۹۸۴۳۹

ساختار بهینه نرخ‌های سود در اقتصاد اسلامی
با تاکید بر این ساختار در بانکداری اسلامی[۱]

دکتر سید حسین مهدوی‌نجم‌آبادی

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 محتوائی، 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 ارایه شده است، نتیجه تحقیقات شخصی نویسنده بوده و نظرات رسمی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و یا نظرات فقهی شخص خاصی را منعکس نمی کند.

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 کمّی 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 عمدهٔ 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 مداقّه 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 مجموعهٔ 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 طولانی تر خواهد شد که هر دوی این وضعیت به نفع اقتصاد جامعه نمی‌باشد.

بـه عـبارت دیگـر، آنچـه در مقالـه مـورد امعـان نظـر و بحث و تحلیل قرار مـی‌گـیرد این است که تحت مجموعهٔ شرایط و فروض گفته شده، اولاً قیمت‌های (نـرخ‌هـای سـود) منطقی و ساختار بهینه نرخ‌های سود منابع مالی چیست؟ ثانیاً آیـا سـاختار منطقـی و بهینه برای این نرخ‌های سود و یا در واقع قیمت ها وجود دارد یـا خیر؟ اگر دریک جامعه‌ای چنین وضعی وجود ندارد، رفتارهای مسؤولان تصـمیم گیر و یا سیاستگذاران اقتصادی باید چگونه باشد تا نرخهای سود اداری و دسـتوری نـزدیک بـه نـرخهای منطقی و بهینه بازار که نشأت گرفته از نیروهای عرضـه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود، باشد. در این بررسی میزان و ترکیب نرخ سـودهـای موجـود در نظـام بانکی کشور، نرخ سود اوراق مشارکت دولت، بانک مرکـزی، بخـش 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

اصـولاً، بـانکداری اسـلامی از لحاظ اقتصادی مشابهت زیادی با بانکهای سنتی دارد. البـته، تفـاوت ها نیز به صورت ماهیتی زیاد به نظر می‌رسد. در هر صورت، بـانک اسـلامی یکـی از واسـطه‌هـای مالی است که براساس موازین اسلامی و یا حداقـل در چـارچوب عـدم تعارض با موازین اسلامی و هدف سودآوری تشکیل شـده و در بازارهـای مالـی فعالیـت مـی‌کـند.[1] بـرای تشـریح بیشتر موضوع و همچنیـن بـرای ملاحظـه ایـن مطلب که بانک اسلامی، از لحاظ رفتار اقتصادی و تاثـیر رفـتار آن بـر نـرخ 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) واسطه گری مالی، (۲) موازین اسلامی و(۳) نهایتاً هدف سودآوری بانک اسلامی ذیلاً مورد بحث و تحلیل قرار می‌گیرد.

۱. واسطه گری مالی – در زمینه واسطه گری مالی باید اذعان داشت که تفاوت در رفتارهای اسلامی بانک اسلامی در مقایسه با رفتارهای بانک سنتی، نقش واسطه گری مالی بانک اسلامی را تغییر نمی‌دهد. زیرا، در نظام بانکداری سنتی، بانکها از یک طرف به عنوان قرض گیرنده از سپرده گذار 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 واسطه گری 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 واسطه گری 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 واسطه گری در زمینه مصرف منابع مالی است. در **"رفتار دوم"**، منابع وکالتی را به وکالت از طرف سپرده گذار به صورت تسهیلات اعطایی در زمینه‌های مختلف اقتصادی مصرف می‌کند. بدیهی است،

ماهیت این عمل نیز واسطه گری منابع مالی است. به طوریکه ملاحظه می‌شود، نقش واسطه گری منابع مالی در بانکداری اسلامی و سنتی یکسان به نظر می‌رسد. 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 وهیچ 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 می‌خورد. در حالی که در بانک سنتی چنین چارچوبی وجود ندارد؛ زیرا، بانک سنتی براساس موازین اسلامی، هم ربا دریافت می‌دارد و هم **"ربا"** پرداخت می‌کند. در حالی که بانک اسلامی باید با شیوه‌ای 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 نمی‌شود که تئوری‌های 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 گونه‌ای 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 طورکلی، پایه همهٔ انواع تسهیلات اعطایی بانکهای اسلامی عمدتاً **" بیع "** است. در بیع اصولاً معامله به گونهٔ غیرمثل صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، بدواً منابع مالی به کالا و خدمات و نهایتاً کالا و خدمات به منابع مالی تبدیل می‌شوند. در واقع بر اثر تبدیلات **(Conversion)** مذکور بانک اسلامی

