

چشم انداز بازارها در ۱۴۰۰

حسین عبده تبریزی

صاحب نظر ارشد مالی

رشد نقدینگی است که قیمت دارایی‌هایی مثل مسکن، سهام، ارز و طلا را تعیین می‌کند. به‌ویژه به دلیل رابطه بسیار نزدیک نقدینگی و قیمت ارز، در اقتصاد ما همواره قیمت ارز متغیر پیشران تلقی شده و قیمت بقیه دارایی‌ها را به دنبال خود کشانده است. شاید در بخشی از سال‌های ۹۸ و ۹۹، نقدشوندگی بالای سهام باعث شد که شاخص به چنین متغیری تبدیل شود.

چشم انداز بازارها در ۱۴۰۰

در پرش قیمت دلار سال ۱۳۷۲، در سال ۱۳۷۷ و اخیرتر در سال‌های ۹۰ و ۹۱ و بالاخره در پرش قیمت ۲۰۰ درصدی دلار در سال ۹۷ دیدیم که با وقفه یک سال یا حتی کمتر، قیمت سهام و مستغلات پرش کردند. بنابراین توجه هر تحلیلگر سهام به طور جدی به رشد نقدینگی و قیمت دلار است و اینکه آیا پرش‌های تندی که در ۹۸ و ۹۹ در قیمت همه دارایی‌ها رخ داده، بازار این دارایی‌ها را به تعادل کشانده است یا نه؟ برای سال ۱۴۰۰، نمی‌توانیم انتظار بهره‌وری خاص در صنعت و تولید داشته باشیم؛ بهره‌وری با سرعت در اقتصاد چهره نشان نمی‌دهد و بهبود بهره‌وری طول می‌کشد. بنابراین، نرخ رشد اقتصاد ایران در سال ۱۴۰۰، مثل بسیاری از سال‌های اخیر، به منابع و درآمد نفتی بستگی خواهد داشت.

پس رشد بخش واقعی اقتصاد ایران ریشه در نوآوری و بهره‌وری ندارد؛ اغلب محصولات مهم مانند خودرو و وابستگی ارزی دارند و با تحریم‌ها هم عرضه آنها با کاهش مواجه می‌شود و هم قیمت‌های آنها افزایش می‌یابد. گسست بین بازدهی بخش واقعی اقتصاد با بخش مالی جدی است. هر میزان هم که نقدینگی ایجاد می‌شود، بخش عمده‌ای از آن صرف گردش در بخش مالی اقتصاد می‌شود و بخش واقعی اقتصاد همچنان تشنه نقدینگی باقی می‌ماند. یکی از دلایل شکل‌گیری چنین ساختاری مالیات‌پذیری بخش تولیدی اقتصاد و عدم پرداخت مالیات برای بازده‌های غیرعادی در بخش مالی مبتنی بر نگهداری ارز، طلا و... است. با توجه به اینکه بازده‌های مبتنی بر دارایی‌هایی از این دست اغلب در معرض نظام مالیاتی قرار نمی‌گیرند، اشخاص هم دلیلی برای حضور در بخش تولیدی کشور نمی‌بینند. در نتیجه،

نقدینگی بالای کشور به هر بخشی که حرکت می کند ویرانگری قیمتی را به دنبال دارد، اما در بخش تولیدی گردش نمی کند.

منابع نهفته در املاک و مستغلات، ارز، طلا و... که به هیچ وجه مولد نیستند، تنها موجب سلب منابع از گردش در بخش تولیدی کشور می شوند. این رفتار (به ویژه در زمین) موجب جذب منابع بسیار زیادی شده و محرومیت بخش تولید از نقدینگی را به دنبال دارد. در سال ۱۴۰۰ هم نمی توانیم اوضاع را متفاوت پیش بینی کنیم. سیاست گذار بسته اقداماتی را معرفی نمی کند که از این مسیر به مسیر بهتری رهنمون شویم.

