

بررسی ابعاد اقتصادی عقد اختیار

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سومین نشست تخصصی بازارهای جدید مالی

موضوع جلسه:

بررسی ابعاد اقتصادی عقد اختیار

بهمن ماه ۱۳۸۴

این نشست در روز پنجشنبه مورخ ۱۳۸۴/۱۱/۲۷ با حضور حجج اسلام مجید رضائی، غلامعلی معصومی‌نیا، سید عباس موسویان، حسن آقا نظری، محمدرضا یوسفی، سید محمد حسینی و جناب آقای علی صالح آبادی برگزار شد.

دبیر نشست: حجت الاسلام محمد رضا یوسفی

تهیه و تنظیم: مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه مفید

طرح روی جلد: محمد عامری

نظارت و ویرایش: کارشناسی اقتصاد

تایپ و صفحه آرایی: علیرضا حیدرآبادی

پیاده کردن نوار: سید مجید طباطبائی

آدرس: قم- میدان مفید- دانشگاه مفید- مرکز مطالعات اقتصادی تلفن و نمابر: ۰۲۵۱-۲۹۳۲۱۳۵

E.mail: Ecenter@mofidu.ac.ir

www.mofidu.ac.ir

سخن ناشر

از اهداف تأسیس دانشگاه مفید، پژوهش در زمینه اقتصاد اسلامی و تلاش در جهت رشد و بالندگی آن است. براین اساس مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه به دنبال فعالیتهای یک دهه گذشته معاونت پژوهشی، در تابستان ۱۳۸۴ آغازیکار نموده تا بتواند اقتصاد اسلامی را در عینیت بررسی کرده، ابعاد آن را بیان کند.

در جهان امروز، بازارهای مالی جهت تأمین نیازهای مالی و توسعه بخش حقیقی اقتصاد، گسترش در خور توجه یافته‌اند. مطالعات تجربی کشورهای دارای بازارهای مالی کارآمد و گسترده نشان می‌دهد که این کشورها از نرخ رشد اقتصادی بالاتر و سطح رفاه بیشتری برخوردارند؛ در نتیجه ضرورت دارد که پژوهش‌ها و کارهای علمی در حوزه مالیه اسلامی نیز که گرایشی خاص از رشته اقتصاد اسلامی است، بیش از پیش مورد توجه مراکز علمی اسلامی قرار گیرند.

مرکز مطالعات اقتصادی دانشگاه مفید در راستای اهداف خویش - و با همکاری سازمان بورس اوراق بهادار کشور - اقدام به برگزاری سلسله نشست‌های تخصصی «بررسی معاملات جدید مالی» به منظور بررسی ابعاد فقهی این نوع از عقود که در بازارهای مالی کشورهای معتبر رایج هستند می‌پردازد.

سومین نشست از این مجموعه در تاریخ پنج شنبه بیست و هفتم بهمن ماه ۱۳۸۴ تحت عنوان «بررسی ابعاد اقتصادی عقد اختیار» برگزار شد. در این نشست جناب آقای دکتر سید محمد حسینی به تبیین ابعاد اقتصادی عقد اختیار معامله پرداخته و سپس حجج اسلام آقایان مجید رضائی، غلامعلی معصومی‌نیا، سید عباس موسویان، حسن آقا نظری، آقای سید محمد حسینی و جناب آقای دکتر صالح آبادی دبیر کل محترم بورس اوراق بهادار ایران به بررسی موضوع سخنرانی پرداختند. این مجموعه منتشر شده حاصل این نشست می‌باشد.

در پایان از اعضای محترم کمیته نشست تخصصی و تمامی همکارانی که در برگزاری نشست و همچنین انتشار این مجموعه تلاش نموده‌اند تشکر و قدردانی می‌شود.

ممدرضا یوسفی

مدیر مرکز مطالعات اقتصادی

دکتر مسینی

﴿ ابعاد مثبت و منفی مشتقات مالی ﴾

ابتدا چند نکته عرض می‌کنم:



۱- موضوع نشست بررسی ابعاد اقتصادی

عقد اختیار است اما نظر به اینکه

اختیارات یکی از ابزارهای مالی است که

تحت عنوان مشتقات مالی قرار می‌گیرد

آنچه در اینجا ارایه می‌شود ابعاد مثبت و

منفی مشتقات مالی است.

۲- نظر به پیچیدگی مباحث مالی بخصوص مشتقات مالی، خود را در این سطح نمی‌بینم که نسبت به

مشتقات مالی داوری داشته باشم. تلاش می‌کنم تا حد ممکن ابعاد مثبت و منفی مشتقات مالی را در

قالب دیدگاههای مطرح شده بیان کنم.

﴿ تعریف مشتقات ﴾

مشتقات Derivatives به معنای مجموعه‌ای از ابزارها یا اسنادی است که خصوصیات مشترکی دارند.

بر کلیه ابزارهای قابل معامله در بورس Exchange traded و خارج از بورس دلالت می‌کنند که مرتبط با

معامله اوراق بهادار، ارز، نرخ بهره و کالا و جز اینها است. مشتق عبارت است از یک قرارداد مالی که ارزش آن

مشتق از ارزش دارایی پایه آن است و منافع آن در طی یک دوره زمانی بستگی به عملکرد و وضعیت دارایی

واقعی و مالی دارد.

﴿ انواع مشتقات و ویژگیهای آنها ﴾

۱- مشتقات مالی که در خارج از بورس مبادله می‌شوند.

۲- مشتقات مالی که قابلیت معامله در بورس را دارند.

نوع اول در خارج از بورس و مستقیماً بین طرفین مبادله می‌شوند این ابزارها عبارتند از: Forward, Options, Swap اصطلاح خارج از بورس (OTC) در مقابل معامله در صحن بورس بدین معنی است که بر خلاف بورسها که از نظر فیزیکی مکان معینی دارند و ضوابط و مقررات خاصی بر چگونگی معاملات در آنها حاکم است، معاملات OTC در محل خاصی صورت نمی‌گیرد و به صورت مستقیم بین معامله‌گران و معمولاً از طریق تلفن یا شبکه‌های رایانه‌ای انجام می‌پذیرد.

نوع دوم ابزارهای مالی هستند که فقط در بورسهای مشتقات مبادله می‌شوند این ابزارها عبارتند از: Futurs, Option, Swaps

ابزارهای نوع دوم دارای ویژگیهای زیر هستند

ویژگی اول: استاندارد بودن مشتقات می‌باشد.

مشتقات برای کیفیت و کمیت خاصی از یک کالا منعقد می‌شوند و تاریخ تحویل کالا از قبل مشخص می‌شود. بنابراین تمام خصوصیات کمی و کیفی این قراردادها یکسان است جز قیمت، که آنهم در بورس و در چارچوب مکانیسم تعیین قیمت، مشخص می‌شود.

مثال ۱: در بورس بین المللی نفت در لندن (IPE):

یک قرارداد به معنای هزار بشکه نفت خام (معادل ۴۲ هزار گالن آمریکایی) از نوع برنت صادراتی است. حجم معاملات نفتی باید مضاربی از ۱۰۰۰ بشکه نفت خام باشند.

تاریخ تحویل عبارت است از ۱۲ ماه متوالی که شروع آن بعد از ماهی است که قرارداد در آن منعقد شده است؛

آخرین مهلت معامله پایان روز کاری پانزدهمین روز ماه قبل از تحویل است

ساعات کاری بورس از ساعت ده دو دقیقه صبح تا ساعت بیست و سیزده دقیقه بعد از ظهر می باشد. بنابراین هیچ قراردادی را نمی توان برای مثلا ۱۲۰۰ بشکه نفت از نوع غیر برنت و برای تحویل در تاریخ های متفاوت از موارد سابق الذکر منعقد کرد.

مثال ۲: یک قرارداد آتی ذرت در بورس شیکاگو (CBOT):

ذرت در بورس شیکاگو عبارتست از ۵۰۰۰ بوشل^۱ از ذرت شماره ۲ کیفیت آن خیلی راحت تعیین می شود و مقدار آن نیز مشخص می شود، فقط در ماه های مارس، مه، ژوئیه، سپتامبر و دسامبر تحویل گرفته می شود. هر مبادله ای، هر قراردادی غیر از این نوع در بورس های بین المللی رسمی مبادله نمی شود. مقدار آن دقیقا ۵۰۰۰ بوشل، است نوع آن نیز مشخص شده، ذرت شماره ۲ است، از این جهت مشخص است که کمیت معلوم ۱۰۰٪، کیفیت مشخص زمان تحویل هم مشخص، پس بنابراین از این جهت که هم کمیت مشخص است و هم کیفیت و هم زمان تحویل می گویند استاندارد شده، همچنین قراردادهای دیگر. مثلا، یک قرارداد نفتی عبارتست از ۱۰۰۰ بشکه نفت خام، دیگر نمی شود بگوئیم ۱۲۰۰ بشکه، حتما ۱۰۰۰ بشکه است، پس بنابراین این قراردادها استاندارد شده اند با توجه به این ویژگی های قراردادهای می توان گفت که بحث غرر در اینجا جایی ندارد، اصلا غرری نیست.

ویژگی دوم: ضمانت اجرای این تعهدات است.

چون این تعهدات به تعبیر دکتر درخشان قراردادهای کاغذی است به همین خاطر می گویند که نکند که اجرا نشود، اما این قراردادها که در بورس های رسمی مبادله می شود، یک اتاقی هست در آنجا که واسطه می شود بین خریدار و فروشنده و ضمانت می کند اجرای این قراردادها را با ودیعه ای که از معامله کنندگان می گیرد، در واقع اجرای این قراردادها را ضمانت بیشتری می بخشد، هر کسی که وارد قرارداد اختیارات می شود به هر حال باید یک ودیعه ای را پردازد در فیوچرز هر دو طرف معامله کننده باید ودیعه پردازند و

^۱ - bushel: واحد حجمی انداز مگیری غلات معادل ۸ گالن انگلیسی یعنی حدود ۳۶/۴ لیتر است.

در options که همان اختیارات باشد، آن کسی که حق می‌فروشد حتما باید حساب ودیعه‌ای در اتاق پایاپای داشته باشد تا از این طریق ضمانت اجرای قرارداد بشود و این خیلی اهمیت دارد و در واقع این یکی از مواردی است که ممکن است، بحث غرر پیش بیاید که با ضمانت اجرایی که اتاق پایاپای دارد، بنابراین بحث غرر در اینجا به طور کلی منتفی است.

معامله گران در بازار بورس

چه کسانی و با چه انگیزه‌ای وارد مبادله مشتقات می‌شوند، سه گروه ذکر شده، یکی پوشش دهندگان ریسک، یکی سفته بازان و سوم آربیتراژ کنندگان.

پوشش دهندگان ریسک قصدشان از وارد شدن به بازار چیست؟

در واقع پوشش دهندگان، تولید کنندگان هستند، مشغول انجام فعالیت اقتصادی هستند، نگران افزایش مواد اولیه‌ای هستند که استفاده می‌کنند، شما تولید کننده پالایش گری را در نظر بگیرید که نگران افزایش قیمت نفت در آینده است، او بخاطر اینکه خودش را از این نگرانی و ریسک نجات بدهد وارد بازار بورس می‌شود و قرارداد آتی یا option انجام می‌دهد تا پولش را در مقابل این خطراتی که آینده او را تهدید می‌کند، مصون نماید یا مثلا صادر کننده‌ای را در نظر بگیرید که با واحد پول دلار آمریکا کالا به کشورهای اروپایی یا کشورهای غربی صادر کرده است و ۶ ماه بعد این دلارها تحویل می‌شود، این صادر کننده نگران کاهش ارزش دلار در مقابل واحد پول کشور خودش است. با وارد شدن به بازار مشتقات و انجام قراردادهای مربوطه می‌تواند خودش را در مقابل کاهش ارزش دلار مصون بدارد و خودش را از ورشکستگی نجات بدهد.

مورد دوم سفته بازان هستند. در مورد سفته بازان بحث این نیست که خود را در مقابل ریسک‌های احتمالی مصون بدانند حتی برعکس، اینها درگیر ریسک می‌شوند و قرار داد فیوچر یا option را انجام می‌دهند تا از تغییر قیمت‌ها به خوبی سود ببرند.

معامله گران سوم که از این قرار دادها استفاده می‌کنند آریترازگران هستند که اینها در واقع از تفاوت قیمت‌ها در بازارهای مختلف استفاده می‌کنند.

آن چیزی که اینجا خیلی اهمیت دارد این است که سفته بازان ۹۷٪ معاملات که در بورسهای بین‌المللی انجام می‌شود را انجام می‌دهند. پوشش دهندگان حدود ۲ تا ۳ درصد معاملات مشتقات را انجام می‌دهند و این یکی از مباحث جدی است که باعث می‌شود که یک مقدار نسبت به سفته بازان دید جدی داشته باشیم که آیا فعالیت سفته بازی، فعالیت مورد مطلوب است یا نه، آیا فقه اسلامی یا حقوق اسلامی اجازه می‌دهد که فعالیت سفته بازی انجام بگیرد یا نه. قبل از طرح آن، لازم است یک بحث دیگر را هم مطرح کنیم تا به بحث سفته بازی برسیم، مشتقات مالی در بازارهای بورس جهانی به شدت رشد کرده که اعداد و ارقام آن در کتابها هست. کتابی هم که آقای دکتر صالح آبادی ترجمه کرده‌اند، اطلاعات کاملی از مشتقات ارائه می‌دهد و همچنین کتاب دکتر درخشان که این دو کتاب برای کسانی که می‌خواهند تحقیقات مشتقات مالی انجام بدهند و از نظر زبان انگلیسی دچار مشکل هستند کتابهای مطلوبی هستند.

