

بازسازی بازارهای مالی ایران: از فساد تا شفافیت

نویسنده: دکتر سیامک جوادی

۲۰ مارس ۲۰۲۵

توضیح ضروری: این متن به سفارش سازمان نوفدی و از سوی نویسنده تهیه شده است. دیدگاه‌های مطرح‌شده صرفاً نظر نویسنده و/سازمان نوفدی را بازتاب می‌دهد و الزاماً بیانگر دیدگاه‌ها یا مواضع محل کار نویسنده نیست. لازم به ذکر است این مقاله در ابتدا به زبان انگلیسی نوشته شده است و سپس با نظارت و مشارکت نویسنده به فارسی ترجمه شده است. نسخه اصلی این متن نیز به زبان انگلیسی در وبسایت نوفدی در دسترس است و خوانندگان در صورت تمایل و نیاز می‌توانند به نسخه اصلی نیز مراجعه کنند.

بازار مالی ایران با مشکلات ساختاری فراوانی دست به گریبان است؛ از جمله معامله بر اساس اطلاعات درونی (Insider Trading)، فساد سیستماتیک در بازار بورس، مداخلات مداوم دولت و کنترل قیمت‌ها، و استانداردهای قدیمی و منسوخ حسابداری که شیوع فساد را افزایش داده‌اند.

بازار مالی ایران به صورت اضطراری به اصلاحات ساختاری و بنیادین نیاز دارد. سقوط جمهوری اسلامی فرصت بسیار مناسبی برای اجرای این تغییرات ضروری فراهم خواهد آورد. با این حال، این گذار ریسک‌ها و چالش‌های مختلفی نیز به همراه خواهد داشت که باید با دقت مورد توجه قرار گیرد. همه سیاست‌های مرتبط با احیای بازار مالی باید مبتنی بر تحقیقات معتبر اقتصادی و بانکی بوده و با بهترین شیوه‌های جهانی مطابقت داشته باشد تا ثبات و پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد ایران تضمین شود. به علاوه، باید از اجرای هرگونه سیاست پیچیده و آزموده‌نشده پرهیز شود؛ چرا که اقتصاد ایران توانایی تحمل یک شوک بزرگ دیگر را ندارد.

در کوتاهمدت، خطرات فوری که به دنبال سقوط جمهوری اسلامی ممکن است ظاهر شوند عبارتند از:

- **سقوط بازار و خطر بروز رکود عمیق:** تحقیقات دانشگاهی نشان می‌دهند که بین عدم قطعیت سیاسی و قیمت دارایی‌ها و همچنین سرمایه‌گذاری شرکتی در بازار سهام و اوراق قرضه رابطه منفی بسیار قوی وجود دارد. در نتیجه، در دوره بلافاصله پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، ریسک بالایی از افت شدید ارزش دارایی‌ها، هجوم بانکی (Bank Runs)، کاهش ارزش پول ملی، کاهش چشمگیر سرمایه‌گذاری شرکتی، افزایش بیکاری و فروش ناشی از ترس توسط سرمایه‌گذاران وجود خواهد داشت. این سناریو به منزله یک بحران اقتصادی تمام‌عیار است که موجب انقباض اقتصادی، کاهش تولید و احتمالاً ورود کشور به یک رکود عمیق خواهد شد. ما توصیه می‌کنیم که دولت انتقالی همه معاملات در بازارهای مالی را حداقل به مدت سه ماه متوقف کند و در صورت لزوم این مدت تا شش ماه نیز قابل تمدید باشد. این تصمیم باید به صورت شفاف به مردم و فعالان بازار اطلاع‌رسانی شود. دلایل اصلی این اقدام سه مورد است:
 - جلوگیری از فروش گسترده ناشی از ترس که بلافاصله پس از سقوط جمهوری اسلامی می‌تواند قیمت‌ها را بسیار پایین‌تر از ارزش بنیادین آن‌ها ببرد و زیان‌های هنگفتی ایجاد کند.
 - جلوگیری از فروش دارایی‌ها توسط مدیران عامل، افراد مطلع و وابستگان به سپاه پاسداران انقلاب اسلامی و انتقال عواید حاصل از آن به خارج از کشور، که موجب کاهش فشار بر ریال و محدود کردن فساد و خروج سرمایه خواهد شد.
 - فراهم کردن زمان کافی برای حساب‌برسان خارجی تا وضعیت سلامت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و ترازنامه آنها را ارزیابی کنند و از این طریق، فساد سیستمی و استانداردهای حسابداری منسوخ در بازار مالی ایران را اصلاح کنند.
- **جذب سرمایه‌گذاران خارجی:** کمبود سرمایه‌گذاری خارجی در ایران ناشی از سوءمدیریت اقتصادی، فساد، سیاست‌های نادرست مالی و سیاست خارجی خصمانه بوده که به تحریم‌ها، قرار گرفتن در فهرست سیاه FATF و انزوای اقتصادی منجر شده است. ایران بیش از دو دهه است که پایین‌ترین نسبت ورودی خالص سرمایه به تولید ناخالص داخلی را در منطقه دارد که نشان‌دهنده نیاز مبرم به سرمایه خارجی است. یکی از اهداف کوتاهمدت و مهم دولت انتقالی، باید ارسال سیگنال‌های معتبر مبنی بر وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد که با بازگشایی بورس اوراق بهادار تهران محقق می‌شود. برای افزایش اعتماد، معاملات باید تنها پس از بررسی جامع ترازنامه شرکت‌های پذیرفته شده، کنترل ریسک خروج سرمایه و کاهش نااطمینانی اقتصادی بلافاصله پس از سقوط جمهوری اسلامی، و همچنین با همکاری اپراتورهای با تجربه بین‌المللی مانند بورس نیویورک (NYSE)، نزدک (Nasdaq) یا بورس لندن (LSE) آغاز شود.
- **خروج سرمایه:** افزایش اجتناب‌ناپذیر نااطمینانی و ریسک، بلافاصله پس از سقوط جمهوری اسلامی، ریسک جدی خروج گسترده سرمایه را در کوتاهمدت ایجاد می‌کند. مقامات پیشین جمهوری اسلامی و همچنین سرمایه‌گذاران، خانوارها و مدیران عامل شرکت‌ها (به‌ویژه افراد وابسته به سپاه پاسداران) ممکن است تلاش کنند دارایی‌های خود را به خارج منتقل کنند. این امر می‌تواند به افت سریع ارزش ریال منجر شود و چرخه‌ای از کاهش ارزش پول ملی و افزایش تورم ایجاد کند که نهایتاً موجب یک رکود شدید اقتصادی خواهد شد. در نتیجه، دولت انتقالی باید محدودیت‌هایی را بر برداشت از حساب‌های بانکی، معاملات ارزی افراد و شرکت‌ها، تراکنش‌های درون شبکه‌ای بانک‌ها (از جمله شعب خارج از کشور آنها) و هرگونه فروش اضطراری دارایی‌ها یا تغییر مالکیت شرکت‌ها اعمال کند. توقف همه معاملات بازار بورس نیز می‌تواند این ریسک را تا حد زیادی کاهش دهد، هرچند ممکن است در کوتاهمدت سرمایه‌گذاران خارجی را دلسرد کند.
- **افزایش فساد:** به دنبال سقوط رژیم، فساد یک تهدید مهم کوتاهمدت به شمار می‌رود که ارتباط نزدیکی با سقوط بازار و خروج سرمایه دارد. بازار مالی ایران همین اکنون نیز از فساد سیستماتیک رنج می‌برد و در صورت اقدام سریع مدیران عامل، افراد مطلع و وابستگان به سپاه پاسداران برای فروش فوری دارایی‌ها با هدف کسب منافع شخصی، این خطر تشدید خواهد شد. ریشه این مشکل در تضاد منافع میان مدیران و سهامداران یا اعتباردهندگان است. برخلاف اقتصادهای توسعه‌یافته که سازوکارهای محکمی برای جلوگیری از

سوءاستفاده‌های اینچینی دارند، ایران فاقد چنین حمایت‌هایی است. در شرایط افزایش نااطمینانی پس از سقوط رژیم، انگیزه مدیران و افراد مطلع برای تبدیل دارایی‌ها به پول نقد و انتقال آن به خارج، افزایش می‌یابد و خطر خروج سرمایه، سقوط بازار و بی‌ثباتی بیشتر بازار مالی را بیشتر می‌کند. توقف کلیه معاملات بازار سهام، ممنوع کردن فروش دارایی شرکت‌ها و محدودیت در جابجایی سرمایه می‌تواند این خطر را کاهش دهد.

- از دیگر اقدامات کوتاه‌مدت پیشنهادی، مذاکره با FATF برای خروج ایران از فهرست سیاه، توقف پایبندی اجباری به اصول مالی اسلامی (Islamic Finance) و استخدام حسابرسان خارجی برای بررسی ترازنامه تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، در زمانی است که بازار بسته و معاملات به‌طور موقت متوقف است.

در درازمدت، پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، خطر اصلی در سوءمدیریت آزادسازی مالی (Financial Liberalization) نهفته است که می‌تواند رشد اقتصادی کشور را تضعیف کرده و یک بحران مالی شدید را به دنبال داشته باشد. این ریسک ناشی از ضعف فرهنگ اعتبارسنجی (Credit Culture)، نواقص نهادی، و نظارت ناکافی در بخش بانکی ایران است که به‌طور بالقوه موجب ریسک‌پذیری بیش از حد و چرخه‌های مکرر رونق و رکود (Lending Booms and Busts) در وام‌دهی خواهد شد. به منظور کاهش این خطرات، ما تقویت فرهنگ اعتبارسنجی در نظام بانکی، اجرای بررسی‌های قوی اعتبارسنجی (Robust Credit Checks)، تضمین اخذ وثیقه (Collateral) برای وام‌های بزرگ با پریسک، پذیرش و پایبندی به چارچوب مقررات بانکی بازل (Basel Framework)، نظارت فعال و مؤثر بر بانک‌ها، اطمینان از قیمت‌گذاری صحیح بیمه سپرده‌ها (Properly Priced Deposit Insurance)، معرفی نظام نرخ ارز شناور (Free-Floating Exchange Rate System)، و مدرن‌سازی استانداردهای حسابداری برای گزارشگری شفاف مالی (Financial Reporting) را توصیه می‌کنیم.

در نهایت، ما یک چارچوب و سایر سیاست‌های بلندمدت برای اصلاح بازار مالی ایران در دوران پس از جمهوری اسلامی ارائه می‌کنیم. چارچوب اصلاحی پیشنهادی ما شامل موارد زیر است:

- به‌روزرسانی استانداردهای قدیمی حسابداری ایران و گنجاندن مفاد کلیدی قانون ساربنز-آکسلی (Sarbanes-Oxley - SOX) مصوب سال ۲۰۰۲.
- تقویت نظام حقوقی ایران با تأکید بر نقش حیاتی آن در ایجاد یک بخش مالی قدرتمند و توسعه‌یافته.
- پیاده‌سازی عناصری از چارچوب نظام حقوقی کامن‌لا (Common Law Legal Framework) برای بهبود حمایت از سرمایه‌گذاران (Investor Protection)، تقویت حاکمیت شرکتی (Corporate Governance)، و تشویق توسعه اقتصادی.

1. پیش‌زمینه

1.1. دوران پیش از انقلاب اسلامی (۱۳۴۶-۱۳۵۷)

بورس اوراق بهادار تهران (TSE) در سال ۱۳۴۶ به‌عنوان بخشی از تلاش‌های دولت برای نوسازی اقتصاد ایران در دهه ۱۳۴۰ آغاز به کار کرد. در ابتدا، کمتر از ۱ شرکت در این بازار فهرست شده بودند و در سال‌های ابتدایی فعالیت خود، بورس تحت نظارت بانک مرکزی ایران اداره می‌شد. نظارت بر بازار، الزامات افشای اطلاعات، و حمایت از سرمایه‌گذاران در مقایسه با استانداردهای مدرن در بازارهای سرمایه توسعه‌یافته بسیار ابتدایی بود و هیچ الزامی برای پذیرش رسمی شرکت‌ها در بازار عمومی وجود نداشت.

در اواخر دهه ۱۳۴۰ و اواسط دهه ۱۳۵۰، بورس به‌تدریج رشد کرد و شرکت‌های بیشتری به بازار عمومی وارد شدند. تا سال ۱۳۵۷، ۱۰۵ شرکت در بورس فهرست شده بودند و مجموع ارزش بازار آنها به ۲۴۰ میلیارد ریال (تقریباً ۳.۴ میلیارد دلار با نرخ تبدیل ۱ دلار = ۷۰ ریال) رسید. با وجود این رشد، بورس همچنان بخش کوچکی از اقتصاد ایران را تشکیل می‌داد؛ بر اساس داده‌های بانک جهانی، ارزش بازار این شرکت‌ها تنها معادل ۴.۷٪ از تولید ناخالص داخلی ایران بود. با این حال، این مسیر رشد مثبت در اواخر دهه ۱۳۵۰ با ناآرامی‌های سیاسی و اجتماعی انقلاب اسلامی مختل شد که منجر به کاهش شدید در فعالیت‌های معاملاتی و قیمت سهام و همچنین فرار سرمایه‌ها از کشور شد.

1.2. پس از انقلاب

1.2.1. دوران جنگ ایران و عراق (۱۳۵۸-۱۳۶۶)

در سال‌های ابتدایی پس از انقلاب ۱۳۵۷، بورس تهران دوره‌ای طولانی از رکود و فعالیت محدود را تجربه کرد. ملی‌سازی بسیاری از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس - از جمله بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، و صنایع تولیدی - به همراه خروج افراد ثروتمند از کشور، باعث افت شدید در مشارکت و فعالیت بازار شد. بورس در دوران جنگ ایران و عراق (۱۳۵۹-۱۳۶۷) تقریباً راکد ماند؛ زیرا منابع کشور صرف جنگ شد و تحریم‌های اقتصادی نیز شرایط را دشوارتر کردند.

