکترونیک انجام دهند.

توسعه فرهنگ سهامداری می‌طلبد که حداقل برای ۵ سال آینده در شهرهای بزرگ، تالارهای فیزیکی را به‌عنوان نماد فرهنگی بپذیریم. این تالارها در شهرهای کوچک‌تر در ۶ الی ۷ سال آینده کمک می‌کند که مردم با محصولات بازار سرمایه آشنا شوند. بعد از آن، البته می‌توان تالارها را در همه استان‌ها جمع کرد. شاید در ۵ سال آینده در تهران بتوان تالارها را جمع کرد؛ اما فعلاً لازم است. در تهران هم امید می‌رود که دسترسی به عامه سرمایه‌گذاران از خیابان‌های حافظ و سعدی به بالاتر شهر برسد. پیش‌بینی می‌شود شاید حدود ۲۰ تالار در سال ۸۳ عمده‌تاً توسط کارگزاران، و صرفاً با هدایت و حمایت بورس، شکل بگیرد. هر جا که کارگزارها بروند و تالار اختصاصی بزنند، ایستگاه معاملاتی به آن‌ها داده خواهد شد.

با گسترش شبکه کارگزاری است که محصولات بازار سرمایه در سطح کشور توزیع می‌شود و مردم دسترسی اولیه‌ای به این محصولات خواهند داشت. برای بزرگ کردن بازار، نگرانی در مورد هر دو طرف عرضه و تقاضا وجود دارد. البته، این نگرانی عمده نیست. تقاضای داخلی در سال‌های پیش‌رو بسیار خوب خواهد بود؛ مردم فرا می‌گیرند که دارایی‌های واقعی دیگر سودی ندارد و نمی‌توانند با خرید اتموبیل و کارت موبایل پس‌انداز کنند، و آمده‌اند که دارایی‌های مالی بخرند. بنابراین، باید عرضه و تقاضا هر دو را زیاد کنیم.

اگر نتوانیم عرضه را زیاد بکنیم، با مشکل حباب قیمت روبرو می‌شویم، و اگر نتوانیم نقدینگی بازار و تقاضا را متناسب با رشد زیاد کنیم، شاخص با مشکل مواجه می‌شود. افزایش سرمایه یکی از

راه‌هایی است که با آن عرضه زیاد می‌شود. ضمناً، سرمایه اولیه به شرکت‌ها می‌آید و باعث سرمایه‌گذاری و اشتغال می‌شود که مورد علاقه همه اقتصاددانان و مدیران ارشد کشور است. تسریع و سرعت دادن به پذیرش شرکت‌های دولتی هم جزو همین پذیرش است. بنابراین، این تسریع باعث تحقق برنامه‌های خصوصی‌سازی هم می‌شود. تا به حال دو فولاد، یعنی فولاد مبارکه و فولاد اصفهان، پذیرفته شده است؛ بورس آماده بود که بانک‌ها و بیمه‌ها را نیز بپذیرد و منتظر است موضوع در مجمع تشخیص مصلحت نظام تصمیم‌گیری شود. اگر این‌ها عملی بشود، در واقع، بخش عمده‌ای از عرضه‌های جدید در سال آینده دولتی خواهد بود. یعنی، بیمه‌های دولتی، بانک‌های دولتی، فولادها و پتروشیمی‌های بزرگ و امثال این‌ها پذیرفته می‌شوند.

اگر می‌خواهیم در صحنه دنیا رقابت بکنیم، باید از بن‌بست فعلی بیرون برویم؛ باید بتوانیم بورس کشور را با دنیا ارتباط بدهیم، و از کوچه بن‌بست فعلی بیرون بیاییم. این ارتباط به معنی آن نیست که فقط از خارجی‌ها دعوت کنیم به این کشور بیایند و سرمایه‌گذاری بکنند، بلکه باید بتوانیم به شکل‌های مختلف و از جمله با صدور گواهی سپرده یا depository receipt محصولات خودمان را در دنیا بفروشیم. کار فروش سهام به ارز را به خارجی‌ها به‌طور آزمایشی می‌توانیم در کیش انجام بدهیم؛ در کیش تالاری گرفته‌ایم، و در آن‌جا می‌توانیم معاملات ریالی و ارزی هر دو را انجام دهیم؛ مثلاً، ۱۰ درصد سهم شرکت ایران‌خودرو را می‌توان به‌عنوان سهام الف تعریف کرد، و به‌شکل گواهی سپرده به بازار عرضه کرد، و ۹۰ درصد بقیه سهام ب طبقه‌بندی می‌شود که ریالی مورد معامله قرار می‌گیرد؛ ۱۰ درصد سهام ارزی و ۹۰ درصد ریالی مکانیزم ساده‌ای برای کار است. اگر مجوزهایش را بگیریم، اجرای آن در سال ۸۳ مشکل نخواهد بود.

