فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و چهارم، پاییز ۱۳۹۷ - صفحات ۲۲۶-۲۲۱

بورس در چنبره هم‌زمانی تله ارزندگی و تله بی‌اعتمادی
(راهی برای رهایی بورس در سال جهش تولید و رفع موانع آن)

میثم موسائی[۱]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۵/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۲۱

تعطیلات نوروز هم تمام شد اما حکایت بورس، همچنان باقی است. بیش ۹۹ درصد از سهامداران به‌دنبال فرصتی برای فرار از تله بی‌اعتمادی‌اند و درصد ناچیزی که شامل حقوقی‌ها و بورس بازان حرفه‌ای است منتظرند که ارزش سهام، باز هم کاهش یابد تا در کمترین قیمت ممکن، خرید کنند. این دو «میل»، تا باقی است حکایت هم‌چنان باقی است و نه مجنون به لیلی می‌رسد و نه ناقه به فرزندش. اما راه‌حل خروج از این وضعیت، با رهاسازی بازار بورس ممکن نیست. شرایط اجتماعی و اقتصادی حاکم بر بازار، راه‌حلی متناسب می‌طلبد. در این نوشته می‌خواهیم به این مهم بپردازیم.

همان‌طوری که در پایان سال ۱۳۹۹ در مقاله‌ای با عنوان ریزش بورس، بی‌اعتمادی یا .. نوشتم «بازار بورس در سال ۱۳۹۹ سالی تاریخی و منحصر به فرد را گذراند صرف نظر از نوسانات جزئی، در طول سال، روند تمام تغییرات شاخص بورس در دو جمله خلاصه می‌شود:

- صعود بی‌مانند تا نیمه تابستان؛
- ریزش طولانی از نیمه تابستان تاکنون؛

این ریزش و این صعود در کنار ورود میلیون‌ها سهامدار جدید به بازار بورس، یقیناً در تاریخ بورس ایران بی‌سابقه است. سهامدارانی که از طبقات و اقشار مختلفی هستند، از کارگران، کشاورزان، روستائیان، زنان خانه‌دار، دانشجویان، سربازان، پزشکان، مهندسان و اساتید دانشگاه گرفته تا بنگاه‌های بزرگ حقوقی و سهامداران بزرگ و بورس بازان حرفه‌ای.

گروه اول از لحاظ جمعیت بیش از ۹۹ درصد اند اما ارزش دارایی آنها کمتر از یک درصد است. گروه دوم (یعنی حقوقی‌ها و بورس بازان حرفه‌ای) کمتر از یک درصد اند اما ارزش سهم‌شان بیش از ۹۹ درصد بازار است. اکثریت گروه اول با تشویق مسئولان بلندپایه نظام، تبلیغات رسانه ملی و شبکه‌های اجتماعی و البته بدون تجربه و آموزش کافی وارد بورس شدند بی‌شک این حجم

[۱] استاد دانشگاه تهران mousaaei@ut.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

بی‌سابقه از ورود تازه‌واردان، از عوامل گسترش بورس و بیست برابر شدن تعداد سهامداران در بورس است. گروه دوم اغلب از سال‌ها قبل هم در این بازار و هم در سایر بازارهای جانشین حضور داشته و دارند و البته صاحب آموزش و تجربه کافی‌اند.

رشد شش برابری و بی‌سابقه نقدینگی در هشت سال اخیر و رکود مسکن و کوچک بودن ظرفیت بازارهای موازی از جمله ارز و طلا و تشدید تورم و بیکاری و رکود اقتصادی به سه علت سوءمدیریت، فساد گسترده و تحریم‌ها و نهایتاً کسری بودجه بی‌سابقه دولت ، تمام شرایط لازم برای همه بازیگران را فراهم ساخت تا شاهد ورود بی‌سابقه سرمایه‌های عظیم به بورس باشیم آن صعود بی‌مانند رقم بخورد و از طرف دیگر رفتار توده‌ای سهامداران خرد، نداشتن تجربه و آموزش کافی، جذاب‌تر شدن بازارهای جانشین مانند ارز و طلا و مسکن و بالفعل شده بی‌اعتمادی به بازار سرمایه و بورس و نداشتن برنامه‌ای روشن توسط سازمان بورس برای اتفاقات جدید و اتخاذ تصمیمات غیرعلمی و کارشناسی نشده و... باعث ریزش بی‌سابقه بورس و بر باد رفتن پس‌اندازهای سهامداران خرد شدیم مسأله به همین جا ختم نشد این ریزش نفس‌گیر همچنان ادامه دارند و سهامداران جزء چنان کامشان تلخ شده و چنان این تلخی ذره ذره بر جانشان می‌نشیند که کامشان به این راحتی تغییر نمی‌کند و تنها راه رهایی را خروج از بازار بورس می‌دانند و البته این نیز برای اکثریت آنها ممکن نیست.