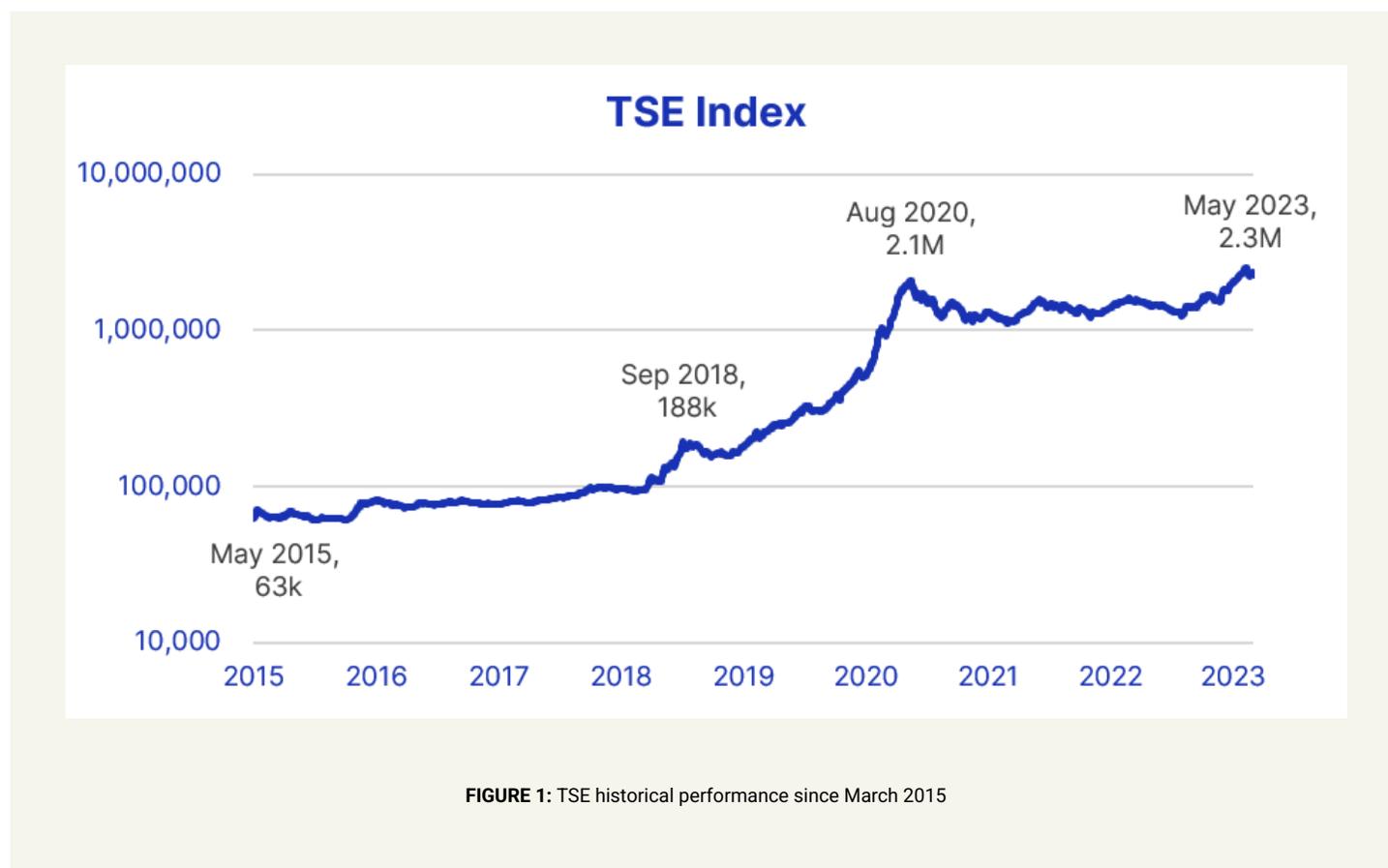
1.2.2 . دوران پس از جنگ

تنها در اواخر دهه ۱۳۶۰ بود که دولت مجموعه‌ای از اصلاحات اقتصادی را برای آزادسازی و متنوع‌سازی اقتصاد فراتر از نفت آغاز کرد. این تلاش‌ها شامل احیای بازار سهام برای جذب سرمایه‌گذاری و خصوصی‌سازی بنگاه‌های دولتی بود. در طول هشت سال نخست پس از جنگ ایران و عراق - که غالباً به عنوان دوره بازسازی شناخته می‌شود - دولت رفسنجایی اصلاحات ساختاری نظیر آزادسازی قیمت‌ها، یکسان‌سازی نرخ ارز، و خصوصی‌سازی صنعتی را آغاز کرد. در نتیجه، بورس تهران جان دوباره‌ای گرفت و طیفی گسترده‌تر از مشارکت‌کنندگان وارد بازار شدند. دامنه فعالیت‌های بازار گسترش یافت و تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به حدود ۲۵۰ رسید.

دوران ریاست جمهوری محمد خاتمی (۱۳۷۶-۱۳۸۴) نشانگر دوره‌ای از اصلاحات و باز شدن نسبی اقتصاد ایران بود که تاثیر چشمگیری بر بورس تهران داشت. دولت خاتمی به دنبال اصلاحات سیاسی و اقتصادی برای ایجاد محیطی مالی شفافتر، تقویت حاکمیت شرکتی، و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران بود. در سال ۱۳۸۴، سازمان بورس و اوراق بهادار (SEO) به‌عنوان نهاد ناظر بازار برای نظارت بر فعالیت‌های بازار و اعمال مقررات تأسیس شد که گامی مهم در جهت ایجاد یک محیط بازار ساختار یافته و قابل اعتماد بود. بعدتر، در سال ۱۳۹۱، قانونی جدید تصویب شد که زمینه را برای تأسیس نهادهای مالی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مدیریت دارایی فراهم کرد و وظایف و اختیارات هر نهاد را در زیرمجموعه نظارت SEO به‌طور شفاف تعیین نمود. سازمان بورس و اوراق بهادار همچنان مسئول تدوین مقررات مربوط به تمامی نهادهایی است که در بازارهای مالی ایران فعالیت می‌کنند.

1.2.3 وضعیت فعلی بورس ایران

بورس تهران از سال ۱۳۸۴ به این سو، به‌ویژه در دهه گذشته، رشد چشمگیری را تجربه کرده است - همان‌طور که در شکل ۱ نشان داده شده است. در اوایل دهه ۱۳۹۰، بورس از ترکیب اصلاحات اقتصادی داخلی و عوامل جهانی بهره‌مند شد. قیمت بالای نفت و سیاست‌های اقتصادی تشویق‌کننده سرمایه‌گذاری خصوصی باعث رونق بازار سهام شد. ارزش اسمی بازار بورس با افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده و خصوصی‌سازی بنگاه‌های دولتی رشد قابل‌توجهی داشت. تا سال ۱۳۹۴، بورس تهران از نظر تعداد شرکت‌های فهرست‌شده و ارزش اسمی بازار، به یکی از بزرگترین بورس‌های منطقه خاورمیانه تبدیل شده بود.



با این حال، هنگامی که این رشد به دلار تبدیل می‌شود، تصویر پیچیده‌تری نمایان می‌گردد، که عمدتاً ناشی از کاهش شدید ارزش ریال است. این کاهش ارزش، نتیجه سال‌ها سوءمدیریت اقتصادی، کسری‌های مزمن بودجه، رشد بی‌رویه نقدینگی، فقدان استقلال بانک مرکزی، سیاست‌های پولی ناکارآمد، و همچنین سیاست خارجی مخرب جمهوری اسلامی است که منجر به تحریم‌ها و انزوای ایران از بازارهای سرمایه جهانی شده است. همان‌طور که در شکل ۲ نشان داده شده است، اگرچه ارزش اسمی بازار سرمایه در ریال افزایش یافته است، اما ارزش بازار سرمایه به دلار طی چهار سال گذشته به‌طور مداوم کاهش یافته و با سقوط آزاد ریال هم‌راستا بوده است. از زمان اوج بازار در مرداد ۱۳۹۹ – زمانی که ارزش بازار بورس تهران به ۳۵۷ میلیارد دلار رسید – این رقم تا تیر ۱۴۰۳ حدود ۶۸٪ از ارزش دلاری خود را از دست داده است (معادل تقریباً ۲۴۱ میلیارد دلار). در زمان نگارش این سند، ارزش بازار دلاری بورس تهران حدود ۱۱۵ میلیارد دلار است که کمترین سطح در پنج سال گذشته محسوب می‌شود. شکاف بین ارزش اسمی بازار سرمایه به ریال و ارزش دلاری آن از اسفند ۱۴۰۰ به‌طور قابل‌توجهی افزایش یافته است؛ یعنی از زمانی که تأثیرات سیاست‌های فاجعه‌بار اقتصادی و خارجی دولت رئیسی شروع به ظهور کرد. در نتیجه، بورس تهران اکنون از نظر ارزش دلاری در رتبه هشتم بورس‌های خاورمیانه قرار دارد که نشان‌دهنده یک پله سقوط نسبت به رتبه آن در سال ۲۰۲۳ است (به شکل ۳ مراجعه شود).

Rial vs. Dollar Market Capitalization of TSE

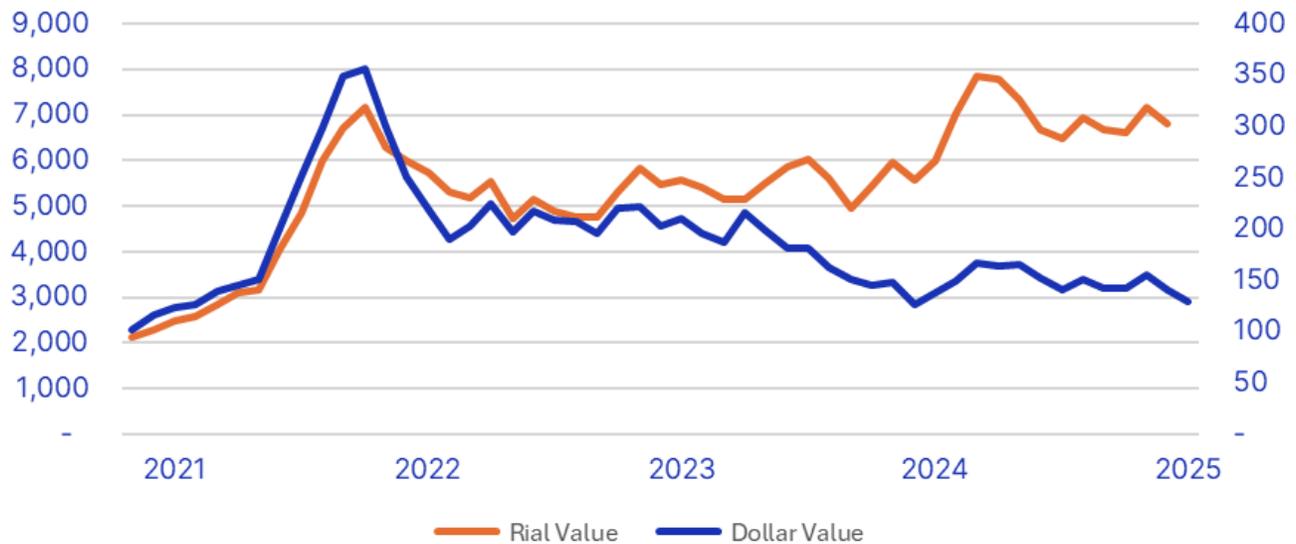


FIGURE 2: TSE Market cap in Rial vs. US Dollars

Dollar Valuation of Middle East Capital Markets

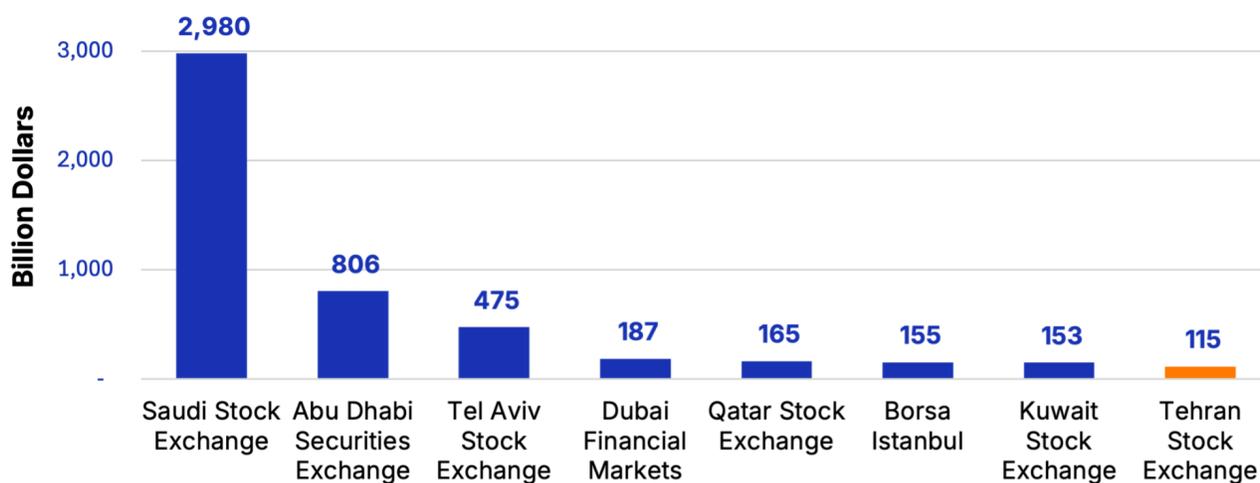


Figure 3: TSE Ranking in dollar value across the Middle East capital markets

علاوه بر این، با استفاده از آخرین داده‌های موجود بانک جهانی (سال ۲۰۲۰)، شکل ۴ نشان می‌دهد که نسبت ارزش بازار سهام ایران به تولید ناخالص داخلی (GDP) حدود ۵۲۶٪ است، که به مراتب بزرگتر از کشورهایمانند کره جنوبی، چین، و عربستان سعودی است. همان‌طور که در شکل ۵ مشاهده می‌شود، این نسبت تا سال ۲۰۱۸ نسبتاً پایدار بوده و به‌طور میانگین حدود ۱۳٪ بوده است. اما با توجه به رکود اقتصادی مستند ایران، فقدان سرمایه‌گذاری، تورم پایدار، و رشد اقتصادی ضعیف، جهش شدید این نسبت پس از سال ۲۰۱۸ به‌وضوح نشانه‌ای از ارزش‌گذاری بیش‌ازحد یا تشکیل حباب در بازار است. این نتیجه‌گیری با استراتژی موسوم به «پامپ و دامپ» (Pump and Dump) که اکنون به‌خوبی شناخته شده است و توسط جمهوری اسلامی در دوره دولت روحانی به کار گرفته شد، هم‌راستا است (این موضوع در بخش ۲.۲ به‌تفصیل بررسی خواهد شد).

2. شناسایی مسائل بنیادین

2.1. اطلاعات نامتقارن، معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، و فساد

پایه و اساس بازار سهام بر مبنای اطلاعات بنا شده است. دسترسی به اطلاعات دقیق و به‌موقع درباره عملکرد آتی و موقعیت ریسکی شرکت‌ها، از جمله معیارهای کلیدی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. به همین دلیل، در اکثر اقتصادهای پیشرفته، مجموعه‌ای از قوانین برای الزام شرکت‌ها به انتشار شفاف، دقیق و به‌موقع اطلاعات مالی وضع شده است. این مقررات، انتشار مناسب و به‌موقع اطلاعات را تضمین می‌کنند. در اقتصادهای توسعه‌یافته، دست‌کاری در گزارش‌های مالی یا انجام معاملات بر مبنای اطلاعات محرمانه، جرمی جدی تلقی می‌شود.