راه حل های مختلف برای هدایت نقدینگی به سوی تولید در ایران و کشورهای مختلف تجربه شده است. مقوله هایی مانند هدایت اعتبار، اعطای یارانه تسهیلات، جیره بندی اعتباری، تسهیلات تکلیفی، تسهیلات طرح های زود بازده، جوایز صادراتی، تسهیلات خرد خرید کالاهای ایرانی، اوراق گواهی اعتبار مولد (گام)... هیچ کدام از اینها چاره کار نبوده است، چرا که به لحاظ نظری می دانیم آنچه تعیین می کند منابع گردش بیشتری در یک فعالیت تولیدی یا یک بخش اقتصادی داشته باشند، ریسک و بازده بخش های اقتصادی است. استفاده از سازوکار مالیاتی برای تخصیص منابع مفید است. علاوه بر راه کار مالیاتی روش های دیگری مانند تعیین حداقل سرمایه، تخصیص وجوه در اختیار برای اجرای پروژه ها، انتشار اوراق بهادار برای تامین مالی تولید، اعتبار اسنادی داخلی یا اقدام اخیر اوراق گام از جمله راهکارهایی است که می تواند در هدایت نقدینگی به تولید مسکن موثری باشند.

در سال ۹۹، ۳۲ تا ۳۵ میلیارد دلار کالا وارد کشور شده که ۸ میلیارد دلار آن با ارز ۴۲۰۰ تومانی عرضه شده است. در سال ۱۴۰۰، حتی بدون برجام هم درآمد ۵۰ میلیارد دلار صادرات فرآورده های نفتی محتمل است. افزایش قیمت نفت هم که اتفاق افتاده است. پیش بینی محتمل صادرات به طور متوسط ۱/۵ میلیون بشکه نفت در سال ۱۴۰۰ و افزایش قیمت آن از ۴۰ دلار در بشکه به ۶۰ دلار است (بانک های سرمایه گذاری دنیا پیش بینی می کنند قیمت روی ۶۰ دلار بماند).

این درآمد اجازه خواهد داد که اقتصاد نرخ رشد بسیار آرامی را از این محل تجربه کند. اما این مذاکرات برجام است که درآمدهای دولت و درآمدهای نفتی کشور را تعیین می کند. در روزهای اخیر هم که همه خبر از گشایش داده اند. برجام درآمدهای ارزی بانک مرکزی را تقویت می کند و حجم ذخایر ارزی بانک مرکزی تاثیر تعیین کننده ای بر قیمت ارز دارد. اما نتایج حاصل از گشایش برجام بعید است در نیمه اول سال ۱۴۰۰ آثار خود را نشان دهد.

قیمت کالاهای اساسی

در بخش کالاهای اساسی (commodities) هم اتفاقاتی در جریان است که می‌تواند برای بازار سهام ایران مهم باشد. بسیاری از شرکت‌های بزرگ بورسی ایران در این حوزه فعالیت می‌کنند. قیمت مس، متانول، فولاد و... بالا رفته است و این البته سود شرکت‌های فعال ایرانی در این عرصه‌ها را افزایش می‌دهد. افزایش جهانی قیمت محصولات پتروشیمی باید به قیمت سهام شرکت‌های بورسی کمک کند. محصولات پتروشیمی و محصولات صنایع با تمرکز چین، به دلیل کرونا ضعف تولید داشته‌اند و در ۶ ماه اول سال ۱۴۰۰ شواهدی نیست که این شکاف تولید پر شود.

معاهده پاریس جدی به نظر می‌رسد. فشار روی تولید متانول، اولفین، گاز (وضع زمستان). باید در ۶ ماه اول قیمت سهم‌هایی را در بورس تهران بالا ببرد. طی دوران کرونا، ظرفیت‌های تولیدی دنیا اضافه نشده است. مثلاً بر ظرفیت LNGها اضافه نشده و رشد شتابانی که در تولید این محصولات پیش‌بینی می‌شد، رخ نداده است. بنابراین در ۶ ماه آینده وضع کالاهای اساسی، به‌ویژه قیمت فلزات رنگی، مس، قلع و روی مناسب ارزیابی می‌شود. قیمت بین‌المللی کالاهای اساسی را باید عامل مثبتی برای سودآوری شرکت‌های بورسی در ایران تلقی کنیم.

