

ساختار بهینه نرخ‌های سود در اقتصاد اسلامی با تأکید بر این ساختار در بانکداری اسلامی^(۱)

دکتر سید حسین مهدوی نجم‌آبادی

مقدمه

رفتارهای اقتصادی در جوامع اسلامی، به طور کلی از لحاظ مشابهت با رفتارهای اقتصادی در دیگر جوامع بشری، در بسیاری از موارد، دست کم از لحاظ ظاهر، چندان متفاوت به نظر نمی‌رسد. لکن از لحاظ محتوایی، در محیط اسلامی رفتارهای اقتصادی به گونه‌ای است که نه تنها این رفتارها برخلاف احکام و موازین اسلامی نمی‌تواند باشد بلکه با آنها نیز نباید تعارض داشته باشد. با پذیرش این دو اصل کلی به عنوان “دو فرض اساسی” در رفتارهای اقتصادی اسلامی، می‌توان چنین نتیجه گرفت که اغلب تئوری‌های اقتصادی علاوه بر فروض خود، تحت این دو فرض نیز، می‌تواند در جوامع اسلامی کاربرد داشته باشد.

(۱): نظراتی که در این مقاله ارائه شده است، نتیجه تحقیقات شخصی نویسنده بوده و نظرات رسمی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و یا نظرات فقهی شخص خاصی را منعکس نمی‌کند.

یکی از دغدغه‌های اصلی همه جوامع بشری، از جمله جوامع اسلامی حصول به توسعه اقتصادی پایدار، افزایش درآمد ملی، ایجاد اشتغال و کلاً رفاه بیشتر اجتماعی است. برای حصول بدین اهداف نظریه‌های اقتصادی بسیاری ارایه و طرق مختلفی پیشنهاد شده است. کاربرد بهینه عوامل تولید، از جمله **“عامل سرمایه”** یا به طور کلی **“عامل منابع مالی”** برای حصول به هدف توسعه اقتصادی مورد توافق همه نظریه‌پردازان می‌باشد. در هر صورت، اغلب این نظریه‌پردازان، حتی با دیدگاه‌های متفاوت برای رسیدن به توسعه اقتصادی پایدار به نقش اساسی **“عامل سرمایه”** وحدت نظر دارند. مهمتر از این نقش، کاربرد **“بهینه منابع مالی”** چه از لحاظ کمی و چه از لحاظ کیفی نیز بی تردید نقش کلیدی منابع مالی را در رسیدن به توسعه اقتصادی پایدار بیشتر می‌کند.

کاربرد **“بهینه منابع مالی”**، به ویژه منابع سرمایه‌ای، مستلزم وجود بازارهای مالی کارآمد است؛ از جمله ویژگیهای عمده بازارهای مالی کارآمد، این است که **“منابع مالی”** تحت شرایط رقابت کامل یا آزادی عمل عرضه و تقاضا و دسترسی همگان به اطلاعات جامع و کافی، مورد داد و ستد قرار گرفته و قیمت‌های واقعی آنها تحت این شرایط تعیین می‌شود. طبعاً، در محیط اسلامی نیز، داد و ستد در این بازارها، علاوه بر برخورداری از شرایط گفته شده، **“باید برخلاف احکام و موازین اسلامی نبوده و یا معارض آن نباشد.”** در مشروح مقاله اولاً، این دو فرض مورد مذاقه قرار گرفته و استدلال خواهد شد که این فروض ماهیت بازارهای مالی کارآمد را تحت تاثیر قرار نخواهد داد.

ثانیاً، به طور کلی نتیجه‌گیری خواهد شد که تحت مجموعه فروض و شرایط گفته شده در ساز و کار رسیدن به توسعه اقتصادی پایدار، دست کم دسترسی به عامل منابع سرمایه‌ای با سهولت فراهم می‌شود. بر عکس، چنانچه این فروض و شرایط فراهم نباشد و **“قیمت‌ها نتواند منطقی شود”** منابع مالی به مصرف **“غیر بهینه”** رسیده و توسعه اقتصادی با مشکل مواجه شده یا حداقل، روند توسعه طولانی‌تر خواهد شد که هر دوی این وضعیت به نفع اقتصاد جامعه نمی‌باشد.

به عبارت دیگر، آنچه در مقاله مورد امعان نظر و بحث و تحلیل قرار می‌گیرد این است که تحت مجموعه شرایط و فروض گفته شده، اولاً قیمت‌های (نرخ‌های سود) منطقی و ساختار بهینه نرخ‌های سود منابع مالی چیست؟ ثانیاً آیا ساختار منطقی و بهینه برای این نرخ‌های سود و یا در واقع قیمت‌ها وجود دارد یا خیر؟ اگر در یک جامعه‌ای چنین وضعی وجود ندارد، رفتارهای مسؤولان تصمیم‌گیر و یا سیاستگذاران اقتصادی باید چگونه باشد تا نرخهای سود اداری و دستوری نزدیک به نرخهای منطقی و بهینه بازار که نشأت گرفته از نیروهای عرضه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود، باشد. در این بررسی میزان و ترکیب نرخ سودهای موجود در نظام بانکی کشور، نرخ سود اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی، بخش خصوصی، مورد نقد و تحلیل قرار گرفته و پیشنهادات لازم برای اصلاح ساختار و میزان آنها، هر چند تقریبی، ارایه خواهد شد.

تاکید بر ساختار نرخ‌های سود در بانکداری اسلامی

اصولاً، بانکداری اسلامی از لحاظ اقتصادی مشابهت زیادی با بانکهای سنتی دارد. البته، تفاوت‌ها نیز به صورت ماهیتی زیاد به نظر می‌رسد. در هر صورت، بانک اسلامی یکی از واسطه‌های مالی است که براساس موازین اسلامی و یا حداقل در چارچوب عدم تعارض با موازین اسلامی و هدف سودآوری تشکیل شده و در بازارهای مالی فعالیت می‌کند.^(۱) برای تشریح بیشتر موضوع و همچنین برای ملاحظه این مطلب که بانک اسلامی، از لحاظ رفتار اقتصادی و تاثیر رفتار آن بر نرخ سودهای منابع مالی مشابه سایر موسسات مالی واسطه

(۱): این تعریف تا حدودی شکلی به نظر می‌رسد. برای تعریف ماهوی رجوع شود به مقاله "بانکداری اسلامی - شیوه نظری" نوشته نویسنده "مجموعه سخنرانیها و مقالات پنجمین همایش بانکداری اسلامی" شهریورماه ۱۳۷۳ منتشرشده توسط مؤسسه عالی بانکداری ایران.

است، سه اصل: (۱) واسطه‌گری مالی، (۲) موازین اسلامی و (۳) نهایتاً هدف سودآوری بانک اسلامی ذیلاً مورد بحث و تحلیل قرار می‌گیرد.

۱. واسطه‌گری مالی - در زمینه واسطه‌گری مالی باید اذعان داشت

که تفاوت در رفتارهای اسلامی بانک اسلامی در مقایسه با رفتارهای بانک سنتی، نقش واسطه‌گری مالی بانک اسلامی را تغییر نمی‌دهد. زیرا، در نظام بانکداری سنتی، بانکها از یک طرف به عنوان قرض گیرنده از سپرده‌گذار منابع مالی را به صورت قرض دریافت و مالک منابع مالی می‌شوند. از طرف دیگر، این بانکها همین منابع را که مالک آن شده‌اند، به صورت قرض به واحدهای مختلف اقتصادی قرض می‌دهند. در این نظام قیمت منابع مالی قرض گرفته شده و همچنین قیمت منابع مالی قرض داده شده، قاعدتاً بر مبنای عرضه و تقاضا برای این منابع و همچنین با تبعیت از اصل قیمت مشابه برای منابع مالی مشابه تعیین شده و اقتصاد را بطرف کارایی جهت می‌دهند.

در نظام بانکداری اسلامی نیز نقش واسطه‌گری منابع مالی بیشتر بچشم می‌خورد. زیرا، در مورد تجهیز منابع مالی، بانک اسلامی بخشی از منابع مالی را به صورت قرض و بخش دیگر را به صورت وکالتی تجهیز می‌کند. در نتیجه، بخش استقراضی منابع مالی از لحاظ واسطه‌گری نقشی معادل نقش بانک سنتی در این زمینه دارد. بخش وکالتی منابع نیز بانک اسلامی را ذاتاً به واسطه منابع مالی برای مصرف آنها تبدیل می‌کند. در مورد مصرف منابع مالی نیز بانک اسلامی “دو رفتار” متفاوت را انجام می‌دهد.