Stock Market Capitalization to GDP in 2020 (in %)

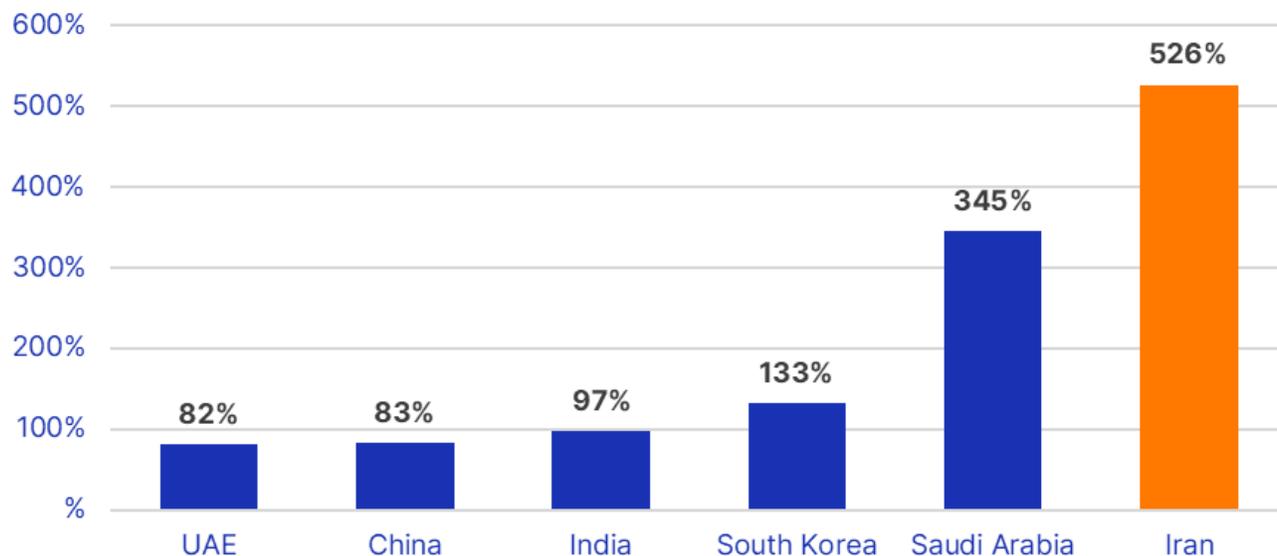


FIGURE 4: Stock market capitalization to GDP in 2020 (in %)

Stock Market Capitalization to GDP (in %)

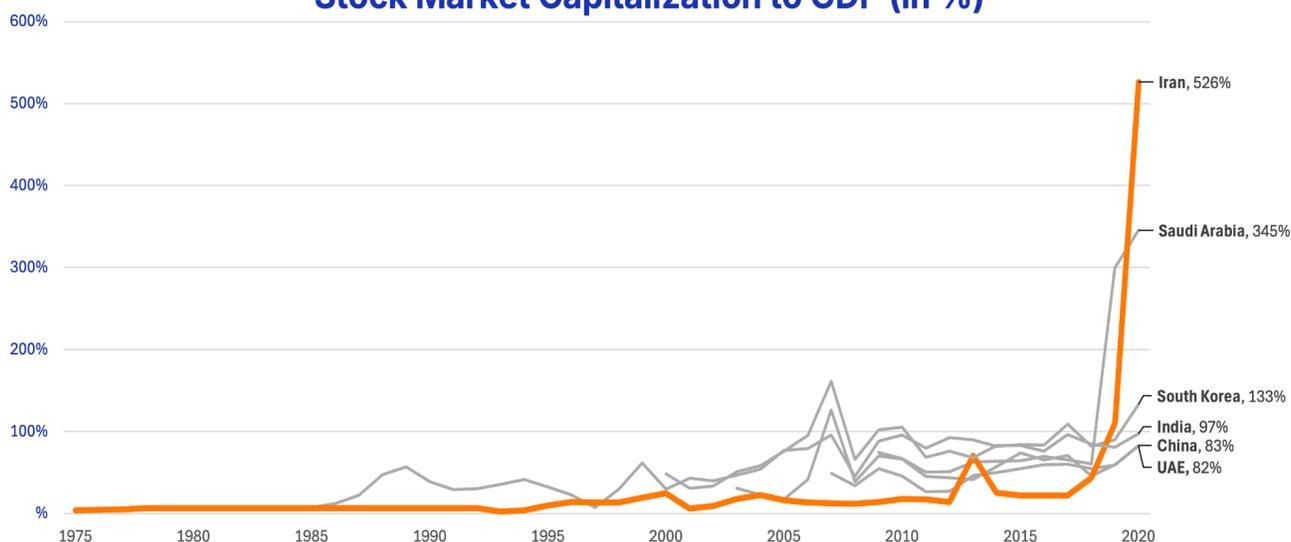


FIGURE 5: Historical variation in stock market capitalization to GDP

با این حال، صرف وجود چنین قوانینی برای جلوگیری از فساد و تضمین دسترسی برابر به اطلاعات کافی نیست. به‌طور ذاتی، نوعی «اطلاعات نامتقارن» میان عموم سرمایه‌گذاران (بازیگران بیرونی) و افراد درون شرکت‌ها وجود دارد. مدیران شرکت‌ها، به‌طور طبیعی، اطلاعات دقیق‌تر و به‌موقع‌تری نسبت به وضعیت عملیاتی شرکت خود دارند، و این مسئله به آنان مزیتی قابل‌توجه می‌دهد. در نتیجه، اگر این افراد یا شبکه مرتبط با آن‌ها، بر مبنای اطلاعات محرمانه اقدام به خرید یا فروش سهام کنند، قطعاً سود خواهند برد و طرف مقابل معامله متضرر خواهد شد. لازم به یادآوری است که معاملات در بازار سهام یک بازی مجموع‌صفر است: سود تضمین‌شده‌ای که افراد دارای اطلاعات نهانی کسب می‌کنند، معادل با زیان طرف مقابل معامله‌ای است که به آن اطلاعات دسترسی نداشته است.

برای مثال، فرض کنید یک شرکت دارویی متوجه شود که سازمان غذا و داروی ایران (FDA) به دلیل عدم موفقیت در آزمایش‌های بالینی، مجوز تولید داروی جدید ام‌اس (MS) را صادر نخواهد کرد. مدیران شرکت، اولین افرادی هستند که از این تصمیم باخبر می‌شوند. به‌محض آنکه این خبر در بازار منتشر شود، قیمت سهام این شرکت دارویی قطعاً کاهش خواهد یافت. اما اگر مدیران و افراد مطلع دیگر، پیش از اعلام عمومی، سهام خود را بفروشند، عملاً موفق شده‌اند که سهام را به قیمت بالا به کسانی بفروشند که از شکست دارو و کاهش آتی ارزش سهم بی‌اطلاع‌اند. در این معامله، سود مدیران از جیب خریداران ناآگاه تامین شده است. این دقیقاً نمونه‌ای از **فساد مالی** است.

در غیاب قوانین مؤثر و اجرای سخت‌گیرانه آن‌ها برای جلوگیری از چنین سودجویی‌هایی، بازار سهام به بستری برای کلاهبرداری، پول‌شویی، سرقت، رانت‌جویی و در اصل، به یک طرح پانزی تبدیل خواهد شد. به همین دلیل، در اقتصادهای پیشرفته، نهادهای ناظر موظف‌اند به‌صورت جدی معاملات مدیران و دیگر افراد اثرگذار را در بازار سهام رصد کنند. حتی با وجود چنین قوانین سخت‌گیرانه‌ای، در اقتصادهای توسعه‌یافته نیز گاهی رسوایی‌های مرتبط با معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و تخلفات مالی گزارش می‌شود. سناریوی شرکت دارویی که در بالا گفته شد، در واقع یک پرونده واقعی مربوط به یک شرکت استرالیایی بود. کریس کالینز (Chris Collins)، نماینده کنگره آمریکا از نیویورک، به جرم فروش سهام آن شرکت پیش از انتشار خبر شکست داروی MS، به ۲۶ ماه زندان محکوم شد.

متأسفانه، در بورس تهران (TSE)، پدیده معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی به‌طور گسترده رایج است. نبود نظارت مؤثر و ضعف در اجرای قانون توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (SEO) و همچنین دستگاه قضایی، این مسئله را به‌شدت تشدید کرده است. این فساد فراگیر در رسانه‌های مالی داخل ایران نیز تحت عنوان «فساد نهادی و سیستماتیک» در بورس شناخته می‌شود. با آنکه بسیاری از شرکت‌های حاضر در بورس از نظر اسمی «خصوصی‌سازی» شده‌اند، اکثریت آن‌ها همچنان تحت کنترل سپاه پاسداران انقلاب اسلامی هستند یا وابسته به سپاه آن‌ها را اداره می‌کنند. این موضوع گواهی روشن بر فساد گسترده و رانت‌جویی ساختار یافته در بازار سرمایه ایران است. در تاریخ ۲۹ مرداد ۱۴۰۱، روزنامه اقتصادی معتبر «دنیای اقتصاد» مقاله‌ای تحلیلی منتشر کرد که در آن، گسترش فساد ساختاری، خلأهای قانونی، و حاکمیت فردمحور را از عوامل اصلی دست‌کاری قیمت‌ها در بورس عنوان کرد. به‌طور کلی، نهادهای بین‌المللی مختلفی که میزان فساد را در جهان اندازه‌گیری می‌کنند، همواره ایران را در بین فاسدترین کشورها قرار داده‌اند. بر اساس شاخص فساد بانک جهانی (شکل ۶)، میزان فساد در ایران بسیار بیشتر از سایر کشورهای منطقه است. همچنین، بر اساس شاخص ادراک فساد (CPI) سازمان شفافیت بین‌الملل (شکل ۷)، ایران پیوسته در رده حدود ۱۴۹ام از میان ۱۸۰ کشور و قلمرو قرار دارد.

به‌راحتی می‌توان شواهد گسترده‌ای از فساد در بازار سهام ایران یافت. حتی در ایالات متحده آمریکا—که قوانین بسیار سخت‌گیرانه‌تری دارد و اجرای قانون نیز بسیار قوی‌تر است—تخلفات مالی و فساد گابیه‌گاه روی می‌دهد. بنابراین، منطقی است که نتیجه بگیریم در کشوری مانند ایران که نه تفکیک قوا دارد، نه قانون‌گرایی، و سرشار از فساد، رانت‌جویی و اختلاس است—بازاری که عملاً تحت کنترل سپاه پاسداران است—فساد ساختاری و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، عمیقاً ریشه دوانده‌اند. نمونه‌ای تازه از این پدیده، مربوط به معاملات سهام شرکت ایران‌خودرو، بزرگترین شرکت تولیدی کشور، در اوایل اردیبهشت ۱۴۰۲ (می ۲۰۲۳) است. در تاریخ ۲۹ اردیبهشت ۱۴۰۲ (۲۹ می ۲۰۲۳) خبری منتشر شد مبنی بر اینکه ایران‌خودرو تولید را متوقف خواهد کرد، چرا که دولت از تخصیص دلار با نرخ ترجیحی که پیش‌تر ارائه می‌کرد، خودداری کرده است. با این حال، نامه‌ای که این تصمیم را تأیید می‌کرد، دارای تاریخ ۱۷ اردیبهشت (۷ می) بود، که نشان می‌داد افراد مطلع و وابسته به داخل شرکت بیش از سه هفته قبل از اعلام عمومی از این تصمیم خبر داشته‌اند. قیمت سهام ایران‌خودرو در تاریخ‌های ۱۶ و ۱۷ اردیبهشت (۶ و ۷ می) به بالاترین سطح تاریخی خود رسید و سپس به‌طور مداوم کاهش یافت تا روز ۲۹ اردیبهشت، که حدود ۲۴.۵٪ از ارزش خود را از دست داده بود. اگرچه قیمت سهام بخشی از این افت را جبران کرد، اما هرگز به اوج قیمتی خود در روزهای ۶ و ۷ می بازنگشت؛ به‌طوری‌که تا اردیبهشت ۱۴۰۳ (می ۲۰۲۴)، هنوز حدود ۴۵٪ پایین‌تر از آن سطح باقی مانده است. این الگو به‌وضوح نشان می‌دهد که افراد مطلع در ایران‌خودرو، پیش از افشای عمومی اطلاعات، اقدام به فروش سهام گران‌قیمت خود کرده‌اند، در حالی‌که خریداران ناآگاه، دچار زیان قطعی شده‌اند.

World Bank Corruption Index

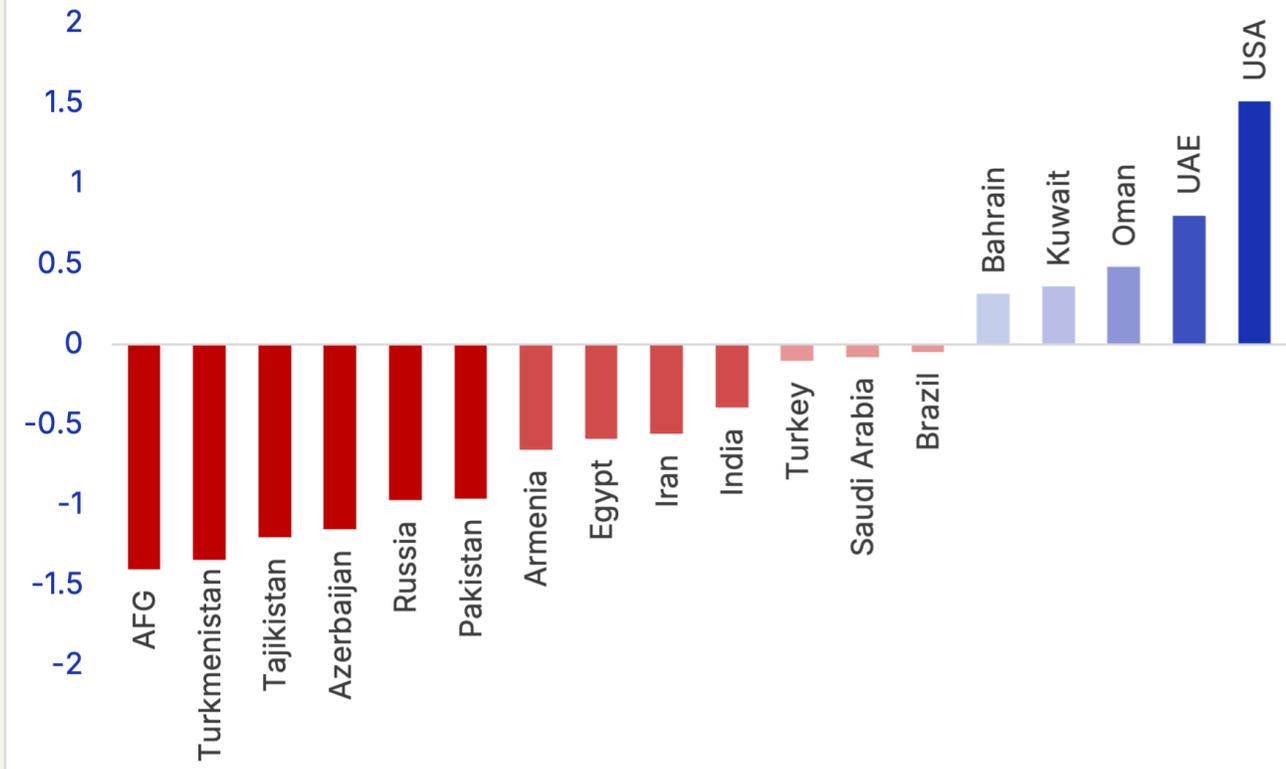


FIGURE 6: The World Bank Corruption Index

This Space Is Left Intentionally Blank

Corruption Perception Index (higher values indicate lower corruption perception)