قیمت دلار و قیمت سهام

افزایش درآمد دلاری نباید به قیمت پایین دلار بینجامد تا مزیت‌های تولید و صادرات ما صدمه نبیند. اما دولتی که کسری بودجه دارد و می‌خواهد دلار بفروشد، اگر دلاری از طریق مذاکرات جدید نصیبش شود، حتما عرضه می‌کند. علاقه هم ندارد که در پایان عمر دولت، نرخ دلار بسیار بالایی را تحویل دولت جدید دهد. بنابراین، انتظارات قیمت دلار کاهشی از این تصور نشات گرفته است. برداشت (perception) فعالان بازار افزایش قیمت دلار نیست. خلاصه در سال ۱۴۰۰، به‌رغم رشد نقدینگی، انتظارات نرخ تورم کاهشی است. اگر انتظار بازار آن باشد که در پایان سه ماه اول دلار را بین ۲۲ تا ۲۳ هزار تومان ببینید، قیمت‌ها در بازار سهام نمی‌تواند افزایشی شود. پس در ۶ ماه اول به هر حال قیمت‌های سهام جذابیت چندانی ندارد و بازار به‌ویژه در سه ماه اول نمی‌تواند خیلی مثبت شود. البته اگر توافق برجامی مناسبی حاصل شود، این وضع خود گرایش و شوری مثبت ایجاد می‌کند و ممکن است عده زیادی را به سمت بازار سهام بکشاند. انتظار اجرای سریع‌تر پروژه‌ها و انتظار افزایش کارآیی ناشی از انتقال فناوری محرکه‌های مثبتی برای بازار است. اما چنین تغییر دیدگاهی در بازار در ۶ ماه اول سال انتظار نمی‌رود. نگاه منفی به بازار در ماه‌های آغازین سال ۱۴۰۰ قوی است. وقوع اتفاق بسیار مثبت کمتر محتمل است.

قیمت ریال

غیر از قیمت ارز، قیمت نفت و تحریم‌ها، اینکه بانک مرکزی با نرخ سپرده‌ها چه می‌خواهد بکند، بسیار اهمیت دارد. البته، اکنون نرخ‌های واقعی سپرده بانکی هنوز منفی است. اما نرخ‌های واقعی بهره در ایران (غیر از آن چند سال توفانی تا سال ۱۳۹۶) همیشه منفی بوده است. نرخ‌های واقعی بهره محدود به ایران هم نیست؛ در سطح جهان هم کم‌وبیش وضع بر همین منوال است.

بانک مرکزی با نرخ سود بانکی چه کار خواهد کرد؟ از دید اقتصاد ملی، شاید نرخ‌های ۱۷ و ۱۸ درصد پایدارتر هم باشد، اما بانک مرکزی نگران نرخ تورم است. اگر نرخ پایین بیاید، به نفع بانک‌هاست که دوباره با ناترازی بیشتر ترازنامه خود مواجه هستند. بازار سرمایه طرفدار نرخ بهره پایین‌تر است که زودتر به تعادل برسد. اما آیا بانک مرکزی ای که در آن برای اولین بار طی سال‌های طولانی آثاری از اعمال سیاست پولی می‌بینیم، تغییری در نرخ سود خواهد داد؟ بانک مرکزی کریدور نرخ سودی اعلام کرده که در سال‌های ۹۸ و ۹۹ نتوانسته در آن کریدور نرخ‌ها را نگه دارد. بنابراین، در سال ۱۴۰۰ تلاش خواهد کرد که به نرخ تورم هدف ۲۲ درصد نزدیک شود. پیش‌بینی محتمل‌تر آن است که بانک مرکزی که از نرخ بالای رشد نقدینگی و ارقام بالای کسری بودجه در سال ۱۴۰۰ باخبر است، احتمالاً در سال ۱۴۰۰ به نرخ بهره دست نزنند. فعالان بازارها باید نرخ سود بانکی را در سال ۱۴۰۰ حول و حوش همین نرخ‌های جاری فرض کنند.

قیمت‌ها و شاخص بورس

با توجه به آنچه در مورد قیمت دلار، تحریم و قیمت ریال گفته شد، سوال بعدی می‌تواند آن باشد که قیمت‌ها و شاخص در بورس در سال ۱۴۰۰ چه وضعی دارد؟

بازار دارایی‌ها (asset markets) در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ شاهد رشدهای قابل ملاحظه‌ای در قیمت‌ها بوده است. قیمت‌های سهام، مسکن، خودرو و طلا (که حالا کاهشی شده) به دنبال پرش قیمت ارز، رشدهای چشمگیری داشته‌اند. فرض غالب آن است که قیمت همه دارایی‌ها به دلیل انتظارات تورمی و اعتقاد به معجزه افزایش دائمی قیمت‌ها از طرف عوام در بازار سرمایه طی سال‌های ۹۸ و ۹۹ از نرخ رشد نقدینگی فاصله گرفته است. اینکه بازگشت به میانگین رخ داده باشد، سوال عمده‌ای است که بسیار پرسیده می‌شود.