علل رشد فوق‌العاده و ناگهانی مشتقات مالی در بازار بورس جهانی

من ۴ علت آورده‌ام که شاید هم بیشتر باشد: یکی تغییرات شدید قیمت نفت، به هر حال نفت از مهمترین کالاهایی است که در اقتصاد کشورها نقش اساسی دارد. تغییرات شدید قیمت نفت در واقع باعث شد که تدبیری بیندیشند که تولیدکننده‌گان دچار مشکل نشوند بخصوص اینکه بازار نفت تحت تأثیر تحولات سیاسی است. پس بنابراین لازم است ابزارهایی در اقتصاد طراحی بشوند که تولیدکنندگان از تغییرات شدید

قیمت نفت مصونیت داشته باشند. شما تولید کننده نفتی را در نظر بگیرید که یک مرتبه تحول سیاسی اتفاق می‌افتد و قیمت نفت به شدت کاهش پیدا می‌کند، مشکلات زیادی ممکن است به وجود بیاید، تولید کننده نفتی به ورشکستگی کشیده شده و کارش تعطیل شود یا برعکس پالایشگاهی را در نظر بگیرید که یک مرتبه قیمت نفت افزایش پیدا بکند، اگر قبلاً پیش‌بینی لازم را نکرده باشد حتماً این پالایشگاه دچار ورشکستگی می‌شود حالا به خصوص این که نمی‌شود بگوئیم که این پالایشگاهها نفت را ذخیره کنند و انبارهای بزرگی تهیه کنند. این که اصلاً به نظر می‌رسد که یک پیشنهاد کاملاً غیر اقتصادی است، بنابراین بخاطر تغییرات شدید قیمت نفت بود که با هدف پوشش ریسک، ابزارهای مالی تحت عنوان مشتقات مالی طراحی شد. علت دوم: شناور شدن نرخ وام بود، در واقع، نرخ بهره در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ به این سمت رفت که نرخ بهره شناور بشود، یعنی برای تأمین مالی برویم به سمت وام گرفتنهایی که نرخ بهره‌اش برای همیشه ثابت نیست و شناور است. این برای تولید کنندگان ممکن است ایجاد مشکل بکند به این علت که ممکن است نرخ بهره در آینده افزایش پیدا بکند به همین خاطر با استفاده از مشتقات مالی می‌توانند خودشان را در مقابل تهدیدات شدید نرخ بهره مصون بدارند. دلیل سوم: شناور شدن نرخ ارز است که مثال آنرا در صادر کننده زده‌ام. اگر که نرخ ارز به شدت تغییر بکند تولید کننده دچار مشکل می‌شود. وجود نوسانات در قیمت سهام هم یکی از مسائلی است که فعالان اقتصادی را بر این داشت تا دنبال استفاده از ابزارهایی بشوند که آنها را در مقابل نوسانات قیمت سهام محفوظ بدارد که یکی از مشتقات مالی است. پس به هر حال یک مبنای علمی داشته که این مشتقات مالی ابداع شده یعنی مباحث اقتصادی، اهداف اقتصادی، انگیزه‌های اقتصادی بوده است که به سمت ابداع و اختراع ابزارهای مالی تحت عنوان مشتقات مالی رفته‌اند. مسأله اصلی این است وقتی بیشتر از ۹۷٪ مبادلات توسط سفته‌بازان صورت می‌گیرد سفته‌بازانی که با استفاده از نوسانات قیمت و پیش‌بینی تغییرات قیمت دست به این مبادلات می‌زنند و شاید به تعبیر برخی مثل آقای دکتر

توتونچیان، اینها جز ضرر هیچی برای اقتصاد ندارند، آیا ما به آن ۳٪ پوشش دهنده‌گان ریسک و یا به این ۹۷٪ توجه کنیم. برای پاسخ به این سؤال باید ببینیم که سفته بازان در اقتصاد چه نقشی دارند. بحث سفته بازی با بحث مشتقات مالی گره خورده، اگر ما نتوانیم سفته بازی را در اقتصاد توجیه بکنیم، یا بگوئیم سفته بازی همان قمار بازی است که بعضی‌ها این چنین بیان می‌کنند که سفته بازی همان قمار بازی است، طراحی و پیشنهاد مشتقات مالی برای بورس کشورهای اسلامی دیگر جالب نیست.

✽ نگرش‌ها نسبت به سفته بازی

من سعی می‌کنم که در ابتدا یک مقدار نگرش‌ها را توضیح بدهم، با نگرش منفی شروع می‌کنم. موشا کوچی یک صاحب نظر مسائل اقتصادی از ژاپن است که نسبت به سفته بازی نظر شدیداً منفی دارد. به اعتقاد ایشان سرمایه‌داری کازینویی (که مقصود او همین بحث سفته بازی است) به واسطه ترس و طمع گروه اندک هدایت می‌شود و فقط به اقلیت سود می‌رساند، منجر به فقر و ایجاد فضای ناامن برای اکثریت می‌شود یعنی ایشان خیلی راحت سفته بازی را یک عامل بسیار مخرب برای جامعه معرفی می‌کند. در جای دیگر به طور خلاصه سرمایه‌داری کازینویی یک پاسخ اخلاقی-انقلابی از سوی تمامی انسانهای علاقمند و با دغدغه در سراسر جهان را می‌طلبد که می‌گویند باید یک انقلابی را به پا کنیم در برابر سفته بازان و تا این حد برای ایشان سفته بازی یک امر منفی است. آقای دکتر دادگر مترجم این مقاله است. ایشان می‌گویند دنیای سفته بازی و قمارهای مالی در حال رشد شدیدی است و صاحب نظران و تولید گرایان و اقتصاددانان که طرفدار فعالیت‌های سالم و مولد اقتصادی هستند باید توجه بیشتری بنمایند. اقتصاد اسلامی با مبارزه شدید با سفته بازی و حرام دانستن این فعالیت می‌تواند قدم مؤثری در غنی ساختن این ادبیات بردارد. یک جامعه شناس که من این را در مجله آفتاب دیدم، ایشان هم به سفته بازی و بحث بازار مالی نظر بسیار منفی را دارد او معتقد است که سفته بازی باعث استثمار شدید کارگران می‌شود. سیاستمداران که خیلی به این موضوع حمله کرده‌اند

مثلا وزیر اقتصاد آرژانتین در دوم دسامبر سال ۲۰۰۱ در یک برنامه تلویزیونی از سفته بازان به عنوان موجودات حریص و لاشخور صفت ذکر کرده، آقای ماهاتیر محمد نخست وزیر مالزی هم یک تعبیری تقریبا شبیه همین برای سفته بازان مطرح کرده. آمریکائوها و روسی ها هم نظرات منفی نسبت به سفته بازان ذکر کرده‌اند.

در مقابل اینها نگرش مثبت هم وجود دارد، نگرش مثبت توسط آقای فریدمن و همچنین تحلیل گران سهام ذکر شده که نظرات مثبتی نسبت به سفته بازی دارند. این دیدگاهها بود، اما واقع چیست؟ آیا سفته بازی یک فعالیت مثبت اقتصادی است یا منفی است، آیا سفته بازی را به قمار تشبیه کنیم آنچنان که گفته شد یا اینکه فراتر از قمار بازی است برای این کار من یک مقدار سعی کرده‌ام که به نقش مثبت اقتصادی سفته بازی پردازم.

واقعیت این است که پوشش ریسک یک امر بسیار مهم در فعالیت اقتصادی است یعنی کسی که یک فعالیت اقتصادی می‌کند و این چنین در جهان کنونی نوسانات قیمت وجود دارد، پوشش دادن ریسک یک امر بسیار مطلوبی است. سؤال این است که آیا بدون سفته بازی پوشش ریسک میسر می‌شود. آیا می‌شود که ما بگوئیم سفته بازی نباشد اما پوشش ریسک باشد؟ درست است که نسبت این دو ۹۷٪ به ۳٪ است و ممکن است یک نسبت غیر منطقی باشد ولی نمی‌شود ما پوشش ریسک را داشته باشیم اما سفته بازی در بازار نباشد، اگر سفته بازان نباشند پوشش ریسک هم وجود نخواهد داشت مگر اینکه اتفاق نادری بیفتد و مثلا از یک طرف یکی نگران افزایش قیمت است و یکی نگران کاهش قیمت مثلا تولید کننده نفت، نگران کاهش قیمت است و پالایشگر نگران افزایش قیمت، خوب در این جا هر دو می‌خواهند که خود را پوشش بدهند و خیلی راحت وارد قراردادهای آتی می‌شوند. وارد بازار مشتقات می‌شوند، یکی می‌فروشد و یکی می‌خرد یکی پوشش می‌دهد اما این خیلی نادر است، در موارد بسیاری اصلا این وجود ندارد، بنابراین جای تأمل

دارد که این چنین به سفته بازی حمله کنند. بهر حال غیر از این، فواید دیگری هم دارد. از جمله فوایدی که خیلی ذکر شده برای سفته بازی، این است که اینها بازار را گرم نگه می‌دارند و باعث افزایش نقدینگی می‌شوند. نقدینگی به معنای تبدیل یک دارایی به دارایی دیگر و در واقع درجه تبدیل دارایی به دارایی دیگر است. اگر که درجه تبدیل یک دارایی به دارایی دیگر در سطح پایینی باشد می‌گوئیم که آن بازار و آن کالا نقدینگی پائینی دارد مانند اینکه می‌گویند در ایران پیکان پول است یعنی نقدینگی آن بالاست یعنی خیلی راحت می‌شود پیکان را به یک کالای دیگر تبدیل کرد.

وجود سفته بازی در بازارهای بورس یا در مشتقات مالی نقدینگی بازار را افزایش می‌دهد و این باعث کارایی بازار بورس می‌شود. مسأله مهمتر جلوگیری از نوسانات شدید قیمت است وقتی که سفته بازان در بازار بورس وجود دارند قیمت‌ها به یک حد خاصی میل می‌کنند، تصور کنید که اگر سفته بازان نباشند و فقط پوشش دهندگان ریسک باشند، مثلاً فرض کنید تولید کننده نفت باید به دلیل اینکه در مقابل او مشتری وجود ندارد مرتب قیمت خود را کاهش بدهد، بار اول ۱۰٪ قیمت را کاهش می‌دهد مشتری پیدا نمی‌کند، می‌رساند به ۲۰٪، ۳۰٪، ۴۰٪ اما وجود سفته بازان باعث می‌شود که این چنین پدیده‌ای اتفاق نیفتد و خیلی راحت در همان قیمت مطلوب خودش بتوان نفتی را که تولید می‌کند در آینده به فروش برساند پس بنابراین سفته بازی باعث می‌شود که قیمت کالا و دارایی در یک حد قابل قبولی حفظ شود و همچنین فایده دیگر بحث اطلاع رسانی است، وجود ابزارهایی تحت عنوان مشتقات باعث می‌شود که در بازار علائم قیمت بهتر خودش را نشان بدهد و این باعث گسترش کارایی بازار بورس می‌شود. در مقابل در بازار بورس، فروش با هدف سفته بازی باعث می‌شود که قیمت‌ها از قیمت واقعی خود کمتر شود، خرید با انگیزه سفته بازی باعث می‌شود که قیمت‌ها بیشتر از قیمت واقعی‌اش باشد

حالا اگر که این ادامه پیدا بکند که معمولا در بازار بورس این اتفاق می افتد مثلا می توان گفت که در بازارهای بورس ایران در دو سه سال پیش این پدیده اتفاق افتاد که فعالیتهای معاملات اوراق بهادار با انگیزه سفته بازی انجام گرفت و قیمت سهام بیشتر از قیمت واقعی خودش شد و بعد متوقف نشد به امید اینکه باز قیمتها بیشتر شود مجددا رفتند به سمت خرید و قیمتها همینطور افزایش پیدا کرد. که این وقتیکه به یک نقطه خاصی می رسد یک مرتبه شروع می کند به کاهش و سهامداران هجوم می آورند برای فروش سهام و موجب سقوط بازار بورس می شود و این نقش بسیار اساسی است که سفته بازان در بازار بورس ایفا می کنند که در مواردی باعث سقوط بازار سهام می شوند، همانطور که سفیر مالزی چند سال پیش در دانشگاه مفید یک نشست داشت بود، مطرح کرد که سفته بازان ارز باعث سقوط بازار بورس یا وضعیت اقتصادی مالزی شده اند.

نقش دوگانه سفته بازی

شما می بینید که سفته بازان یک نقش دوگانه دارند. از یک طرف نقش مثبت، از یک طرف نقش منفی، ما باید ببینیم که به هر حال جمع بندی نهایی چیست؟ این سفته بازان نقش مثبت یا منفی دارند؟ واقعا قضاوت سختی هست. در مجموع به نظر می رسد که نمی شود دست از آن برداشت. و حالا مزایا و نارسایی های مشتقات را هم بگویم، نسبت به مشتقات مالی هم، همین دو دیدگاه منفی و مثبت وجود دارد. بعضی ها مشتقات را عامل بحران می دانستند، بعضی ها هم می گویند چون نقش پوشش دهی دارد، بنابراین این خیلی مفید و مثبت است.

ابعاد مختلف مشتقات

ما می توانیم مزایا و معایب مشتقات را از دو بعد بررسی کنیم، یکی از راه غیر مستقیم چون مشتقات مالی باعث گسترش بازار بورس می شوند، و یکی هم اثرات مستقیم خود مشتقات است. بهر حال وجود مشتقات مالی در بازار بورس باعث می شود که فعالیتهای مالی به طور چشمگیری افزایش پیدا بکند. اگر بازار مشتقات مالی نقش منفی داشته باشد، اینها هم نقش منفی دارند، اگر نقش مثبت داشته باشند، اینها هم نقش مثبت بازی می کنند.

✿ مزایای بازارهای مالی

۱- افزایش نقدینگی و کاهش ریسک نقدینگی ۲- تسهیل در کسب اطلاعات و کاهش هزینه آن ۳-

نظارت بر فعالیت شرکتها و مدیران آنها ۴- تشکیل بیشتر پس انداز

اینها مزایای مثبت بازارهای مالی است که خیلی هم مهم است و در چارچوب مدل‌های رشد درونزا باعث افزایش رشد اقتصادی یک کشور می‌شوند. نارسایی‌ها را هم اگر در همان چهارچوب بحث بکنیم که درباره سفته بازی گفتیم، افزایش مشتقات مالی باعث بروز فجایعی در اقتصاد می‌شود، مزایای مستقیم مشتقات، یکی همان بحث پوشش ریسک بود، یکی اطلاعات.

مزیت اصلی مشتقات این است که به سرمایه‌گذاران امکان پوشش ریسک را می‌دهد و در حقیقت آنان را در مقابل نوسانات نامساعد بازار بیمه می‌کند. در بازارهای مالی گسترده‌تر وجود برخی از مشتقات باعث ایجاد علائم می‌شود که نا اطمینانی و منافع بالقوه ناشی از اطلاعات خاص را کاهش می‌دهد. مزیت دیگر که تقسیم ریسک را به دنبال دارد و مزیت چهارم اینکه با حداقل سرمایه می‌شود منافع بیشتری را برد. به هر حال مشتقات یک سری ویژگی‌هایی دارند که در واقع بجای اینکه شما همه پولتان را صرف خرید ۱۰۰ سهم بکنید می‌توانید با همین پول روی ۱۰۰۰ سهم سرمایه‌گذاری بکنید پس بنابراین سرمایه کمتری می‌خواهد.

✿ نارسایی‌های بازارهای مالی

یک اشاره بکنیم به همین بحران‌هایی که در اقتصاد به وجود آمده و ورشکستگی‌هایی را شرکتها داشته‌اند در فصل آخر کتابی که آقای دکتر صالح آبادی ترجمه کرده‌اند یک سری بحران‌هایی که ناشی از مشتقات مالی آمده در آنجا ذکر شده مثلاً بانک Baring 2 که ورشکسته شده است. مدیر این مؤسسه با استفاده از مشتقات و بدون توجه به یک سری از مسایل باعث شد یک مؤسسه بزرگی به راحتی ورشکسته شود. در طول دو سال بعد که این مؤسسه به یک مارک توسط یک هلندی خریداری شد، ورشکستگی آن به این دلیل بود که به خوبی نتوانست از این استفاده بکند.