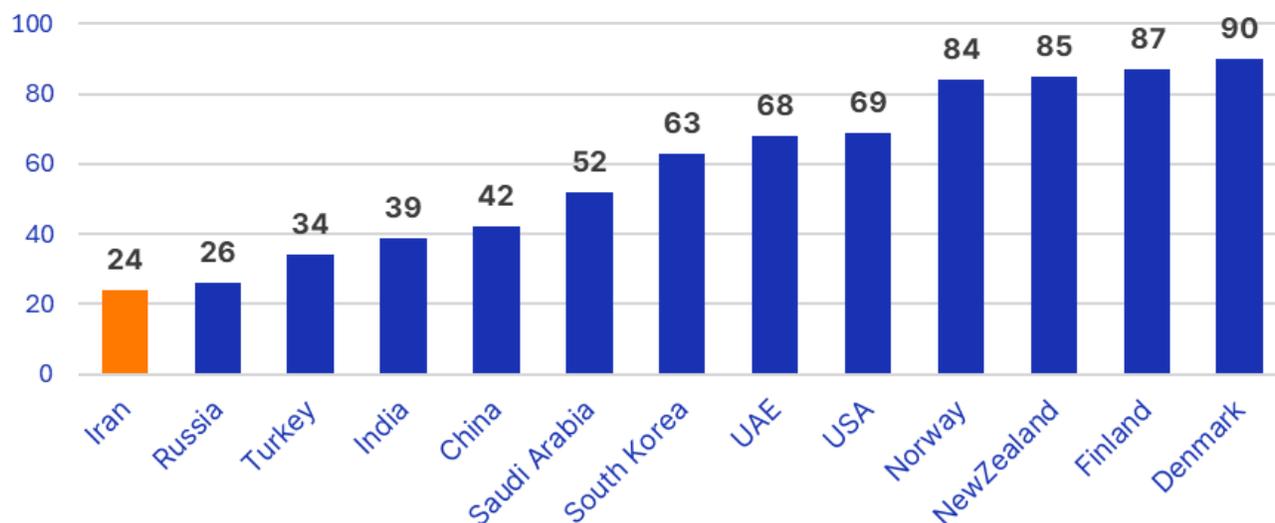


FIGURE 7: Corruption Perception Index by Transparency International

2.2. کنترل قیمتی و مداخلات دولتی

جمهوری اسلامی با شعارهای ضدسرمایه‌داری و ضددولتی به قدرت رسید. در واقع، اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی تصریح می‌کند که کلیه صنایع بزرگ باید تحت مالکیت دولت باشند. حتی پس از اصلاح این اصل در سال ۱۳۸۳، نهادهای دولتی و شبه‌دولتی همچنان کنترل حدود ۶۰ تا ۸۰ درصد از اقتصاد ایران را در اختیار دارند. در نتیجه، یکی از ویژگی‌های بارز جمهوری اسلامی، کنترل‌های قیمتی مستمر و مداخلات مکرر در بازارها بوده است. بازارهای مالی نیز از این مداخلات مستثنا نبوده‌اند.

سازمان بورس و اوراق بهادار (سازمان بورس) نظارت جامعی بر تمامی بورس‌های کشور اعمال می‌کند و محدودیت‌هایی در مورد دامنه نوسان قیمت و حجم مینا در کلیه بازارها، از جمله بورس تهران، اعمال می‌کند. در بورس تهران، مداخلات دولتی شامل تعیین حجم مینا و دامنه نوسان روزانه برای جلوگیری از دستکاری قیمت در حجم معاملات پایین است. به طور معمول، دامنه نوسان قیمت سهام بین منفی ۵ تا مثبت ۵ درصد است، اگرچه اخیراً برای سهام بازار اول بورس تهران این دامنه به منفی ۷ تا مثبت ۷ درصد افزایش یافته است. به‌طور مشابه، در بورس کالای ایران، سازمان بورس نرخ ارز را به نرخ رسمی ترجیحی موسوم به نیما تثبیت کرده است. با توجه به نوسانات شدید نرخ ارز، افرادی که در بورس کالا با نرخ نیما کالا خریداری می‌کنند—یا به این نرخ ترجیحی دسترسی دارند—عملاً از رانت دولتی برخوردار شده و می‌توانند مزایای ناعادلانه‌ای کسب کنند، که منجر به ناکارآمدی بازار و افزایش خطر فساد می‌شود.

تأثیر منفی کنترل‌های قیمتی مداوم جمهوری اسلامی را می‌توان در تمامی بازارها، از جمله بازار ارز، بازار انرژی و بازار سهام مشاهده کرد. برای مثال، همان‌طور که در فصل بانکداری این سند نیز مورد بحث قرار گرفته است، وجود نظام‌های چندنرخ ارز یکی از عوامل اصلی فساد و رانت‌جویی در اقتصاد ایران است. در واقع، رژیم جمهوری اسلامی از تسلط و قابلیت اعمال کنترل قیمتی در بازار سهام برای تامین کسری بودجه خود سوءاستفاده کرده است. برجسته‌ترین نمونه این رویکرد، سقوط بازار سهام در سال ۱۳۹۹ (۲۰۲۰) است. اکثر تحلیل‌گران و اقتصاددانان ایرانی بر این باورند که دولت حسن روحانی با استفاده از اطلاعات نهانی، دستکاری قیمت‌ها و تبلیغات گسترده، راهبردی موسوم به «پامپ و دامپ» (Pump and Dump) را در بازار سهام به کار گرفت تا نقدینگی را به سمت بازار سوق دهد و از این طریق کسری بودجه دولت را تامین کند. در نتیجه این اقدامات، بازار سهام ایران به‌طور مصنوعی و موقت

رشد کرد و حبابی ایجاد شد که در تاریخ ۲۰ مرداد ۱۳۹۹ (۱۰ آگوست ۲۰۲۰) به اوج خود رسید. اما مدت کوتاهی بعد، بازار وارد یکی از شدیدترین سقوطهای تاریخ خود شد. تا مهرماه همان سال (اکتبر)، شاخص کل بورس بیش از ۲۵ درصد کاهش یافت و بسیاری از نمادها بیش از ۷۰ درصد از ارزش خود را از دست دادند.

2.3. استانداردهای حسابداری منسوخ

یکی دیگر از مشکلات مهم بازار مالی ایران، استانداردهای حسابداری منسوخ آن است. همانطور که در فصل بانکداری نیز بحث شد، نظام بانکی ایران با سوءاستفاده از خلأها و کاستیهای این استانداردهای قدیمی، زیانهای انباشته را در ترازنامههای خود پنهان می‌کند. این استانداردها به شدت با استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (IFRS) فاصله دارند. هنگام ارزیابی مجدد دارایی‌ها، بانک‌ها معمولاً صرفاً بر اساس تورم، ارزش املاک و مستغلات خود را افزایش می‌دهند، که این اقدام به پنهان‌سازی زیانهای واقعی و بی‌ثباتی مالی در صورت‌های مالی منجر می‌شود. به‌طور مشابه، این استانداردهای منسوخ به شرکت‌های ایرانی—که اغلب توسط مدیران وابسته به سپاه پاسداران انقلاب اسلامی (IRGC) اداره می‌شوند—اجازه داده است تا زیانهای خود را پنهان کرده یا کمتر از واقعیت گزارش دهند. این امر زمینه‌ساز فساد گسترده و اختلاس در سطح سیستماتیک شده است. یکی از نمونه‌های بارز این فساد، پرونده اختلاس ۳ میلیارد دلاری مربوط به شرکت فولاد مبارکه است. مثال دیگر، صنعت خودروسازی است: زیانهای انباشته دو شرکت بزرگ خودروساز کشور—ایران خودرو و سایپا—در حال حاضر از کل بودجه سالانه سپاه پاسداران بیشتر است. با این حال، نظام بانکی همچنان وام‌های کلانی به این شرکت‌ها اعطا می‌کند، در حالی که عملاً ورشکسته هستند. این مشکل همچنین با کنترل‌های قیمتی و مداخلات دولتی (مورد بحث در بخش ۲.۲) مرتبط است، زیرا بانک‌ها طبق دستور جمهوری اسلامی مجبورند تسهیلات (وام‌های اجباری) را به این خودروسازان ارائه دهند. این واقعیت که صنعت خودروسازی با وجود نداشتن رقیب خارجی قابل‌توجه، همچنان زیانهای انباشته بسیار زیادی دارد، خود گویای اثرات مخرب کنترل‌های مداوم قیمتی و مداخلات گسترده دولتی است.

نمونه معروف فروپاشی شرکت Enron در ایالات متحده اهمیت حیاتی استانداردهای حسابداری قابل‌اعتماد را نشان می‌دهد. یکی از نتایج ویرانگر این فروپاشی، از بین رفتن اعتماد عمومی به صورت‌های مالی شرکت‌ها—و به تبع آن، کل نظام مالی—بود. سرمایه‌گذاران برای پر کردن خلا اطلاعاتی بین خود و مدیران شرکت‌ها به صورت‌های مالی تکیه می‌کنند؛ وقتی اعتبار این صورت‌ها خدشه‌دار شود، کل نظام مالی آسیب می‌بیند. به همین دلیل، کنگره ایالات متحده «قانون ساربنز-اکسلی» (Sarbanes-Oxley Act of 2002) را تصویب کرد تا اعتبار، شفافیت، و مسئولیت‌پذیری صورت‌های مالی را افزایش داده و از فساد جلوگیری کند. در مقابل، استانداردهای حسابداری منسوخ ایران نمتنها شکاف اطلاعاتی موجود را تشدید کرده‌اند، بلکه فساد را نیز فراگیر، سیستماتیک و ساختاری کرده‌اند. ترکیب این رویه‌ها با کنترل‌های قیمتی و مداخلات دائمی دولت، باعث شده بانک جهانی بازار مالی ایران را یکی از فاسدترین بازارهای منطقه رتبه‌بندی کند.

2.4. پابندی به نظام مالی اسلامی و مدیریت ریسک

پابندی به اصول مالی اسلامی چالش‌های متمایزی را برای بازارهای مالی ایران ایجاد کرده است. همانطور که در فصل بانکداری نیز به تفصیل بحث شد، مالی اسلامی پرداخت‌های از پیش تعیین‌شده مانند بهره (ربا) را ممنوع می‌داند و استفاده از وجوه را به قراردادهای مشارکت در سود و زیان محدود می‌کند. ایران تنها کشوری است که کل بازار مالی آن بر اساس مالی اسلامی اداره می‌شود و ۳۴.۴٪ از کل دارایی‌های بانکی اسلامی جهان را به خود اختصاص داده است—در حالیکه عربستان سعودی با ۲۰.۴٪ در جایگاه دوم قرار دارد. این چارچوب به‌طور چشمگیری هم بر مدیریت ریسک و هم بر توسعه ابزارهای مالی تأثیر گذاشته است. فصل بانکداری به تفصیل اثرات نظام مالی اسلامی بر بانکداری و سیاست‌گذاری پولی را مورد بررسی قرار می‌دهد، اما چالش‌های ناشی از نظام مالی اسلامی فراتر از نظام بانکی است.

یکی از نمونه‌های چالش‌های مرتبط با نظام مالی اسلامی، مسئله مدیریت ریسک است. مشتقات مالی (financial derivatives) در اقتصادهای پیشرفته به‌طور گسترده برای مدیریت انواع مختلف ریسک، از جمله انرژی و ارز خارجی، مورد استفاده قرار می‌گیرند. برای مثال، در اوایل دهه ۲۰۰۰، شرکت هواپیمایی Southwest Airlines با استفاده از قراردادهای آتی (futures contracts) توانست ریسک قیمت سوخت جت را به میزان قابل‌توجهی کاهش دهد و از این طریق مزیت رقابتی مهمی کسب کند. با این حال، در ایران چنین ابزارهای مشتقه‌ای—که در بیشتر بازارهای سرمایه پیشرفته رایج هستند—بر اساس اصول نظام مالی اسلامی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (SEO) ممنوع اعلام شده‌اند. در نتیجه، شرکت‌های ایرانی فاقد ابزارهای لازم برای مدیریت انواع مختلف مواجهه با ریسک هستند. این امر به‌ویژه با توجه به نوسانات و عدم قطعیت فراگیر بازار سرمایه ایران، از جمله نوسانات شدید نرخ ارز، مشکل‌ساز است. از آنجا که شرکت‌ها نمی‌توانند این ریسک‌ها را پوشش دهند، ناگزیر این هزینه‌ها را به مصرف‌کننده نهایی منتقل می‌کنند که این امر خود را در قالب نوسانات قیمتی نشان می‌دهد. این پدیده در نهایت بر مصرف و هزینه‌کرد خانوارها تأثیر می‌گذارد و به اقتصاد واقعی سرایت می‌کند. به عبارت دیگر، ناتوانی شرکت‌های ایرانی در پوشش و مدیریت ریسک، در نهایت خانوارها را با نوسانات شدید قیمتی روبرو کرده و اثرات چرخه‌های اقتصادی را تشدید می‌کند.

3. پس از جمهوری اسلامی: ریسک‌ها و چارچوب اصلاح

3.1. ریسک‌ها و سیاست‌های کوتاهمدت

در این بخش، ریسک‌های فوری پیش‌روی بازارهای مالی کشور پس از سقوط جمهوری اسلامی بررسی شده و راهکارهای احتمالی برای مقابله با آن‌ها ارائه می‌گردد. این راهبردهای کاهش ریسک برای اجرا در دوره گذار کوتاهمدت طراحی شده‌اند و باید پس از گذشت سه تا شش ماه بازنگری شوند تا از آسیب به رشد اقتصادی یا ایجاد شوک‌های سیستماتیک جدید جلوگیری شود.

هدف اصلی سیاست‌های اقتصادی کوتاهمدت در فضای پس از سقوط، تثبیت بازارهای مالی، جلوگیری یا مهار وحشت عمومی، و پرهیز از آسیب‌های بیشتر و ناخواسته به اقتصاد است. بلافاصله پس از فروپاشی، کشور با بی‌ثباتی بی‌سابقه‌ای مواجه خواهد شد که ناشی از عدم قطعیت در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و سیاسی خواهد بود. اگر این وضعیت با دقت مدیریت نشود، می‌تواند پیامدهای منفی عمیق و ماندگاری برای اقتصاد داشته باشد. بنابراین، تمرکز دولت گذار باید بر ثبات اقتصادی و کاهش اثرات شوک اولیه اجتناب‌ناپذیر باشد. در این مسیر، کلید موفقیت، ارتباط شفاف و مؤثر با مردم و انتشار سیگنال‌های معتبر از سوی مسئولان در زمان مناسب است تا از فروپاشی نظام مالی جلوگیری شود.

3.1.1. سقوط بازار و خطر رکود بزرگ

تحقیقات دانشگاهی، هم در حوزه نظری و هم در حوزه تجربی، همواره ارتباط منفی بین عدم قطعیت سیاسی و قیمت دارایی‌ها و همچنین سرمایه‌گذاری شرکتی را نشان داده‌اند. کارهای بنیادین اولیه توسط برنانکی (۱۹۸۳) و دیکسیت و پیندیک (۱۹۹۴) انجام شد و شواهد جدیدتر نیز این یافته‌ها را تأیید می‌کنند. برای مثال، پاستور و ورونسی (۲۰۱۳) نشان می‌دهند که عدم قطعیت سیاسی در بازار سهام یک پرمیوم مطالبه می‌کند و باعث افزایش نوسانات و همبستگی‌ها در میان سهام‌ها، به‌ویژه در شرایط ضعیف اقتصادی، می‌شود. سازوکار اصلی این پدیده آن است که عدم قطعیت، ارزش ضمانت ضمنی دولت را کاهش می‌دهد. کاویانی، کریزانوسکی، ملکی و سیور (۲۰۲۰) الگوی مشابهی را در بازار اوراق قرضه مستند می‌کنند و نشان می‌دهند که در چنین شرایطی، اسپردهای اعتباری افزایش یافته و ارزش بدهی شرکتی کاهش می‌یابد. گولن و ایون (۲۰۱۶) نیز اثبات می‌کنند که سرمایه‌گذاری سرمایه‌های شرکت‌ها به‌طور چشمگیری در مواجهه با افزایش عدم قطعیت سیاست‌گذاری کاهش می‌یابد. یافته‌های این مطالعات، بدون توجه به منبع عدم قطعیت (اعم از سیاسی، سیاست‌گذاری‌های اقتصادی یا حتی ریسک‌های ژئوپلیتیکی)، به‌صورت قاطعانه برقرارند.