تورم مجدد قیمت دارایی‌ها در سال ۱۴۰۰ بعید به نظر می‌رسد. هم‌اکنون در مورد قیمت ملک، به‌رغم سطح تولید نازل آن، شاهد افزایش نیستیم. به دلیل فراتر از هدف رفتن (overshoot) قیمت ملک و به‌رغم عرضه کم، بازار کشش ندارد؛ حجم معاملات به شدت کم شده است، چرا که تقاضای سفته‌بازانه (غیرمصرفی) هم کاهش یافته است بنابراین نقدینگی جدید سال ۱۴۰۰ روی این دارایی تمرکز نخواهد یافت، بلکه overshoot قیمت‌ها را تعدیل خواهد کرد.

البته توجه به چسبندگی قیمت‌ها در این بخش مهم است، یعنی تعدیل قیمت صورت نمی‌گیرد. مالکان کاهش قیمت نخواهند داد، بلکه تورم سال ۱۴۰۰ و شاید ۱۴۰۱ لازم است تا قیمت‌ها تعدیل شود و بخش از رکود خارج شود.

بازار سهام چطور؟ آیا تعدیل لازم صورت گرفته است؟ آیا overshootی که به دلیل انتظارات و حضور میلیون‌ها نفر معامله‌گر اتفاق افتاد، اصلاح شده است؟ می‌توانیم انتظار داشته باشیم که به میانگین‌های تاریخی برگشته باشیم؟ ظاهراً بعد از افت یک میلیون واحدی، باید بگوییم بازار هر چقدر هم که تند رفته باشد، اکنون باید به میانگین تاریخی خود برگشته باشد، هر چند که تعدیل به دلیل محدودیت دامنه نوسان بطئی صورت گرفت. به علاوه، در بخشی از بازار، به‌ویژه در زیربخش سهام شرکت‌های کوچک فرابورس، شاهد رفتاری شبیه به بازار املاک هستیم و شاید قیمت بعضی از سهام هنوز هم خوب نباشد. در این زیربخش، به دلیل دامنه نوسان، در بعضی سهام شاهد رفتاری مشابه بازار املاک هستیم. منظوم مساله چسبندگی قیمت‌ها در بازار مسکن و تابع قیمت‌هاست. در بازار این سهام نیز برخی بازارگردانان با پرنکردن حجم مینا، تلاش می‌کنند اصلاح قیمت به سرعت رخ ندهد و امیدوارند که تورم و پیشرفت پروژه‌ها قیمت‌ها را پر کند؛ یعنی قیمت‌های overshoot شده را پر کند.

تبادل دیرهنگام بازار

ممکن است این پرسش مطرح شود که چرا وقتی قیمت انبوهی از سهام مناسب است، قیمت‌های بازار پایداری نشان نمی‌دهند. علت اصلی حضور میلیون‌ها معامله‌گر ناآگاه در بازار است. با حضور انبوهی از معامله‌گران در بازار سرمایه، به دلیل اتفاقاتی که در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ رخ داده، بازار همه سهام را با یک چوب می‌راند. بنابراین چون معامله‌گران ناآگاه بین بخش‌های مختلف بازار (cross-section) تفاوت دلاری و غیردلاری نمی‌گذارند، قیمت سهام متعادل شده بازار، یعنی قیمت آن سهامی که از تورم داخلی و قیمت بالاتر کالاهای اساسی در دنیا منتفع می‌شوند، هم از افزایش بی‌بهره می‌مانند. از این‌رو، بازار سهام و موقعیت شاخص را دلپذیر نمی‌یابیم.

مشکل سرمایه‌گذاران ناآگاه که مستقیم در بازار معامله می‌کنند، جدی است. این سرمایه‌گذاران که قیمت‌ها را با آن سرعت در اواخر سال ۹۸ و اوایل سال ۹۹ بالا بردند و نهادهای مالی آگاه بازار هم متأسفانه جلودار آنها نشده و خود هم‌رنگ جماعت شدند، حالا هم که قیمت‌ها عمدتاً متناسب شده است، نمی‌گذارند بازار در متوسط قیمت‌های تاریخی خود تثبیت شود و تعادل جدیدی برقرار شود.