در رفتار اول، منابع مالی را که بانک اسلامی به صورت قرض دریافت داشته، اصالتاً به صورت انواع تسهیلات اعطایی در زمینه‌های اقتصادی مصرف می‌کند. این رفتار عیناً مشابه رفتار بانکهای سنتی در واسطه‌گری در زمینه مصرف منابع مالی است. در “رفتار دوم”، منابع وکالتی را به وکالت از طرف سپرده‌گذار به صورت تسهیلات اعطایی در زمینه‌های مختلف اقتصادی مصرف می‌کند. بدیهی است،

ماهیت این عمل نیز واسطه گری منابع مالی است. به طوریکه ملاحظه می شود، نقش واسطه گری منابع مالی در بانکداری اسلامی و سنتی یکسان به نظر می رسد. تفاوت عمده چارچوب رفتارهای اسلامی بانک اسلامی است که باید با موازین اسلامی مطابقت داشته و یا حداقل معارض با این موازین نباشد. رعایت این دو اصل، در تمام امور دیگر بانکی نیز برای بانک اسلامی الزامی است و هیچ یک از موازین اسلامی نافی وظیفه واسطه گری بانک اسلامی نخواهد شد.

۲. همانطوریکه ذکر شد، رفتارهای بانک اسلامی، به ویژه در مورد تجهیز و مصرف منابع در زمینه رعایت موازین اسلامی آن، به نحو بارزی به چشم می خورد. در حالی که در بانک سنتی چنین چارچوبی وجود ندارد؛ زیرا، بانک سنتی براساس موازین اسلامی، هم ربا دریافت می دارد و هم “ربا” پرداخت می کند. در حالی که بانک اسلامی باید با شیوه ای رفتار کند که بتواند با رعایت موازین اسلامی به تحصیل سود مبادرت کرده و به سپرده گذاران خود نیز “سود” پرداخت کند. هیچ یک از این موازین اسلامی، موجب نمی شود که تئوری های علمی اقتصادی پذیرفته شده در مورد رفتار بانکهای اسلامی مصداق نداشته باشد.

۳. برای تحقق این موارد، علی الاصول بانک اسلامی باید برای تحصیل “سود”، تسهیلات خود را به گونه ای اعطاء کند که نتیجه حاصل درآمدی باشد که براساس موازین اسلامی “سود” تلقی شود. تنها راه کار این است که اعطای تسهیلات توسط بانکهای اسلامی باید بر مبنای داد و ستد انجام شود. بر همین اساس و به طور کلی، پایه همه انواع تسهیلات اعطایی بانکهای اسلامی عمدتاً “بیع” است. در بیع اصولاً معامله به گونه غیرمثل صورت می گیرد. به عبارت دیگر، بدو منابع مالی به کالا و خدمات و نهایتاً کالا و خدمات به منابع مالی تبدیل می شوند. در واقع بر اثر تبدیلات (Conversion) مذکور بانک اسلامی

مستحق دریافت “سود” می‌شود. البته باید اذعان داشت که در زمینه

اعطای تسهیلات، بانک اسلامی دو شیوه رفتاری دارد.

بر مبنای شیوه اول، بانک اسلامی تسهیلات خود را با “سود ثابت” از پیش تعیین شده به قیمت اموال و دارائی‌های موضوع تسهیلات (فروش اقساطی اجاره به شرط تملیک، خرید دین و.....) اضافه می‌کند. این ویژگی بانک اسلامی را ناگزیر می‌کند که از نرخ‌های “سود” موجود در بازار برای خرید و فروش کالا و خدمات تبعیت کند. از اینرو، چنانچه این نرخ‌ها از طریق نیروهای عرضه و تقاضای بازار تعیین شود، رفته رفته نرخ‌های “سود تسهیلات اعطایی” بانک به نرخ‌های “سود متداول در بازار” نزدیک شده و بانک اسلامی اقتصاد جامعه را بطرف کارایی سوق می‌دهد. لکن، چنانچه نرخ‌ها “سود تسهیلات اعطایی” دستوری، سوبسیدی، قانونی، اداری و..... باشد، طبعاً عمده منابع مالی درجهتی مخالف جهت کارایی اقتصادی به مصرف می‌رسد. شیوه رفتاری دوم، بظاهر متفاوت از شیوه رفتاری اول به نظر می‌رسد.

شیوه رفتارهای دوم مربوط به تسهیلات مشارکتی است. این شیوه به ظاهر متفاوت از شیوه رفتاری اول به نظر می‌رسد. بانک اسلامی در تسهیلات اعطایی مشارکتی به صورت شریک عمل کرده و در پایان انجام موضوع تسهیلات اعطایی، اصل منابع و “سود” خود را به صورت سهم الشرکه و یا به شکل سرمایه و “سهم سود” دریافت می‌دارد. در این مورد نیز چنانچه بانک اسلامی به صورت آزاد بر مبنای نیروهای عرضه و تقاضای بازار عمل کرده و تابع نرخ‌های اداری و دستوری نباشد، همراه با سایر نهادهای اقتصادی، به ویژه همراه دیگر نهادهای مالی، اقتصاد جامعه را در جهت کارایی سوق خواهد داد.

بدیهی است، “اعطای سود” به سپرده‌گذاران در نظام بانکداری اسلامی، تابعی از “نرخ سود تسهیلات اعطایی” است به عبارت دیگر، پرداخت “سود” به سپرده‌گذاران و یا در واقع نرخ سود سپرده‌ها می‌تواند متناسب با نرخ سود تسهیلات اعطایی برگرفته از نیروهای عرضه و تقاضا در تعیین نرخ‌های “سود”

موجود در بازار، تبعیت کند. از این رو هیچ یک از موارد مذکور در این بند نیز نمی‌تواند نافی تسری تئوری‌های علمی اقتصادی پذیرفته بر رفتار بانکهای اسلامی باشد.

در هر صورت، مطلب مهم در مورد این مبحث این است که اغلب قریب به اتفاق رفتارهای اقتصادی از جمله فعالیت‌های اقتصادی واسطه گریهای مالی اسلامی، با رعایت چارچوب موازین اسلامی از قواعد و تئوری‌های اقتصادی و همچنین از اصول عرضه و تقاضا تبعیت می‌کند. البته، رعایت احکام و موازین اسلامی یا حداقل عدم تعارض رفتارهای اقتصادی واحدهای اقتصادی یا موازین اسلامی، تنها تفاوت اساسی بین نظام اقتصاد اسلامی و نظام اقتصاد سرمایه داری را تشکیل می‌دهد.^(۱)

در نتیجه، با این فرض که کلیه دیگر فروض حاکم بر فعالیت‌های اقتصادی بازارهای سنتی همراه با فروض حاکم بر بازارهای اسلامی در رفتارهای اقتصادی وجود داشته باشد، بازارهای اقتصادی و سنتی و بازارهای اقتصاد اسلامی از لحاظ رفتاری تفاوتی ندارند. امید می‌رود که مطالب گفته شده در این مقاله، هم در بازارهای سنتی و هم در بازارهای اسلامی و به ویژه در بانکداری اسلامی کاربرد داشته باشد.

طرح مشکل

(۱): از نظر این مقاله نمونه‌های موارد خلاف احکام و موازین شرع مقدس اسلام نظیر خرید و فروش مبیع حرام مانند الکل خوراکی، گوشت خوک، وسایل لهو و لعب و... و نظایر آن و همچنین اخذ "ربا" در تامین منابع مالی برای دائرکردن قمارخانه، مشروب فروشی، کاباره، ... و امثال آن می‌باشد که از محدوده بازارهای بازارهای اقتصاد اسلامی خارج است. نمونه‌های تعارض رفتارهای اقتصادی با موازین شرع مقدس اسلام، نظیر رفتارهای نادرست در زمینه معاملات اسلامی مانند انجام مضاربه صوری، مشارکت غلط، سلف نادرست. ... و نظایر آن می‌باشد.

بر اساس نظریه‌های پذیرفته اقتصادی، به طور کلی «ساختار ناسالم قیمت‌ها» در اقتصاد جامعه می‌تواند منشأ نارسائی‌های بسیار متعددی نظیر مصرف «غیربهبه»، «اتلاف»، «رانت»های اقتصادی، «سوء استفاده»، «فساد»، «رشوه خواری»، «جایجائی ناسالم عوامل تولید»، «کندی توسعه اقتصادی و...» را فراهم آورد. نمونه‌های بارزی از این نارسایی‌ها که در گذشته در کشور وجود داشته، عبارت از نظام چند نرخ ارز، قیمت کالاهای سهمیه‌ای، اعطای سوبسید، تعیین و کنترل قیمت‌ها توسط دولت و ... و امثال آن می‌باشد. البته هم اکنون هم موارد متعدد دیگری در مورد برخی از کالاها، به ویژه کالاهای برخوردار از سوبسید مشاهده می‌شود. «نامناسب و ناسالم بودن نرخ سود (قیمت) منابع مالی» نیز از همین دست به نظر می‌رسد.