یافته‌های این پژوهش‌ها پیامدهای مهمی برای بازارهای مالی ایران در دوره بلافاصله پس از سقوط جمهوری اسلامی دارد؛ چرا که افزایش شدید عدم قطعیت سیاسی، امری حتمی خواهد بود. مهم است که تأکید شود، این رویداد نه مانند عدم قطعیت‌های عادی سیاسی در چرخه‌های انتخاباتی است، و نه صرفاً نوعی عدم قطعیت سیاست‌گذاری اقتصادی به سبک بیکر، بلوم و دیویس (۲۰۱۶). بلکه، سقوط جمهوری اسلامی یک شوک بزرگ سیاسی و ژئوپلیتیکی خواهد بود که آثار آن برای دهه‌ها ادامه خواهد داشت و به احتمال زیاد چشم‌انداز سیاسی و اقتصادی خاورمیانه را دگرگون خواهد کرد. از این‌رو، با توجه به آسیب‌پذیری بازارهای مالی ایران و مشکلاتی که پیش‌تر مطرح شد، انتظار کاهش قابل توجه قیمت دارایی‌ها در تمام بازارها منطقی است.

شوکی عدم قطعیت ناشی از سقوط جمهوری اسلامی، به احتمال فراوان موجی از وحشت میان فعالان بازار را برمی‌انگیزد که به فروش گسترده دارایی‌ها منجر خواهد شد. اگر این روند سریع و عاقلانه مدیریت نشود، می‌تواند به سرعت شدت گیرد و چرخه‌های معیوب ایجاد کند که سقوط بازار را تشدید کند. با گسترش وحشت در جامعه، سهام بیشتری برای فروش عرضه می‌شود و در نتیجه قیمت‌ها کاهش بیشتری می‌یابند. شرکت‌ها ممکن است سرمایه‌گذاری‌های خود را کاهش دهند، کارکنان را اخراج کنند و دارایی‌های خود را با قیمت‌های ناچیز بفروشند. اضطرابی دارایی‌ها، این چرخه نزولی را وخیم‌تر کرده و اخراج کارکنان نیز مصرف‌کنندگان را کاهش و بدهی آن‌ها را افزایش می‌دهد که در نهایت به کاهش اعتبار و افزایش احتمال نکول منجر می‌شود. وقتی این وضعیت با خطر هجوم به بانک‌ها و سقوط ارزش ریال (همان‌طور که در فصل بانکداری به آن پرداخته شده) ترکیب شود، تصویر فاجعه‌باری پدید می‌آید. یعنی، در کوتاهمدت پس از سقوط جمهوری اسلامی، خطر کاهش شدید ارزش دارایی‌ها، همراه با هجوم به بانک‌ها، کاهش ارزش پول ملی، افت محسوس سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، افزایش بیکاری و فروش وحشت‌زده سهام‌ها توسط سرمایه‌گذاران وجود دارد. این شرایط تعریف دقیق یک بحران اقتصادی تمام‌عیار است که می‌تواند منجر به انقباض اقتصادی، کاهش تولید ناخالص داخلی و در صورت عدم مهار، حتی رکود عمیق یا «رکود بزرگ» شود.

3.1.2. فرار سرمایه

یکی دیگر از ریسک‌های کوتاهمدت که به‌طور مستقیم با خطر سقوط بازار مرتبط است، خطر فرار سرمایه در دوران کوتاهمدت پس از فروپاشی جمهوری اسلامی است. این ریسک، که در فصل بانکداری نیز مورد بررسی قرار گرفته، به‌طور کلی در شرایطی افزایش می‌یابد که ریسک سرمایه‌گذاری یا عدم قطعیت در یک کشور افزایش یابد. البته، فرار سرمایه پدیده‌ای نیست که برای اولین بار پس از فروپاشی اتفاق بیفتد؛ ایران در یک دهه گذشته نیز با تبعات این پدیده مواجه بوده است. داده‌های موجود از سوی بانک مرکزی ایران نشان می‌دهد که در مجموع حدود ۹۸.۵ میلیارد دلار سرمایه طی ۹ سال گذشته از کشور خارج شده و این رقم در بازه ۱۶ ساله به حدود ۱۷۰.۶ میلیارد دلار می‌رسد. آمارهای اخیر بانک مرکزی ایران نیز نشان می‌دهد که در ۹ ماه ابتدایی سال ۱۴۰۲، یعنی از فروردین تا آذر ۱۴۰۲، بیش از ۲۰ میلیارد دلار سرمایه از کشور خارج شده است که بیانگر سقوط کامل اعتماد به ثبات سیستم مالی ایران است.

سیاست خارجی خصمانه جمهوری اسلامی، تنش‌های هسته‌ای، و ایدئولوژی ضدغربی آن منجر به انزوای بین‌المللی و تحریم‌های شدید شده‌اند و این عوامل در کنار بی‌ثباتی سیاسی، فساد ساختاری، و ضعف حکمرانی، به شکل چشمگیری ریسک سرمایه‌گذاری در ایران را افزایش داده‌اند. در چنین شرایطی، خروج پیوسته سرمایه‌تجرب‌برانگیز نیست. در واقع، در دوره‌هایی که عدم قطعیت به‌ویژه افزایش می‌یابد، بی‌اعتمادی میان فعالان بازار شدیدتر می‌شود. برای نمونه، در جریان خیزش «زن، زندگی، آزادی»، نرخ فرار سرمایه از بورس تهران دو برابر شد.

نکته مهمی که باید بر آن تاکید شود این است که فرار سرمایه‌ای که در اینجا مورد اشاره قرار گرفته، منحصر به خروج سرمایه از بورس تهران نیست. مشابه با آنچه در فصل بانکداری مطرح شده، این مفهوم به هرگونه خروج سرمایه از کشور اطلاق می‌شود. زمینه و بستر این ریسک برای درک صحیح آن حیاتی است: فروپاشی جمهوری اسلامی یک شوک عظیم عدم قطعیت ایجاد خواهد کرد که به‌طور چشمگیری ریسک‌های سیاسی، ژئوپلیتیکی و اقتصادی را افزایش می‌دهد. با توجه به خطر هجوم به بانک‌ها و کاهش شدید ارزش ریال در دوران پس از فروپاشی (که در فصل بانکداری، بخش‌های ۳.۲.۱ و ۳.۲.۳ مورد بحث قرار گرفته‌اند)، بعید است که سرمایه‌گذاران بورس تهران سرمایه خود را از بازار سهام خارج کرده و در سیستم بانکی که در آستانه فروپاشی است، سپرده‌گذاری کنند، یا آن را به صورت نقدی نگهداری کنند که ممکن است به‌سرعت ارزش خود را از دست بدهد. بنابراین، بیشتر سرمایه‌ها به احتمال زیاد از کشور خارج خواهند شد.

3.1.3. فساد فزاینده

یکی دیگر از ریسک‌های کوتاه‌مدت که به‌طور مستقیم با سقوط بازار و فرار سرمایه در ارتباط است، خطر تشدید فساد مالی در دوران پس از فروپاشی رژیم است. همان‌طور که در بخش ۲.۱ اشاره شد، بازار مالی ایران پیش از این نیز با فساد نهادی و ساختاری مواجه بوده است. اما در فضای پر از ابهام پس از فروپاشی، این ریسک می‌تواند به‌شدت افزایش یابد، چرا که مدیران عامل شرکت‌ها، شبکه‌های مرتبط با آن‌ها، و سایر افراد دارای نفوذ - که عمدتاً وابسته به سپاه پاسداران هستند - ممکن است به‌سرعت اقدام به نقد کردن دارایی‌ها و کسب منافع خصوصی نمایند. این نوع سوءاستفاده از منافع شرکت، که به استخراج منافع خصوصی از شرکت شناخته می‌شود، در واقع یک مسئله در حوزه حاکمیت شرکتی و نتیجه‌ای از مشکلات نمایندگی است. در این حالت، منافع مدیران با منافع ذی‌نفعان خارجی - یعنی سهامداران و بستان‌کاران - در تضاد قرار می‌گیرد. اقتصادهای پیشرفته به‌طور گسترده به مطالعه و رفع این مشکل پرداخته‌اند، و سازوکارهایی برای جلوگیری یا محدود کردن سوءاستفاده مدیران اجرایی از موقعیت خود ایجاد کرده‌اند. همچنین در بسیاری از کشورها تلاش شده تا قدرت سهامداران عمده نیز کنترل شود، به‌ویژه در مواقعی که این سهامداران از موقعیت خود برای استخراج منافع خصوصی بهره‌برداری می‌کنند.

در فضای بی‌ثبات پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، انگیزه مدیران عامل و افراد دارای نفوذ برای بهره‌برداری شخصی بیشتر خواهد شد. این افراد ممکن است نه تنها سهام خود را در بازار بفروشند، بلکه دارایی‌های شرکت‌های تحت مدیریت خود را نیز نقد کرده و درآمد حاصل از آن را به ارز خارجی تبدیل و از کشور خارج کنند. متأسفانه، در ایران مکانیزم‌های مؤثر برای جلوگیری از چنین سوءاستفاده‌هایی یا وجود نداشته‌اند یا به درستی اجرا نشده‌اند. به همین دلیل، شرکت‌ها در برابر چنین رفتاری بسیار آسیب‌پذیر خواهند بود. این انگیزه برای نقد کردن سهام و دارایی‌های شرکت، خطر فرار سرمایه را تشدید کرده، احتمال سقوط بازار را افزایش می‌دهد و باعث تسریع در فروپاشی کامل بازارهای مالی خواهد شد.

3.1.4. سیاست‌های پیشنهادی کوتاه‌مدت

سیاست مقابله با سقوط بازار

همان‌طور که پیش‌تر بحث شد، فروپاشی جمهوری اسلامی شبیه به افزایش معمول در عدم‌قطعیت سیاسی - مانند آنچه در دوره‌های انتخاباتی اتفاق می‌افتد - نیست و تنها به افزایش عدم‌قطعیت اقتصادی در حوزه سیاست‌های پولی یا مالی دولت محدود نمی‌شود. بلکه این رویداد یک شوک عظیم سیاسی و ژئوپلیتیکی محسوب می‌شود که اقدامات مرسوم برای کنترل نوسانات قیمت را ناکارآمد می‌سازد. اکثر بورس‌های جهان مکانیزمی تحت عنوان «قطع‌کننده مدار» (circuit breaker) دارند که در صورت نوسان بیش از حد قیمت‌ها، معاملات را برای مدت زمان محدودی متوقف می‌کند. با اینکه این مکانیزم‌ها می‌توانند روند سقوط بازار را برای مدتی کند کنند، اما قادر به جلوگیری از سقوطی نیستند که ناشی از تغییرات بنیادی در ساختار بازار باشد. حتی در بحران مالی سال ۲۰۰۸ نیز این ابزارها نتوانستند از سقوط بازار بورس ایالات متحده جلوگیری کنند.

برای مقابله با ریسک سقوط بازار، پیشنهاد می‌شود که دولت انتقالی کلیه معاملات در بورس را به مدت حداقل سه ماه (و در صورت لزوم تا شش ماه) به‌طور کامل متوقف کند. این اقدام باید با شفافیت کامل و از طریق ارتباط مؤثر و مستقیم با عموم مردم و فعالان بازار اعلام شود. دلایل متعددی برای توقف معاملات وجود دارد:

1. جلوگیری از سقوط ناشی از وحشت عمومی: بخش قابل‌توجهی از فروش‌های گسترده‌ای که بلافاصله پس از فروپاشی رخ می‌دهد ناشی از فضای وحشت و نگرانی است. اگر معاملات متوقف نشوند، با توجه به شدت عدم‌قطعیتی که پس از فروپاشی جمهوری اسلامی ایجاد می‌شود، سقوط قیمت‌ها به یک پیش‌گویی خودمحقق‌شونده تبدیل خواهد شد که با گسترش وحشت در جامعه، فشار فروش افزایش یافته و قیمت‌ها به سطحی پایین‌تر از ارزش‌های بنیادی سقوط می‌کنند و منجر به نابودی حجم عظیمی از سرمایه می‌شود.

2. جلوگیری از سوءاستفاده مدیران و ذی‌نفوذان: توقف معاملات مانع از آن می‌شود که مدیران عامل، افراد دارای اطلاعات داخلی، و وابستگان به سپاه، سهام خود را در بازار بفروشند و درآمد آن را از کشور خارج کنند. این اقدام همچنین عرضه ریال در بازار ارز را کاهش داده و بخشی از فشار بر نرخ ارز را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، توقف معاملات می‌تواند تا حدی از بروز فساد جلوگیری کرده و روند فرار سرمایه و کاهش ارزش ریال را کند سازد.

3. امکان بررسی سلامت مالی شرکت‌ها: با توجه به فساد ساختاری موجود در بازار مالی ایران و استانداردهای حسابداری ناکارآمد، توقف معاملات به دولت انتقالی این فرصت را می‌دهد تا از طریق حساب‌رسان مستقل، سلامت مالی همه شرکت‌های بورسی و ترازنامه آن‌ها را مورد بررسی قرار دهد. این فرآیند به درک بهتر از وضعیت مالی شرکت‌ها پیش از بازگشایی بازار کمک خواهد کرد.

سیاست مقابله با فرار سرمایه

اگرچه توقف معاملات می‌تواند از خروج سرمایه از بازار بورس جلوگیری کند، اما فرار سرمایه همچنان در کوتاه‌مدت پس از فروپاشی جمهوری اسلامی یکی از نگرانی‌های اصلی باقی می‌ماند. در شرایطی که پس از فروپاشی، کشور با آشفتگی سیاسی و اقتصادی مواجه خواهد شد، مدیران عامل شرکت‌ها ممکن است تلاش کنند تا سپرده‌های بانکی شرکت‌های خود را برداشت کرده، آن‌ها را به ارز خارجی تبدیل کنند و به خارج از کشور منتقل نمایند.