یادمان نرفته است که از ابتدای سال ۱۳۹۹ تا پایان آن، بازار ۱۴۰ درصد رشد قیمت داشته است، هر چند چنین بازدهی نصیب دیرآمدگان به بازار نشد و متأسفانه امروز آنها از بازار رانده شده‌اند. اما نرخ ۱۴۰ درصد به هر حال بازده بالایی است. بورس ۱۴۰ درصد در سال ۱۳۹۹ بازده می‌دهد، اما بخش اعظم مردمی که مستقیم در بازار وارد

شده‌اند، شاکی هستند و خود را مالباخته تلقی می‌کنند. چرا این‌گونه شد؟ چون معامله‌گران فراوان در بورس داشتیم. بورس که نباید چند میلیون معامله‌گر داشته باشد که خود سهام معامله کنند. بورس باید چندین میلیون سرمایه‌گذار داشته باشد و نه معامله‌گر. بعید است در بورس نیویورک هم به این اندازه معامله‌گر داشته باشیم. مشکل چند میلیون معامله‌گر آن است که ۹۰ درصد آنها ناآگاهانه معامله می‌کنند و اصطلاحاً معامله‌گر آگاه (smart trader) نیستند. در نتیجه، مشکلاتی پیش می‌آید که در سال ۹۹ بار دیگر شاهد آن بودیم.

رفتار سرمایه‌گذاران آگاه

در چنین شرایطی در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، سرمایه‌گذاران آگاه چه کردند و حال چه باید بکنند. در شرایط سال ۱۳۹۹، سرمایه‌گذاران آگاه به پناهگاه‌های امن فرار کردند. بیشتر حرفه‌ای‌ها به نقدینه یا شبه‌نقد‌ها (معادل نقد‌ها) پناه بردند. اگر قبل از ریزش بازار به این کار اقدام کرده باشند، طبعاً انتفاع بزرگی هم داشته‌اند. امروز هم به نظر می‌رسد که اوراق بدهی که با نیاز دولت هم همخوان است، دوباره به بدیل سرمایه‌گذاری (alternative) در بازار دارایی‌ها تبدیل شده باشد.

رمزارها (crypto-currency) هم به دلیل وضعیت نامشخص قانونی و هم به دلیل پیچیدگی محصول و ریسک بسیار بالا، برای عامه سهامداران سرمایه‌گذاری بدیل نیست. دارایی پیچیده‌ای است و احتمالاً چون در آن بازار مثل بازار فاکس باید با دنیا رقابت کرد، معدودی از آن بازار با موفقیت بیرون خواهند آمد. یک علت که می‌شنویم عده قابل ملاحظه‌ای از سهامداران گذشته، به‌رغم ریسک بالا و غیررسمی بودن معاملات، وارد بازار رمزارها شده‌اند، شاید عادت به کسب سود بالا از جنس سود سال‌های ۹۸ و ۹۹ باشد. تعداد کسانی که به معجزه کسب سودهای مداوم بسیار بالا معتاد شده‌اند، نباید کم باشد. آنان با سودهای بالای کسب‌شده در بازار سهام امروز پهنه ریسک (exposure) بالای معاملات رمزارز را پذیرا شده‌اند. موضوعی که ریشه‌های آن را فقط در چارچوب اقتصاد رفتاری می‌توان تحلیل کرد و توضیح داد.

پس، دوباره سپرده و این‌بار شکل دیگری از آن یعنی اوراق بدهی برای عمده سرمایه‌گذاران به بدیل سرمایه‌گذاری بازار تبدیل شده است.

در سال ۱۴۰۰، چون کشش‌پذیری قیمتی عرضه اغلب کالاها بسیار پایین و در مواردی نزدیک به صفر است، با افزایش قیمت کالاها، عرضه آنها افزایش نخواهد یافت و این فرآیند به نوبه خود موجب تغییر ماهیت کالاهای بادوام به کالاهای سرمایه‌ای می‌شود. آیا کالاهای بادوام جدیدی وجود دارد که مثل اتومبیل نقدینگی را جذب کند؛ به نظر

نمی‌رسد. اتومبیل و سایر کالاهای بادوام هم در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ افزایش قیمت جدی داشته‌اند و امکان جذب منابع جدید با هدف سرمایه‌گذاری ندارند.