بر مبنای تئوری‌های مستند و معتبر اقتصادی، «قیمت منابع مالی» یا در واقع «نرخ سود واقعی یا بازده واقعی» این منابع، تابعی از نرخ سود اسمی، نرخ تورم، میزان امتیاز ریسک، و امتیاز مدت به سررسید می‌باشد. به طور خلاصه:

(امتیاز مدت به سررسید، امتیاز ریسک، نرخ تورم، نرخ سود اسمی) تابعی است از = نرخ سود واقعی منابع مالی

بدین ترتیب، در صورتی که قیمت انواع منابع مالی تحت این شرایط ارزیابی و همطراز شود، نتیجه ارزیابی (یعنی نرخ سود واقعی) باید مشابه و یا حداقل تا حدودی نزدیک به یکدیگر باشد.

برای تحلیل بیشتر در این مورد بدواً به ذکر مثالی مبادرت می‌شود. چنانچه چند سکه طلا با «عیار کاملاً مشخص و وزن و اندازه یکسان» با نام‌های مختلف ضرب شود، این سکه‌ها، قاعدتاً نباید با قیمت‌های متفاوت داد و ستد شود. چنانچه تفاوت قیمتی در این مورد (باستثنای موارد جزئی) به وجود آید قطعاً، ساختار قیمت نارسا و غیر منطقی خواهد بود. طبعاً اشخاصی که با آگاهی از ماهیت واقعی سکه‌ها، سکه‌های ارزان قیمت تر را خریداری می‌کنند، بلاجهت منتفع می‌شوند و برعکس، آن گروهی که سکه‌های مذکور را به فروش می‌رسانند، بلاجهت و ندانسته متضرر می‌گردند.

ماهیت منابع مالی مشخص می‌دارد که این منابع از نوع پول نقد، سپرده بانکی، اوراق مشارکت، سهام، حق تقدم سهام و انواع دیگر اسناد بهاداری می‌باشند که جنبه مالی دارند. "تسهیلات اعطایی بانکها" نیز از دیدگاه دیگر، یعنی از دیدگاه بانک، در بسیاری موارد، اوراق مالی برای بانکها و از دیدگاه گیرنده تسهیلات، منابع مالی تلقی می‌شوند. همانطور که اوراق سهام از یکطرف برای دارنده آن دارایی مالی است، برای منتشرکننده آن نیز منابع مالی تلقی می‌شود. "درآمد" این دارایی‌های مالی برای دارنده آن، مانند همه اوراق مالی دیگر، از لحاظ اقتصادی، "هزینه" برای دریافت کننده منابع مالی تلقی می‌شود. با همین استدلال، قیمت (نرخ سود یا بازده) تسهیلات اعطایی، از لحاظ اقتصادی، برای گیرنده این تسهیلات هزینه و برای اعطاء کننده "درآمد" تلقی می‌گردد. طبعاً، هر دوی این "هزینه" و "درآمد" برابرند. در نتیجه، این منابع مالی، یعنی تسهیلات اعطایی بانکها، نیز باید قیمتی مشابه با سایر منابع مالی داشته و در بازارهای مالی کارآمد (با ملحوظ داشتن عوامل ریسک، تورم مدت به سررسید) با یک نرخ یا در واقع با یک قیمت داد و ستد شود.

علی رغم واقعیت‌های ذکر شده، نرخ‌های سود یا قیمت‌های متفاوت انواع منابع مالی ذکر شده مورد داد و ستد، در مجموعه بازارهای مالی کشور به گونه‌ای است که حکایت از نارسائی شدید در ساختار نرخ‌های سود منابع مالی داشته و مصرف بهینه منابع مالی را با مشکل مواجه نموده است. موارد متعدد این نارسایی‌ها به شرح ذیل تبیین می‌شود:

ساختار نامناسب نرخ‌های سود تسهیلات بانکی - نرخ‌های سود متفاوت در بخش‌های مختلف اقتصادی نه تنها فاقد توجیه اقتصادی به نظر می‌رسد، بلکه این نرخ‌ها در مقام مقایسه با سایر نرخ‌های منابع مالی متداول در بازارهای دیگر مالی نیز از توجیه اقتصادی برخوردار به نظر نمی‌رسد.

به تبع ساختار مذکور در بند (۱) ساختار نرخ سود سپرده ها به طور کلی نامناسب می باشد. به علاوه، این نارسایی از لحاظ تفاوت مدت و همچنین از لحاظ تفاوت با نرخ های موجود در بازارهای مالی دیگر نیز از توجیه اقتصادی برخوردار به نظر نمی رسد.

وضعیت مذکور در بندهای (۱) و (۲)، در مقام مقایسه با وضعیت مشابه در بانکهای خصوصی، موسسات اعتباری، تعاونی های اعتباری، صندوق های قرض الحسنه و موسسات مشابه چشم انداز نامناسب تری را نشان می دهد.

نرخ های سود انواع اوراق مشارکت اعم از اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی، شرکت های دولتی، شرکت های خصوصی نیز ساختاری را تشکیل می دهد که براساس معیار ارزیابی که در فوق بدان اشاره شد، با هیچ یک از نرخ های ذکر شده در بالا سازگاری ندارد.

ساختار نرخ های بازده در بازار سرمایه وضعی کاملاً متفاوت از ساختار دیگر نرخ های ذکر شده در بخش های قبلی را بدست می دهد.

نرخ های سود یا بهره متداول در “بازار باصطلاح آزاد” یا در واقع، بازار غیرقانونی منابع مالی، ساختار ویژه خود را دارد که با هیچ یک از دیگر ساختارهای ذکر شده همخوانی ندارد.

ساختار نرخ های سود در معاملات زمین، مسکن، ساختمان، در تهران و دیگر شهرهای کشور تابع عواملی است که دارای بستگی چندانی با سایر موارد ذکر شده به نظر نمی رسد.

نرخ های سود در معاملات اتومبیل، ارز، موبایل، طلا... دارای وضعی مناسب تر از آنچه تاکنون ذکر شد به نظر نمی رسد.

ساختار نرخ های سود در فعالیت های اقتصادی دیگر، اعم از تولید، خدمات، صادرات، واردات... ساختاری است که به نظر نمی رسد وضعی بهتر از دیگر وضع فعالیت هایی ذکر شده داشته باشد. البته، باید توجه داشت که این ساختار نرخ های سود عمدتاً معلول، ساختار نامناسب نرخ های سود تسهیلات بانکی می تواند باشد.

جدول شماره (۱) به شرح صفحه بعد، مؤید و مکمل تحلیل‌های فوق در زمینه ساختار نامناسب نرخ‌های سود تسهیلات بانکی و سپرده‌های بانکی می‌باشد: ^(۱)

جدول شماره (۱)

نرخ سود واقعی سپرده ها و نرخ سود واقعی تسهیلات اعطایی بانکی و اوراق مشارکت دولت و بانک مرکزی برای سال ۱۳۸۱

(ارقام: درصد در سال)

شرح انواع منابع مالی	نرخ اسمی سود	نرخ تورم	نرخ سود واقعی
تسهیلات بخش بازرگانی و خدمات	۲۲	۱۵/۸	۶/۲
تسهیلات بخش صنعت و معدن	۱۷	۱۵/۸	۱/۲
تسهیلات بخش صادرات	۱۶	۱۵/۸	۰/۲
تسهیلات بخش مسکن	۱۵	۱۵/۸	-۰/۸
تسهیلات بخش کشاورزی	۱۴	۱۵/۸	-۱/۸
اوراق مشارکت دولت	۱۵	۱۵/۸	-۰/۸
اوراق مشارکت بانک مرکزی	۱۷	۱۵/۸	۱/۲
سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت	۷	۱۵/۸	-۸/۸
سپرده سرمایه گذاری ویژه	۱۰	۱۵/۸	-۵/۸
سپرده سرمایه گذاری یکساله	۱۲	۱۵/۸	-۳/۸
سپرده سرمایه گذاری دو ساله	۱۴	۱۵/۸	-۱/۸
سپرده سرمایه گذاری سه ساله	۱۵	۱۵/۸	-۰/۸
سپرده سرمایه گذاری چهارساله	۱۶	۱۵/۸	۰/۲
سپرده سرمایه گذاری پنج ساله	۱۷	۱۵/۸	۱/۲

(۱): چنانچه مجموعه بازارهای مالی را که به شرح فوق ذکر شد، مورد تحلیل و ارزیابی قرار دهیم، انتظار می‌رود که ساختار نرخ‌های سود یا بازده در این بازارها، وضعی شبیه نارسایی که در مورد نرخ‌های سود تسهیلات بانکی بیان می‌شود، داشته باشد.