مشتقات مالی وقتیکه وارد کار و عمل می‌شود بخصوص بحث ترکیب این مشتقات با همدیگر مطرح می‌شود، انواع مختلف استراتژی‌ها را در بر می‌گیرد که باعث مشکلاتی می‌شود، یک محاسبه‌گر ریاضی می‌خواهد که بتواند از اینها استفاده بکند شما کتابهاییکه در مورد مشتقات مالی نوشته شده را وقتیکه نگاه می‌کنید مطالب آن خیلی ریاضی هستند، نشان می‌دهد که این ابزارها به این سادگی که ما یک تعریف از آن ارائه بدهیم نیست، برای استفاده از این ابزارها ریاضی دان می‌خواهد، پیش‌بینی کننده می‌خواهد که خیلی راحت بتواند مسایل را پیش‌بینی بکند والا دچار مشکلات می‌شود و چیزهای دیگر، عدم درک درست از هزینه، فایده و زیان بالقوه، ریسک هوشی و فکری که افراد به راحتی نمی‌توانند درک بکنند بنابراین افراد کمی هستند که بتوانند به داد فعالان اقتصادی برسند، اینها از جمله مسایلی هستند که استفاده غیر منطقی از این ابزارها باعث ایجاد مشکلاتی در بازارهای بورس می‌شود.

❁ جمع‌بندی

جمع‌بندی اینکه به هر حال به راحتی بخاطر یک سری نارسایی‌هاییکه این مشتقات دارند، از آن نگذریم. اینها یک فایده مهمی دارند که همان بحث پوشش است اما خیلی راحت هم تسلیم نشویم. یک ابزاری هست برای مدیران ریسک تا ریسکهایی که مربوط به فعالیت آنها می‌شود مدیریت بکنند. نکته خیلی مهم این که حقوقدان‌های به روز را می‌خواهد، حقوقدان‌هایی را می‌خواهد که مرتب مطالعه بکنند، استراتژی‌هایی که ابداع می‌شود، بشناسند و در واقع طراحی بکنند، آئین نامه‌هایی را که مد نظر هست. این نکته را آقای دکتر درخشان خیلی اهمیت می‌داد که رفتن به سمت استفاده از این مشتقات به این راحتی نیست، افرادی را می‌خواهد با دانش کافی مثلاً پیشنهاد ایشان این بود که بورس اوراق بهادار به سمت تربیت کارشناسانی برود و کلاس‌هایی برای آنها بگذارد و بعد آنها را به بورسهای جهانی بفرستد و بعد شروع کند به استفاده از این ابزار والا دچار مشکلاتی برای اقتصاد ایران می‌شود، البته به شرط اینکه مشکل فقهی نداشته باشد.

مجت الاسلام یوسفی

تشکر می‌کنم از جناب آقای دکتر حسینی. این سؤال را آقای دکتر در ابتدای صحبت خود فرمودند که آیا اساساً سازمان بورس کشور توانایی فنی اجرای عقد اختیار را دارد؟ توانایی آن در درون بازارهای مالی کشور وجود دارد یا ندارد؟ که این بخش دومی است که آقای دکتر صالح‌آبادی در این مورد اظهار نظر خواهند کرد و بحث می‌کنند و در بخش سوم بحث جنبه‌های فقهی است. آثار تخریبی که گفته می‌شد آیا به لحاظ فقهی می‌تواند مانعی برای شکل دهی این اوراق در کشور محسوب شود یا خیر.

سؤال، در ضمن مباحث کلی ابزارهای مشتقه آیا در خصوص اختیار معامله دیدگاه خاصی نفیاً یا اثباتاً وجود دارد؟ من بعضی جاها دیده‌ام که برای خصوص اختیار معامله نیز یک سری نکات مثبت و منفی دیگری مطرح است.

جواب، دکتر مسینی

من ندیده‌ام، در حقیقت آن چیزی که دیده بودم به طور کلی بوده است. در مشتقات و بیشتر تحت عنوان option تحت عنوان مشتقات مالی را بیشتر دیده‌ام. به نظر می‌رسد زیاد نباشد، اگر هم ذکر بشود برای خاص اختیارات همان مورد برای فیوچرز هم مطرح می‌شود.

مجت الاسلام معصومی‌نیا

ما در بحث احکام شرعی کلیه مشتقات باید این عوارض مثل بورس بازی که دیدگاههای موافق و دیدگاههای مخالف در مورد آن وجود دارد را از خود ماهیت آن قراردادها تفکیک کنیم. اگر یک شرایطی به وجود بیاید در بازار که از معاملاتی که شرع مقدس یقین داریم و علم داریم که جواز آنرا صادر کرده سوء استفاده بشود و

باعث تخریب اقتصاد بشود، مثلا یک سری معاملاتی انجام بشود که مخرب باشد این دلیل بر این نیست که ذات معامله اشکال شرعی پیدا بکند. بنابراین باید کاملا این دو حوزه را از همدیگر تفکیک کرد. وقتی که ما فیوچر یا option یا forward را بررسی فقهی بکنیم در درجه اول باید ذات خود معاملات را در مورد آن بحث کنیم. آیا شرعا جایز است یا جایز نیست؟ آیا حق اختیار معامله آیا چنین حقی قابلیت خرید و فروش دارد یا ندارد؟ اگر از نظر شرعی به این نتیجه رسیدیم که خود این حق یک چیزی است که شرع خرید و فروش آن را امضاء کرده، به صرف وجود عوارضی مثل بورس بازی، نمی شود ذات معامله را، ذات حق اختیار معامله را حکم به منع کرد و آن بحث دوم است که آیا پدیده بورس بازی می تواند یک عنوان ثانوی باشد که ما بتوانیم در یک شرایطی حکم به ممنوعیت اینها بکنیم یا نه. به نظر می رسد که یک سری نیازهای واقعی در اقتصاد و بازارهای مالی وجود دارد که همانا فلسفه ابداع این قراردادها شد. اگر از روز اول که آن نیاز واقعی در مثالهای اولیه ای که آقای دکتر درخشان می زنند و دیگران هم همه زده اند اگر روی آن منوال بازار جلو می آمد هیچ کسی الان راجع به ابعاد منفی این قراردادها صحبت نمی کرد. اصلا فلسفه اصلی آن همان ۳٪ است که فرمودند پوشش دهندگان ریسک از آن استفاده می کنند. الان مثلا در بورس فلزات اطلاع دقیق داریم، نیاز واقعی دارند که یک سری معاملاتی را به این شکل انجام بدهند. آیا این نیازهای واقعی را اگر توانستیم با آن حکم اولیه شرعی پاسخ بدهیم به دلیل عوارض ثانوی می توان حکم به بطلان آن داد؟ بنابراین این دو حوزه را کاملا باید از همدیگر تفکیک کرد. در زمینه بورس بازی این که آقای دکتر دادگر فرموده اند که باید بازار مسلمانها را پاک کرد، اگر که بازار بورس از اولی که می خواهد این قراردادها وارد ایران بشود بتواند یک ضوابط دقیقی اگر از نظر شرعی ما به این نتیجه رسیده ایم که شرعا مشکلی ندارد، در مرحله اجرا یکسری ضوابط دقیقی از همان اول طراحی بکنیم و با احتیاط شروع به اجرا بکنیم. چون اشکال اساسی ما این است که بدون حساب خیلی از چیزها را از آنجا می آوریم و عوارض منفی آن دامنگیر ما می شود ولی اگر واقعا با تعیین ضوابط دقیق، پله پله برای تأمین نیازهای

واقعی تولید کنندگان و مصرف کنندگان، مثلاً الان خیلی از کارخانه‌های بزرگ مثل فولاد مبارکه برای تولیدات خود خریدار ندارند چون خریداری که الان حاضر است معامله کند برای سه ماه آینده پول ندارد ولی اگر بتواند چنین معاملاتی را در قالب این قراردادها انجام بدهد هم او می‌تواند برای آینده‌اش برنامه‌ریزی کند هم مصرف کننده می‌داند که سه ماه آینده با این قیمت مشخص با همان استانداردهائی که شما فرمودید کالا را در آن تاریخ دریافت خواهد کرد. به نظر می‌رسد اینکه بازار قابلیت دارد یا ندارد. از چنین جاهائیکه نیازهای واقعی وجود دارد با تعیین ضوابط دقیق و نظارت دقیق که جلو همه سوء استفاده‌ها را بگیرد اگر شرعاً به این نتیجه رسیدیم که اشکال ندارد آنوقت به نظر می‌رسد که موافقان و مخالفان بورس بازی همه درست می‌گویند. هم طرفداران درست می‌گویند و هم مخالفان، منتهی از زوایای مختلف. مخالفان نگاه کرده‌اند به عوارض منفی که ایجاد شده و آن تخریبهایی که در اقتصادهای مختلف مثل آسیای جنوب شرقی رخ داده است و طرفداران هم نگاه می‌کنند به عوارض مثبت آن و به نظر می‌رسد که همه از زوایای مختلفی نگاه کرده‌اند و درست می‌گویند بنابراین این دو حوزه را باید از همدیگر تفکیک کرد.

دکتر مسینی

بحثی که من در اینجا مطرح کردم بحث داوری نبود، فقط خواستم که یک هشدار بدهم که ما واقعا دقیق برویم و کار نکنیم راجع به این قضایا و نه راحت رد نکنیم و نه راحت تأیید کنیم. قصد دوم طرح این مباحث این بود که پرداختن به زوایای مختلف فقهی آن بود. ما بحث option را که مطرح می‌کنیم، یک موقع است که بحث خرید و فروش را بحث می‌کنیم و تمام می‌شود اما وقتیکه بحث سفته بازی را درگیر این کار می‌کنید آنوقت شما باید جواب بدهید به آقای صدر که در اقتصادنا می‌گوید ریسک از عوامل اقتصادی نیست، پاداش

هم نمی‌گیرد. ما نمی‌توانیم آقای صدر را کنار بگذاریم و بگوییم که آقای صدر ۵۰ سال پیش گفته، بهر حال ایشان آنرا به عنوان یک عامل درآمدی قبول ندارد، پس این هم باید بحث فقهی بشود.

یعنی ما باید به این جواب بدهیم. من دارم در کاری که انجام می‌دهم به این می‌رسم که بگویم این جایز است و اجرای آن هم درست است اصلا به این می‌رسم، منتهی اینجا جای بحث و پرداختن از زوایای مختلف به مباحث فقهی است. تنها اینکه قبلا احکام فقهی مربوط به حق یا option را بیاوریم به نظر می‌رسد که کافی نیست، بحث‌های کلان‌تر مطرح است، همین سفته‌بازی و غیره را باید بحث کرد و پاسخ داد تا اینکه بینیم می‌تواند استفاده بشود یا نه؟

مجت الاسلام نظریور

یک سؤالی برای بنده هست و آن اینکه حضرت‌عالی فرمودید نقشی که سفته‌بازان دارند در بازارهای مشتقات حدودا ۹۷٪ است و عناصر دیگر کمتر نقش آفرین هستند و بعد با استدلالهایی که بیان شد اشاره کردید که اینها می‌توانند بازار را گرم بکنند و منجر بشوند که اتفاقات مناسبی در این بازار اتفاق بیفتد ولی خوب من منتظر بودم که این بخش را هم پاسخ بدهید که صرف گرم کردن بازار، می‌شود یک مبانی درستی از جهت فقهی هم برای آن درست کرد یا نه؟ و سؤال دیگر اینکه آقای دکتر تونچیان تعبیری داشتند که اساسا وقتی که شما بازار بورس را باز و آزاد می‌گذارید که هر چقدر که می‌خواهد معامله بشود و معامله هم براساس ارزش واقعی آن مشخص نیست این سبب می‌شود که یک درآمد اضافی خصوصا در مورد افزایش قیمتها و در کاهش قیمتها هم عکس آن، وقتی که قیمتها افزایش پیدا می‌کند افرادی که قبلا با قیمتهای پائین‌تری معامله کرده‌اند الان درآمدهای بیشتری به خود اختصاص می‌دهند و در واقع کالاهایی را تقاضا می‌کنند که ما به ازاء آن در جامعه تولیدی صورت نگرفته است. و این خودش سبب افزایش قیمتها می‌شود. در واقع مثل اینکه نقدینگی بانک مرکزی افزایش پیدا

بکند بدون تناسب با رشد اقتصادی و در زمان رکود هم عکس آن اتفاق خواهد افتاد. با توجه به این بحث پیشنهاد خاصی داشته‌اند که بجای اینکه بازار بورس همه روزه فعال باشد، روزهای مشخص فعالیت کند و قیمت-گذاری هم براساس قیمت خود آن شرکت و خود مواردی باشد که بورس به ازای آن قیمت‌گذاری می‌کند به نظر می‌آید که این یک مشکل کلیدی باشد. اگر این مشکل را بتوانیم حل کنیم به نظر می‌آید که مبنای کارهای بعدی و مبنای کارهای فقهی خواهد بود که می‌تواند خیلی مؤثر باشد.

دکتر مسینی

مطالبی که آقای دکتر توتونچیان گفته‌اند در مقابل آن مسایل دیگری هم مطرح می‌شود. به هر حال دغدغه‌ای که ایشان به عنوان یک مسلمان دارند قابل تقدیر است.

در کتاب جدید هم که منتشر کرده‌اند طرح کردند که سفته‌بازی و بورس بازی را مضر می‌دانند اما واقعیت این است که من در صحبت‌های خود هم اشاره کردم به مدل‌های رشد درونزا که اخیراً در مباحث اقتصادی، مباحث رشد مطرح می‌شود که توجه بکنیم بجای انباشت سرمایه برویم به طرف استفاده کاراتر از سرمایه یا همان بحث بهره‌وری که مطرح می‌شود. این خیلی راحت می‌تواند دغدغه‌های دکتر توتونچیان را پاسخ بدهد. بازارهای بورس به طور کلی باعث می‌شوند که سرمایه‌ها کاراتر تخصیص داده بشود و از پس‌اندازها که رفته است به سمت بازار مهمتر بهره‌برداری بشود. به هر حال این پس‌انداز که می‌رود و با آن سهامی خریداری می‌شود، این سهام اول که فروش رفته، هر سهامی که فروش نرفته، هر سهامی که منتشر نشده، سهام شرکت‌های کاراتر فروش رفته. به هر حال نقطه شروع آن پا گرفتن یک فعالیت اقتصادی بسیار کارا است که نتیجه آن هم وجود بازار بورس است اگر بازار ثانویه نباشد اصلاً بازار اولی شکل نمی‌گیرد.