طبعاً سرمایه‌گذار بلندمدت بازار سهام، وقتی بازار را برگشته به میانگین‌های تاریخ می‌داند و قیمت عمده سهام را منطقی می‌داند، جلوی هر نوع تمایل به فروش خود را مهار می‌کند و روی سهمی که مطمئن است به قیمت مناسب رسیده، خریدار می‌شود. وقتی اوضاع تثبیت شد، چنین سرمایه‌گذاری سبد اوراق بهادار خود را دوباره متعادل می‌کند.

نقش مدیریت بازار

در این شرایط، مدیریت بازار چه رفتاری باید داشته باشد؟ سازمان بورس و اوراق بهادار به مثابه مدیر بازار چه باید بکند؟ می‌توان صدها عنوان موضوعی را برشمرد که اقدام مدیر بازار را می‌طلبد. البته باید اولویت‌بندی کرد و از مهم‌ترین‌ها شروع کرد؛ باید تدبیر کرد. از هر گوشه بازار می‌شود ایراد گرفت و در هر گوشه‌ای می‌شود اصلاحات انجام داد. مثلاً به ممنوعیت‌ها و محدودیت‌های معاملات الگوریتمی، می‌شود اشاره کرد و فضای بازتری برای این معاملات درخواست کرد؛ به پایین‌بودن میزان سهام شناور می‌شود اشاره کرد؛ و از مشکلات بازارگردانی می‌توان صحبت کرد.

همچنین بی‌شک، محدودیت‌های دامنه نوسان مشکل‌ساز بوده است؛ کنترل دستکاری قیمت‌ها در بازار باید با شدت بیشتری انجام شود؛ برای به اصطلاح جلوگیری از ریزش بازار در بسیاری موارد مداخله‌ها بی‌معنی بوده است؛ بعضی محصولات بورسی دارای کیفیت نیست؛ نوع نگاه و کنترل مقام ناظر نیز جای بحث فراوان دارد؛ رعایت اصول شرکت‌داری یا اصول حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه می‌تواند موضوع نقد باشد؛ از نقش دولت در بازار باید کاسته شود؛ و دانش عمومی در بازار پایین است و بازار به سطح دانش بالاتری نیازمند است. همه این نکات و ده‌ها نکته هم‌عرض آنها می‌تواند مورد اشاره قرار گیرد. اما باید تدبیر کنیم و بتوانیم به مدیر بازار بگوییم که از این انبوه مشکلات، اولویت‌ها کدام است و روی چه نکاتی باید تمرکز کرد و با آنها شروع کرد.

اولویت‌های اصلاح بازار

اولویت اول بسط سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. در چنین شرایطی، مدیر بازار باید به طور گسترده‌ای مدیریت غیرمستقیم را برای سازماندهی انبوه سرمایه‌گذاران عام و ناآگاه در بازار توصیه و الزامات آن را فراهم کند.

اگر موسسات مدیریت دارایی کافی داشته باشیم و مدیران صندوق‌ها و سبدها با دانش عمل کنند، نه اینکه خود به دنبال عامه مردم راه بیفتند، در آن صورت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم با کارآیی صورت می‌گیرد و مشکلات

کمتر می‌شود. افزایش قابل ملاحظه تعداد و حجم فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدگردان‌ها برای اجتناب از درگیری مستقیم مردم عادی در بازار سهام ضرورت اول بازار است.

اولویت دوم، اصلاح دامنه نوسان است. فارغ از نقش دامنه نوسان در گذشته، در شرایط بازار سرمایه گسترش یافته امروز، اعمال دامنه نوسان کمتر لازم است؛ این محدودیت باعث مشکلات زیادی شده است و باید به تدریج حذف شود. کار را با شرکت‌هایی که درصد سهام شناور بیشتر دارند و شرکت‌های متعبر هستند، باید شروع کرد و به تدریج کل محدودیت‌ها را حذف کرد. مثلاً طی دو سال ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ باید پای حذف کامل محدودیت‌های دامنه نوسان برویم. البته این کار باید به تدریج انجام شود و با توجه به نتایجی که می‌گیریم پیش برویم. همین نکته را در مورد حجم مبنا نمی‌توان گفت. برعکس، حجم مبنا شاید در مواردی باید تقویت هم بشود. اگر ابزاری در اختیار داریم که نواخت سفته‌بازی را کم کند، باید از آن استفاده کنیم.