امتیازات مربوط به ریسک و مدت به سررسید (Time to Maturity) در این محاسبات ملحوظ نشده است. بدیهی است، در صورت ملحوظ داشتن امتیازات مذکور در محاسبات، نرخ‌های سود واقعی بازهم کمتر و طبعاً تفاوت‌ها، بسیار بیشتر از آنچه که در بالا نشان داده شد، می‌شود.

در هر صورت، ارقام نرخ سودهای واقعی به شرح جدول شماره (۱) مؤید عدم تبعیت نرخ‌های مذکور از یک نظام مالی کارآمد می‌باشد. زیرا، قاعدتاً باید این نرخ‌ها، پس از تعدیل برای ریسک و مدت به سررسید بسیار به یکدیگر نزدیک می‌شدند که عملاً باتوجه به میزان ارقام بالا بعید به نظر می‌رسند که چنین وضعیتی رخ دهد.

برای روشن تر شدن و تایید این مطلب، سعی بر این شد که وضعیت همطرازی نرخ‌های سود واقعی برخی از منابع مالی در مقایسه با نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی تعیین و به طور کاملاً تقریبی محاسبه گردد. دلیل انتخاب نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی به عنوان مبنای نرخ سود همطرازی، بدون ریسک و بدون مالیات بودن سود اوراق مذکور می‌باشد. از همین رو، نرخ‌های سود واقعی سایر منابع مالی با این نرخ مبنا مقایسه و تفاوت نرخ‌ها مورد تحلیل واقع خواهد شد. مجدداً تاکید می‌شود که امتیازات مدت و ریسک بسیار تقریبی و براساس برآورد ذهنی در نظر گرفته شده است. نتایج وضعیت همطرازی نرخ سودها در جدول شماره (۲) درج گردیده است.

جدول شماره (۲)

جدول همطرازی نرخ سود برخی از منابع مالی در مقایسه با نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی

(ارقام تقریبی: درصد در سال)

نرخ سود همطراز با نرخ سود اوراق مشارکت بدون ریسک و مالیات بانک مرکزی	ریسک	مالیات	وضعیت مدت و سود			نرخ سود موثر سالانه	نرخ سود سالانه	شرح منابع مالی (اوراق بهادار)
			تعدیل نرخ سود برای روز شمار شدن	امتیاز مدت	نحوه پرداخت سود			
۲۰	-	-	۲۰	-	روزانه	۲۰	۱۷	اوراق مشارکت بانک مرکزی
۱۷	-	-	۱۷	-	روزانه	۱۷	۱۵	اوراق مشارکت دولت
۱۸	۳	۱	۲۲	-	روزانه	۲۲	۱۹	اوراق مشارکت بخش خصوصی
۵	۲	-	۷	۱	سه ماهه	۸	۷	سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت
۷	۲	-	۹	۵	یکساله	۱۴	۱۲	سپرده سرمایه گذاری یکساله
۵	۲	-	۷	۱۲	پنج ساله	۱۹	۱۷	سپرده سرمایه گذاری پنج ساله
۱	۴/۵	۳/۵	۹	۵	سالانه	۱۴	۱۴	تسهیلات کشاورزی
۵	۲/۵	۴/۵	۱۲	۵	سالانه	۱۷	۱۷	تسهیلات صنعت و معدن
۸	۳/۵	۵/۵	۱۷	۵	سالانه	۲۲	۲۲	تسهیلات بازرگانی

توجه: نرخ تورم، به دلیل این که در همه موارد یکسان است، در این همطرازی تاثیر داده نشده است. بدیهی است، در صورت تاثیر این نرخ، وضعیت نسبی نرخ ها را نسبت به یکدیگر کاملاً مناسب تر خواهد کرد.

به طوری که از ارقام جدول فوق ملاحظه می شود، گران ترین نرخ منابع مالی مربوط به منابع اوراق مشارکت بانک مرکزی است. به عبارت دیگر، بانک مرکزی برای اعمال سیاست پولی، در مقام مقایسه با قیمت سایر منابع مالی، بیشترین قیمت را برای انتشار اوراق مشارکت خود پرداخت کرده است.

این مطلب، درست برخلاف وضعیت مطلوبی است که تحت شرایط وجود کارایی اقتصادی بدست می آید. زیرا، در این شرایط، اوراق منتشره بانک مرکزی

به دلیل این که بدون ریسک و حتی بدون مالیات می‌باشد، باید نرخ سود واقعی آن کمترین نرخ یا در واقع کمترین قیمت را در بازارهای مالی داشته باشد. طبعاً، تحت شرایط وجود کارایی اقتصادی، بقیه منابع مالی هریک به تناسب ریسک و مدت به سررسید خود باید نرخ سود یا نرخ بازدهی بالاتر از نرخ سود واقعی این اوراق (که در واقع نرخ سود شاخص در اقتصاد می‌باشد) داشته باشند. نتیجه‌ای که از این بررسی بدست بدست می‌آید حاکی از این است که بازارهای مالی در کشور، بر پایه نظریه‌های علمی پذیرفته شده، از کارایی لازم، به مفهومی که قبلاً تعریف شد برخوردار نمی‌باشند.

در جهت استدلال بیشتر، می‌توان با نگاهی گذرا به جدول شماره (۲) دریافت که نرخ سود واقعی تسهیلات بانکی به بخش کشاورزی درآمدی در حدود یک (۱) درصد در سال برای بانکها ایجاد می‌کند. این امر نشان می‌دهد که قیمت این منابع (۱۹) نوزده برابر یا در واقع ۱۹۰۰ درصد ارزان تر از نرخ سود منابع اوراق مشارکت بانک مرکزی است. بدیهی است، این امر نیز یکی از دلایل نامناسب بودن ساختار نرخ سود (قیمت) واقعی منابع مالی می‌باشد. البته، باید توجه داشت که دولت به هر دلیل قصد اعطای سوبسید به این بخش را دارد. در هر صورت و علی‌رغم این نکته نیز باید توجه داشت که از دیدگاه بسیاری از تئوری‌های اقتصادی، اعطای سوبسید، آشکار و پنهان، سیاستی درست به نظر نمی‌رسد.

یادآوری می‌شود که در صورت تأثیر نرخ تورم، بازهم وضعیت نامناسب تری را شاهد خواهیم شد. در این صورت نرخ تسهیلات بخش کشاورزی در سال ۱۳۸۱، حدود ۱۵ درصد منفی می‌شود. این مطلب بدان معناست که بخش کشاورزی نه تنها سود واقعی تسهیلات دریافتی را نپرداخته، بلکه سالانه ۱۵ درصد نیز به دلیل دریافت تسهیلات، کمک (سوبسید) از دولت دریافت کرده است.

دومین نرخ سود مربوط به نرخ سود سپرده‌های کوتاه مدت، پنج ساله و تسهیلات اعطایی به بخش صنعت و معدن است که نرخ سود همطرازی آنها با

نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی حدود ۵ درصد می‌شود. این نرخ نیز حدود ۳ برابر یا ۳۰۰ درصد از نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی ارزان تر است. دلیل عمده این امر نیز نامناسب بودن ساختار نرخ سودهای بانکی است. البته، یادآوری می‌شود که هنوز عامل تورم در این نرخ‌ها تأثیر داده نشده است. در صورت تأثیر نرخ تورم، قطعاً سود واقعی موارد مذکور حدود (۱۱) درصد منفی می‌شود که همانطور که ذکر شد، بحثی جداگانه دارد. در هر صورت، این مطلب نیز به نوبه خود موجبات برهم خوردن ساختار نرخ سود و عدم مصرف بهینه منابع مالی در اقتصاد را فراهم می‌آورد.