مستحق دریافت **"سود"** می‌شود. البته باید اذعان داشت که درزمینه 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 وفروش کالا و خدمات تبعیت کند. از اینرو، چنانچه این نرخ ها 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 نرخ ها **"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 تسیهلات 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 برمبنای 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 سپرده گذاران در نظام بانکداری اسلامی. تابعی از **"نرخ سود تسهیلات اعطایی"** است به عبارت دیگر، پرداخت **"سود"** به سپرده گذاران و یا در واقع نرخ سود سپرده ها می‌تواند متناسب با نرخ سود تسهیلات اعطایی برگرفته از نیروهای عرضه و تقاضا در تعیین نرخ‌های **"سود"**

موجـود در بـازار، تبعیـت کند. از این رو هیچ یک از موارد مذکور دراین بند نیز نمـی‌توانـد نافـی تسـرّی تـئوری‌هـای علمـی اقتصادی پذیرفته بر رفتار بانکهای اسلامی باشد.

در هرصـورت، مطلـب مهم در مورد این مبحث این است که اغلب قریب به اتفـاق رفـتارهای اقتصـادی از جملـه فعالیـت‌هـای اقتصادی واسطه گریهای مالی اسـلامی، بـا رعایـت چـارچوب موازین اسلامی از قواعد و تئوری‌های اقتصادی و همچنیـن از اصـول عرضـه و تقاضـا تبعیت می‌کند. البته، رعایت احکام و موازین اسـلامی یـا حداقل عدم تعارض رفتارهای اقتصادی واحدهای اقتصادی یا موازین اسـلامی، تنها تفاوت اساسی بین نظام اقتصاد اسلامی و نظام اقتصاد سرمایه داری را تشکیل می‌دهد. [۱]

در نتـیجه، بـا ایـن فرض که کلیه دیگر فروض حاکم برفعالیت‌های اقتصادی بازارهـای سنتی همراه با فروض حاکم بر بازارهای اسلامی در رفتارهای اقتصادی وجـود داشـته باشد، بازارهای اقتصادی و سنتی و بازارهای اقتصاداسلامی از لحاظ رفـتاری تفاوتـی ندارنـد. امـید می‌رود که مطالب گفته شده در این مقاله، هم در بازارهـای سنتی و هم در بازارهای اسلامی و به ویژه در بانکداری اسلامی کاربرد داشته باشد.

طرح مشکل

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

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

برمبنای تئوری‌های مستند ومعتبر 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، نتیجهٔ 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 سکه ها، قاعدتاً نباید با قیمت‌های متفاوت دادو 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 سکه ها، سکه‌های ارزان قیمت تر را خریداری می‌کنند، بلاجهت منتفع می‌شوند وبرعکس، 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 جنبهٔ 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 همهٔ 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 نارسایی ها 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 نرخ ها 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 می‌باشد. به علاوه، این نارسایی از لحاظ تفاوت مدت و همچنین از لحاظ تفاوت با نرخ‌های موجود در بازارهای مالی دیگر نیز از توجیه اقتصادی برخوردار به نظر نمی‌رسد.

وضعیت مذکور در بندهای (۱) و (۲)، در مقام مقایسه با وضعیت مشابه در بانکهای خصوصی، موسسات اعتباری، تعاونی‌های اعتباری، صندوقهای قرض الحسنه و موسسات مشابه چشم‌انداز نامناسب تری را نشان می‌دهد.

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

ساختار نرخ‌های بازده در بازار سرمایه وضعی کاملاً متفاوت از ساختار دیگر نرخ‌های ذکرشده در بخش‌های قبلی را بدست می‌دهد.

نرخ‌های سود یا بهره متداول در **"بازار باصطلاح آزاد"** یا درواقع،بازار غیرقانونی منابع مالی، ساختار ویژه خود را دارد که باهیچ یک از دیگر ساختارهای ذکر شده همخوانی ندارد.

ساختار نرخ‌های 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 نمی‌رسد.

نرخ‌های سود در معاملات اتومبیل، ارز، موبایل، طلا،. . . دارای وضعی مناسب تر از آنچه تاکنون ذکر شد به نظر نمی‌رسد.