الان بورس دچار مسأله شده است، صورت مسأله از این قرار است که از نیمه تابستان تاکنون، سهامداران آب شدن سرمایه‌های خود را مشاهده می‌کنند، صبر و شکیبایی آنان به پایان رسیده و بخش اعظم سرمایه‌های خود را از دست داده و هیچ‌گونه امیدی به بهبودی آن در آینده ندارند، به‌عبارت دیگر بورس در شرایط فعلی در "تله بی‌اعتمادی" سهامداران خرد و "تله ارزندگی" سهامداران حرفه‌ای و حقوقی افتاده است. درواقع، اغلب سهامداران به‌دلیل طولانی شدن ریزش بورس، به‌دنبال خروج از بورس‌اند و اقلیت ناچیزی از سهامداران حرفه‌ای و حقوقی‌ها به‌دنبال خرید سهام در پایین‌ترین قیمت ممکن‌اند. این است که هر روز شاهد تشکیل صف فروش برای انواع سهام هستیم و بازار، سراسر قرمزپوش می‌شود. از آن طرف خریداری نیست و روز بعد همان سهام با قیمت پایین‌تری عرضه می‌شود و سهامداران حرفه‌ای و سهامداران بزرگ از جمله بخش حقوقی، می‌بینند که هرچه بیشتر صبر کند سهامی که می‌خواهند بخرد ارزان‌تر و ارزنده‌تر می‌شود. امروز ارزنده‌تر و ارزان‌تر از دیروز و فردا ارزنده‌تر و ارزان‌تر از امروز و تا زمانی که شاخص بورس درحال سقوط است و هیچ سیگنال موجهی برای رشد آن وجود ندارد صبر می‌کنند تا بورس هرچه بیشتر ریزش کند وقتی به کمترین مقدار ممکن رسید، و از آن پایین‌تر نرفت شروع به خرید سهام خواهند کرد تا آن زمان، این سهامداران در «تله ارزندگی» گیر افتاده‌اند و به نظر می‌رسد تا زمانی که صف

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

فروش وجود دارد از این تله رها نخواهیم شد. تله دوم که برای کل بازار بورس و حیات آن در آینده اقتصاد ایران بسیار مخرب است، تله بی‌اعتمادی است. قانون حاکم بر مسأله اعتماد اجتماعی این است که اعتماد ذره ذره به‌دست می‌آید اما یک‌باره از دست می‌رود و وقتی از دست رفت بسیار طول خواهد کشید تا دوباره حاصل شود نکته دوم این که بی‌اعتمادی به بورس که بی‌ارتباط به بی‌اعتمادی به مسئولین اقتصادی نیست، می توانید به راحتی به سایر زیربخش‌های اقتصادی سرایت کند که آثار تخریبی آن می‌تواند رشدی تکاثری به‌خود بگیرد. این تله در طول هشت ماه اخیر هرروز عمیق‌تر شده است. هریک روز که می‌گذرد، سهامداران بی‌اعتمادتر می‌شوند و درخواست خروج از این تله، افزایش می‌یابد. از لحاظ مردم سالاری، مشارکت در بورس توسط اکثریت خانواده‌های ایرانی می‌توانست به هموار کردن مسیر اقتصاد ایران در جهت منطقی کردن نسبت اقتصاد واقعی به اقتصاد رانتی، واگذاری نسبتاً سالم شرکت‌های دولتی به مردم، رشد فرهنگ سرمایه‌گذاری، سهیم شدن آحاد جامعه در سود شرکت‌های بزرگ، عمیق شدن مشارکت مردم و ... منجر شود. اما متأسفانه با این وضعیت پیش آمده، ممکن است همه این شاخص‌ها خراب‌تر از سال‌های قبل گردد. تا زمانی که سهامداران تشکلی ندارند که بتوانند بر سر منافع جمعی به تفاهم برسند و اراده خودشان بر بازار بورس تحمیل کنند، تله بی‌اعتمادی هر روز عمیق‌تر می‌گردد و خروج از آن سخت‌تر.