همان‌طور که در بخش ۳.۱.۳ اشاره شد، این افراد ممکن است همچنین اقدام به فروش دارایی‌های شرکت‌های تحت مدیریت خود با قیمت‌های بسیار پایین (فروش آتش‌سوزی) کرده و از این طریق منافع شخصی خود را استخراج نمایند. سایر افراد ذی‌نفوذ که مقادیر زیادی پول نقد در بانک‌ها دارند نیز ممکن است چنین اقداماتی انجام دهند. فصل بانکداری (بخش ۳.۲.۲) به تفصیل سیاست‌هایی را که دولت انتقالی باید برای مقابله با فرار سرمایه اجرا کند، مورد بررسی قرار داده است. در اینجا نکات کلیدی این سیاست‌ها ارائه می‌شود:

1. توقف معاملات برای سه تا شش ماه.
2. تعیین سقف برداشت برای حساب‌های بانکی.
3. مسدودسازی تبدیل حساب‌های سرمایه‌گذاری به حساب‌های جاری.
4. توقف فروش آتش‌سوزی دارایی‌های شرکت‌ها یا هرگونه تغییر اساسی در مالکیت شرکت‌ها. این سیاست به‌ویژه برای جلوگیری از فساد اهمیت دارد، چرا که از تلاش مدیران عامل و سایر ذی‌نفوذان برای تخلیه دارایی شرکت‌ها و کسب منافع شخصی جلوگیری می‌کند.
5. اعمال سقف مشخص برای میزان ارز خارجی مجاز خروج از کشور توسط هر فرد، به همراه نظارت شدید در مرزها.
6. اعمال محدودیت بر مقدار پولی که بانک‌ها، موسسات مالی و شرکت‌های صرافی می‌توانند به‌صورت روزانه از حساب‌های خارجی خود به حساب‌های خارجی دیگر یا درون شبکه بانکی بین‌المللی خود منتقل کنند.

پایبندی به الزامات FATF

ضروری است که پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، انزوای نظام مالی و بانکی ایران در سریع‌ترین زمان ممکن پایان یابد. بازارهای مالی ایران باید هرچه سریع‌تر با بازارهای سرمایه بین‌المللی وارد تعامل شده و به آن‌ها متصل شوند. لازمی این امر، خروج ایران از فهرست سیاه گروه ویژه اقدام مالی (FATF) است. دولت انتقالی باید به‌سرعت مذاکرات با FATF را آغاز کرده و تمامی مدارک لازم را برای نشان دادن تعهد قوی خود به اجرای گام‌های لازم جهت خروج کشور از فهرست سیاه، ارائه کند. شروع زود هنگام این مذاکرات بسیار حیاتی است، چرا که نشانه‌های مثبت به جامعه بین‌المللی ارسال می‌کند مبنی بر اینکه اقتصاد ایران در مسیر بازگشت به نظام اقتصادی جهانی قرار دارد. چنین اقدامی تأثیر مثبتی بر بازار مالی ایران، نظام بانکی کشور و به تبع آن بر کل اقتصاد خواهد داشت و می‌تواند مسیر را برای ورود سرمایه‌گذاری خارجی و همکاری‌های بین‌المللی هموار سازد.

برچیدن الزامات فقهی نظام مالی اسلامی

در کوتاه‌مدت، پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، دولت انتقالی باید به‌طور کامل پایبندی به اصول فقهی نظام مالی اسلامی را برچیند. همان‌طور که در فصل مربوط به بانکداری (بخش ۲.۱.۶) به‌تفصیل توضیح داده شد، این چارچوب پیامدهای منفی فراوانی برای نظام بانکی و نحوه اجرای سیاست‌های پولی کشور به همراه داشته است. افزون بر آن، پایبندی به اصول نظام مالی اسلامی، دسترسی بنگاه‌ها به ابزارهای مشتقه مالی را محدود کرده و توان آن‌ها را در پوشش و مدیریت انواع مختلف ریسک تضعیف کرده است. حذف مقررات مربوط به فقه مالی اسلامی، زمینه را برای توسعه بازار ابزارهای مشتقه به منظور مدیریت موثر ریسک فراهم خواهد کرد. علاوه بر آن، این اقدام موجب بهبود ساختار نظارتی و حاکمیتی بازار مالی ایران نیز خواهد شد. همان‌طور که پیش‌تر ذکر شد، سازمان بورس و اوراق بهادار ایران (SEO) در حال حاضر مسئول تدوین مقررات حاکم بر بازارهای مالی کشور است. اما خود این سازمان تحت نظارت شورای عالی بورس و اوراق بهادار (SEHC) قرار دارد. شورای عالی بورس از قدرت خود برای اجرای سیاست‌های ایدئولوژیک جمهوری اسلامی در بورس‌ها استفاده کرده

است. پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، شورای عالی بورس باید منحل شده و سازمان بورس به نهاد اصلی نظارتی و حاکمیتی بر بازارهای بورس کشور تبدیل شود—مشابه نقش کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده (SEC) در آمریکا.

بررسی صورتهای مالی شرکتهای بورسی

همانطور که پیش‌تر در بخش ۲.۳ اشاره شد، یکی از مشکلات اساسی در بازار مالی ایران، استانداردهای حسابداری منسوخ‌شده‌ای است که به شرکت‌ها اجازه داده‌اند زبان‌های خود را به‌طور کامل گزارش نکنند یا به‌درستی افشا نکنند. این مسأله به‌طور قابل‌توجهی به گسترش فساد و افزایش عدم تقارن اطلاعات در بازار منجر شده است. این مشکل در نظام بانکی کشور نیز به‌شدت رایج است. بنابراین، مشابه توصیه‌هایی که در بخش ۴.۲ فصل بانکداری مطرح شد، ما پیشنهاد می‌کنیم که دولت انتقالی اقدام به استخدام حسابرسان مستقل خارجی نماید تا صورتهای مالی تمامی شرکتهای بورسی را در مدت زمانی که بازار تعطیل و معاملات متوقف است، مورد بررسی قرار دهند. به‌صورت ایده‌آل، این فرآیند باید ظرف سه‌ماهه یا نهایتاً شش‌ماهه اول پس از فروپاشی رژیم انجام شود. اجرای این سیاست، گامی مهم در راستای شفاف‌سازی بازار مالی و ایجاد سیستم گزارش‌دهی قابل‌اعتماد خواهد بود. افزون بر آن، داشتن تصویری روشن از وضعیت مالی کلیه شرکتهای بورسی (به‌همراه وضعیت بانک‌ها در بازار مالی ایران) می‌تواند به فرآیند هم‌راستایی با الزامات FATF کمک کرده و روند خروج کشور از فهرست سیاه این نهاد را تسریع نماید.

جذب سرمایه‌گذاری خارجی

به دلیل سوءمدیریت جمهوری اسلامی، فساد، سیاست‌های مالی ناکارآمد، و مواضع خصمانه در سیاست خارجی که منجر به تحریم‌ها و قرار گرفتن در فهرست سیاه FATF شده است، ایران نتوانسته است سرمایه‌گذاری خارجی قابل‌توجهی جذب کند. این عوامل موجب شده‌اند که سرمایه‌گذاری در ایران برای سرمایه‌گذاران خارجی به گزینه‌ای پرریسک و نامطلوب تبدیل شود؛ همان‌گونه که نمودارهای ۸ و ۹ نشان می‌دهند، ایران طی بیش از دو دهه گذشته پایین‌ترین نسبت خالص ورود سرمایه به تولید ناخالص داخلی را در منطقه داشته است. با توجه به نیاز مبرم کشور به ورود منابع مالی، یکی از اهداف اصلی دولت انتقالی در کوتاه‌مدت باید ارسال سیگنالی معتبر و اطمینان‌بخش به جامعه جهانی باشد که ایران بستر مناسبی برای سرمایه‌گذاری فراهم کرده است. بازگشایی بورس تهران و ازسرگیری معاملات، فرصت بسیار ارزشمندی برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی است که باید به‌درستی از آن بهره‌برداری شود. برای دستیابی به این هدف حیاتی و ارسال سیگنالی معتبر به سرمایه‌گذاران خارجی، توصیه می‌کنیم که دولت انتقالی تنها پس از بررسی کامل ترازنامه‌های همه شرکتهای بورسی توسط حسابرسان خارجی و زمانی که همه فعالان بازار تصویر روشنی از وضعیت ارزش‌گذاری‌ها دارند، اجازه از سرگیری معاملات را صادر کند. همچنین، ازسرگیری فعالیت بورس تهران باید با همکاری اپراتورهای معتبر بورس‌های جهانی همچون Intercontinental Exchange (ICE) که مدیریت بورس نیویورک (NYSE) را بر عهده دارد، شرکت Nasdaq, Inc. که اداره بورس نزدک را بر عهده دارد، یا گروه بورس لندن (London Stock Exchange Group - LSEG) که مدیریت بورس لندن را در اختیار دارد، صورت گیرد.

Net Inflow As Percentage of GDP

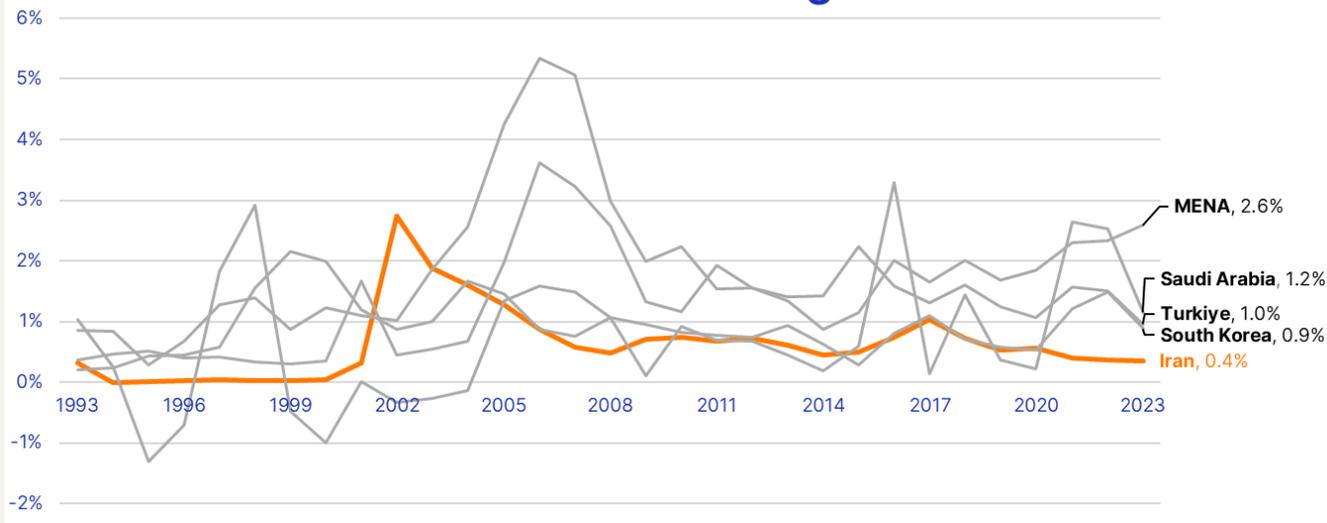


FIGURE 8: Net Inflow to GDP (in %).

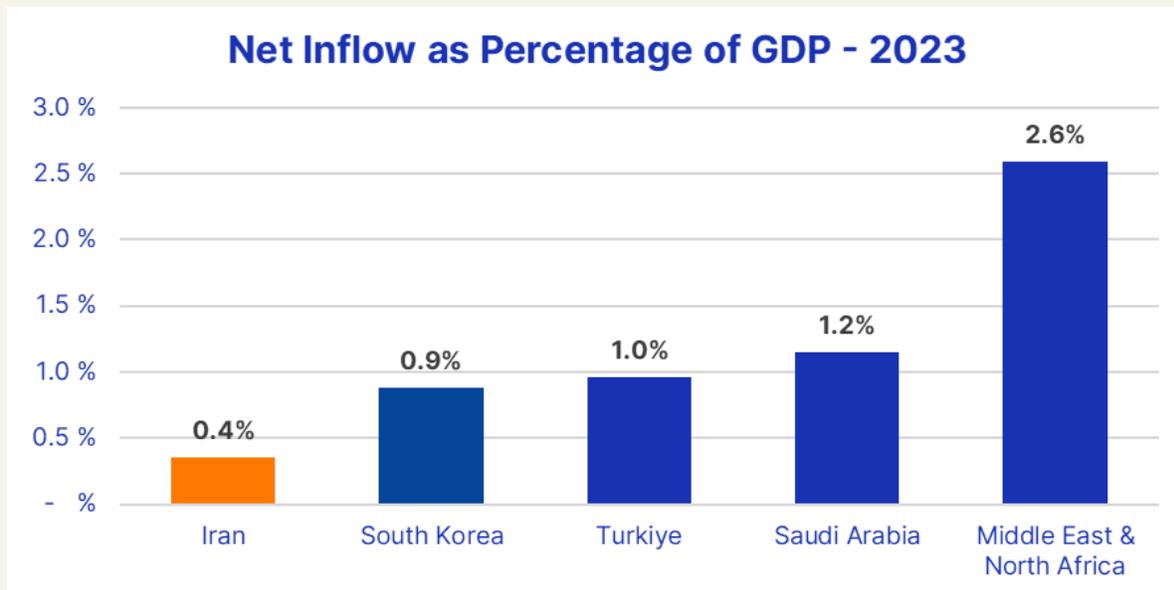


FIGURE 9: Net Inflow to GDP in 2023 (in %).

3.2. ریسک‌ها و سیاست‌های بلندمدت

این بخش به بررسی ریسک‌های بلندمدت پیش‌روی بازارهای مالی کشور پس از فروپاشی جمهوری اسلامی می‌پردازد و راهکارهایی را برای کاهش این ریسک‌ها پیشنهاد می‌کند. هدف اصلی سیاست‌های میان‌مدت و بلندمدت در دوران پس از جمهوری اسلامی، حرکت به سوی یک نظام مالی مبتنی بر بازار (آزاد) با حداقل دخالت دولت است. هدف نهایی آن است که نظام مالی بتواند به‌طور مؤثر و بهینه، تأمین مالی خانوارها و بنگاه‌ها را فراهم کرده و زمینه‌ساز رشد اقتصادی باثبات و قابل پیش‌بینی باشد.

3.2.1. مدیریت نادرست آزادسازی مالی

یکی از ریسک‌های بلندمدت جدی که هر اقتصاد در حال توسعه‌ای در فرآیند آزادسازی مالی با آن مواجه است، ریسک مدیریت نادرست این فرآیند است. این ریسک به‌صورت گسترده در فصل ۳.۱ از فصل «بانکداری» نیز مورد بررسی قرار گرفته است. در حالیکه آن بخش بیشتر بر تبعات آزادسازی مالی در نظام بانکی—مانند افزایش بیش از حد اعطای تسهیلات، نرخ بالای نکول، و در نهایت توقف اعطای اعتبارات—تمرکز دارد، در این بخش تمرکز بر پیامدهای مشابهی است که می‌تواند بازار مالی به‌ویژه بازار سرمایه (بورس) را تحت تأثیر قرار دهد.

آزادسازی مالی معمولاً با حذف کنترل‌های اعتباری و سقف نرخ بهره آغاز می‌شود. این امر معمولاً منجر به ورود گسترده سرمایه و افزایش سریع اعتبارات می‌شود؛ چراکه بانک‌ها و مؤسسات مالی، با دسترسی آسان به منابع، به‌صورت تهاجمی اقدام به افزایش اعطای وام می‌کنند. در نتیجه، سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، از جمله سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه در بازار بورس، که باعث افزایش شدید قیمت سهام می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران به دنبال بازدهی بالا هستند.