دکتر صالح آبادی

مثلا ساعت کار ۹ باشد تا ۵ بعدازظهر یا مثلا ۲ تا ۳ option معاملاتی بگذاریم. در این قانون جدید من این را پی گیری می کنم که حتی section معاملاتی را افزایش بدهیم، یکی صبح باشد و یکی هم بعدازظهر باشد قیمت باید continuous باشد یعنی در بازار مدام قیمت یک چیز تعیین بشود در بازار سرمایه چیزیکه قیمت دارایی مالی را تعیین می کند انتظارات و امید است در بازار، این خیلی مهم است. مثلا فرض بفرمائید امروز سهم بسته است. همین امروز یک اتفاق خاص می افتد. یک شرکت یک قرارداد جدید با جایی می بندد و وضع او خیلی خوب می شود یا فرض بفرمائید یک اتفاق سیاسی می افتد، مثلا آمریکا می گوید که من فردا می خواهم به ایران حمله کنم، اینها همه روی ارزش سهم اثرگذار است در این زمانیکه این سهم بسته است شما این حق را از طرف گرفته اید که نتواند دارایی اش را بفروشد و در یک زمانی شما این را باز می کنید که طرف ممکن است ضرر زیادی بکند. اگر یک کسی پیش بینی درستی داشته باشد مثلا با توجه به این علائم اقتصادی فلان شرکت در هفته آینده این قراردادها را منعقد خواهد کرد، لذا الان می خواهد این معامله را انجام بدهد براساس پیش بینی که می کند و شما این امکان را از او گرفته ای و سهم را بسته اید. نکته بعدی اینکه یک شرکتی می خواهد افزایش سرمایه بدهد و بایستی قیمت سهم او به طور عادلانه تعیین شده باشد در بازار، هر چه معامله بیشتر روی یک سهم انجام بگیرد طبیعتا قیمت یک سهم عادلانه تر انجام می گیرد تا اینکه فقط یکبار و در یک روز و در یک ساعت خاص، این اتفاق بیفتد. در هر زمان ما باید امکان افزایش سرمایه و تأمین منابع مالی را برای شرکتها فراهم بکنیم. در هر مقطعی از زمان اگر سهم بسته باشد، این امکان برای شرکتها وجود ندارد، عمق بازار سرمایه به شدت کاهش پیدا می کند و هیچ کمکی این چنین بازاری به بازار اولیه نخواهد کرد اگر شما سهم را بستید و در یک موقعیت بسیار منفی باز کردید بر اساس time و قراردادی که دارید می گوئید مثلا من روزهای سه شنبه سهم را باز می کنم و روز سه شنبه یک اتفاق بدی در کشور افتاد چون گفتم که در بازار سرمایه انتظارات روی قیمت

سهام خیلی اثر گذار است، و بسیار مهم است، در آن روز بسیار قیمت سهام پائین آمد، بسیاری ممکن است متضرر بشوند، در حالیکه بخش زیادی از این کاهش قیمت ممکن است بخاطر عوامل روانی بوده باشد.

یعنی اگر در یک روز دیگری باز بکنید قیمت سهام عادلانه تر تعیین شود در حالیکه در آن روز خاص اگر سهام را باز کنیم ۵۰٪ زیر قیمت تعیین می شود. الان مادر بازار بورس خودمان در همین شرایط که هستیم فرضاً من یک نماد را در یک موقعیت منفی باز می کنم قیمت سهام مثلاً ۵۰٪ زیر قیمت واقعی آن تعیین می شود و این اتفاق می افتد. چه بسا سهمی را که من در شرایط مثبت باز می کنم و اوضاع مثبت است و همه بازار مثبت است یک سهمی بالاتر از آن قیمت واقعی، قیمت پیدا می کند بنابراین اینها روی بازار و روی قیمت گذاری سهام بسیار بسیار مؤثر است. نقدینگی در بازار سرمایه از مهمترین عوامل است که بایستی تأمین بشود یعنی من بایستی در هر زمان امکان تأمین منابع مالی و تأمین نقدینگی را برای افراد فراهم بکنم اگر من سهام دارم و بدانم که در فلان روز فقط می توانم که بفروشم و در هر روز نمی توانم این خرید و فروش را انجام بدهم این نقدینگی برای سهام من وجود ندارد و این باعث می شود که من از بازار سرمایه بیرون بروم و می گویم که این بازار، بازار برای من نقدی نیست. شفافیت را در بازار سرمایه کم رنگ می کند، شرکتها لحظه به لحظه به ما اطلاعات می دهند، یک شرکت اطلاع می دهد و می گوید که این اتفاق در مورد من افتاد و براساس آن قیمتش در بازار تعیین می شود. اگر یک اتفاقی در شرکت افتاد و شرکت گزارشش را به من داد و در آن موقع سهمش بسته بود این اطلاعات چگونه می خواهد اثر خودش را روی قیمت سهام بگذارد. مگر شما نمی گوید قیمت یک سهم باید براساس اطلاعات، بر اساس شفافیت که در بازار وجود دارد تعیین شود. مطمئناً اگر شما اطلاعاتی بدهید و سهم شما بسته باشد و هنوز موعد باز شدن آن فرا نرسیده باشد طبیعتاً اثر اطلاعات روی قیمت سهام شما از بین می رود بنابراین شفافیت در این بازار سرمایه از بین خواهد رفت.

به هر حال در بازار سرمایه ریسک یکی از عوامل مهم است. ریسک و بازده با هم در بازار سرمایه هستند. این که می‌گویند مخاطره و بعضی از بزرگان مخاطره را منشأ ارزش نمی‌دانند، اتفاقاً بر عکس منشأ ارزش است اگر امروز یک خبری بیاید که مثلاً قرار است که فلان کار بشود، خوب این ریسک است در مورد آینده و ابهام در مورد آینده وجود دارد. بنابراین شما یک سرمایه‌گذاری را انجام نمی‌دهید. بنابراین تقاضا برای آن سرمایه‌گذاری کم می‌شود و قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند پس طبیعتاً ریسک روی قیمت سهم می‌تواند اثر مثبت و منفی داشته باشد. بنابراین با اینکه قیمت‌ها بسته باشد معتقدم که بازار سرمایه زمانی می‌تواند رونق پیدا کند که قیمت‌ها باز باشد و همیشه بتوانیم معاملات را انجام بدهیم تا قیمت عادلانه‌تر تعیین بشود و اثر اطلاعات در بازار وجود داشته باشد و عمق بازار افزایش پیدا بکند هر چه که ما بازار ثانویه را کاراتر بکنیم طبیعتاً بازار اولیه کاراتر خواهد شد. اگر این طرف را ما کارا نکنیم آن طرف هم جواب نمی‌دهد. الان در حال حاضر جهت اطلاع بگویم با توجه به وضعیتی که بازار سرمایه دارد و مقداری رکود در آن به وجود آمده است اگر شرکتی بخواهد افزایش سرمایه بدهد نمی‌تواند اینکار را بکند چون کسی پول نمی‌دهد چون بازار ثانویه به بازار اولیه علامت می‌دهد وقتی رکود در بازار ثانویه اتفاق می‌افتد، کسی در بازار اولیه هم سرمایه‌گذاری نمی‌کند یعنی اگر شرکت افزایش سرمایه بخواهد بدهد، کسی پولش را در اختیار شرکت قرار نمی‌دهد در حالیکه اگر آن بازار پررونق، بازار بانشاطی باشد، سرمایه‌گذاران حاضرند در افزایش سرمایه شرکتها مشارکت بکنند و پول خود را در اختیار تولید و سرمایه‌گذاری واقعی قرار بدهند. بنابراین دهها عامل را می‌شود ذکر کرد که هر چه در بازار معاملات بیشتر صورت بگیرد، عمق بازار بیشتر بشود. حجم بازار افزایش پیدا بکند، حتی ساعت معاملات افزایش پیدا بکند. بازار کاراتر و در مجموع برای رشد اقتصاد کشور مؤثرتر است.

دکتر الهی

همانطور که دکتر حسینی به درستی مطرح کردند، وقتیکه ما هجین کردن (Heudiy) را بپذیریم قطعاً باید بپذیریم که یک عده‌ای سفته باز در بازار وجود داشته باشند، چون لازمه هجین کردن سفته بازی است. ولی به هر حال ما باید در این زمینه ابتدا مواضع بنیادین را دنبال کنیم که آیا مثلاً اسلام یا هر مبنای دیگری که می‌خواهیم براساس آن قضاوت بکنیم، آیا نمی‌پذیرد که یک عده‌ای هجین کنند، اگر هجین را بپذیریم حتماً سفته بازی مطرح می‌شود، بهر حال اسلام دوست دارد که همه انسانها به نوعی خطر کنند، یک عده‌ای جوری برخورد نکنند که زندگی‌شان خطر کردن باشد، و یک عده‌ای هم خیلی با اطمینان و مطمئن عمل بکنند که اگر این طور باشد قطعاً این مشتقات قابل قبول نخواهند بود، اما اگر بپذیریم که خود این اعطای اطمینان یک خدمتی است و پیچیدگی امور در جوامع مدرن باعث می‌شود که افرادی به صورت تخصصی عمل بکنند، یک عده‌ای کارشان تجارت است، می‌خواهند اطمینان لازم را داشته باشند و یک عده‌ای هم کارشان محاسبات است و در واقع این سرویس را به دیگران ارائه می‌دهند، علاوه بر آن سرویسهای دیگری هم که معمولاً از جانب سفته بازان به جامعه اعطا می‌شود از قبیل تثبیت اگر البته سفته بازان انتظارشان با نوسانات اجتماعی تطبیق بکند، طبیعتاً سرویس تثبیت اقتصادی را هم به جامعه اعطا می‌کنند، اگر ما بپذیریم که جوامع مدرن قاعدتاً تخصص را باید بپذیرند و به یک عده‌ای حتماً اطمینان داده بشود، باید قضاوتمان متفاوت باشد. یعنی من فکر می‌کنم که گره‌های اساسی قضیه اینجا باز می‌شود. یک وقت مثلاً گفته می‌شود، اسلام به هیچ وجه دوست ندارد یک عده‌ای خیلی مطمئن زندگی کنند و یک عده‌ای هم زندگی‌شان خطر باشد. به هر حال اگر توجه به آن سمت معطوف بشود من فکر می‌کنم بهتر است. البته فکر می‌کنم تمام نظرات منفی که جناب آقای معصومی‌نیا هم فرمودند در واقع به نوعی به نوع عملکرد این افراد برمی‌گردد نه به خود ماهیت کار، البته منهای اینکه همه می‌پذیرند فعالیتهایی که منشأ آن حبابهای سفته بازان است، قطعاً جالب نیست و هیچ کس آنها را تجویز نمی‌کند. یعنی در واقع با فعالیتهای

سفته بازی سعی کنیم که روی عرضه و تقاضای بازار سرمایه اثر بگذاریم و آنها را به صورت کاذب تحویل بدهیم.

میت الاسلام موسویان

البته صحبت‌هایی را که من می‌خواستم عرض کنم تا حد زیادی مطرح شد، من هم در تأیید وجود همین سفته‌بازان یا معاملات ثانوی می‌خواستم عرض کنم که اصلاً فلسفه اینکه شرکت‌های مدنی، شرکت‌های سهامی خاص، به تدریج تبدیل شد به شرکت‌های سهامی عام، سهام‌ها و اوراق بهادار قابل نقل و انتقال به وجود آورد، یک نیاز واقعی بود. بازارهای اولیه احساس کردند که نمی‌تواند کشش لازم را داشته باشد، شخصی سرمایه‌گذاری می‌کند، اگر این انتظار را داشته باشد، که در مواقع مناسب می‌تواند دارایی را تبدیل به پول بکند و از بازار خارج بشود با دلگرمی بیشتری وارد فعالیت اقتصادی می‌شود، کما اینکه بعضی از اشخاص برای دوره‌های زمانی موقت می‌خواهند وارد بازار دارایی‌های واقعی بشوند و بعد از یک مدتی دارایی خود را تبدیل به پول نقد می‌کنند و از بازار خارج می‌شوند، وجود بازارهای ثانوی و وجود سفته‌بازان در حقیقت این هدف را برآورده می‌کند. بعد منفی آن یک بحث دیگری است که جناب آقای دکتر الهی مطرح کردند، اما اصل وجود اینها از جهت اقتصادی می‌تواند برای همان بازار اولیه و سرمایه‌گذاری اولیه دلگرمی ایجاد کند و باعث بشود که آنها با جدیت بیشتری وارد سرمایه‌گذاری بشوند، چون می‌بینند که زمینه فراهم هست و اگر در مواقع نیاز خواستند که از بازار خارج شوند، زمینه فراهم است. اما اگر این احساس برایشان نباشد، چه بسا از همان سرمایه‌گذاری اولیه هم دست بردارند، از این رو من فکر می‌کنم براساس یک نیاز صحیح شکل گرفته ولی همانطور که مطرح شد از این نیازهای صحیح و نهادهایی که بر اساس نیاز صحیح شکل می‌گیرد، ممکن است یک سوء استفاده‌هایی صورت بگیرد اما اصل وجود بازارهای ثانوی و رونق سفته بازی به معنای صحیح کلمه می‌تواند رونقی باشد برای اصل سرمایه‌گذاری.

جناب آقای عطارزاده

بحثی که در بازار سهام و اینگونه مباحث مطرح است، چیزیکه به نظر من خیلی مهم است، بحث عمل گرایی است، من خودم قبل از اینکه وارد بازار سهام شوم و اقدام به خرید سهم بکنم، کتابهای زیادی خوانده‌ام، اما وقتی که وارد این بازار شدم و عملاً مقداری سهم را خریدم برای دنبال کردن بازار چند سال پیش، دیدم بحث عمل گرایی خیلی متفاوت است. وقتی که صحبت می‌کنیم با کسانی که قبل از اینکه وارد بازار سهام بشوند و بعد از اینکه مدتی در بازار هستند، تجربه را به دست می‌آورند، دیدشان خیلی متفاوت است. به همین علت بحرانهای مالی که آن را بحران آزادسازی اسم می‌گذارند در کشورهایی که بازارهای سرمایه عمیقی دارند و مدت زمان تشکیل بازارهای سرمایه آنها طولانی است، شمشیر دولبه است در خیلی از کشورها، به علت عدم توجه بودن مردم و عدم عمل گرایی این ضرر و زیان و این بحرانها شدیدتر است. من توصیه می‌کنم که اگر بخواهیم خیلی دقیق‌تر بحث کنیم، به طور عملی هم وارد این بازار بشویم، امکانات آن هست، مسایل آن هست، جزوات آن هست، وقتی که عملاً وارد بشویم، بیشتر به نیازهای آن پی می‌بریم که نباید ابزارهای دقیق‌تر، قوی‌تر و همچنین نظارتهای دقیق‌تر و سایر مسایل باشد، اما وقتی که بخواهیم یک سهمی را بخریم یا بفروشیم، خیلی مشکل می‌شود با ابزارهای معمول که در خیلی از بازارهایی که هنوز توسعه کامل پیدا نکرده‌اند، بازاری را که می‌خواهد در آینده توسعه بیشتری پیدا بکند، اداره کرد. بحث من فقط روی بحث عمل گرایی بود و حرف دیگری ندارم.