نگاهی مجدد به سایر ارقام مذکور در جدول شماره (۲) نشان می‌دهد که همه نرخ‌های سود سپرده‌ها و همه نرخ‌های سود تسهیلات اعطایی، حتی نرخ‌های سود اوراق مشارکت بخش خصوصی نیز ساختاری نامناسب و نادرست داشته و کمتر از نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی می‌باشند. به طور خلاصه، همه این ارقام، شاخص مطلوبی از ساختار نرخ‌های سود واقعی منابع مالی را نشان نمی‌دهند. از اینرو، می‌توان چنین نتیجه گرفت که مصرف قسمت عمده‌ای از منابع مالی در اقتصاد، آن‌طور که موازین و تئوری‌های پذیرفته شده و تجربه شده علمی بیان می‌دارد، موجبات کارایی اقتصادی را فراهم نمی‌آورند. بدیهی است، تحت این شرایط توسعه اقتصادی آن‌گونه که مورد انتظار است، به صورت مطلوب رخ نخواهد داد. هر قدر در اصلاح این ساختار تأخیر شود، متناسباً توسعه اقتصادی مطلوب نیز با تأخیر مواجه خواهد شد.

“علت موارد مزبور عمدتاً مربوط به تصمیمات قانونی، تکلیفی، دستوری و

اداری و عدم تبعیت این موارد از نیروهای عرضه و تقاضای بازار برای تعیین

نرخ‌های سود به نظر می‌رسد.” تشریح بیشتر مطلب، به روشن شدن بیشتر

علل پیدایش مشکل کمک می‌کند.

علل و موجبات پیدایش مشکل

براساس یکی از نظریه‌های اقتصادی که مورد قبول بسیاری از اقتصاددانان برجسته^(۱) می‌باشد، که چنانچه در جامعه‌ای: “کالاها، دارائی‌ها، خدمات و یا به طور کلی عوامل مشابه تولید (اعم از سرمایه یا منابع مالی، زمین و کار) با قیمت‌های متفاوت مورد داد و ستد قرار گیرد، اقتصاد آن جامعه غیر کارآمد، توسعه نیافته یا حداقل کمتر توسعه یافته است.”

باتوجه به این نظریه، در کلیت موضوع، کارایی اقتصادی عبارت از: “پرداخت قیمت‌های مشابه برای عوامل تولید مشابه” تعریف می‌شود.

نظر به اینکه موضوع این مقاله “نرخ‌های بهینه سود منابع مالی” می‌باشد، لذا، بحث و تحلیل فقط حول محور نرخ‌های سود منابع مالی متمرکز می‌شود. در نتیجه، بحث کارایی اقتصادی نیز فقط “مشابهت قیمت منابع مختلف مالی” را یا در واقع نرخ‌های سود یا بازده‌های مشابه منابع مالی را، تحت وجود کارایی اقتصادی، در بر می‌گیرد.^(۲) در عین حال، استدلال خواهد شد که چنانچه اقتصاد از این جهت کارآمد شود، سایر عوامل تولید را نیز در جهت کارایی سوق خواهد داد.

در هر صورت، براساس نظریه مذکور، کندی توسعه اقتصادی معلول وضعیت تفاوت نرخ‌های سود یا بازده برای منابع مالی مشابه است که به دلیل چند پارچه، جزء جزء، یا غیرمنسجم (Fragmented Economy) بودن اقتصاد، به وجود می‌آید. طبعاً تحت این شرایط، هر جزء از اقتصاد از اجزاء دیگر آن جدا

(۱) : نظریه مذکور در اغلب نوشته‌های دانشمندان معاصر علم اقتصاد نظیر:

Stigler, Tinic, Mao, West, Mossin, Modigliani & Miller, Sharp, Fama, McKinnon

و به ویژه در نوشته‌های Ronald. I. McKinnon به وضوح دیده می‌شود. رساله دکترای نویسنده، در زمینه کارایی بازار سرمایه ایران و عوامل مؤثر در رسیدن به کارایی این بازار “موجود در کتابخانه بانک مرکزی” نیز بحث‌های مشابهی را مطرح می‌کند.

(۲) : نظریه McKinnon نیز عمدتاً حول همین محور دور می‌زند.

بوده و وضعیت خاص خود را به وجود می‌آورد. بدیهی است در این صورت، ارتباط منظم، متشکل و منطقی بین عوامل کلان اقتصادی ناکافی و یا ناچیز است و **«سرمایه‌گذاری‌های بهینه»** به دلیل کمبود منابع مالی و به علاوه به دلیل مصرف این منابع در سرمایه‌گذاری‌های غیر کارآمد یا کمتر کارآمد و غیر بهینه از دست می‌رود. به عبارت دیگر، کمبود منابع مالی، نبود یا کمبود اطلاعات جامع و کافی (ارتباط منظم بین بخشی) برای همگان و یا هر دوی این موارد از عمده ترین علل این پدیده است. دخالت دولت‌ها از هر قبیل، از جمله کنترل و دخالت در قیمت‌ها، به ویژه کنترل و دخالت در تعیین قیمت منابع مالی این نارسایی یا مشکل را تشدید می‌کند.

به نظر می‌رسد که نظریه (Fragmented Economy) با وضع اقتصادی کشور، تا حدود زیادی مطابقت دارد. عدم انسجام موسسات مالی، به ویژه موسسات مالی که زیر پوشش ضوابط سیاست پولی قرار ندارند، تعیین قیمت‌ها توسط دولت، کنترل قیمت‌ها، تصمیمات اقتصادی تکلیفی، تصدی دولت در امور اقتصادی، کافی نبودن مکانیزم بازار در تعیین قیمت‌ها و همگی در تداوم وضع موجود و در نتیجه در کند شدن روند رسیدن به کارایی اقتصادی به میزان بسیار چشم‌گیری موثر می‌باشند.

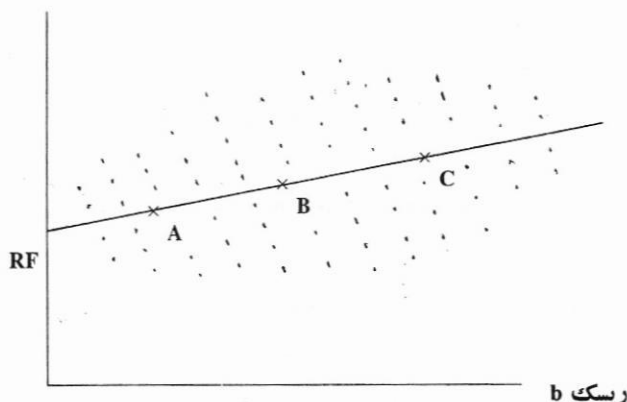
نارسایی‌ها و اثرات سوء ناشی از پدیده (Fragmented Economy)

همانطور که ذکر شد، اغلب کشورهای در حال توسعه یا کمتر توسعه یافته کم و بیش با پدیده مذکور روبرو هستند. نارسایی‌ها و اثرات سوء پدیده مزبور به شرح ذیل خلاصه می‌شود:

در کشورهای مذکور، بازارهای سرمایه یا به صورت متشکل وجود ندارد و به طور کلی اگر وجود دارد، بازار سرمایه و بقیه بازارهای مالی در آنها غیر کارآمد است. منابع مالی مشابه در این بازارها با قیمت‌های متفاوت داد و ستد می‌شود.

برای یادآوری متذکر می‌شود که در بازارهای سرمایه کارآمد، منابع مالی حسب بازده و ریسک آنها ارزش‌یابی می‌شود^(۱)

نمودار زیرین رابطه منطقی بین ریسک و بازده را نشان می‌دهد که بر همین مبنا قیمت‌گذاری نیز صورت می‌گیرد:



براساس این نظریه ثابت شده است، اوراق بهادار بدون ریسک (صفر) از کمترین بازده (RF) برخوردار می‌باشد. بقیه اوراق بهادار، به دلیل داشتن ریسک بیشتر، هر یک به تناسب ریسک خود، باید بازده‌ای بالاتر از بازده اوراق بهادار بدون ریسک (RF) داشته باشند. در اغلب کشورهای توسعه یافته، کم و بیش این وضعیت و شرایط وجود دارد. تحت این شرایط اوراق بهادار دارای بازده بیشتر با قیمت بالاتر ارزیابی می‌شوند و اوراق بهادار دارای ریسک بیشتر با قیمت کمتر ارزیابی می‌شوند.

بدیهی است اوراق بهادار با بازده و ریسک مشابه، یکسان ارزش‌یابی می‌شوند. تنها در این صورت است که منابع مالی یا در واقع منابع پس‌انداز جامعه می‌تواند به مصرف بهینه برسد و امکان توسعه اقتصادی کارآمد را فراهم

(۱): برای اطلاع بیشتر، رجوع شود به تئوری‌های Fama - Sharp و Miller & Modigliani

آورد. "در حالی که در مبحث قبلی مشاهده شد که در کشور، هیچ رابطه منطقی بین نرخ سود انواع منابع مالی با میزان ریسک آنها وجود ندارد. عمده ترین علت عدم وجود بازار سرمایه متشکل و کارآمد است."