اگر می‌خواهیم مردم را به این بازار دعوت کنیم تا اجناس بازار سرمایه را بخرند، بدیهی است باید سطح دسترسی مردم را افزایش دهیم. در این مسیر، یکی از راه‌کارها، اصلاح شبکه کارگزاری است. باید بتوانیم شبکه کارگزاریمان را گسترده کنیم و کارگزاران کاری فراتر از واسطه‌گری معاملات

انجام دهند، و بتوانند حوزه عمل خود را توسعه دهند. در این طریق، تصویری که از توسعه شبکه کارگزاری می‌توانم خدمتتان عرضه کنم، و مأموریت‌هایی که در سال آینده امیدوارم به اجرا درآید، به شرح زیر است:

جدول ۴. اصلاح، گسترش، و تقویت شبکه کارگزاری برای تحقق شعار دسترسی همه شهروندان به بازار سرمایه کشور

□ گسترش مأموریت‌های اصلی کارگزاران
□ شبکه کارگزاری با شبکه جغرافیایی گسترده = کارگزار بزرگ
□ افزایش سرمایه کارگزاری‌ها با هدف انجام طیف گسترده‌تری از وظایف
□ جدایی مجوز کارگزاری از متخصصان فعال در کارگزاری‌ها با هدف ارتقای دانش مالی درون کارگزاری (سه رده امتحانات)

شرکت‌های کارگزار باید بتوانند طبق بند ۲ اساسنامه‌ای که به تصویب رسیده، نه تنها به خریدوفروش اوراق بهادار بپردازند و broker باشند، بلکه هم‌چنین باید بتوانند به حساب خود هم خریدوفروش اوراق بهادار بکنند. البته، چنین کاری مقدماتی دارد که باید واحد کارگزاری را به‌طور دقیق از واحد معامله‌گری یا dealership جدا نگاه داریم. در واقع، بازارگردانی یا market making کاری است که تا شرکت اجازه انجام معامله‌گری نداشته باشد، نمی‌تواند آن را انجام دهد. اگر شرکت سرمایه نداشته باشد، نمی‌تواند برای هر سهمی از ۵۰ سهم بزرگ بازار بازارگردانی کند، چرا که باید قیمت offer و bid بدهد. بازارگردانی باعث می‌شود که در بازار از هر دامنه قیمتی به هر دامنه دیگر حرکت نکنیم؛ باید بتوانیم با بازارگردانی، نوسانات بازار را محدود کنیم. این کار پول می‌خواهد، و سرمایه کارگزار باید افزایش یابد.

ارائه مشاوره در مقابل طبعاً دریافت پول، کار دیگری است که کارگزار می‌کند. انجام فعالیت سبدگردانی اختصاصی برای سرمایه‌گذاران نیز ضروری است.