مجت الاسلام کباءالمسینی

کلام من متمرکز است بر همان فرمایش جناب آقای دکتر حسینی که نقش اقتصادی مثبتی را در ابتدا برشمردند، که باعث تفاوت بزرگی بین قیمت خرید و قیمت فروش می‌شود، هنگامیکه این بازارها فعال نباشند این قیمتها کاهش پیدا خواهند کرد و با توجه به فرمایشی که آقای موسویان و دکتر الهی داشتند، من بحتم را براین اساس

این جلو می‌برم ما در رابطه با بازارها یک وقتی، همچنان که گفتند دنیای امروز طلب می‌کند که بازارهای ثانوی باشند ولی عمده نگرانهائی که آنها بی که مخالف هستند از جمله مثل آقای دکتر توتونچیان اخیراً و یا مثل شهید صدر متقدماً دارند. این است که یک مکانیسمی وجود داشته باشد که در آن مکانیسم قیمت این نوع خدمات معین بشود، این نوع خدمات قبلاً بازاری نداشت، چون که بازارها خیلی اولیه بود، بازارها حالا که خیلی فعال شده و ریسک و عدم اطلاعات و نا اطمینانی در آن بالاست، این نوع به صورت یک خدمت و کالا برای خودش صاحب قیمت می‌شود، نگرانی بیشتر در این است که قیمت واقعی عبور از این عدم اطمینان چقدر است. اگر ما بگوئیم که شاید نگرانی این باشد که گاهی اوقات خود همین افراد نگرانهائی را به وجود می‌آورند، قیمت‌هایشان قیمت واقعی نیست، قیمت‌هایی است که برای خودشان بوجود می‌آورند تا کسب سود بیشتری بکنند، همچنانکه اگر در یک معاملات ساده وارد بازار بشویم، به عنوان مثال یک جایی مثل شهرک زین الدین که بعداً هم در بورس افتاد و قیمت آن هم بالا رفت، این اعلام می‌شود و یک عده‌ای (حدود ۳٪ مثلاً) مسکن می‌خواهند، بعد شما می‌فرمائید ۹۷٪ هم بنگاه داران مسکن باشند که طالب اینجا هستند، آیا واقعاً این کالا در آنجا قیمتی را پیدا می‌کند که در آخر اعلام می‌شود و این سرریز شود به دیگر مناطق قم و قیمت‌های دیگر هم بالا می‌رود. آیا این قیمت‌ها واقعی است یا نه؟ و گاهی اوقات خودشان هم به واسطه بحران‌هایی که به وجود می‌آورند خودشان بحران‌های اطلاعاتی به وجود می‌آورند و در این دنیای عدم اطمینان و عدم اطلاعات، قیمت‌هایی به وجود می‌آید که قیمت‌های واقعی عبور از عدم اطمینان و عدم اطلاعات نیست. این یک قیمت‌هایی است که خودشان به وجود آورده‌اند و طبیعتاً قیمت‌های واقعی کالاها را بالا خواهد برد.

مجت الاسلام نظریور

نکته‌ای که جناب آقای توتونچیان مطرح می‌کردند این نبود که قیمت‌ها به شکل روتین در بازار مطرح بشود که ما هر چقدر سهم را باز بکنیم قیمت‌ها بالا و پایین برود و از همین مکانیسم قیمت‌ها تعیین بشود. تعبیر ایشان این بوده

است که مکانیسم تعیین قیمت‌ها به شکل قیمت‌های واقعی و آن هم به این شکل که هر لحظه ارزش واقعی آن بنگاهی که سهام برای اوست مشخص بشود، به این معنا که فرض کنید که یک بحرانی اتفاق می‌افتد و این بحران ممکن است تأثیر روی قیمت‌های واقعی ماشین آلات موجود در آن سهام را نداشته باشد. صرفاً یک تصور ذهنی ایجاد شده که این تصور ذهنی گاهی قیمت‌ها را بالا می‌برد، گاهی پایین می‌آورد که آقای دکتر توتونچیان می‌گویند که این کار خوب نیست. این درآمد نابهنگام غیر متناسب با فضای اقتصادی ایجاد می‌شود که به ازاء آن تولید و خدمتی در جامعه ایجاد نشده و ایشان می‌گویند تعیین قیمت به این شکل غلط است و سؤالی که ما می‌کردیم اینکه این خیلی مشکل است که شما بخواهید هر لحظه قیمت را تعیین کنید، گفت که نه چیز متعارفی است و الان با توجه به کارشناسانی که در هر عرصه ممکن است وجود داشته باشند، قیمت را در هر لحظه برای بنگاه می‌توان تعیین کرد و قیمت واقعی نه قیمت اسمی و سوری.

دکتر صالح‌آبادی

آنکه بازار نوسانات خیلی شدید داشته باشد آن را باید فرهنگ‌سازی کرد و باید به این شکل دیدگاه‌ها را نسبت به قیمت عوض کرد ولی اینکه قیمت واقعی چی هست؟ که ما در حوزه واقعی به آن ارزش ذاتی می‌گوئیم یکی ارزش بازار است و یکی ارزش ذاتی است. حالا ارزش ذاتی یعنی مثلاً این استکان ۱۰۰۰ تومان ارزش دارد یا ۵۰۰ تومان یا هر چقدر. در حوزه بازار سرمایه ارزش ذاتی در هر جایی متناسب با ماهیت آن است. مثلاً ما ارزش شرکت‌های سرمایه‌گذاری را چگونه تعیین می‌کنیم؟ از طریق پورتفو که در بازار سرمایه دارند یعنی جمع ارزش پورتفومهای ارزش بدهی‌های آنها می‌شود ارزش روز آن شرکت سرمایه‌گذاری، ارزش روز شرکت تولیدی براساس سودآوری است که ایجاد می‌کند. ارزش شرکت ساختمانی روی املاک و دارایی‌هایی که دارد است و نه لزوماً روی سودآوری آن، لذا در هر جایی ارزش متناسب با آنجا تعیین می‌شود. حالا من این را ریاضی‌تر بگویم، فرض بفرمائید شرکت ایران خودرو اگر ارزش دارایی‌هایش یعنی ماشین آلات، زمین، ساختمان و تجهیزاتی که

ایران خودرو در آن مستقر است، این دارائیهها جمع آن چهارصد و بیست میلیارد تومان باشد. سودی که ایران خودرو در سال ایجاد می کند بیست میلیارد تومان است. آیا ارزش ایران خودرو در بورس اگر سیصد و هشتاد میلیارد تومان بود به نظر شما این قیمت عادلانه است یا نه؟

در ابتدای امر می گوئید که نه این اصلا عاقلانه نیست. اگر این چنین مفروضاتی به من بدهند، من می گویم ارزش ایران خودرو حداکثر مثلا صد میلیارد تومان است. به عنوان یک کارشناس مالی می گویم ایران خودرو چهارصد و بیست میلیارد تومان، دارایی دارد، بیست میلیارد تومان هم پایان سال سود دارد که می شود چهارصد و چهل میلیارد تومان، ولی من می گویم ایران خودرو را به عنوان یک سرمایه گذار بیشتر از صد میلیارد تومان نمی خرم، یعنی یک ریال اگر بیشتر باشد برای من گران است و نمی خرم چرا؟ مثلا ایران خودرو کلی دارایی دارد، ماشین آلات، زمین و غیره اینها به دردی نمی خورد، من می توانم شرکت ایران خودرو را بخرم و بعد این دارایی ها را بفروشم، قابل فروش نیست، به چه کسی می خواهم ماشین آلات ایران خودرو را بفروشم. اگر بخواهد ایران خودرو نباشد به جایی قابل فروش نیست، به خارج که نمی توانم صادر بکنم و قابل فروش نیست. زمینی که هست به چه درد من می خورد من می خواهم در آنجا تولید کنم، من می خواهم سودآوری داشته باشم، لذا ارزش، اینجا با دو فرض می شود، یکی ارزش با فرض ادامه فعالیت، یکی ارزش با فرض انحلال، یعنی می خواهم ایران خودرو را تعطیل کنم، دارایی های آنرا بفروشم، و بگویم فلان قدر می ارزد. بنابراین چون همچون حالتی متصور نیست و من در بورس می خواهم ایران خودرویی را داشته باشم که می خواهد سالهای متمادی عمر داشته باشد، پس آن دارائیهها به دو دلیل، اول اینکه اگر هم که بخواهم بفروشم کسی نیست که از من بخرد، چهارصد و بیست میلیارد تومان ایران خودرو را کسی از من نمی خرد، چون هر کسی که بخرد باید تولید کند، ماشین درست کند و سود ایجاد کند یعنی او هم می خواهد همین کار را بکند. پس کسی از من نمی خرد، پس این دارایی ها نیست که روی ایران خودرو ارزش می گذارد. آنچه که روی ایران خودرو ارزش

می‌گذارد فرض ادامه فعالیت آن است، می‌خواهد ایران خودرو سالهای دیگر کار کند، تولید کند، لذا بیست میلیارد تومان سود است که برای من مهم است، اگر این همه ماشین آلات نتواند سود مناسب بدهد، به چه دردی می‌خورد. پس بنابراین ارزش ایران خودرو که می‌گویم صد میلیارد تومان است بخاطر این فرض است که ما در بورس در ادبیات مالی یک ضریبی داریم که به آن ضریب P.E می‌گویند که در این سند حداکثر ضریب P.E، ۵ است بنابراین ۲۰ ضربدر ۵ می‌شود ۱۰۰ و اگر بیشتر از صد میلیارد تومان خریداری شود، ضرر است. پس بنابراین قیمت واقعی هر چیز این شکلی نیست که واقعا ما بیائیم و بگوئیم که جمع دارایی‌هایش این است. نه به این شکل نیست، امید هست، انتظارات هست، ریسک هست. مثلا اگر قرار باشد، واردات خودرو آزاد شود، سهم ایران خودرو چقدر می‌ارزد، صفر تومان. در بازار مالی مبنا کاملا مشخص است، ما گروه واسطه‌گری مالی که در بورس داریم را براساس N.A.V قیمت‌گذاری می‌کنیم. شرکتهای ساختمان سازی فقط به سود آن فکر نمی‌کند به زمین و ساختمان آنهم فکر می‌کند، چون آنها قابل معامله است، شرکتهای تولیدی را با دید سودآوری به آن نگاه می‌کند، اگر در شرکت تولیدی یک تکه زمینی وجود داشته باشد که قابل فروش باشد و بتوان در یک کار دیگر از آن استفاده کرد، آنهم ارزش عقلایی پیدا می‌کند، ولی اگر این شکلی نباشد، همه کارخانه در زمین پخش است، قابل فروش هم نیست، اگر زمینها متری دویست هزار تومان هم باشد، برای ما در ارزش‌گذاری صفر تومان می‌ارزد. این سودآوری است که برای ما ملاک ارزش‌گذاری در بازار بورس قرار می‌گیرد. بنابراین با در نظر گرفتن عامل ریسک، عامل سودآوری شرکت و تغییراتی که در طول زمان به وفور اتفاق می‌افتد، مثلا فردا یک شرکت قرار داد جدید می‌بندد، سودآوری آن بالا می‌رود و در سهم آن اثر دارد. خبر اینکه شرکت می‌خواهد یک قرارداد خیلی سودآور ببندد، قیمت را افزایش می‌دهد و ممکن است در عمل ببندد ولی اگر ببندد قیمت آن خیلی بالا خواهد رفت ولی این با همان انتظاراتی که روی آن سهم ایجاد شده قیمت آن افزایش می‌یابد. اگر بگویند که یک شرکتی قرار است این ریسکها در مورد آن اتفاق بیفتد، ممکن

است که قیمت سهم کاهش پیدا نکند، اینها چیزهایی است که در بازار وجود دارد، شهید مطهری مکانیسم عرضه و تقاضا را می پذیرد. در یک فضائیکه عادلانه عرضه و تقاضا تعیین بشود، عرضه و تقاضا کشف قیمت می کند. ارزش هم همانی است که در بازار تعیین می شود و این هر لحظه ممکن است متفاوت باشد، این که شما می فرمائید، افزایش قیمتها بدون تناسب است، من معتقد به این نیستم. البته این را می پذیرم که در بعضی موارد ممکن است اتفاقاتی بیفتد، این را دیگر نمی شود منکر شد، کما اینکه من چاقو تولید کرده ام، این چاقو را می شود زد در شکم کسی و این اثر مخربی است که چاقو دارد، می توان با آن میوه پوست کند و خورد، و آنهم اثر مثبت آن است. طبیعتا در بازار سرمایه ما منکر این نیستیم که همچنین اتفاقاتی هم می افتد و دو تا سهم هم ناعادلانه رشد می کند، که البته همان را هم بنده معتقدم که هرچه بازار سرمایه ما بزرگتر باشد، فعالانی که روی آن سهم اثر گذار هستند بیشتر می شود قیمت طبیعتا عادلانه تر است. اگر در یک بازار سرمایه روی یک سهم مثلا هزاران نفر، دیدگاههایشان در آن سهم لحاظ شود، قیمت تعیین شود، مطمئنا قیمت عادلانه تر است تا اینکه دو نفر بیابند روی یک سهم اثر بگذارند چون دو نفر ممکن است با هم تبانی بکنند ولی اگر پانصد هزار نفر روی یک سهم اثر بگذارند این حالت تبانی از بین می رود، قیمت عادلانه تر می شود در بازار و براساس انتظارات تعیین می شود.