اما ظاهراً اولویت فوری بازار کمک به آن دسته سهامداران تازه‌وارد به بازار است که زیان کرده و زندگی آنان با مشکل روبه‌رو شده است. روشن است که چنین حمایت‌هایی نباید فله‌ای و عمومی باشد. طبعاً می‌توان در سقف معینی به آنان کمک کرد. مثلاً آن دسته از سهامداران که گردش سالانه معاملاتشان زیر ۱۰۰ میلیون تومان بوده، می‌توانند مشمول این حمایت‌ها باشند. هر نهاد مالی در هر صنعت هم می‌تواند راه‌های حمایت خود را پیدا کند. مثلاً نهادهای مالی مجموعه تامین اجتماعی می‌توانند در سقف معینی (مثلاً ۳۰ میلیون تومان) برای سهام مرتبط با شرکت‌های خود اوراق تبعی منتشر کرده و در اختیار سهامداران تازه‌وارد زیان‌دیده قرار دهند. اگر هم آن سهامداران به نقدینگی نیاز داشته باشند، بانک رفاه در آن مجموعه می‌تواند به پشتوانه این اوراق تبعی، به آن افراد وام بدهد. بانک‌ها برای سهام شرکت‌های مربوط به خود می‌توانند اختیار تبدیل به سپرده بانکی منتشر کنند و دوباره روی این اختیار به سهامدار نیازمند وام بدهند.

صرف وجوه صندوق مربوط به خود بازار (نه صندوق عمومی) برای حمایت از این گروه سهامدار ضعیف (که اتفاقی سهامدار شده‌اند) مشکل اخلاقی ندارد. در مورد سهامداران دیگر، طبعاً مسوولیتی متوجه مقامات بازار نیست؛ دیگر سهامداران هم می‌توانند برای بهبود بازار صبر کنند و هم با توجه به معاملات قبلی خود، امکان تحمل زیان دارند. صدور همین اوراق تبعی برای سهامی که طبق نظر ناشر ارزشمند هستند، هجوم به بازار برای عرضه را آرام خواهد کرد. تشویق شرکت‌ها (به کمک نهادهای مالی) به انتشار اوراق تبعی (اختیارهای فروش) برای موفقیت افزایش سرمایه‌ها و حمایت از بازار در شرایط ریزش عمده آن ضروری به نظر می‌رسد.

مسئولیت نهادهای مالی

اگر مردم دوباره به بازار اعتماد کنند، نهادهای مالی باید طرف اعتماد آنان باشند و نگذارند که بازار از مسیر خود و ارقام و روند تاریخی خود منحرف شود. منافع بلندمدت نهادهای مالی حمایت از سرمایه‌گذاران خرد است که به امید سودی در حد تورم به بازار سرمایه آمده‌اند.

خیزش ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ در بازار سرمایه به هر دلیل که اتفاق افتاد، حتی اگر آن دلایل ناشی از ضعف سیاست‌گذاری‌ها، تحریم‌ها و سوءمدیریت‌ها در اقتصاد ایران بود، به شکوه بازار سرمایه انجامید و نهادهای مالی موظف بودند استقبال گسترده مردم را پاس دارند و آن حضور پررنگ را پایدار کنند. به‌رغم مشکلات مختلفی که لایه‌های سیاست‌گذاری برای بازار سرمایه آفریدند، نهادهای مالی بازار نمی‌توانند خود را کنار بکشند و به عدم ایفای نقش موثر خود در کنترل بازار اعتراف نکنند. آنها هم دچار احساسات و وسوسه‌های بازار سرمایه شدند؛ آنها نیز هم‌رنگ جماعت شدند و به‌جای اینکه در جهت حفظ منافع بلندمدت خود، از پایداری بازار حمایت کنند، در بی‌نظمی‌های آن نقش بازی کردند.

برای نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه، حفظ بازار غیر از تامین سود بلندمدت؛ اهمیت فکری، اخلاقی و ملی هم دارد. اگر به آزادی می‌اندیشیم، یعنی به بازار رقابتی، به تجارت آزاد و به مالکیت خصوصی باور داریم، ناچاریم به بازار سرمایه رقابتی و سالم بیندیشیم. آنچه در بخشی از سال‌های ۹۸ و ۹۹ بر بازار سرمایه گذشت، نشانی از بازار رقابتی نبود؛ نشانه‌ای از اهمال بود؛ نشانه‌ای از اعتقاد سرسختانه نهادهای مالی به حمایت از سهامداران ناآگاه و بخش واقعی اقتصاد ایران نبود.