۲- همانطور که در بخش مشکلات ذکر شد، در این کشورها، حتی بانکها با وجودی که بازاری متشکل هستند، عمدتاً به صورت غیر کارآمد عمل می کنند. زیرا، در تعیین قیمت یا نرخ سود منابع تجهیز شده و اعتبارات اعطایی آزادی عمل ندارند. نرخ های سود واقعی در مورد سپرده ها، به دلیل نرخ های مصوب اداری و دستوری، غیر منطقی و بعضاً منفی است. اعتبارات نیز دارای نرخ های سود اداری و دستوری است و عمدتاً با نرخ نازل یا در واقع سوبسیدی اعطا می شود. در واقع به جای دریافت سود واقعی از امکانات پربازده و پرداخت سود واقعی به سپرده ها، برعکس عمل شده و به اعتبارات سوبسید داده شده و هزینه آن به سپرده گذار تحمیل می شود. این عمل ممکن است موجبات فرار سپرده ها از نظام بانکی را فراهم آورد. به طوری که ملاحظه می شود، در اینجا نیز دارایی های مالی مشابه با قیمت متفاوت داد و ستد می شود. در واقع، اساس عمل در این نظام نرخ سود اداری و دستوری تسهیلات است که دارای ساختاری نامناسب است و به تبع آن نرخ سود سپرده ها را نیز با ساختاری نامناسب مواجه می کند.

نتیجه منطقی حاصل از وضعیت (۱) و (۲) این است که مجموعه منابع

مالی یا در واقع مجموعه پس انداز جامعه عمدتاً به مصرف غیربهرینه می رسد.

نتیجه مهم دیگر تحت شرایط بالا این است که بسیاری از سرمایه گذاری های کارآمد و پربازده، به دلیل "کمبود منابع" (مصرف آنها در سرمایه گذاری های کم بازده) یا به دلیل "کمبود اطلاعات" و ارتباط منظم بین واحدهای اقتصادی یا هر دوی این عوامل، از دست می روند.

برعکس تحت شرایط بالا بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های کم بازده و نامطلوب انجام می‌شود.

به دلیل جزء جزء بودن اقتصاد، واحدهای اقتصادی و خانوارها از هم جدا و «ایزو له» بوده، سایر عوامل تولید نیز نظیر زمین، کار، مواد از هر قبیل، کالای ساخته شده و..... به مصرف بهینه نمی‌رسد. زیرا، در نهایت واحدهای تولیدی ناگزیرند قیمت‌های متفاوتی برای تولید خود بپردازند. به علاوه به تکنولوژی مشابه نیز دسترسی ندارند.

نظر به این که در این کشورها، به دلایل مختلف پرداخت سوبسید در بسیاری از موارد مرسوم است، در نتیجه، پرداخت سوبسید در هر زمینه، نارسایی‌های فوق را تشدید می‌کند.

وجود تورم با نرخ بالا معمولاً در این کشورها نارسایی‌های ذکر شده را تشدید می‌کند. به ویژه آنکه، پیدایش تورم به دلایل مختلف (بعضاً به دلیل اعطای سوبسید از محل منابع دولت و مآلاً تأمین کسری بودجه دولت‌ها، چه به طور مستقیم و چه به طور غیرمستقیم از محل منابع مالی پر قدرت بانک‌های مرکزی صورت می‌گیرد) امری عادی در این کشورها است.

مجموعه عوامل فوق، به ویژه عامل منابع مالی، موجب می‌شود که نرخ‌های بازده در سرمایه‌گذاری‌های موجود، بالاخص سرمایه‌گذاری‌های جدید، در این کشورها، پراکندگی (Dispersion) زیادی داشته باشد. «یکی از راههای رسیدن به توسعه اقتصادی پایدار، فراهم آوردن شرایطی است که پراکندگی در بازده سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یابد»^(۱)

در این کشورها به طور کلی رابطه منطقی بین ریسک و بازده در سرمایه‌گذاری‌ها به ویژه در سرمایه‌گذاری‌های اوراق بهادار اعم از اوراق بهادار

(۱) به نظر McKinnon - وجود این وضعیت حکایت از توسعه اقتصادی دارد.

مربوط به منابع سرمایه یا اوراق بهادار مربوط به سایر منابع مالی کمتر ملاحظه می‌شود، و اگر هم در مواردی وجود داشته باشد، بسیار نادر است.

در کشورهای کمتر توسعه یافته، به کارگیری بهینه دارایی‌ها (سرمایه‌گذاری‌ها) بستگی به این دارد که چه کسی آنها را اداره می‌کند و یا چه کسی آنها را دارا می‌باشد و نه امتیاز و ارجحیت خود سرمایه‌گذاری‌ها.

مصرف غیربهینه منابع به اشکال فوق ختم نمی‌شود. واحدهای اقتصادی دارای منابع مالی مازاد، به دلیل نبود یا کمبود اطلاعات، بدون توجه و مقایسه آنها با طرح‌های برتر، این منابع را در طرح‌های خود که بعضاً بسیار هم کم بازده هستند بکار می‌برند. این شیوه سرمایه‌گذاری اصطلاحاً "Self - Finance" نامیده می‌شود.

با توجه به مراتب فوق، ملاحظه می‌شود که کشورهای کمتر توسعه یافته به دلیل شرایط مذکور حاکم بر آنها، نمی‌توانند مجموعه پس‌اندازهای جامعه خود را به مطلوبترین شکل ممکن به مصرف برسانند. در جهت تحلیل بیشتر در این زمینه بدو رابطه مجموعه پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری‌های موجود در جامعه در شکلی جدید تعریف می‌شود و در نهایت با تحلیل ویژگی‌های بازار سرمایه کارآمد، نتیجه‌گیری خواهد شد که مجموعه یا حداقل قسمت اعظم منابع پس‌انداز جامعه تنها از طریق بازار سرمایه یا بازارهای مالی کارآمد می‌تواند به مطلوبترین شکل ممکن به مصرف برسد.

رابطه پس‌انداز با سرمایه‌گذاری

از دیدگاه علمی، مجموع منابع مالی در اقتصاد مساوی با مجموعه پس‌اندازها در جامعه می‌باشد. در عین حال، مجموعه پس‌اندازها با مجموعه سرمایه‌گذاری‌ها بشرح ذیل برابری می‌کند:

مجموع منابع مالی $\equiv$ مجموع پس‌اندازها $\equiv$ مجموع سرمایه‌گذاری‌ها

البته، این رابطه از طریق تلفیق ترازنامه کلیه واحدهای اقتصادی موجود در جامعه به شرح ذیل نیز قابل اثبات می‌باشد:

ارزش ویژه + مجموع بدهی ها $\equiv$ مجموع دارایی ها

$$(۱) - TA \equiv FL + NW$$

طرف دارایی‌های ترازنامه تلفیقی را می‌توان به صورت دارایی‌های واقعی و دارایی‌های مالی تقسیم بندی و به شرح ذیل نشان داد:

ارزش ویژه + مجموع بدهی ها $\equiv$ مجموع دارایی‌های مالی + مجموع دارایی‌های واقعی

$$(۲) - RA + FA \equiv FL + NW$$

ترازنامه تلفیقی، کلیه واحدهای اقتصادی موجود در جامعه، به صورت رابطه (۲) بالا، در حالت ثابت و به صورت “عکس لحظه‌ای” از مجموع دارایی ها و بدهیها موجود در اقتصاد را در یک لحظه معین (مثلاً امروز) نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، رابطه (۲) مجموعه ثروتی را که از گذشته تاکنون در اقتصاد به وجود آمده باشد به صورت انباشته در یک لحظه منعکس می‌کند. لکن باید توجه داشت که بحث در مورد سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌های به وجود آمده در این مقاله ضروری به نظر نمی‌رسد. بلکه هسته اصلی بحث حول محور سرمایه‌گذاری‌های جدیدی که در آینده به وجود می‌آید دور می‌زند.

برای دست یابی به میزان سرمایه‌گذاری‌های جدید، در یک دوره معین، براساس ضوابط علمی می‌توان میزان تغییرات در دو طرف ترازنامه را به شرح ذیل محاسبه نمود.

$$(۳) - \Delta RA + \Delta RF \equiv \Delta FL + \Delta NW$$

نظر به این که، در یک نظام اقتصادی همواره “مجموع دارایی‌های مالی” برابر با “مجموع بدهی‌های مالی” در نتیجه تغییرات آنها نیز یعنی $(\Delta RF \equiv \Delta FL)$ برابر می‌باشد، لذا، این دو پارامتر از دو طرف معادله (۳) قابل حذف است.