مجت الاسلام رضایی

همه ما با بیمه آشنا هستیم بیمه یعنی اینکه اگر من ماشین داشته باشم به تنهایی ماشین من دچار حادثه ای بشود، موقع حادثه باید تمام خسارتها را خود من متحمل بشوم اما حالا براساس بیمه و استفاده از قانون اعداد بزرگ، شرکت بیمه می آید با همه ما ۴۰ نفر معامله انجام می دهد و از هر کدام ما اندک اندک پول می گیرد تا احیانا طبق قاعده اگر من دچار حادثه شدم، آنرا با همین پولهای اندک من جبران می کند، ما می توانیم در بازاری که الان بازار ثانویه است این طور تصور کنیم که فرض کنید من می روم در بازار نفت صد هزار تن نفت را

خریداری می‌کنم، به صورت پیش خرید و قرار است ۶ ماه دیگر این را به من بدهند، یک قیمتی تعیین می‌شود، این قیمتی که تعیین می‌شود مثلاً هر بشکه‌ای ۴۰ دلار، ۶ ماه آینده من می‌خواهم اینها را بگیرم، در این مدت اگر هیچ بازار ثانویه و یا اگر هیچ چیزی نداشته باشیم، یک بازار اولیه رخ داده، معامله هم تمام می‌شود، ۶ ماه آینده من می‌روم و می‌خرم، یا ۵۰ دلار می‌شود یا ۴۰ دلار و یا یک قیمت دیگر یا ضرر زیادی را من خریدار متحمل می‌شوم، اگر هیچ بازار ثانویه نداشته باشد یا من خریدار ۱۰٪ همه ضررها را انجام می‌دهم و یا آن فروشنده اگر بازار ثانویه رخ بدهد همان چیزی که یا من باید متحمل بشوم یا سود می‌برم یا ضرر، در طول این ۶ ماه به تدریج در بین این افراد توزیع می‌شود، یعنی در واقع قیمت نفت واقعا بهم نمی‌خورد. قیمتها بی‌جا نمی‌شود، مثل بیمه واقعا سرشکن می‌شود. بنحوی که اگر آن فروشنده سودی می‌خواست ببرد به افراد زیادی این واسطه سود می‌رسد. اگر کسی می‌خواهد ضرری متحمل شود، به تدریج بین اینها این ضررها تقسیم می‌شود، به گونه ای که در واقع آثار واقعی که می‌خواست رخ بدهد، بین تعداد بسیار زیادی دارد توزیع می‌شود و از این حیث مشکلی برای بازار ایجاد نمی‌کند، تنها چیزیکه ایجاد می‌شود، آن خطر واقعی و ضرر و سود واقعی توزیع می‌شود، می‌شود به شکل خیلی ساده گفت که در واقع این بازار معاملات ثانوی تنها کاری که انجام می‌دهد این است که آن سود یا زیان را توزیع می‌کنند، آن چیزی که می‌خواست انجام بشود، فقط در بین افراد زیادی توزیع می‌کنند مثل بیمه. یک نکته دیگر اینکه آیا وجود این سفته با فرض اطلاعات کامل است؟ چون اگر اطلاعات تبانی باشد و چیزهایی دیگر، خارج از فرض ما است، با وجود اطلاعات شفاف آیا واقعا وجود این واسطه‌ها که ۹۷٪ است روی هر یک معامله‌ای، معاملات بعدی واقعا قیمتها را بالا می‌برند و در افزایش آن خیلی مؤثر هستند و در یک جمله به کل جامعه ضرر می‌زنند بخاطر اینکه سود خودشان را ببرند یا اینکه قیمتها روال طبیعی خود را طی می‌کنند، فقط این سود یا زیانها توزیع می‌شوند، می‌توانیم بگوئیم سفته باها قیمتها را بالا می‌برند که اگر بگوئیم بازار قیمتهاش بیشتر از آن موقعی است که بازار بورس نباشد این یک مسأله منفی

می شود برای بازار وقتی که می خواهیم تصور کنیم که وجود اینها خوب است یا نه. این مسأله را باید در نظر بگیریم که روی قیمتها اینها چقدر اثر می گذارند.

قیمتهایی که عوامل مختلف داشتند، وجود این واسطه ها را چکار می کنند. یک نکته روی توزیع درآمد است، بازارهای بورس، آیا واقعا در توزیع درآمد اثر مثبت دارد یا اثر منفی و این گونه است که یک عده افراد معدودی خیلی ثروت زیادی پیدا می کنند؟ اتفاقا توزیع درآمد مثبت است و افراد بسیاری از درآمدی که در جامعه می خواست نصیب یک نفر یا دو نفر شود که معامله را انجام می دادند، حالا توزیع می شود.

آقای باقری

در مورد نظر آقای دکتر توتونچیان، ایشان یک نکته ای را می گفتند و برای ما سؤال هم بود که این حرمت سفته بازی که اعم از حرمت ربا است چون ربا مربوط به پول و زیادی در پول می شود، منتهی این حرمت را اعم می گرفتند از حرمت ربا، منتهی بعد به این فکر می کردیم که این نکته را از کجا به دست آورده اند، و از کجای شرع به دست آورده اند. دقیقا دوباره می رفتند از همان حرمت ربا که حرمت سفته بازی را به دست آورده اند، این طور می فهمیدیم از عباراتشان، منتهی برای ما سؤال بود که سفته بازی یک مسأله اعم از ربا است، چگونه می خواهند از ربا حرمت سفته بازی را بفهمند. حتی بعضی اوقات می گفتند که بین پدر و پسر که ربا حرام نیست ایشان می گفتند با توجه به ملاکی که من فهمدم که ملاک حرمت ربا هست و ملاک حرمت سفته بازی هم هست. حتی در بعضی موارد هست که بین پدر و پسر هم چون آن ملاکی که در حرمت سفته بازی خودشان فهمیدند هست، می گفتند همین جا هم این حرام است ولو که روایات بگوید که بین پدر و پسر ربا جایز است.

دکتر صالح آبادی

سفته بازی بستگی به این دارد که چگونه ما آنرا معنا بکنیم و این را من نمی دانم که ما یک دیدگاه مشترکی در مورد سفته بازی داریم یا نداریم، اگر سفته بازی را به مفهوم این بگیریم که کسی الان می خرد و دو ساعت بعد

می‌فروشد، امروز می‌خرد، فردا می‌فروشد، دائم در حال خرید و فروش است، یعنی سهمی را نمی‌خرد که مثلا برای یک مدت طولانی نگه دارد. اگر مثلا بورس سهام ایران خودرو را می‌خرد، به قصد این است که دو روز دیگر سود کند و دوباره بفروشد، اگر سفته بازی را به این مفهوم بگیریم و ایرادهایی هم که آقای دکتر توتونچیان می‌گیرند شاید به آن بوده است. اگر سفته بازی به این مفهوم باشد که ایرادی ندارد و شخص یک بیع را انجام داده و سهمی را خریده، نیم ساعت بعد تصمیم گرفته که بفروشد این مشکلی ندارد. آنچه که ایراد ایجاد می‌کند روی سفته بازی، چیزهای دیگری است که به سفته بازی اضافه ممکن است بشود، از جمله اینکه فرض بفرمائید که دو نفر با همدیگر تباری می‌کنند که یک سهم را بالا ببرند، سفته باز هم باشند، امروز بخرند و فردا صبح بفروشند، می‌کنند، تباری بر بالا بردن یک سهم ایراد دارد، تباری برای پائین آوردن قیمت یک سهم در حالیکه می‌دانیم ارزش بیشتر دارد. که این هم مهم است. اگر تباری بکنند که قیمت را بالا ببرد و آنرا به ارزش واقعی برسانند، این ایرادی ندارد. سهم به ارزش واقعی می‌رسد. اما اگر ما بدانیم که سهمی نمی‌ارزد و ما تباری بکنیم که آنرا بالا ببریم، این ایراد دارد و بحثی هم نداریم. اگر من بیایم شایعه کنم در بازار یا یک سفته باز در بازار شایعه ایجاد بکند و بخواهد از این شایعاتی که پخش می‌کند، چه شایعات مثبت و چه منفی فرقی نمی‌کند، یک شایعه مثبت می‌اندازد و می‌گوید این اتفاقات قرار است صورت گیرد و امثال اینها و قیمت سهم بالا برود و امروز بخرد و فردا هم بفروشد، که این ایراد دارد. در کل، سفته بازی نیست که ایراد دارد بلکه اعمال ناپسندی است که این ایراد را ایجاد می‌کند نه مفهوم سفته بازی، سفته بازی اگر عادلانه باشد و اگر همراه با اعمال ناپسند نباشد، همراه با تباری نباشد، همراه با غرر نباشد، همراه با این طور چیزها نباشد، ایرادی ندارد، ولی اگر همراه شد با آنها، در واقع در اینجا محل ایراد و بحث است.

مجت الاسلام یوسفی

در سخنانی که جناب آقای دکتر حسینی فرمودند چندین محور را به عنوان نکات منفی ذکر کردند که یک مطلبی به نظر می‌رسید که از دیدگاه خودشان طرح کردند و چند مورد را هم از آقای موشاکوجی نقل کردند، یکی از آنها بحث اثرات تورمی است که در بازار سرمایه این اثرات تورمی در جامعه است، سه مورد دیگر را هم از قول آقای موشاکوجی نقل کردند که ایجاد و فقر و نابرابری است، دیگری ناامنی برای اکثریت و دیگری سود برای اقلیت است. عرض بنده این است که اگر منطق تورمزایی را بخواهیم، معمولاً به عکس استدلال می‌شود. یعنی مادر بازار با یک سری سرمایه‌های کوچک یا بزرگ سرگردانی مواجه هستیم که هر لحظه ممکن است به یک سمت و سو حرکت بکنند و بر تورم و اقتصاد تأثیر منفی بگذارد. طبیعی است حرکت دادن اینها به بازار سرمایه ولو اینها در یک بازار ثانویه در چرخش دائم باشند، در واقع کل اقتصاد را از اثرات تورمی نجات می‌دهند، مقایسه‌ای که بین سال قبل و سال جدید هم ما داریم، همین هست، در نماگر اقتصادی منتشر شده توسط بانک مرکزی، سال قبل صد و سی هزار میلیارد تومان در بازار سرمایه، گردش سرمایه داشته‌ایم، در حالیکه در سال جاری و در ۶ ماه اول کمتر از هفتاد هزار میلیارد بوده است، برآورد شده است با توجه به فضائیکه بر اقتصاد ما حاکم است، در نیمه دوم و با توجه به رکودی که بر اقتصاد ما است در یک حالت خوش بینانه ممکن است این هفتاد هزار به حدود صد هزار برسد و بیشتر از این شاید نباشد، اگر این اتفاق رخ دهد مفهوم آن این است که جریان سرمایه حدود سی هزار میلیارد تومان سال قبل در اقتصاد اثرات تورمی نداشته، در بازار سرمایه در جریان بوده است. حالا این مقدار از بازار سرمایه جدا می‌شود و در سایر کالاها بازی با قیمت شروع می‌شود و طبیعتاً اثرات تورمی خواهد داشت. یعنی برداشت من برعکس آن چیزی است که به عنوان یک اثرات منفی ذکر شد که ادعا شده بود این پولی که برود در بازار سرمایه و در بازار ثانویه بخواهد فعالیت بکند، اثرات تورمزایی دارد این برداشت صحیح نیست. در مورد بحثی که آقای موشاکوجی مطرح کرد که اثرات

منفی بر فقر و نابرابری دارد، در مطالعات تجربی زیادی رابطه میان توسعه مالی و توسعه اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است.

یک دسته مطالعات تأکیدشان بر این بود که توسعه مالی منجر به توسعه اقتصادی می‌شود و آن را سرعت می‌بخشد. بنابراین جریان سرمایه در بازار سرمایه کشور و به عبارتی توسعه مالی کشور نه تنها فقر یا فقر جامعه را به همراه ندارد، می‌تواند اثرات رشد داشته باشد، چون که بازار ثانویه در اقتصاد فعال باشد، این انگیزه‌های تولید سرمایه‌گذاری را بیشتر می‌کند، شرکتها و کارخانجاتی که صاحب سهام هستند و در این بازار ثانویه قیمت‌های آن شرکتها افزایش پیدا کرده، وقتیکه سهام جدیدی منتشر کنند با قیمت بالاتری عرضه می‌کنند و بنابراین رشد سرمایه در آنها بیشتر خواهد شد، بعد از اینکه یک رابطه یک سویه دیدند در یکسری مطالعه‌ها یک رابطه دو سویه نگاه کرده‌اند، یعنی یک رابطه متقابلی میان توسعه مالی و توسعه اقتصادی هست که هم توسعه مالی منجر به توسعه اقتصادی می‌شود و هم توسعه اقتصادی با توسعه مالی رابطه مثبت دارد. بنابراین این برداشتی که در مجموع فعال کردن این بازارها موجب فقر در جامعه می‌شود در آن صحبتی که از آقای موشاکوجی نقل شد، یک حالت بدبینانه‌ای است که من نمی‌دانم چطور می‌شود آنرا تفسیر کرد، اما اینکه یک سودی برای اقلیت وجود دارد این به هر حال هست، یعنی بازارهای مالی به گونه‌ای است که یک عده می‌توانند ثروتهای سرشاری را به دست بیاورند، آن بحثی که در مورد حبابها مطرح کردند، حبابها وجود دارد که اینها باید در واقع مدیریت بشود، یعنی عدم مدیریت بازار سرمایه و وجود یک زمینه‌سازی تبانی‌ها را نباید به عنوان یک نتیجه قطعی منفی گذاشت، اگر این بازار سرمایه مثلاً در سال ۸۱ که حبابها به صورت خیلی آشکاری در اقتصاد ما شکل گرفتند اگر مدیریت می‌شد، طبیعتاً آن مسایل را نداشتند و آن چیزهای منفی که گفته شد را هم نداشتند، پس بخشی از آن به نظر من بر می‌گردد به مدیریت بازار سرمایه که بتواند اینها را مدیریت بکند، بتواند این دامنه نوسانات را تعریف بکند، که مانع از یک سری حرکت‌های خیلی حاد شود. در نهایت جمع‌بندی من این است که در میان این

نتایج منفی که گفتیم این نتیجه را شاید بتوان قبول کرد که کسانی که در بازار سرمایه هستند و فعالیت می کنند می توانند ثروتهای خوب و بالایی را حتی بیشتر از کسانی که در بازار حقیقی کار می کنند به دست بیاورند و آیا این به منزله تورم زایی است، آیا این به منزله ضربه زدن به اقتصاد است، آیا این به منزله فقر در جامعه است، به نظر من این آثار منفی وجود ندارد مگر اینکه ثروتمند شدن از طریق بازار سفته یا بازارهای ثانویه را ذاتا منفی بدانیم. در مورد دیدگاهی که از مرحوم شهید صدر نقل شده و جناب آقای دکتر حسینی هم فرمودند که باید حتما بحث بشود ولی این دیدگاه مخالف مشهور یا سیره علما باشد که در ابواب مختلف فقهی می توان به وفور نقض سخنان شهید صدر را پیدا کرد که خود این هم می تواند جای بحث باشد که واقعا ریسک و مخاطره نقشی در فرآیند تولید و ارزش دارد یا ندارد، به نظر بنده در خیلی از موارد می توان نقض سخن شهید صدر را نشان داد و سخن ایشان به نظر می رسد بر خلاف قول مشهور است و ادله محکمتری برای اثبات سخن خود نیاز دارند.