بخش اقلیت سهامداران حرفه‌ای و حقوقی نیز حاضر نیستند از منفعت آینده ناشی از این تله چشم‌پوشی کنند بنابراین نیروهای داخلی در بازار بورس به تنهایی انگیزه لازم را برای خروج از وضعیت بحرانی بورس ندارند، و با تداوم این وضعیت گروه اول می خواهند هرچه زودتر بفروشند چون می‌بینند هرروز بدتر از روز قبل است اما گروه دوم دنبال خرید ارزنده‌تراند و می بینند اگر فردا بخرند بهتر از امروز است زیرا با نرخ تضمینی ۱۸ تا ۲۰ درصدری بانک‌ها و ۲۱ درصدی صندوق‌های بورسی، منطق اقتصادی ایجاب می‌کنند که امروز سهام نخرند چون خرید امروز هم باعث از دست دادن نرخ سود بانکی و صندوق هاست و هم ضرر ناشی از کاهش قیمت سهام در فرداهای بیشتر را به‌دنبال دارد. سهامداران جزء نمی توانند صبر کنند چون با فروش سهام خود می توانند از فرصت سود تضمین شده (در حدود بیست درصد بانک‌ها و ..) منتفع شوند و هم ضرر ناشی از کاهش تدریجی و نفس‌گیر و کشنده سهام را از خود دور کنند.

اما چه باید کرد؟

اقتصاددان بزرگ قرن بیستم، جان مینارد کینز وقتی بحران بزرگ ۱۳۳۰ اقتصاد سراسر کشورهای صنعتی را فلج کرد راه‌حلی را ارائه کرد که کاملاً متفاوت بود از آنچه تا آن موقع اقتصاددانان کلاسیک می‌گفتند؛ کلاسیک‌ها معتقد بودند که نیروهای بازار قادرند هرگونه بحران و

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

عدم تعادل را از بازار دور نمایند و در بلندمدت بازار خود به خود به تعادل خواهد رسید و توصیه‌شان به دولت‌ها عدم دخالت در اقتصاد بود. اما کینز نشان داد که این توصیه در شرایطی که اقتصاد در «دام نقدینگی» افتاده کاربردی ندارد و به دولت‌ها توصیه کرد که در چنین شرایطی باید در اقتصاد دخالت کنند و با افزایش هزینه‌های دولتی، تقاضای مؤثر را تحریک کنند تا تقاضای کافی برای خرید محصولات تولیدشده وجود داشته باشد کشورهایی که نسخه کینز را به‌کار بستند زودتر از بقیه از رکود بزرگ خارج شدند و البته در بحران‌های بعدی مخصوصاً بحران ۲۰۰۷ میلادی و بحران ناشی از کرونا، دولت‌ها از همان نسخه استفاده کردند و با تزریق میلیاردها دلار به اقتصاد از عمیق‌تر شدن بحران و کوتاه‌تر کردن مدت آن کمک کردند، به‌طور خلاصه در تجربه جهانی، همه اقتصاددانان آموختند که بازار نمی‌تواند همیشه اقتصاد را به تعادل برساند و یا همیشه نفع اجتماعی را در بلندمدت تضمین کند. مباحث شکست بازار که امروزه در اقتصاد بخش عمومی جایگاه ویژه‌ای یافته توضیح دیگری از همین مسأله است امروزه نمی‌توان محیط زیست، امنیت و سایر کالاهای عمومی را به بازار آن هم بازاری که دارای ساختاری غیر رقابتی است سپرد.

وضعیت بورس ایران شباهت بسیاری به شرایط اقتصادی رکودها و بحران‌های بزرگ دارد. چرا نباید نگران مهم‌ترین کالای عموی که بنیان همه مناسبات کم هزینه اقتصادی است یعنی «اعتماد و سرمایه اجتماعی» در زیر سیستم‌های اقتصادی باشیم؟ در چنین شرایطی ترس از دخالت منطقی و به‌جای سیاست‌گذاران اقتصادی ولو در کوتاه مدت، به نفع چه کسی است؟ تداوم این وضعیت باعث رسیدن به خیر عمومی است یا در راستای منفعت اقلیت؟ آیا نباید در چنین وضعیتی در این مساله تأمل بیشتری کنیم؟

در شرایط فعلی، بورس ایران از یک طرف در «تله بی‌اعتمادی» دست و پا می‌زند و هر روز که می‌گذرد بیش از پیش در این تله فرو می‌افتد و از طرف دیگر خریداران بالقوه به‌دنبال نفع شخصی خود امروز تمایلی به خرید ندارند و آن را به تعویق می‌اندازند به‌عبارت دیگر در این بین ما به «روز»ی نمی‌رسیم که هم فروشندگان بالفعل امروز خواهان فروش باشند و هم خریداران بالقوه (بورس‌بازان و سهامداران حرفه‌ای و حقوقی‌ها) به‌صورت بالفعل همین امروز خواهان خرید همزمان باشند و با تداوم «تله بی‌اعتمادی» و تداوم «تله ارزندگی» این دو به هم نمی‌رسند درواقع نیروهای درگیر در بورس به‌صورت خودکار نمی‌توانند بورس را از این تله‌ها خارج سازند.