با این حال، این دوره رشد سریع ممکن است منجر به شکل‌گیری حباب دارایی شود؛ جایی که ارزش‌گذاری سهام به‌مراتب فراتر از پایه‌های اقتصادی واقعی افزایش می‌یابد. افزایش بیش از حد اعطای تسهیلات و انباشت وام‌های پرریسک و معوق، مؤسسات مالی را در وضعیت شکننده قرار می‌دهد. در پاسخ، بانک مرکزی ممکن است نرخ بهره را افزایش داده یا کنترل‌های اعتباری را تشدید کند تا تورم را مهار کرده و ثبات سیستم مالی را بازگرداند. این اقدامات انقباضی می‌تواند منجر به ترکیدن حباب دارایی، فروش گسترده سهام با قیمت‌های غیر واقعی، و کاهش شدید قیمت‌ها شود.

در ادامه، بحران اعتباری (credit crunch) رخ می‌دهد؛ با مشکلات نقدینگی، سخت‌گیری بیشتر در اعطای تسهیلات، و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران، رکود اقتصادی تشدید می‌شود. کاهش قیمت دارایی‌ها، کاهش دسترسی به اعتبارات، و افت اعتماد سرمایه‌گذاران، همگی در مجموع باعث کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری می‌شوند. بازار سهام دچار نوسانات شدید می‌شود—افزایش شدید در دوره‌های رونق و سقوط در دوره‌های رکود. تکرار این چرخه‌های رونق و رکود، اعتماد سرمایه‌گذاران را فرسوده کرده، فضای سرمایه‌گذاری را محتاطانه و پرهزینه می‌کند، و در نهایت بر رشد اقتصادی تأثیر منفی می‌گذارد. این نوسانات و بی‌ثباتی‌ها ناشی از مدیریت نادرست آزادسازی مالی، اهمیت اتخاذ سیاست‌های هوشمندانه و وجود نظارت مؤثر را برای دستیابی به رشد پایدار و ثبات مالی در کشورهایی مانند ایران دوچندان می‌کند.

برای کاهش ریسک‌های مذکور، رعایت دستورالعمل‌های زیر ضروری است:

1. فرهنگ اعتباری در نظام بانکی نیاز به بهبود دارد.
2. یک نظام اعتبارسنجی مناسب باید برای ارزیابی اعتبار و ریسک نکول خانوارها و شرکت‌ها وجود داشته باشد.
3. در مواردی که وام‌ها بزرگ یا پرریسک هستند، باید وثایق ملموس به‌صورت الزامی دریافت شوند.
4. نظام بانکی باید به چارچوب بازل (Basel framework) پایبند باشد.
5. نهادهای ناظر بانکی باید نظارت فعال و مداوم بر بانک‌ها داشته باشند، بانک‌هایی با ریسک بالا را وادار به افزایش سرمایه کنند و موسسات مالی متخلف را تعطیل نمایند.
6. ناظران باید اطمینان حاصل کنند که بیمه سپرده‌ها به‌درستی قیمت‌گذاری می‌شود تا مخاطره‌پذیری اخلاقی (moral hazard) کاهش یابد؛ به این معنا که بانک‌های پرریسک باید حق عضویت بیشتری برای بهره‌مندی از بیمه سپرده پرداخت کنند.
7. دولت جدید ایران باید از نظام نرخ ارز شناور آزاد (free-floating exchange rate system) پیروی کند.
8. پایبندی به نظام گزارش‌دهی مالی شفاف و قابل اعتماد بر مبنای استانداردهای مدرن حسابداری الزامی است.

3.2.2. سایر ریسک‌های بلندمدت

سایر ریسک‌های بلندمدت بازار مالی ایران پس از فروپاشی جمهوری اسلامی عمدتاً به‌چگونگی اجرای اصلاحات در بازار مالی و میزان دقت در مدیریت فرآیند آزادسازی مالی بازمی‌گردد. برخی از این ریسک‌ها عبارت‌اند از:

- اعطای بیش‌ازحد تسهیلات و ریسک‌پذیری افراطی توسط بانک‌ها
- انباشت ریسک سیستمی در نظام مالی
- فرسایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار مالی
- غیرقابل اعتماد بودن صورت‌های مالی شرکت‌ها
- ضعف در پایش و نظارت بر نظام مالی
- افزایش شفافیت‌گریزی در ساختار بازار مالی

بار دیگر تأکید می‌شود که بسیاری از این ریسک‌ها را می‌توان به‌طور قابل توجهی کاهش داد، مشروط بر آنکه فرآیند اصلاحات به‌درستی انجام شود و آزادسازی مالی با دقت و احتیاط لازم مدیریت گردد.

3.3. چارچوبی برای اصلاحات و سایر سیاست‌های بلندمدت

فروپاشی جمهوری اسلامی فرصت بی‌سابقه‌ای برای بازسازی بازارهای مالی ایران و اجرای اصلاحات بلندمدت ایجاد می‌کند—یا دست‌کم، زمینه‌سازی مناسبی برای توسعه مالی پایدار و رشد اقتصادی فراهم می‌سازد. دستور کار اصلاحی پیشنهادی در این فصل، ابعاد گوناگونی دارد که در ادامه به‌صورت جداگانه به هر یک پرداخته خواهد شد.

3.3.1. به‌روزرسانی استانداردهای حسابداری و درس‌هایی از قانون ساربنز-آکسلی (SOX) سال ۲۰۰۲:

همان‌طور که پیش‌تر در بخش‌های ۲.۱ و ۲.۳ اشاره شد، یکی از مسائل اساسی در بازار بورس ایران، عدم تقارن اطلاعاتی شدید میان افراد داخلی—که اغلب با سپاه پاسداران انقلاب اسلامی یا به‌طور کلی با رژیم مرتبط هستند—و سرمایه‌گذاران بیرونی است. این شکاف به‌واسطه استانداردهای حسابداری قدیمی ایران تشدید شده است و به فساد سیستماتیک و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی دامن زده است. هرگونه اصلاحات در دوران پس از سقوط جمهوری اسلامی باید به این مسائل به‌طور جدی بپردازد تا اعتماد بازار بازسازی شده و زمینه لازم برای سیاست‌ها و حمایت‌های آتی فراهم شود؛ اقداماتی که بتوانند از تکرار چنین مشکلاتی جلوگیری کرده و بازار را در بستر اقتصادی و جهانی در حال تحول، به‌درستی هدایت کنند.

یکی از مهم‌ترین اصلاحات بازار مالی ایران در میان‌مدت تا بلندمدت پس از سقوط جمهوری اسلامی، پذیرش استانداردهای مدرن حسابداری است. همان‌طور که پیش‌تر در بخش ۲.۳ توضیح داده شد، استانداردهای حسابداری منسوخ‌شده، شکاف اطلاعاتی طبیعی موجود در بازار را تشدید کرده‌اند و موجب گسترش فساد به‌صورت فراگیر، ساختاری و سیستماتیک شده‌اند. به‌روزرسانی استانداردهای حسابداری ایران مطابق با بهترین رویه‌های بین‌المللی، نخبه‌ها قابلیت اطمینان صورت‌های مالی را افزایش می‌دهد، بلکه شفافیت را نیز بهبود می‌بخشد و به این ترتیب، اعتماد بازار را بازی‌گرداند و از بروز فساد در آینده جلوگیری می‌کند. در این راستا، تجربه قانون ساربنز-آکسلی (Sarbanes-Oxley Act یا به اختصار SOX) که در سال ۲۰۰۲ در ایالات متحده به تصویب رسید، به‌ویژه آموزنده و قابل استفاده است.

قانون SOX به‌منظور مقابله با تقلب‌های مالی شرکتی و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران در پی رسوایی‌های بزرگ حسابداری در آمریکا تصویب شد. اجرای این قانون و اثرات متعاقب آن، درس‌های مهمی برای اصلاح بازار مالی ایران دارد. با این حال، با توجه به هزینه‌های بالای تطبیق با این قانون، لازم است این اصلاحات به‌گونه‌ای تطبیق داده شوند که بار مالی آن‌ها حداقلی باشد و در عین حال بیشترین کارایی را داشته باشند.

تقویت حاکمیت شرکتی

قانون SOX به‌طور قابل‌توجهی حاکمیت شرکتی را بهبود بخشیده است، به‌گونه‌ای که مدیران عامل (CEO) و مدیران مالی (CFO) را ملزم می‌سازد که صحت صورت‌های مالی را گواهی کنند و مسئولیت‌پذیری مدیران ارشد در قبال گزارش‌های مالی را افزایش دهند. اجرای الزامات مشابه در ایران می‌تواند یکپارچگی افشای اطلاعات شرکت‌ها را تقویت کرده و اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهد.

تقویت افشای مالی

یکی از مواد اصلی قانون SOX، الزام شرکت‌ها به ایجاد و حفظ کنترل‌های داخلی مناسب بر گزارش‌دهی مالی است. این الزام منجر به افشای مالی قوی‌تر و شفاف‌تر شده است. ایران نیز می‌تواند با تصویب الزامات دقیق برای کنترل‌های داخلی، اطمینان حاصل کند که شرکت‌ها سوابق مالی دقیق‌تری نگهداری می‌کنند و اطلاعات قابل اتکایی به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند.

ایجاد نهاد نظارتی مستقل

قانون SOX منجر به تاسیس نهاد مستقل نظارتی «هیأت نظارت بر حسابداری شرکت‌های عمومی» (PCAOB) در ایالات متحده شد، که وظیفه نظارت و تنظیم حسابرسی شرکت‌های عمومی را بر عهده دارد. ایران نیز می‌تواند نهاد مشابهی را برای نظارت و تنظیم شیوه‌های حسابرسی در بازار مالی خود تاسیس کند. چنین نهادی می‌تواند کیفیت حسابرسی‌ها را ارتقا دهد و اجرای استانداردها را تضمین نماید.

حمایت از افشاگران (Whistleblowers)

قانون SOX شامل مواد قانونی برای حمایت از کارکنانی است که تخلفات مالی را گزارش می‌کنند، و با این کار افشای تخلفات را تشویق می‌نماید. ایران نیز می‌تواند با تصویب قوانین حمایتی از افشاگران، شفافیت و پاسخ‌گویی را در درون سازمان‌ها ارتقا دهد. چنین قوانینی محیطی فراهم می‌سازند که در آن کارکنان بدون ترس از تلافی‌جویی بتوانند رفتارهای غیرقانونی را گزارش دهند.

همان‌طور که پیش‌تر ذکر شد، قانون SOX با وجود مزایای فراوان، دارای برخی آثار جانبی منفی بر بازار سهام ایالات متحده نیز بوده است که عمدتاً ناشی از هزینه‌های بالای انطباق با الزامات آن است. به‌عنوان مثال، هزینه‌های بالای رعایت این قانون به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک سنگین بوده و برخی از آن‌ها را از عرضه عمومی اولیه (IPO) منصرف کرده است. مطالعات نشان داده‌اند که پس از تصویب قانون SOX، تعداد IPOها در ایالات متحده کاهش یافته و برخی شرکت‌ها ترجیح داده‌اند در بورس‌های خارجی فهرست شوند یا از روش‌های تأمین

مالی جایگزین استفاده کنند تا از بار هزینه‌های این قانون بگریزند. بنابراین، در هنگام تطبیق مقررات مشابه SOX در ایران، ضروری است که به این هزینه‌ها و اثرات منفی بالقوه آن توجه شود.

تعدیل الزامات برای شرکت‌های کوچک

برای کاهش بار مالی و افزایش امکان‌پذیری اجرای این اصلاحات در ایران، دولت انتقالی می‌تواند الزامات انطباق را بر اساس اندازه و پیچیدگی شرکت‌ها در سطوح مختلف تدوین کند. شرکت‌های کوچک‌تر می‌توانند تحت الزامات ملایم‌تر گزارش‌دهی و حسابرسی قرار گیرند تا بار مالی کمتری بر آن‌ها وارد شود، در حالی که همچنان سطحی از شفافیت و پاسخ‌گویی حفظ می‌گردد. شایان ذکر است که این اصلاحات پس از ارزیابی حسابرسی صورت‌های مالی همه شرکت‌ها صورت خواهد گرفت، بنابراین تنظیم‌گران پیشاپیش اطلاعات مناسبی در مورد اندازه، پیچیدگی و ریسک هر شرکت خواهند داشت.

اجرای مرحله‌ای

اجرای مرحله‌ای اصلاحات می‌تواند به مدیریت بهتر هزینه‌های انطباق کمک کند. ایران می‌تواند با اعمال مهم‌ترین مفاد قانون SOX بر شرکت‌های بزرگ‌تر آغاز کند و به تدریج این الزامات را به شرکت‌های کوچک‌تر گسترش دهد. این رویکرد تدریجی به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا به تدریج خود را با مقررات جدید تطبیق دهند و اثرات مالی ناشی از انطباق را کاهش دهند.

استفاده از فناوری

سرمایه‌گذاری در فناوری می‌تواند فرآیندهای انطباق را ساده‌سازی کرده و هزینه‌ها را کاهش دهد. ایران می‌تواند استفاده از نرم‌افزارهای مالی پیشرفته و ابزارهای خودکارسازی را برای کمک به شرکت‌ها در نگهداری سوابق مالی دقیق و انطباق با الزامات نظارتی تشویق کند. این اقدام نه تنها بهرهوری را افزایش می‌دهد، بلکه هزینه کلی انطباق را نیز کاهش خواهد داد.

با پذیرش مفاد کلیدی قانون ساربینز-اکسلی (SOX)، ایران می‌تواند از سرمایه‌گذاران خود بهتر محافظت کند؛ موضوعی که برای جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی بسیار حیاتی است. بهبود حاکمیت شرکتی، شفافیت مالی، و شیوه‌های حسابرسی مستحکم می‌توانند به ایجاد یک بازار مالی قابل اعتمادتر و باتبات‌تر کمک کنند و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را ترغیب نمایند. بازارهای مالی شفاف و قابل اتکا برای رشد اقتصادی ضروری هستند و اجرای این اصلاحات می‌تواند به ایران در توسعه‌ی نظام مالی‌ای کارآمدتر و مقاوم‌تر کمک کند. این امر به نوبه‌ی خود می‌تواند توسعه‌ی اقتصادی را از طریق تسهیل دسترسی به سرمایه، ترویج رقابت منصفانه، و تشویق فعالیت‌های کارآفرینانه تقویت کند.

3.3.2. اقتصاد بانک‌محور یا بازارمحور؟ هیچ‌کدام! بهبود نظام حقوقی

از قرن نوزدهم، اقتصاددانان بر سر این موضوع بحث داشته‌اند که آیا نظام‌های مالی بانک‌محور یا بازارمحور در بسیج پس‌اندازها، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، و اعمال کنترل بر شرکت‌ها در مراحل اولیه‌ی توسعه اقتصادی و در محیط‌هایی با نهادهای ضعیف (نظیر ایران) برتری دارند یا نه. دیدگاه بانک‌محور بر نقش بانک‌ها در گردآوری اطلاعات درباره‌ی شرکت‌ها، مدیریت ریسک، و بسیج سرمایه برای بهره‌برداری از صرفه‌های مقیاس تأکید می‌کند. در مقابل، دیدگاه بازارمحور بر مزایای بازارهای کارآمد در ترویج تحقیق، ارتقای حاکمیت شرکتی، و تسهیل مدیریت ریسک تکیه دارد. سیاست‌گذاران همچنان درباره‌ی مزایای نسبی این نظام‌ها در کشمکش‌اند. با توجه به چندین دهه سوءمدیریت اقتصادی جمهوری اسلامی، اجرای سیاست‌هایی پس از فروپاشی این رژیم که زمینه را برای توسعه سریع‌تر مالی و رشد اقتصادی فراهم آورد، اهمیت حیاتی دارد. از این‌رو، بینش‌های حاصل از این بحث تأثیرات مهمی بر سیاست‌گذاری اقتصادی ایران پس از جمهوری اسلامی خواهد داشت.