دکتر مسینی

قصد بنده این بود که طرح بحث بکنم، هنوز هم اعتقاد دارم که نباید داوری کرد و باید کار بیشتری صورت بگیرد، پیشنهادی که آقای دکتر الهی دادند که روی مواضع بنیادین کار بکنیم واقعا مسأله این است و یک سری مسایل اساسی تر را باید کار کرد و بعد مسایل فقهی، مسأله ای را هم که آقای صدر مطرح می کنند، من گفتم که آقای دکتر بحرینی در پایان نامه فوق لیسانس خودشان به شدت این ایده را رد کرد و اشکالات خیلی عمده ای روی نظریه های صدر مطرح کرده است. به هر حال واقعیت این است که مقالات مختلفی نوشته شده که شواهد زیادی است که بازارهای ثانویه نقش مثبتی در رشد اقتصادی دارند، یعنی این که واقعتهایی موجود است. به هر حال کشورهای پیشرفته که بازار بورس را طراحی کرده اند و اجازه داده اند بازارهای ثانویه فعال باشد، تمام شواهد نشان می دهد که نقش بسیار مثبتی در رشد اقتصادی دارند، اگر به دنبال رشد اقتصادی هستیم به نظر می رسد که باید به دنبال این باشیم، باز این بحث داوری نیست به هر حال می گویم که این گونه مقالات وجود

دارد، نمی‌شود اینها را مد نظر قرار نداد، مطلبی را که آقای دکتر توتونچیان توضیح داده‌اند در واقع، افزایش موجودی سرمایه فقط اتفاق می‌افتد که برای اولین بار اوراق بهادار منتشر شده باشد، اما دست به دست شدن اوراق بهادار در دومین بار و nامین بار موجب افزایش موجودی سرمایه نمی‌شود، کار سفته‌بازان واسطه‌گری مضرو مخرب می‌باشد. من فکر می‌کنم که این طور تعبیر کردن، کار درستی نیست، به هر حال ممکن است علت‌هایی داشته باشد و آثار منفی داشته باشد، ولی آثار مثبتی به هر حال دارد، اگر سفته‌بازان نباشند، پوشش دهندگان ریسک چه کار کنند، اصلاً پوشش ریسکی شکل نمی‌گیرد، اگر شما پوشش ریسک را قبول دارید، سفته‌بازی را هم باید در کنار آن بپذیریم و اگر بگوئیم این را نمی‌خواهیم و ارزش این همه هزینه را ندارد، بعد با توجه به اینکه بازار ثانویه که سفته‌بازان نقش اساسی را در آن دارند، نقش مثبتی در رشد اقتصادی دارد به نظر می‌رسد باید اینطور صحبت نکرد. در مورد مطلبی که ایشان مطرح می‌کنند که باید قیمت گذاری واقعی بشود، ما در نظریه ارزش خیلی چیزها را بحث می‌کنیم، مادر نظریه ارزش وقتیکه می‌خواهیم قیمت گذاری بکنیم، آنجا یکی از چیزهایی که مطرح می‌شود مطلوبیت است، وقتیکه که می‌خواهیم قیمت گذاری کنیم، آن مدیر توانمندی که هست را چطور قیمت گذاری می‌کنید، نقش بازاریاب مفیدی که در آنجا هست را چگونه قیمت گذاری می‌کنید؟

آقای توتونچیان می‌خواهد اینها را چطور قیمت گذاری بکند، کسی که بازاریاب هست و تقاضا به دست می‌آورد از بازارهای خارجی با مؤسسه دیگری که اصلاً همچنین شخصی ندارد، چطور قیمت گذاری می‌کنیم. به نظر می‌رسد همان موردی را که بازار بورس به عنوان قیمت گذار عمل می‌کند که همان سود است بهترین ارزش گذاری است یعنی به نظر من سودی که یک مؤسسه اقتصادی دارد، این سود ناشی از سرمایه فیزیکی است و مهم آن سرمایه اقتصادی است که سرمایه اقتصادی را نمی‌شود قیمت گذاری کرد، سیگنال قیمت گذاری آن را سود می‌دهد، که این در بازار بورس وقتیکه خوب عمل می‌کند، یقین می‌شود، چه بسا مؤسسه یا کارخانه‌ای

سرمایه فیزیکی آن کم باشد، اما به دلیل اینکه سرمایه انسانی زیادی داشته باشد. بعضی از مباحث مثل اثر آنها روی توزیع درآمد، یک کار تحقیقاتی است که حالا اثر مثبت دارند یا منفی. جمله‌ای از دکتر قائم‌نژاد است که باید روی آن فکر و تأمل کرد که می‌گوید، قبل از آنکه به رشد اقتصادی برسید حرف از توزیع درآمد بزنید، یعنی چی؟ معنای آن این است که فقر را به صورت برابر توزیع کنیم. یعنی این مطالب هم قابل تأمل است، ممکن است اثر منفی روی توزیع درآمد داشته باشد اما یک جای دیگر اثر مثبت داشته باشد.

محبت الاسلام رضایی

اگر این بازار نبود و افرادی در آن حضور نداشتند، مثلاً ممکن بود آنهایی که معاملات اولیه را انجام می‌دهند یک سود و زبانی بکنند آیا وجود این بازارهای ثانویه باعث می‌شود که سودی که ممکن بود نصیب افراد بسیار محدودی بشود که در بازارهای اولیه بودند با حضور افراد در بازار ثانویه این سود توزیع شود؟ یعنی افراد بیشتری از آن سود هنگفت که نصیب یکی می‌شود و به زیان یکی دیگر می‌شود استفاده کنند.

دکتر مسینی

از این جهت باعث بهتر شدن توزیع درآمد می‌شود، چون در واقع یکی از خاصیت سفته بازان این است که به یک قیمت خاص می‌رسند، نوسان قیمت کم می‌شود و نابرابری در توزیع درآمد در جایی اتفاق می‌افتد که نوسان قیمت شدید باشد، از این جهت تأثیر مثبتی روی توزیع درآمد دارد، ولی خود بورس و کار سفته بازی ممکن است اثر منفی روی توزیع درآمد داشته باشد، این که این فعالیتهای سفته بازی باعث می‌شوند، قیمت‌ها افزایش پیدا بکند، لزوماً اینطور نیست. تعبیر آقای دکتر صالح‌آبادی در مجله‌ای که در دانشگاه امام صادق این بود که ریسک تصنعی ایجاد کردن باعث افزایش قیمت‌ها می‌شود و الا سفته بازی اگر در شرایط مناسب انجام بشود، مطمئناً باعث می‌شود که قیمت‌ها به اندازه لازم افزایش پیدا بکند، یعنی تغییر پیدا کند، و به نظر می‌رسد که باعث می‌شود که نوسانات کمتر بشود.

مجت الاسلام یوسفی

هدف آقای دکتر در این بحث این بود که ابعاد مثبت و منفی عقد اختیار یا سفته بازی را بحث کنند. اما یک سؤالی را طرح کردند که بطور جدی مطرح است و آن اینکه اگر فرض کنیم بخواهیم عقد اختیار را در کشور اجرا کنیم آیا سازمان بورس به لحاظ ابعاد فنی توانایی اجرای آنرا در کشور دارد؟ خوب است که آقای دکتر صالح آبادی به این مسأله پاسخ بدهند.

دکتر صالح آبادی

پیش از اینکه به این موضوع پردازیم یک سری از سؤالات است که من تکمیل بکنم و بعد برویم سراغ این سؤال.

عرض کنم که بحث حبابها مطرح شد که در واقع مدیریت بازار باید به این فکر بکند، این اتفاقات در سراسر دنیا رخ می‌دهد، بورس نزدیک را که من نگاه می‌کردم که یک بازار O.T.C هست، در یک دوره یکساله یا کمتر شاخص آن نوسانات شدیدی داشته است، یک رشد وحشتناک و بعد کاهش و نزول وحشتناک داشته است و یا بورسهای دیگر را که نگاه می‌کنیم اینها را می‌بینیم که یک چیز طبیعی است، در کشور ما خیلی طبیعی تر است و علت آن این است که هنگامیکه نقدینگی زیاد به سمت بازار سرمایه می‌آید، یکدفعه ممکن است، قیمتها زیاد بالا برود و حتی از ارزش واقعی آن نیز بیشتر بشود، کما اینکه ممکن است در زمین هم این اتفاق بیفتد، یعنی اگر همه آدمها بخواهند زمین بخرند قیمت زمین بالا می‌رود و این یک چیز طبیعی است، چه در سهام و چه در کالاهای واقعی. بنابراین مدیریت بازار در اینجا خیلی نمی‌تواند کاری بکند، می‌تواند تا حدی با کنترل دامنه نوسانات، دامنه نوسانات بورس را کاهش دهد. بنابراین کاری که بازار می‌تواند بکند، این است که دامنه نوسانات را کنترل بکند و اگر می‌خواهد رشد بکند در یک دوره طولانی تری این رشد اتفاق بیفتد و اگر می‌خواهد کاهش پیدا بکند در یک دوره طولانی تری این کاهش اتفاق بیفتد، بنابراین کاری که مدیریت بازار می‌تواند

انجام بدهد، فقط این است ولی واقعا اگر نقدینگی به سمت بازار بیاید، ممکن است دو ماه دیرتر ولی بالاخره این رشد را می‌کند، این که سفته بازان قیمت‌ها را بالا می‌برند یا پایین می‌آورند، من اعتقاد به این ندارم، که اینها قیمت‌ها را نوسان شدید می‌دهند، اتفاقا بر عکس هر چه که اینها بیشتر حضور پیدا می‌کنند قیمت‌ها در بازار منطقی‌تر می‌شود، چون افرادی که روی یک سهم قیمت می‌گذارند تعدادشان زیاد است، یعنی یک سفته باز ممکن است بخواهد قیمت را بالا ببرد ولی سفته باز بعدی تا قیمت یک کمی بالا می‌رود، سریع می‌فروشد، یعنی قیمت‌ها را متعادل می‌کنند و خیلی نوسان شدید نمی‌دهند، نوسان شدید زمانی است که اینها در بازار نباشند، یعنی مثلاً یک فرد خاصی در بازار باشند و فکر کنند که همه باید بخرند و چون همه می‌خرند قیمت بالا می‌رود، یا همه فکر کنند که باید بفروشند که چون همه می‌فروشند، پایین می‌آید، یک نوع دیدگاه در بازار این اتفاق را ایجاد می‌کند، ولی اینکه دیدگاه مختلفی در بازار باشد نوسانات را در بازار منطقی‌تر می‌کند. این که توزیع درآمد ایجاد می‌کند، من موافقم و قبول دارم که این اتفاق می‌افتد. یک موضوع در مورد سفته بازی است که به نظر می‌رسد بایستی بین سفته بازی در بازار سهام و سفته بازی در بازار مشتقه تفکیک قایل بشویم. سفته بازی در بازار سهام به این مفهوم است که کسی می‌آید، امروز می‌خرد و فردا می‌فروشد و دائماً در حال خرید و فروش است و این مفهوم سفته بازی در بازار سهام است، ولی در بازار مشتقه علاوه بر اینکه این مفهوم را هم می‌تواند شامل بشود، مفهوم اصلی آن این است که من خودم را مثلاً بیچ می‌کنم در حالیکه واقعا پوشش دهنده ریسک نیستم، فرضاً یک option را می‌خرم منتها این خرید option من به منزله این نیست که من می‌خواهم خودم را در مقابل ریسکی که در قیمت وجود دارد پوشش بدهم، به منزله این است که من انتظار دارم که مثلاً قیمت می‌خواهد افزایش پیدا بکند و من می‌خواهم از تفاوت قیمت سود کسب بکنم، نه اینکه واقعا خودم را پوشش ریسک بدهم، لذا به این مفهوم است که کسی به دنبال دارایی واقعی خودش نیست در واقع، یا به دنبال پوشش ریسک دارایی واقعی نیست، به دنبال کسب سود از تفاوت قیمت‌ها است، این سفته بازی مشتقه است. در مجموع

اینکه این داستان هیچ موقع حل نخواهد شد و اگر ما جمع‌بندی نکنیم اگر ۱۰۰ سال دیگر هم بماند، جمع‌بندی نمی‌شود، چون واقعا موضوع، موضوعی نیست که بگوئیم دو، دو تا، چهارتا است، طبیعتا موضوع، موضوع علوم انسانی است و در حوزه علوم انسانی، نقد است و بحث است و نظر، داستان همان لیوان آب است که اگر لیوان آبی نصف آن پراز آب باشد، بستگی دارد که شما به آن نیمه خالی لیوان نگاه بکنید یا به آن نیمه پر. اگر به نیمه پر لیوان نگاه بکنیم، می‌گوئیم که خوب است، اگر به نیمه خالی لیوان نگاه بکنیم می‌گوئیم بد است، این دقیقا همین داستان است، بستگی دارد که چطور نگاه کنیم، ولی آنچه که برای ما مسلم است این است که بازار بورس سهام یعنی آن چیزیکه ما داریم را باید داشته باشیم و در این شکی نداریم. این که باید معاملات دائما در آن اتفاق بیفتد من شکی در آن ندارم. اینکه بازار سرمایه باید روان باشد، بایستی عمق بازار سرمایه را افزایش بدهیم، من در آن شکی ندارم و اینکه به رشد اقتصادی، به توسعه اقتصادی کمک می‌کند، شکی نیست. تمام مطالعاتی که در دنیا صورت گرفته همه براین نکته اذعان داشته‌اند یعنی مطالعات علمی که در دنیای انجام شده همه حاکی از این است که توسعه بازارهای بورس باعث رشد و رونق اقتصادی می‌شود. بنابراین اگر ما بازار سهام را به عنوان یک واقعیت و یک حقیقت بپذیریم، بعد باید بیائیم و راجع به بازار مشتقه بحث بکنیم. چند نکته دیگری که می‌خواستم اضافه کنم اینکه اثر غیر مستقیمی که بازار مشتقه بر بازار بورس سهام دارد این است که مابازار بورس سهام را داریم و به این نتیجه هم رسیده‌ایم که باید داشته باشیم، و این مکمل دیگری است یعنی کامل کننده بازار سهام است، شاید مستقیما کمک زیادی نکند، ولی کامل کننده بازار سهام است. ریسکی که در آن بازار هست با این پوشانده می‌شود، کنترل‌هاییکه روی بازار اول صورت می‌گیرد از طریق این بازار است، یعنی کنترل قیمت سهام این که شما فکر می‌کنید که مثلا قیمت سهم افزایش پیدا می‌کند، استراتژی آن را از بازار مشتقه می‌گیریم، بنابراین این کامل کننده بازار دیگر است. در مورد ابزارهای مالی، اگر وضعیت اقتصادی رونق داشته باشد می‌توان اثر آن وضعیت را در بازار بورس دید، چون این ابزارها نقدینگی کمتری نیاز دارند، مثلا با

یک میلیون تومان، می‌توان روی دویست میلیون تومان معامله انجام داد، دیگر نیازی نیست که دویست میلیون پول را برداشت و سهم خرید. با ده میلیون تومان می‌توان کار دویست میلیون تومان را انجام داد. یعنی با نقدینگی کمتر می‌توان کار بهتری در بازار انجام داد.

بحث تورم که یک بحث جانبی بود و بیان شد، این هم تجربیات نشان می‌دهد که بازارهای مالی می‌تواند در کنترل تورم نقش داشته باشد، به این علت که پولی که سرگردان است و می‌خواهد روی قیمت کالای واقعی، کالای مصرفی مردم اثر داشته باشد، از آنجا کنده می‌شود و روی اوراق اثر خود را می‌گذارد، و اثر تورمی ندارد ولی اگر پول را ماشین بخرید و ماشین را پارک کنید تا قیمت آن بالا برود و آنرا بفروشید، این ماشین مورد نیاز مردم است و کالای مصرفی آنها می‌باشد و شما قیمت ماشین را افزایش داده‌ای، یعنی ماشین وسیله سرمایه‌گذاری نیست، اگر با دید سرمایه‌گذاری به آن نگاه کنید تورم ایجاد کرده‌اید، یعنی قیمت ماشین بالا رفته، ارزشی هم خلق نشده و آن کسی که مصرف کننده است باید ماشین را با قیمت بالاتری بخرد، یعنی تورم ایجاد کرده‌اند در حالیکه بازارهای مالی می‌توانند تورم را در جامعه با جذب نقدینگی کاهش بدهند، این نکاتی بود که من می‌خواستم در تکمیل فرمایشات جناب آقای دکتر حسینی داشته باشم. در مجموع من فکر می‌کنم که جنبه مثبت آن بیشتر از جنبه منفی آن است.