در نتیجه، معادله (۳) می‌تواند به شکل معادله (۴) بازنویسی شود:

$$(۴) - \Delta RA \equiv \Delta NW$$

رابطه (۴) با بیان ساده ثابت می‌کند که در هر نظام اقتصادی “میزان کل دارایی‌های واقعی” با “میزان کل ارزش ویژه” در یک دوره مالی معین، برابری می‌کند. به عبارت دیگر، “میزان کل سرمایه‌گذاریها” در هر نظام اقتصادی، یک دوره مالی معین مساوی با “میزان کل پس‌اندازها” در آن دوره خواهد بود. از دیدگاه کلان، چنانچه مجموعه سرمایه‌گذاری‌ها به منزله یک سرمایه‌گذاری تلقی شود، قواعد و ضوابط مربوط به تئوری‌های سرمایه‌گذاری در مورد آن صادق خواهد بود. براساس این تئوری‌ها، سرمایه‌گذاری باید در بهترین و موّجه‌ترین امکانات موجود صورت پذیرد تا مطلوب‌ترین نتیجه را داشته باشد. منظور از مطلوب‌ترین نتیجه، بیشترین بازده اقتصادی است. تنها در این صورت است که این سرمایه‌گذاری از درآمد بیشتر برخوردار شده و در نتیجه، صاحبان پس‌انداز، به تبع آن از درآمد بیشتر برخوردار خواهند شد. طبعاً درآمد بیشتر به پس‌انداز بیشتر و پس‌انداز بیشتر به سرمایه‌گذاری بیشتر و نهایتاً توسعه اقتصادی بیشتر منجر خواهد شد. “بدهی است، برای اینکه کل سرمایه‌گذاری‌ها بازده مطلوب داشته باشد، مورد به مورد همه این سرمایه‌گذاری‌ها باید به صورت بهینه انتخاب شده و بترتیب منابع پس‌انداز جامعه را جذب کنند.”

نگاهی گذرا به جدول شماره (۳) می‌تواند این در نتیجه‌گیری فوق بیشتر کمک کند:

جدول شماره (۳)

مجموعه امکانات سرمایه گذاری در مقایسه با مجموعه پس اندازها

میزان سرمایه گذاری	بازده سرمایه گذاری
S_1	R_1
S_2	R_2
S_3	R_3
S_4	R_4
.	.
.	.
.	.
.	.
.	.
S_m	R_m
S_{m+1}	R_{m+1}
S_{m+2}	R_{m+2}
S_{m+3}	R_{m+3}
S_{m+4}	R_{m+4}
S_{m+5}	R_{m+5}
.	.
.	.
.	.
.	.
S_{m+25}	R_{m+25}
.	.
.	.
.	.
.	.
S_{m+50}	R_{m+50}
.	.
.	.
S_{m+1}	R_{m+1}
جمع S	جمع RT

چنانچه فرض کنیم که امکانات سرمایه گذاری در جامعه بشرح جدول فوق باشد، قاعدتاً باید تمهیدات و روش هایی فراهم گردد که مجموعه پس انداز جامعه (S) جذب سرمایه گذاری های با بازده بالاتر شود. تنها در این صورت است که منابع به بهترین وجهی مصرف شده و اقتصاد به کارایی ممکن جهت داده می شود. بعبارت دیگر:

$$(۵) - RT = \sum_{i=1}^{m+1} \frac{S_i \times R_i}{S}$$

$$(۶) - i = 1, 2, 3, \dots, m + 1$$

تابع فوق در صورتی به حداکثر می‌رسد که R_i بیشترین بازده‌های موجود در اقتصاد باشد. به علاوه، شرط لازم و کافی برای به حداکثر رسیدن تابع فوق این است که R_i در تابع بالا از وضعی به شرح ذیل برخوردار باشد:

$$(۷) - R_i = \text{بالاترین نرخ بازده}$$

$$(۸) - R_i > R_{i+1}$$

در حالی که در عمل دیده می‌شود که بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های با بازده بالاتر از دست می‌رود و بر عکس بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های با بازده پایین‌تر از امکانات منابع مالی برخوردار می‌شوند.

این نتیجه‌گیری ارزشمند برای اقتصاد جامعه، ایجاب می‌کند که الزاماً پس‌اندازهای جامعه تماماً در بهترین و مطلوبترین سرمایه‌گذاری‌ها با بازده بالاتر مصرف شوند. در غیر این صورت، منافع اقتصادی کلان و خرد جامعه به نحو مطلوب تامین نخواهد شد. برای حصول به این نتیجه‌گیری چه باید کرد؟ تنها رعایت یک اصل اساسی در مصرف منابع مالی می‌تواند اقتصاد را در جهت حصول این نتیجه هدایت کند. “این اصل اساسی قیمت‌گذاری صحیح و مطلوب منابع مالی موجود در جامعه می‌باشد.”

ابزار کار برای قیمت‌گذاری صحیح و مطلوب، وجود یا ایجاد بازارهای مالی کارآمد: اعم از نظام بانکی، موسسات اعتباری غیربانکی، دیگر موسسات اعتباری و بالاخره بازارهای سرمایه کارآمد می‌باشد. “زیرا، نقش و وظیفه اصلی این بازارهای مالی کارآمد تنها از طریق قیمت‌گذاری صحیح و مطلوب انجام می‌شود که ویژگی‌های بارز و ممتازی برای اقتصاد جامعه به ارمغان می‌آورند.”

ویژگی‌های بازارهای مالی کارآمد

آنچه در نظریه‌های مختلف اقتصادی مورد بحث و تحلیل قرار گرفته، ویژگی‌های بازار سرمایه کارآمد است. چنانچه بازار سرمایه به مفهوم وسیع

کلمه، کلیه بازارهای مالی (باستثنای بازار پول)^(۱) را در نظر بگیریم، می‌توان نظریه‌های مربوط به بازار سرمایه را به بازارهای مالی بلند مدت تعمیم داد. در این صورت آنچه در مورد نظریه مربوط به بازار سرمایه کارآمد مصداق دارد می‌تواند در مورد بازارهای مالی (عمدتاً بلندمدت) کارآمد نیز مصداق داشته باشد. از اینرو، بخش عمده‌ای از ویژگی‌های بازار سرمایه کارآمد که مصداق بارز آن بورس اوراق بهادار می‌باشد در ذیل توضیح داده می‌شود و در نهایت می‌توان ویژگی‌های مزبور را در مورد مجموعه بازارهای مالی کارآمد تسری داد.

اصولاً بورس اوراق بهادار، بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق بهادار (سرمایه) به ویژه سهام می‌باشد. (در برخی موارد نیز بورس نقش بازار اولیه سرمایه را دارد که متعاقباً در این مورد توضیح داده خواهد شد.) این ویژگی بارز و ممتاز، سازوکاری به وجود می‌آورد که منابع پس‌انداز جامعه اعم از کوچک و بزرگ، کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت بتواند از یک طرف به صورت بلندمدت‌ترین نوع منابع مالی (یعنی سرمایه) توسط واحدها اقتصادی به مصرف برسد و از طرف دیگر، نقدینگی لازم را در مدت سرمایه‌گذاری برای صاحبان پس‌انداز فراهم کند. بدین ترتیب، هر فرد یا شخص با هر میزان پس‌انداز می‌تواند منابع پس‌انداز خود را، برای هر مدت (ولو بسیار کوتاه و چندروزه) به سرمایه‌گذاری مبادرت کند و واحدهای اقتصادی نیز با خیال راحت این منابع را به صورت بلندمدت‌ترین نوع منابع (بی انتها) مصرف کنند.

در کشورهای توسعه یافته، بورس‌های اوراق بهادار، به صورت بازاری متشکل و کارآمد، بخش اعظم نیاز منابع مالی سرمایه‌ای واحدهای اقتصادی را تامین می‌کنند. در برخی از این کشورها تا حدود ۹۰ درصد از منابع سرمایه‌ای واحدهای اقتصادی از طریق این سازوکار، یعنی بورس اوراق بهادار فراهم می‌شود. هر قدر بازار سرمایه پیشرفته‌تر و کارآمدتر باشد، ارایه این تسهیلات

(۱): در تئوری‌های اقتصادی منابع مالی کوتاه مدت با سررسید کمتر از یکسال پولی تلقی می‌شود. از دیدگاه اسلامی، چنین خط مرزی بین پول و سایر منابع مالی (سرمایه) وجود ندارد. زیرا، از این دیدگاه، پول عمدتاً به مفهوم منابع مالی مصرف نشده و سرمایه به مفهوم منابع مالی مصرف شده اتلاق می‌شود. از اینرو، منابع مالی در یک لحظه پول و در لحظه بعد سرمایه تلقی می‌شود. نمونه بارز آن سرمایه در مضاربه و مشارکت است.