یکی از خطرات عمده فعلی بازار سرمایه ما آن است که آدم‌های عادی با آدم‌های فعال و دارای دانش رقابت می‌کنند؛ این رقابت عادلانه نیست. بنابراین، وقتی به بازار فشار می‌آید، بدیهی است آدم‌های وارد سر آدم‌های ناوارد را می‌تراشند؛ کسی که ضرر می‌کند آن است که ناوارد است، و مثلاً برای اولین بار وارد بازار شده، و نمی‌داند تراکتور، سایپا، و ماشین‌سازی چه چیزی است. می‌آید چیزی را می‌خرد که نمی‌داند چیست. باید بورس بتواند این‌ها را از هم جدا و تفکیک کند: یعنی، آدم‌هایی که تا ۴۰ یا ۵۰ میلیون تومان دارند، بتوانند سبد سهام بخرند و ما سبد داشته باشیم - البته خرید سبد اجباری نیست - ولی می‌گوییم آقا این‌ها را بخرید. بالاخره علم مالی به ما یاد داده است که ریسک قابل کاهش است. بنابراین، سرمایه‌گذار جدید! از این سبدها بخر که مشکلی برایت پیدا نشود. کسانی که بالای ۵۰ میلیون تومان تا مثلاً یک میلیارد تومان دارند، می‌توانند بیایند و به‌طور اختصاصی با کارشناس واردی قرارداد ببندند که سبد دارایی‌هایشان مدیریت شود. آیین‌نامه "مشاور و سبب‌گردانی" تنظیم شده است، و نزد شورای محترم بورس است. کسی هم که بالای یک میلیارد تومان می‌خواهد سرمایه‌گذاری کند، خود طبعاً واحد تحقیقی دارد، یا آدم‌های واردی دارد که برایش خرید می‌کنند. این‌گونه بازار، کارآمد است، چراکه به نوعی همه فعالان بازار وارد و متخصص‌اند. در واقع، خلاصه باید "سرمایه‌گذاری غیرمستقیم" یا indirect investment راه بیندازیم، یعنی آدم ناوارد مستقیم داخل بازار نشود، و پولش را از طریق آدم وارد، در بازار بیاورد. این‌که مثلاً می‌گوییم امریکا ۱۶۰ میلیون سرمایه‌گذار دارد، به معنی این نیست که ۱۶۰ میلیون نفر می‌آیند و تک‌تک سهام مختلف را می‌خرند. از این ۱۶۰ میلیون نفر، ۱۳۰ میلیون نفرشان سرمایه‌گذار غیرمستقیم یا سرمایه‌گذار indirect اند، و از طریق mutual fund یا pension fund به بازار می‌آیند. حال، وقتی به سال خوبی می‌رسیم، مثلاً سال اول دوره دوم رئیس جمهوری کلینتون، و بازار شیرین می‌شود، مردم طمع می‌کنند، و چون نرخ بازار خیلی خوب است، مستقیم سهام می‌خرند. اما، به محض این‌که به سال بدی می‌رسند، دوباره به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاعی پناه می‌برند.

کارگزاران فعلی بورس شرکت‌های کوچکی‌اند که بین ۵ تا ۲۰ کارمند دارند؛ چنین کارگزاری نمی‌تواند بازارگردان یا market maker باشد، چنین کارگزاری نمی‌تواند تعهد پذیرهنویسی بدهد یا underwriter باشد، چنین کارگزاری نمی‌تواند بازار را سامان دهد، و مشورت بدهد. اگر هم مشورت بدهد، کارشناسی نداشته که مشورت صحیح بدهد. این است که امیدوارم کارگزاران بزرگ شوند، و در این مسیر بیش از کمیّت‌شان، کیفیت‌شان اهمیت دارد. بنابراین، در سال‌های پیش‌رو کارگزاران به رشته‌های تخصصی تقسیم خواهند شد: کارگزاران با مشتری خاص، کارگزاران خرده‌فروشی، کارگزاران معامله‌گر، کارگزاران با وظیفه عرضه اولیه، کارگزاران با وظیفه مدیریت سبد سهام، کارگزاران در حوزه‌های مختلف فعالیت خواهند کرد. حداقل سرمایه‌هایشان را هم هیئت‌مدیره بورس تصویب کرده و به شرحی است که ملاحظه می‌فرمایید:

جدول ۵. پیشنهاد سرمایه حداقل برای کارگزاری‌های مختلف

طبقه‌بندی کارگزاری‌ها	حداقل سرمایه لازم
۱. کارگزاران با مشتریان خاص یا با عملیات محدود خرده‌فروشی (تا ۴ شعبه)	۵ میلیارد ریال
۲. کارگزاران خرده‌فروش (۲ میلیارد ریال به ازای هر شعبه تا ۱۱ شعبه و بالاتر)	۲۰ میلیارد ریال
۳. کارگزاران معامله‌گر (بازارگردان)	۲۰ میلیارد ریال
۴. کارگزاران با وظیفه عرضه اولیه و تعهد پذیرهنویسی	۲۰ میلیارد ریال
۵. کارگزاران با وظیفه مدیریت سبد سهام	۱۰ میلیارد ریال
۶. کارگزاری جامع	۵۰ میلیارد ریال

کارگزار با مشتری خاص ۵ میلیارد ریال، یعنی ۵۰۰ میلیون تومان، و کارگزاری که بخواهد همه کارها را بکند، حداقل سرمایه‌اش ۵ میلیارد تومان است. دلیلش هم روشن است. کارگزار اگر دو اشتباه بکند، ممکن است ۳۰۰ یا ۴۰۰ میلیون تومان ناچار شود خسارت پرداخت بکند. با سرمایه ۱۰ میلیون

تومان و ۱۰۰ میلیون تومان، کارگزار در هیچ کجای دنیا نمی‌تواند هر رقم که می‌خواهد و بدون رعایت سقف معامله کند. بنابراین، سرمایه‌حداقلی برای کارگزار لازم است.