به‌نظر می‌رسد مهم‌ترین جزء راه‌حل مسأله، این است که اول بپذیریم بورس در تله بی‌اعتمادی و تله ارزندگی گیر کرده است و نیروهای بازار بورس به تنهایی قادر نیستند بازار را به تعادل جدید برسانند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

نکته مهم دیگر این است که ارزش اسمی اغلب سهام براساس همه شاخص‌های اقتصادی بسیار کمتر از قیمت واقعی آنهاست؛ مثال ساده آن بورس فلزات، پالایشگاه‌ها، بانک‌ها و مخابرات است که با یک دانش تخصصی قابل مشاهده است.

راه‌حل پیشنهادی نمی‌تواند از دو گزاره بالا تأثیر نپذیرد، گزاره اول به ما دیکته می‌کند اولاً دولت باید در شرایط فعلی در بورس دخالت کند، ثانیاً با جلوگیری از ریزش بورس درصدد بازسازی اعتماد از دست رفته باشد. زیرا برای همه نظام‌های اقتصادی سرمایه‌ای بالاتر از سرمایه اجتماعی که اعتماد مهم‌ترین جزء آن است وجود ندارد از دست دادن کامل این سرمایه به‌معنی افتادن در سراشیب سقوط و فروپاشی است، ثالثاً برای سهامداران خرد انگیزه کافی برای ماندن در بازار بورس فراهم گردد. هزینه‌ای که از دست دادن سرمایه اجتماعی، در آینده برای نظام دارد آن قدر بزرگ است که انجام هر هزینه‌ای را در کوتاه‌مدت، توجیه‌پذیر می‌سازد. رابعاً اگر قبول کنیم که درحال حاضر ارزش اغلب سهام به مراتب کمتر از ارزش واقعی آن‌هاست به‌عبارت دیگر اغلب آنها بسیار ارزنده هستند و در بلندمدت رشد خواهند کرد می‌توانیم از این گزاره به برای ایجاد شرایط لازم برای پایان دادن به انتظار سهامداران بزرگ و حقوقی‌ها برای به تعویق انداختن خرید و برای برابر کردن ارزش فعلی امروز و ارزش انتظاری فردا در نگاه اغلب سهامداران خرد استفاده کنیم.

یک راه‌حل ساده و کم‌هزینه برای مسئولان بورس و دولت این است که برای مدتی البته فقط برای مدتی محدود که لزومی ندارد مدت آن اعلام شود حد پایین نوسانات قیمت سهام را صفر قرار دهند؛ تعیین این دامنه هزینه‌ای بر دولت تحمیل نمی‌کند اما از ریزش بیشتر سهام جلوگیری می‌کند و این احساس که سهامداران، شاهد آب‌شدن پس‌اندازهای خود هستند را از بین می‌برد. در میان مدت کافی است مجدداً شاخص‌ها رشد کنند، اعتماد تا اندازه زیادی بازسازی می‌شود، پرداخت سود ۲۵ درصد برای سهامداران جزء، قدم مبارکی است اما کافی نیست، اختصاص بخش بیشتری از صندوق ذخیره ارزی به خرید سهام در بورس، موظف کردن سهامداران حقوقی به رعایت ضوابطی که به حفظ بازار کمک کند و پذیرش مسئولیت اجتماعی و ارزیابی مجدد دارایی شرکت‌های دولتی، بانک‌ها، پالایشگاه‌ها و صنایع فلزی و غیرفلزی و پرداخت سود در قالب افزایش سرمایه و جایز و ... می‌تواند بخشی از راه‌حل خروج از وضعیت فعلی باشد.

من اطمینان دارم اعلام و اجرای این سیاست و ادامه آن تا زمانی که بورس تعادل معقول‌تری پیدا کند کافی است که به رشد شتاب ورود به دره بی‌اعتمادی پایان دهد و با کنترل رشد شتاب در کنار سایر تدابیر از جمله بسته‌های مشخص حمایتی (البته برای مدت کاملاً محدود و با اعلام قبلی) می‌توان دوباره شاهد نقش‌آفرینی بورس در توزیع عادلانه‌تر درآمدها و ثروت در اقتصاد، تقویت بنیاد اقتصادی اکثریت خانوارهای فقیر و متوسط، رشد فرهنگ سرمایه‌گذاری، دورشدن از ساختار رانتی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]

اقتصاد، تقویت تولید با افزایش مشارکت واقعی مردم و مردمی شدن اقتصاد در سال و جهش تولید و رفع موانع آن باشیم.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-04]