به مردم و واحدهای اقتصادی، هم از لحاظ کمی و هم از لحاظ کیفی بیشتر خواهد بود. از همین رو، اغلب کشورها با تمام نیروی خود سعی در ایجاد امکانات و تسهیلات لازم برای پیشرفت این بازار به طرف کارایی و استفاده از مواهب بی حد و حساب آن به عمل می‌آورند.

کارایی در بازار سرمایه تعاریف متعدد دارد. پذیرفته‌ترین تعریف این است که بازار مزبور کلیه اطلاعات (اعم از گذشته، حال و آینده) راجع به شرکت‌های پذیرفته شده را، به بهترین وجهی در قیمت‌ها منعکس کرده باشد. بحث ما ورود به تئوری‌های کارایی نبوده بلکه بحث در ویژگی و نتایج این بازار کارآمد می‌باشد. عمده‌ترین ویژگی‌های بازار سرمایه کارآمد هم از لحاظ تئوری‌های علمی و هم از لحاظ عملی به شرح ذیل خلاصه می‌شوند:

این بازار، منابع پس‌انداز جامعه را به بهترین امکانات تولیدی اختصاص می‌دهد. زیرا، در این بازار، واحدهای اقتصادی که خود از کارایی بالا برخوردار می‌باشند با استقبال مردم مواجه شده و سهام آنها با قیمت بالاتری به فروش می‌رسد. در نتیجه، این واحدها با سهولت بسیار زیادی به منابع موجود در بازار دسترسی پیدا می‌کنند.

واحدهایی که از کارایی کمتری برخوردار هستند، مرتباً تحت کنترل و نظم نیروهای عرضه و تقاضای موجود در بازار قرار دارند و ناگزیر هستند که مدیریت و کیفیت محصول خود را بهبود بخشند تا ارزش سهام آنها نه تنها حفظ شده بلکه افزایش یابد. به عبارت ساده‌تر، نیروهای بالقوه و نامرئی موجود در بازار با ارزیابی مداوم واحدهای اقتصادی پذیرفته شده، ذهن مدیران را مرتباً به خود مشغول داشته و آنها را به طرف کارایی سوق می‌دهد. در هر صورت، تامین منابع سرمایه برای این گروه از واحدها بسیار مشکل‌تر از واحدهای گروه اول، بشرح بند (۱) می‌باشد.

واحدهای غیر کارآمد، یاباید تن به کنترل و نظام بازار بدهند و وضع خود را اصلاح کنند و یا توسط بازار، در شکل کاهش قیمت و عدم دسترسی به منابع سرمایه‌ای، طرد می‌شوند.

با فراهم آوردن رقابت در سرمایه‌گذاری‌های سهام (سرمایه) با هر میزان و هر مدت، بازار کارآمد، افراد جامعه را تشویق می‌کند که با سرمایه‌گذاری در

سهام (سرمایه) واحدهای کارآمدتر، از مواهب این سرمایه‌گذاری‌ها، بهره‌مند شوند. به عبارت دیگر، خریداران سهام (سرمایه) این واحدها در منافع حاصل از فعالیت‌های اقتصادی واحدهای مزبور سهیم می‌شوند. به علاوه، چون سازو کار به گونه‌ای است که در رقابت کامل، خرید و فروش برای همه تحت شرایط رقابتی، آزاد می‌باشد، لذا، روزبه روز تعداد سرمایه‌گذاران بیشتر شده و ثمرات فعالیت‌های اقتصادی بین عموم مردم توزیع می‌شود. در نتیجه، بازار سرمایه در همه کشورهای توسعه یافته به عمده‌ترین عامل تعدیل ثروت و عدالت اقتصادی در جامعه تبدیل می‌شود، تامین منابع سرمایه‌ای برای واحدهای اقتصادی از یک طرف و تامین عدالت اقتصادی، به ویژه برای سرمایه‌گذار، از طرف دیگر، اهداف بسیار ارزشمندی است که از طریق بازار سرمایه کارآمد با سهولت عملی می‌باشد و مکانیزم دیگری نمی‌تواند جایگزین آن شود. از همین رو، دولت‌ها همواره حمایت‌کننده، ناظر و کنترل‌کننده دایمی مکانیزم و رفتار این بازارها هستند.

در شرایط ایده‌آل، در بازار سرمایه کارآمد، همه واحدها کارآمد شده و بازده همه سهام (سرمایه‌گذاری‌های) واحدهای پذیرفته شده در بورس، پس از تعدیل برای ریسک و مالیات به یکدیگر نزدیک می‌شوند. در این بازار سهام گران قیمت (Over Price) یا سهام ارزان قیمت (Under Price) وجود ندارد.

عامل رقابت کامل باعث می‌شود که منابع سرمایه در این بازار با مناسب‌ترین قیمت (مألاً بازده) خرید و فروش شود. تحت این شرایط به تدریج منابع مالی کمتر بازده، از بخش‌های دیگر اقتصادی غیر کارآمد، مثل طلا، فرش، ارز، معاملات تجاری کاذب، نزول خواری، .. به این بازار سرازیر شده و بازده‌ای بیشتر از قبل بدست می‌آورند.

بازار سرمایه کارآمد، موجات کارایی در بازارهای دیگر اقتصادی را نیز فراهم می‌آورد. واحدهای اقتصادی کارآمدتر با دسترسی آسان به منابع مالی به راحتی می‌توانند به بهترین نیروهای کاری، به بهترین نوع مواد اولیه، به بهترین نوع ماشین‌آلات، به بهترین نوع تکنولوژی و... دسترسی داشته باشند. این ویژگی موجب خواهد شد که نیروهای کار کارآمد، مواد اولیه با کیفیت مطلوب... جذب این واحدها شود. مهم‌تر از این مطلب، این ویژگی ممتاز موجب می‌شود که از یکطرف عوامل مزبور بازهم موجب افزایش کارایی خود واحد اقتصادی و

کیفیت محصول آن واحد گردد و از طرف دیگر، بازارهای کار، مواد اولیه، ماشین آلات... را به طرف کارایی سوق دهد.

همانطوریکه قبلاً نیز ذکر شد، این بازار عاملی قوی و کنترل کننده برای مدیریت واحدهای پذیرفته شده در بورس بوده و مرتباً واحدها را تشویق می کند تا کیفیت مدیریت خود را ارتقاء بخشند.

ویژگی های فوق و بسیاری از ویژگی های دیگر عوامل ارزشمندی هستند که در شکل گیری اقتصاد تولیدی کشور نقش بسیار دارند. در عین حال، ظواهر امر نشان می دهد که بازار سرمایه ایران در ابتدای پیدایش کارایی قرار دارد. هجوم سرمایه فراوان، اعم از داخل یا خارج از کشور، موقعیتی را بوجود آورده که موجبات تسریع حصول به کارایی را فراهم نموده و از همین رو و دلایل دیگر باید حداکثر استفاده از این استقبال و سرمایه ها بشود. نظر به اینکه دولت همواره سعی در جلب سرمایه های داخلی و خارجی دارد، لذا، چه ابزاری مناسب تر، مطلوب تر، دقیق تر، شرعی تر، کارآمدتر از بازار سرمایه کارآمد می تواند در جلب سرمایه های داخلی و خارجی موثر باشد.

باتوجه به مراتب فوق، انتظار می رود که در آینده با افزایش حجم فعالیت و مآلاً حرکت به طرف کارایی بیشتر، بازار سرمایه ایران نیز نظیر همه بازارهای سرمایه کارآمد در جهان بتواند نقش های اساسی خود را به شرح فوق ایفا کرده و ساز و کاری مناسب و ساده برای جلب و حمایت سرمایه های خارجی نیز فراهم آورد. به علاوه، افزایش کارایی بازار می توان نرخ های منابع مالی را در اقتصاد جامعه به طرف نرخ های بهینه سوق دهد، مشروط بر اینکه آزادی های مورد نظر در تئوری های اقتصادی در زمینه عرضه و تقاضای منابع مالی به نحو مطلوب در بازارهای مالی فراهم گردیده و از تعیین نرخ های سود مربوط به بانکها و مؤسسات مالی در اشکال تکلیفی، دستوری، اداری و قانونی و امثال آن اجتناب شود.