آن‌چه خواهیم کرد و امیدواریم انجام دهیم، حرکت به سمت کارگزار بزرگ است. این تصمیم آخرین مراحلش را در شورای بورس می‌گذراند. صد مجوز کارگزاری جدید هم صادر خواهد شد. بدین ترتیب، شبکه کارگزاری در سرتاسر کشور توسعه می‌یابد. کارگزاری هم که می‌خواهد در تهران شعبه بزند، باید چهار شعبه در شهرستان‌ها داشته باشد تا بتواند شعبه تهران را بزند.

نمی‌دانم چقدر وقت دارم. فقط محور اول را عرض کرده‌ام. طبعاً سه محور دیگر را نمی‌رسم که در این جلسه خدمت شما عزیزان عرض کنم. در این جلسه فقط برنامه‌های توسعه را خدمتتان عرض کردم. سه محور دیگر برنامه‌های بورس طی دوره سه‌ساله آتی عبارت است از "توسعه مالکیت و گسترش طبقه متوسط"، "کاهش ریسک و افزایش شفافیت"، و بحث "تعیین قیمت عادلانه توسط بازار". اگر چند دقیقه دیگر وقت بدهید، بنده محور اول را تمام می‌کنم و انشاءالله در فرصت دیگری، بقیه عرایض را خدمتتان ارائه می‌کنم.

درمورد ابزارسازی که حوزه دیگر توسعه بورس است، توجه شود که الان سهام را داریم؛ اوراق مشارکت دولتی طبیعی دارد که نمی‌تواند در شبکه‌ای که الان در تهران داریم، معامله شود. در این شبکه به زودی اوراق مشارکت خصوصی یعنی اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس خواهد آمد. سبد سهام هم می‌تواند بیاید و امیدوارم تا پایان سال ۸۲، شورای محترم آیین‌نامه را تصویب کند. اگر بتوانیم آیین‌نامه‌ها را در شورای بورس به تصویب برسانیم، ۱۰ محصول تا پایان سال ۸۳ در بازار تهران خواهیم داشت. جدول این محصولات به شرح زیر است:

جدول ۶. بعضی محصولات جدید که آیین‌نامه‌های آن در انتظار تصویب شورای بورس

□ آیین‌نامه تشکیل سبد سهام در اوراق بهادار
□ آیین‌نامه برگه‌های مشارکت در فروش متری مستغلات
□ آیین‌نامه انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس
□ آیین‌نامه عرضه اوراق بهادار مبتنی بر اعتبارات اسنادی داخلی
□ آیین‌نامه فروش گواهی‌های سپرده بانکی
□ آیین‌نامه عرضه سبد شاخص در بورس تهران
□ آیین‌نامه‌های ابزارهای مشتقه

در سال ۸۲ آن چه کرده‌ایم حاضر کردن آیین‌نامه‌هاست. در مورد سبد الان ۱۱ ماه است که آیین‌نامه حاضر است و چون کار جدیدی است، طبعاً تصویب آن طول می‌کشد. اگر امسال به تصویب برسانیم، انشاءالله سال بعد حداقل عرضه سبد سهام را شروع می‌کنیم.

نهادسازی هم یکی از کارهایی است که باید بکنیم، و بحث آن طولانی است. نهادهایی که الان در بورس داریم، بسیار محدوداند، و باید توسعه پیدا کنند: صندوق‌های بازنشستگی شرکتی اگر راه بیفتد، به جای یک مشتری که ۱۳٪ تا ۱۴٪ بازار را دارد، می‌توانیم ۲۰ یا ۳۰ مشتری داشته باشیم که سرمایه‌گذار نهادی باشند. در این حوزه، وقف یکی از نهادهایی است که در بعضی از بورس‌ها، بالای ۱۰ درصد از سهام کل بازار را دارد. در ایران، پتانسیل وقف، از نظر بنده، بسیار زیاد است، و نهادهای بازارگردان و نهادهای مشابه نیز باید شکل بگیرد.

امیدوارم وقتی که از شما گرفتم به هدر نرفته باشد، و اطلاعاتی را که انتقال دادم، به کار شما بیاید. انشاءالله، در فرصت دیگری، بقیه عرایضم را خدمت شما تقدیم خواهم کرد.