دیدگاه بانک‌محور معتقد است که بانک‌ها در تخصیص بهتر سرمایه، مدیریت ریسک، و گردآوری سرمایه نقش دارند. آن‌ها مشکلات موجود در نظام‌های بازارمحور را، مانند افشای سریع اطلاعات که انگیزه‌ی سرمایه‌گذاران فردی را کاهش می‌دهد، کاهش می‌دهند. بانک‌ها با ایجاد روابط بلندمدت با شرکت‌ها، نظارت مستمر بر آن‌ها را تضمین کرده و ریسک رفتارهای فرصت‌طلبانه را کاهش می‌دهند. با این حال، منتقدان استدلال می‌کنند که بازارهای نقدشونده، فضایی کوتاه‌نگر در میان سرمایه‌گذاران ایجاد کرده و به ضعف در کنترل شرکتی و کاهش رشد اقتصادی می‌انجامند. بانک‌های قدرتمند، به‌ویژه در کشورهایی با ضعف در اجرای قراردادهای، می‌توانند بازپرداخت بدهی را مؤثرتر از بازارهای پراکنده تضمین کنند. اقتصاد ایران در حال حاضر به‌عنوان اقتصادی بانک‌محور شناخته می‌شود.

در سوی دیگر، دیدگاه بازارمحور نقش مثبت بازارها را در جمع‌آوری اطلاعات، تسهیل تصاحب شرکت‌ها، و پیوند دادن دستمزد مدیران به عملکرد شرکت‌ها برجسته می‌کند. این دیدگاه معتقد است بازارهای رقابتی سرمایه، ناکارآمدی‌هایی که ناشی از قدرت بیش از حد بانک‌ها هستند—از جمله محافظت از شرکت‌های قدیمی در برابر رقابت و مانع‌تراشی بر سر راه نوآوری—را کاهش می‌دهد. در این چارچوب، نظام بازارمحور کارآمدتر از دیدگاه اطلاعاتی و عملکردی در نظر گرفته می‌شود.

با این حال، شواهد تجربی نشان نمی‌دهد که نظام بانک‌محور یا بازارمحور به‌تنهایی برای رشد اقتصادی برتری دارند (Levine, 2002). چه یک کشور نظام بانکی توسعه‌یافته‌ای داشته باشد، چه بازارهای مالی پیشرفته‌ای یا ترکیبی از هر دو، این موضوع به‌تنهایی تأثیر قاطعی بر عملکرد اقتصادی آن ندارد. در عوض، داده‌ها از دیدگاه حقوق و مالیه (Law and Finance) حمایت می‌کنند که تأکید می‌کند مسئله‌ی اصلی، شکل نظام مالی نیست، بلکه کارآمدی آن در ارائه خدمات مالی است. شواهد نشان می‌دهند که حقوق مالکیت مؤثر و کارآمدی در

اجرای قراردادهای، عامل کلیدی در توسعه مالی هستند و نظام‌های مالی توسعه‌یافته تأثیر مثبتی بر رشد اقتصادی دارند. دیدگاه حقوق و مالیه نقش نظام حقوقی را در ایجاد بخشی مالی که به رشد کمک کند برجسته می‌کند. حقوق و مکانیسم‌های اجرایی موثر، عملکرد بازارها و واسطه‌ها را بهبود بخشیده و تخصیص منابع و در نتیجه رشد اقتصادی را ارتقا می‌دهند.

بر این اساس، دولت گذار باید اجرای سیاست‌هایی برای اصلاح نظام حقوقی کشور و تقویت نهادهای اجرای قانون را پس از فروپاشی جمهوری اسلامی در اولویت قرار دهد. برخی از پیشنهادهای سیاستی در این زمینه عبارتند از:

- تفکیک قوا در ساختار حکومت؛
- ارتقای حقوق سرمایه‌گذاران و حفاظت از مالکیت خصوصی؛
- بهبود کارآمدی اجرای قراردادها.

3.3.3. اصلاح منشأ حقوقی به نظام حقوقی کامن‌لا

مباحث مطرح‌شده در بخش پیشین بر نقش حیاتی یک نظام حقوقی کارآمد و اجرای موثر قراردادها در توسعه یک نظام مالی سالم و ارتقای رشد اقتصادی تأکید دارد. در پیوند با این موضوع، مفهوم «منشأ حقوقی» (Legal Origin) نیز تأثیر قابل توجهی در شکل‌دهی به بازارهای مالی یک کشور دارد، زیرا منشأ حقوقی بر سطح حمایت از سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی، و رشد اقتصادی تأثیرگذار است. پژوهش‌های گسترده‌ای (از جمله La Porta et al., 1997, 1998, 2002) نشان داده‌اند که کشورهای با ریشه‌ی حقوقی کامن‌لا (Common Law) در مقایسه با کشورهای با نظام حقوقی مبتنی بر حقوق مدنی فرانسه (French Civil Law)، به طور کلی بازارهای مالی پیشرفته‌تری دارند. این یافته‌ها به‌ویژه برای ایران، که نظام حقوقی آن مبتنی بر حقوق مدنی فرانسه است، بسیار حائز اهمیت است. بررسی تفاوت‌های میان این دو نظام حقوقی—همراه با نمونه‌های تاریخی—می‌تواند مسیر اصلاحات در بازارهای مالی ایران را پس از فروپاشی جمهوری اسلامی روشن‌تر سازد.

نظام حقوق مدنی فرانسه، که بنیان نظام حقوقی ایران را شکل داده است، با مجموعه‌ای از قوانین مدون و مفصل شناخته می‌شود. این نظام معمولاً از حمایت محدودی از سرمایه‌گذاران برخوردار است. برای مثال، در نظام‌های مبتنی بر حقوق مدنی فرانسه، حقوق سهامداران معمولاً ضعیف‌تر از کشورهای با نظام کامن‌لاست. همچنین، حقوق طلبکاران نیز اغلب تضعیف می‌شود، به‌طوری که طلبکاران دارای وثیقه ممکن است در فرایند بازسازی شرکت‌ها، حقوق تضمینی خود را از دست بدهند، و مدیران می‌توانند به صورت یکجانبه از حمایت‌های قانونی برای تعویق بازپرداخت‌ها برخوردار شوند.

در مقابل، نظام‌های کامن‌لا—مانند ایالات متحده و بریتانیا—سطوح بالاتری از حمایت از سرمایه‌گذاران را ارائه می‌دهند. نظام کامن‌لا بر سوابق قضایی و رویه‌های دادگاهی استوار است و چارچوبی انعطاف‌پذیر و پاسخگو فراهم می‌سازد. در این کشورها، سهامداران معمولاً از حقوق رأی‌گیری قوی‌تری برخوردارند و طلبکاران نیز از رویه‌های روشن‌تری در وصول وثایق بهره‌مند هستند.

شواهد تجربی از دیدگاه منشأ حقوقی حمایت می‌کنند. این دیدگاه بر این باور است که کشورهای با سنت حقوقی کامن‌لا بهتر از دیگر کشورها از قراردادهای سرمایه‌گذاران خصوصی حمایت می‌کنند و این امر به بهبود عملکرد بازارها و موسسات مالی منجر می‌شود. یک نمونه‌ی تاریخی قابل توجه، مقایسه‌ی امتیازات بریتانیا و فرانسه در شانگهای بین سال‌های ۱۸۴۵ تا ۱۹۳۶ است. این دو منطقه، با وجود نزدیکی جغرافیایی، تحت دو سنت حقوقی متفاوت اداره می‌شدند—کامن‌لا در امتیاز بریتانیا و حقوق مدنی فرانسه در امتیاز فرانسه.

در طول زمان، تغییرات در رژیم‌های حاکم بر این مناطق، امکان بررسی تأثیر منشأ حقوقی بر توسعه‌ی مالی را فراهم ساخت. نتایج نشان داد که توسعه‌ی مالی در منطقه‌ی بریتانیایی پس از اعمال نظام کامن‌لا از منطقه‌ی فرانسوی فراتر رفت. پس از لغو این نظام‌های حقوقی، این برتری نیز از میان رفت. این یافته‌ها اهمیت منشأ حقوقی در شکل‌دهی به بازارهای مالی را به‌خوبی نشان می‌دهد (Levine, Lin, Ma, and Xu, 2023). به طور خلاصه، مقایسه‌ی تفاوت‌های میان منشأهای حقوقی به سه نتیجه‌ی اصلی منجر می‌شود:

1. کشورهای با نظام کامن‌لا، در مقایسه با کشورهای دارای نظام حقوق مدنی—به‌ویژه مدل فرانسه—به‌طور کلی از حمایت قوی‌تری از سرمایه‌گذاران برخوردارند. کشورهای دارای نظام حقوق مدنی آلمان و اسکاندیناوی در این زمینه موقعیتی بینابینی دارند.
2. نظام‌های حقوقی آلمان و اسکاندیناوی از قوی‌ترین نهادهای اجرایی برخوردارند. کشورهای کامن‌لا نیز اجرای قانون نسبتاً قوی دارند، اما اجرای قانون در کشورهای دارای حقوق مدنی فرانسه معمولاً ضعیف‌تر است.

3. استانداردهای حسابداری خوب، حاکمیت قانون، و حمایت‌های سهامداران-ویژگی‌هایی که در چارچوب حقوقی کامل‌لا بیشتر دیده می‌شود-با کاهش تمرکز مالکیت در شرکت‌ها رابطه‌ی مستقیم دارند. این نشان می‌دهد که عدم حمایت از سرمایه‌گذاران، هزینه‌بر است؛ چرا که در نبود چنین حمایت‌هایی، شرکت‌ها برای جذب سرمایه دچار مشکل می‌شوند و کارآفرینان نمی‌توانند سرمایه‌گذاری خود را متنوع‌سازی کنند.

این یافته‌ها برای اصلاح بازار مالی ایران پس از جمهوری اسلامی از اهمیت بالایی برخوردارند. با پذیرش عناصر کلیدی نظام حقوقی کامل‌لا-به‌ویژه در حوزه‌های اقتصادی و مالی-ایران می‌تواند از حمایت بهتر از سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی قوی‌تر، و رشد اقتصادی بهره‌مند شود. تقویت نهادهای اجرایی، ارتقای شفافیت، و حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران، می‌تواند موجب توسعه‌ی یک بازار مالی کارآمد و مقاوم شود و زمینه‌ساز شکوفایی اقتصادی در بلندمدت گردد.

در صورتی که گذار کامل به نظام حقوقی کامل‌لا دشوار یا غیرعملی باشد، ایران می‌تواند حداقل در حوزه‌های اقتصادی و مالی، عناصر این نظام را به‌کار گیرد تا از مزایای آن بهره‌مند گردد. در نهایت، به‌روزرسانی قوانین شرکتی و ورشکستگی مطابق با استانداردهای بین‌المللی، اقدامی اساسی برای ایجاد محیط مالی رقابتی و سالم است.

3.3.4. سایر سیاست‌های پیشنهادی بلندمدت

توسعه بازار مشتقات مالی قوی

همان‌گونه که پیش‌تر نیز بحث شد، پابندی به اصول مالی اسلامی مانع از شکل‌گیری بازار مشتقات در ایران شده و در نتیجه، شرکت‌ها از دسترسی به طیف وسیعی از ابزارهای پوشش ریسک محروم مانده‌اند. علاوه بر این، وجود بازاری عمیق و نقدشونده برای مشتقات، می‌تواند کارایی بازار را افزایش داده و به کشف قیمت بهتر کمک کند. از این رو، در بلندمدت و پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، دولت جدید باید گام‌هایی برای توسعه بازار مشتقات مالی بردارد. نکته مهم آن است که در هنگام تدوین مقررات، نباید هیچ‌یک از بازیگران شناخته‌شده این بازار کنار گذاشته شوند. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که پوشش‌دهندگان ریسک (hedgers)، آربیتراژگران (arbitrageurs) و سفته‌بازان (speculators) همگی در عملکرد سالم یک بازار مشتقات مؤثر هستند.

افزایش عمق و نقدشوندگی بازار بدهی برای اوراق دولتی و شرکتی

در بسیاری از کشورهای در حال توسعه و نوظهور، کانال انتقال سیاست پولی به تورم ضعیف است، که باعث می‌شود هدف‌گذاری تورم در کوتاه‌مدت دشوار و گاه زیان‌آور باشد (برای بحث بیشتر، به بخش ۴.۵ فصل بانکداری مراجعه شود که به محدودسازی گسترش ترازنامه بانکی می‌پردازد). یکی از دلایل اصلی این ضعف، نبود عمق کافی در بازار اوراق بدهی دولت و شرکت‌هاست. افزایش عمق و نقدشوندگی این بازار، می‌تواند تأثیرگذاری سیاست پولی بر تورم را تقویت کرده و تحقق هدف‌گذاری تورمی را ممکن سازد. همچنین، این اقدام کمک می‌کند تا لنگر انتظارات تورمی از بازار ارز به نرخ بهره منتقل شود.

انتشار اوراق خزانه کوتاه‌مدت

با توجه به سطح بالای عدم قطعیت پس از فروپاشی جمهوری اسلامی، دولت انتقالی باید در ابتدا اقدام به انتشار اوراق خزانه با سرسیدهای نسبتاً کوتاه‌مدت-بین سه ماه تا سه سال-نماید. اوراق بلندمدت به عدم قطعیت‌ها حساس‌تر هستند و دارای حق بیمه ریسک بیشتری‌اند. پس از آنکه بانک مرکزی اصلاح‌شده ایران در کنترل تورم موفق شد و سطح کلی نااطمینانی کاهش یافت، دولت می‌تواند اقدام به انتشار اوراق با سرسیدهای بلندتر کند. همچنین، باید این موضوع به رویه‌ای ثابت تبدیل شود که ساختار زمانی و سررسید اوراق خزانه به صورت روزانه منتشر گردد.

REFERENCES

- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. (2016), Measuring economic policy uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4) pp. 1593-1636
- Bernanke, B.S. (1983), Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment, *Quarterly Journal of Economics* 98, 85–106
- Dixit, A.K., and Pindyck, R.S. (1994), *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press.
- Gulen, H., Ion, M. Policy uncertainty and corporate investment. (2016). *Review of Financial Studies*, 29, pp. 523-564
- Kaviani, S., Kryzanowski, L., Maleki, H., Savor, P. (2020). Policy uncertainty and corporate credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 138 (3), pp. 838-865
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*. 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy*. 106, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.W. 2002, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*. 57, 1147–1170.
- Levine, R., 2002, Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, Volume 11, Issue 4, Pages 398-428
- LEVINE, R., LIN, C., MA, C. and XU, Y. (2023), The Legal Origins of Financial Development: Evidence from the Shanghai Concessions. *Journal of Finance*, 78: 3423-3464.
- Pástor, L., Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110, pp. 520-545

Disclaimer: *The views expressed herein are those of the author and do not necessarily reflect official positions, policies, or opinions held by their employers, affiliated organizations, or institutions.*