نهادهای مالی ایران باید براساس استعدادهای بازار سرمایه، جویای اعتبار برای خود باشند؛ باید خود را نگهبان معیارهای فرهنگ کارآیی در بازار سرمایه بدانند. اتفاقاتی که در آن ماه‌های در عین حال پرشور در بازار سرمایه رخ داد، باید بار عذاب وجدانی را بر دوش مدیران نهادهای مالی گذاشته باشد. در تاریخ تحول بازارهای سرمایه، همواره منزلت را برای نهادهای مالی قائل شده‌اند. مدیران نهادهای مالی باید انگیزه‌های پایداری در درون خود برای مسوولیت‌هایی بیابند که در قبال بازار و سرمایه‌گذاران عادی دارند. مدیران این نهادها باید دریافت‌های مشخصی از تعهد ملی و روشنفکرانه خود در قبال بازار سرمایه، بازار رقابتی در مفهوم عام و آزادی داشته باشند.

باید روشن باشد که منویات آنان چگونه در نفس رسالتی که در قبال بازار دارند رسوخ کرده و آن را شکل می‌دهد. نفس احساس تعهد خود بدل به نوعی نقطه اتکا می‌شود که از آن نقطه بتوانند بهتر رابطه بازار سرمایه، بازار رقابت و آزادی را درک کنند. آرمان‌ها در موارد بسیار با هم در تعارض‌اند: آرمان کسب درآمد نهاد مالی نباید ناسازگار با هدف آنها برای توسعه کشور و تلاش توده مردم برای مقابله با تورم باشد. انتخاب هر تصمیم درست طبعاً با خسران کوتاه‌مدتی همراه است اما آیا به‌راستی نمی‌توانستیم بخشی از خسران کوتاه‌مدت نهادهای مالی در ماه‌های هیجانی

نیمه دوم ۹۸ و نیمه اول ۹۹ را با سود معتدل‌تر بلندمدت سال‌های بعد (که درهم نشکستن زندگی و منافع سهامداران ناآگاه را بی‌هیچ نقص اخلاقی دربرداشت) تاخت بزنیم.

مدیران نهادهای مالی برخلاف عامه مردم باید از آرامش آدم‌های بزرگ بهره برده باشند تا تعارض ارزش‌ها را به‌گونه‌ای حل کنند که وقوع نتایج تراژیک گریزپذیر شود. آنان باید از امکانات نهفته در نهادهای مالی در شرکت‌های خود باخبر باشند؛ استعدادها و ظرفیت‌های خود را برای آرامش‌بخشیدن و تثبیت بازار بشناسند و از شوروشرهای بازار و سهامداران خردش بیم نداشته باشند و با آنها وسوسه نشوند و خود را ملزم کنند که از حصار خرد اقتصادی و واقعیات بخش واقعی اقتصاد در بازار آشفته خارج نمی‌شوند.

نهادهای مالی برای پایداری و آرامش بازارها باید اولویت قائل شوند زیرا بدون حداقلی از نظم بازار، انتخاب درستی در کار نخواهد بود. سود را باید به نفع بلندمدت بازار تا حدی قربانی کرد؛ همه خیرهای بزرگ در کنار هم جمع نمی‌شوند. مدیران این نهادها محکوم به انتخاب هستند و هر انتخابی طبعاً ممکن است زیان‌هایی داشته باشد. زیان کردن عامه مردم بیش از همه خیر از نزدیک بودن زیان خود نهادهای مالی می‌دهد. سود مردم و سود نهادهای مالی پیوندی شریف با هم دارند. زندگی اخلاقی نهادهای مالی در بازار سرمایه نباید متعارض با منافع بازیگران کوچک در این بازار باشد. دوام بازار به ملازمات اخلاقی آن وابسته است؛ این ملازمات جوهره راستین نگرش درست به بازار سرمایه است. زندگی بازار در زیستن درست آن شکل می‌گیرد.

مدیران نهادهای مالی چاره‌ای ندارند که معضلات بازار را با روی‌خوش تحمل کنند، هرچند ممکن است آن مشکلات آنقدر دشوار شده باشند که ضمن تحمل، دیگر حفظ روی خوش محال باشد. نهادهای مالی در هنگامه وحشتی گسترده در بازارهای مالی، باید نقشی به قاعده آرامش‌بخش در بازار ایفا کنند.