در مورد توانمندیهای سازمان بورس ایران در اجرای قرارداد اختیار معامله، ۷ مورد را یادداشت کرده‌ام که مورد اول در مورد نرم‌افزار معاملاتی است که باید داشته باشیم تا بتوانیم معاملات option را انجام بدهیم، در حال حاضر نرم‌افزار معاملاتی ما نرم‌افزار Dos است، که برای حدود ۱۰ یا ۱۲ سال قبل است که این نرم‌افزار را از شرکت E.F.A کانادا خریداری کرده‌ایم، و این نرم‌افزار الان هم کار می‌کند، قطعاً در نرم‌افزار فعلی امکان انجام معاملات option و فیوچر و مشتقات وجود ندارد، یعنی اگر بخواهیم این ابزارها را در کشور پیاده کنیم،

امکان فنی آن وجود ندارد، منتهی ما در مورد نرم افزار در خردادماه سال جاری قراردادی را با شرکتی فرانسوی منعقد کرده ایم، مطالعات این کار انجام شده قراردادی که ما بستیم دو بخش داشت که بخش اول مربوط به هسته نرم افزاری و معاملاتی کار و بخش دوم هسته تصفیه وجوه، یعنی دو تا کار انجام می شود، بخش اول حالتی است که کسی در بازار معامله ای انجام می دهد، یعنی یک نفر می خرد و یک نفر می فروشد، که این معامله آن می شود و بعد از معامله باید پول آن ردو بدل بشود، و تصفیه آن صورت بگیرد، که آن مرحله دوم است، که نرم افزار مرحله دوم را C.D.S می گویند و مرحله دوم که در قرارداد ما بود، و بدلیل اینکه در این شرکت تغییراتی اتفاق افتاد، آن بخش دوم را از قرارداد حذف کردیم و تکه اول را که مربوط به هسته معاملات هست را خریداری می کنیم و انشاء... تا پایان سال ۸۵ نرم افزار جدیدی که در واقع در اروپا و کشورهای پیشرفته هم همین نرم افزار معاملاتی وجود دارد، در کشور ما هم پیاده سازی خواهد شد، با وجود نرم افزار جدید، امکان انجام معاملات مشتقه در آن وجود دارد ولی چون C.D.S آن را نداریم، لذا من بعید می دانم که سال آینده بتوانیم از معاملات مشتقه با این مکانیسمی که در دنیا وجود دارد بتوانیم استفاده بکنیم، ولی در صورتیکه C.D.S را بتوانیم بخریم شاید بتوانیم از سال بعد معاملات ابزار مشتقه را به شکلی که در دنیا وجود دارد، داشته باشیم، به شرط اینکه محدودیت های دیگری نداشته باشیم، بنابراین به لحاظ نرم افزاری فعلا امکان انجام معاملات مشتقه را نداریم.

دومین مشکلی را که در بازار اوراق بهادار داریم، کم بودن عمق بازار سرمایه ما است و به این دلیل هم نمی توانیم از این ابزارها در حال حاضر استفاده بکنیم.

سومین بحث، نمادهای ما است، به این مفهوم که بعضی وقتها نماد یک شرکت برای مدت طولانی تری بسته می ماند، شما تاریخ مشخص کرده اید و مثلا گفته اید که در ۲۰ خرداد ماه روز تصفیه است، روز سررسید این اختیار معامله است، یا فیوچر است، روز سررسید را مشخص کرده اید، اگر در روز سررسید، نماد سهام شرکت بسته باشد، یعنی در آن روز معامله نشود، ما چطور قیمت روز تصفیه را ملاک تصفیه قرار بدهیم، نظم مشخصی

می‌تواند داشته باشد، اما به دلایل متفاوت ما روی این موضوع مشکلات فراوانی داریم و به دلایل ویژه خود بسته بودن نمادها در کشورها مشکلاتی را در آن ابزار ایجاد می‌کند که عملاً نمی‌توانیم از آن ابزار استفاده بکنیم، ولی این را با یک تمهیداتی می‌شود تلطیف کرد نه به طور کامل آنرا حل کرد.

چهارم، بحث شفافیت اطلاعات شرکتها است، با توجه به اینکه بازار اوراق بهادار ما بر اساس آخرین مطالعاتی که انجام شده، نشان می‌دهد که ما در دنیا سه نوع کارایی داریم، یکی کارایی ضعیف است و دیگری کارایی نیمه قوی و سومی هم کارایی قوی، که این تعریف دارد، آزمون دارد و می‌توان بورس را آزمون گرفت، که در چه مرحله است، آخرین آزمونهایی که انجام شده نشان داده که بازار ما در هیچ کدام از این سه نوع نیست، یعنی در حالت غیر کارا است، ولی در حال حرکت به سمت کارایی ضعیف می‌باشد و علایمی از حرکت به سمت کارایی ضعیف در بازار مشاهده می‌شود چون بازار قوی در هیچ جای دنیا وجود ندارد و عمدتاً جاهایی که وضعیت آنها پیشرفته است در حالت نیمه قوی می‌باشند. ما برای بکارگیری ابزارهای مشتقه هنوز راه در پیش داریم که به حالت نیمه قوی برسیم.

مشکل پنجم با توجه به نکته‌ای که گفته شد عمق بازار حاکم است و بازار ما به نسبت کوچکتر می‌باشد، امکان دستکاری قیمت بعضی از سهام در بازار وجود دارد، در یک چنین حالتی نمی‌شود اجازه داد که option در آن معامله بشود، به دلیل اینکه مثلاً اگر در سررسید قیمت را آن طوری که خودمان خواستیم تنظیم کردیم و چون قیمت در قرارداد ثابت شده و آن قیمت هم قابل دست کاری است. این می‌تواند رانت ایجاد بکند و مشکل جدی برای افراد ایجاد بکند که در واقع مال خود را در اثر این موضوع از دست بدهند.

ششم ساختار مقرراتی بازار سرمایه ما است که این ساختار مقرراتی مربوط است به سال ۱۳۴۵ و آئین نامه‌هایی که در این زمان نوشته شده چون در چهارچوب آن قانون بوده و آن قانون هم، قانون قوی نبوده است لذا ابزارهای نظارتی که دست ما است ابزارهای قوی نیست، مثلاً اگر یک مدیر عامل شرکتی اطلاعات غلط داد چه

برخوردی باید با او صورت بگیرد، روال طبیعی آن این است که او را زندان بکنیم و ضرر و زیان کسانی که در اثر اطلاعات غلط، معامله کرده‌اند را از او بگیریم، که این یک کار حقوقی و قضایی است و کار سنگینی می‌باشد، ما بستر مقرراتی برای برخورد با این افراد نداریم. بنابراین الان در حال حاضر یک آیین نامه انضباطی تصویب کرده‌ایم که این هم برای یک عده‌ای ناخوشایند است. گفتیم اگر کسی اطلاعات غلط داده دیگر به او اجازه نمی‌دهیم تا یک سال در شرکتهای بورسی مدیر عامل یا عضو هیئت رئیسه باشد و او را محروم می‌کنیم و اسم او را هم در لیست سیاه می‌گذاریم تا همه ببینند که فلانی در لیست سیاه است و کسی حق ندارد این آقا را هیئت مدیره یا مدیر عامل یکی از شرکتهای بورس کند. در بورسهای خارج از کشور مقررات جا افتاده است ولی چون ما مقررات نداشته‌ایم یک عده‌ای گستاخ شده‌اند و فکر می‌کنند هیچ موقع نباید اینچنین مقرراتی داشته باشیم، به هر حال این هم یکی از مشکلات ما است.

هفتم، که بحث دانش فنی است. که متأسفانه در کشور ما دانش فنی مربوط به این ابزارها وجود ندارد و همانطور که آقای دکتر حسینی هم فرمودند در جائیکه دانش فنی این قضیه خیلی رشد نکرده می‌تواند یک سری ضربه‌هایی را به یک سری افراد بزند پس بنابراین با این هفت موردی که عرض کردم استفاده از این ابزارها در آینده کوتاه مدت کمی مشکل است، منتهی به این مفهوم نیست که ما بگوئیم که اگر اینچنین چیزی امکان ندارد، پس چرا ما مشغول بررسی آن هستیم. در جلسات گذشته عرض کردم که ما از مفهوم option استفاده کرده‌ایم و گفتیم که اگر کسی می‌خواهد سهم خودش را بفروشد مانعی ندارد، ولی option هم روی آن بگذارد و بگوید که مثلاً من سهم ایران خودرو را به شما می‌فروشم، مثلاً روی قیمت ۳۰۰ تومان و ۶ ماه دیگر روی قیمت ۳۲۰ تومان از شما باز خرید می‌کنم. یعنی شما را روی ۳۲۰ بیمه می‌کنم که ۶ ماه دیگر اگر بیشتر از ۳۲۰ تومان بود که شما به من نمی‌فروشید و می‌روید در بازار و با قیمت بالاتری می‌فروشید و اگر کمتر از ۳۲۰ تومان بود شما از این option استفاده می‌کنید و روی ۳۲۰ تومان به بنده می‌فروشید. این آیین نامه را ما در

شورای بورس تصویب کرده‌ایم و آماده اجرا است و می‌توانیم آنرا اجرا کنیم. بنابراین مثلاً اینکه به شما ۳۲۰ تومان می‌فروشم، در قبال فروش یک حق بیمه‌ای از شما می‌گیرم و این راهم به این صورت پیش‌بینی کرده‌ایم که اگر قیمت بازار ۳۰۰ تومان است، شما ۳۰۵ تومان بفروش و آن ۵ تومان اضافه، می‌شود همان حق بیمه‌ای که شما از طرف دریافت می‌کنید و به نوعی از این مفهوم option می‌توانیم در ساختار موجود داشته باشیم.

مجت الاسلام یوسفی

متشکرم از دوستان و مجدداً تشکر می‌کنیم از جناب آقای دکتر حسینی و جناب آقای دکتر صالح آبادی و دوستان که مشارکت کردند. بنابراین بود که بحث عمدتاً روی جنبه‌های مثبت و منفی اقتصادی و ابعاد فنی اوراق عقد اختیار صحبت بشود. ولی به دلیل حساسیتی که در ذهن دوستان بود به بحث سفته بازی نیز پرداخته شد.

دکتر صالح آبادی

در جمع‌بندی، اگر بپذیریم که بازار سهامی باید داشته باشیم باید بپذیریم که چیزهای تکمیلی‌تر نیز داشته باشیم، اگر بخواهیم بازار سهام نداشته باشیم که دیگر بحث به مشتقات هم نمی‌رسد. ما گفتیم که اگر بازار سهام ما یک بازار تکامل یافته‌تری نسبت به وضع موجود نباشد اصلاً نمی‌توانیم از اینها استفاده بکنیم پس اگر بخواهیم از این ابزارها استفاده بکنیم باید خودمان را به یک وضعیت ایده‌آل‌تر، بهتر، شفافتر و مناسبتری برسانیم تا بعد بتوانیم از این ابزارها استفاده بکنیم که خود این ابزارها می‌تواند به این تکه کمک بکند، اگر مثلاً ما روی نماد مشکل داریم، اگر آن ابزار بیاید مجبور هستیم که آن مشکل را حل کنیم، اگر می‌گوئیم می‌خواهیم مشتقه داشته باشیم، باید موضع دستکاری را حل بکنیم و حل می‌کنیم، اگر بخواهیم مشتقه داشته باشیم باید مشکل عدم شفافیت شرکتها را حل بکنیم و سراغ حل آن می‌رویم و به طور طبیعی طرز استفاده از این ابزار ما را به سمتی می‌برد که مشکلات موجود را نیز حل بکنیم، ضمن اینکه اگر این ابزار راه بیفتد آن مشکلات را نیز تا حد زیادی می‌تواند حل بکند.

دکتر مسینی

بحثی را که من مطرح کردم، نخواستم که داوری کنم. حساسیت که من نشان می‌دهم به این دلیل است که کار کنیم تا به نتیجه برسیم و پیشنهاد من این است که یک کمیته‌ای در این زمینه کار کند و نتیجه آن در اینجا مطرح بشود.

مجت الاسلام رضایی

ما می‌توانیم بهترین بازار بورس دنیا یک بازار بورس خیلی عالی که اگر بخواهیم داشته باشیم، همان را مد نظر قرار بدهیم، که تجربه چندین دهه بشری به آنجا رسیده همان را بحث می‌کنیم و در مورد اینکه خوبیهای آن بازار چقدر است. از نظر فقهی هم روی آن متمرکز می‌شویم و آنرا خوب در نظر می‌گیریم. فرضاً مثل بازار رقابت و بازاری که در اقتصاد است که اگر می‌خواستیم اجرا کنیم، زمان می‌بریم که به آنجا برسیم و به تدریج اگر گفتیم که غایت آن خوب است طبق گفته‌های دکتر صالح آبادی در مسیر به تدریج موانع را بر می‌داریم.

دکتر صالح آبادی

در انگلستان عمده درآمد دولت از بازارهای مالی است و به حسب اطلاع حدود ۷۰٪ درآمدی دولت از بازارهای مالی است، مثلاً یک بورس نفت دارند که به I.P.E لندن معروف است و عمدتاً ابزارهای آنها option و فیوچر و همین ابزارهای مشتقه است و روزی دو میلیارد دلار در روز در این بورس معامله صورت می‌گیرد. که مشاهده می‌شود که کارمزد و حق کمیسیون که از این معاملات می‌گیرند چه مبلغ بالایی می‌شود، چقدر نفع به آن دولت می‌رسد و اینها عمدتاً روی همین بازار مالی و نفوذهایی است که در دنیا دارند، اخیراً هم که بحث نفت در ایران مطرح شده که ما به عنوان بورس اوراق بهادار ۱۰٪ مالکیت بورس نفت برای ما است. در جلسه‌ای که راجع به این نکته بود، از اینترنت کاغذی را پرینت گرفته بودند که در آن نوشته بود، آمریکائیا گفته‌اند که ایجاد بورس نفت در ایران از سلاح هسته‌ای برای ما خطرناکتر است و اینطور است که دنیا منابع

مالی، درآمدها و گردش حسابها را اینطور به سمت خودش می‌کشد. عمده گردش حسابها را از طریق بازار مالی به سمت خود می‌کشند جالب است بدانیم که عمده نفوذ صهیونیستها در بازارهای مالی است که طبق مطالعات اینها وارد بورس و بازارهای مالی می‌شوند و مالکیت شرکتهایی که در اقتصاد حرفی برای گفتن دارند را به دست می‌گیرند، مثلاً در صنعت خودروسازی چند گروه در بورس ما هستند که سهامداران عمده خودرو هستند مثل صنعت دارو، صنعت سیمان که در جامعه اثرگذار هستند بنابراین از طریق بازارهای مالی و به دست گرفتن مالکیت سهام شرکتها می‌شود در کشور یک خطی را پیش گرفت و جلو رفت.