ساختار نرخ‌های سود در فعالیت‌های اقتصادی دیگر، اعم از تولید، خدمات، صادرات، واردات،. . . ساختاری است که به نظر نمی‌رسد وضعی بهتر از دیگر وضع فعالیت هایی ذکر شده داشته باشد. البته، باید توجه داشت که این ساختار نرخ‌های سود عمدتاً معلول، ساختار نامناسب نرخ‌های سود تسهیلات بانکی می‌تواند باشد.

جدول شماره (۱) به شرح صفحه بعد، مؤیّد و مکمّل 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 وخدمات	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 می رود که ساختار نرخ های سود یا بازده در این بازارها، وضعی شبیه نارسایی که در مورد نرخ های 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 تفاوت ها، بسیار بیشتر از آنچه که در بالا نشان داده شد، می‌شود.

در هر صورت، ارقام نرخ سودهای واقعی به شرح جدول شماره (۱) مؤیّد عدم تبعیت نرخ‌های مذکور از یک نظام مالی کارآمد می‌باشد. زیرا، قاعدتاً باید این نرخ ها، 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 نرخ ها 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 درسال)

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

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 می‌شود، 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 می‌آید. زیرا، در این شرایط، اوراق منتشره بانک مرکزی

بـه دلـیل این که بدون ریسک و حتی بدون مالیات می‌باشد، باید نرخ سود واقعی آن کمتریـن نـرخ یـا در واقـع کمتریـن قیمت را در بازارهای مالی داشته باشد. طـبعاً، تحـت شـرایط وجـود کارایـی اقتصادی، بقیه منابع مالی هریک به تناسب ریسـک و مدت به سررسید خود باید نرخ سود یا نرخ بازده‌ای بالاتر از نرخ سود واقعـی ایـن اوراق (کـه در واقـع نـرخ سـود شاخص در اقتصاد می‌باشد.) داشته باشـند. نتـیجه‌ای کـه از ایـن بررسی بدست بدست می‌اید حاکی از این است که بازارهـای مالـی در کشـور، بر پایه نظریه‌های علمی پذیرفته شده، از کارایی لازم، به مفهومی که قبلاً تعریف شد برخوردار نمی‌باشند.

در جهـت استدلال بیشتر، می‌توان با نگاهی گذرا به جدول شماره (۲) دریافت کـه نـرخ سود واقعی تسهیلات بانکی به بخش کشاورزی درآمدی در حدود یک (۱) درصـد در سـال بـرای بانکهـا ایجاد می‌کند. این امر نشان می‌دهد که قیمت ایـن مـنابع (۱۹) نوزده برابر یا در واقع ۱۹۰۰ درصد ارزان تر از نرخ سود منابع اوراق مشـارکت بـانک مرکـزی اسـت. بدیهـی اسـت، این امر نیز یکی از دلایل نامناسـب بـودن سـاختار نرخ سود (قیمت) واقعی منابع مالی می‌باشد. البته، باید توجـه داشـت کـه دولت به هر دلیل قصد اعطای سوبسید به این بخش را دارد. در هـر صـورت و علـی رغم این نکته نیز باید توجه داشت که از دیدگاه بسیاری از تـئوری‌هـای اقتصادی، اعطای سوبسید، آشکار و پنهان، سیاستی درست به نظر نمی‌رسد.

یـادآوری مـی‌شـود کـه در صـورت تأثیر نرخ تورم، بازهم وضعیت نامناسب تـری را شـاهد خواهـیم شـد. در این صورت نرخ تسهیلات بخش کشاورزی در سـال ۱۳۸۱، حدود ۱۵ درصد منفی می‌شود. این مطلب بدان معناست که بخش کشـاورزی نـه تـنها سـود واقعـی تسهیلات دریافتی را نپرداخته، بلکه سالانه ۱۵ درصـد نـیز بـه دلیل دریافت تسهیلات، کمک (سوبسید) از دولت دریافت کرده است.

دومیـن نـرخ سـود مـربوط بـه نـرخ سود سپرده‌های کوتاه مدت، پنج ساله و تسـهیلات اعطایـی به بخش صنعت و معدن است که نرخ سود همطرازی آنها با

نـرخ سـود اوراق مشـارکت بـانک مرکزی حدود ۵ درصد می‌شود. این نرخ نیز حـدود ۳ برابـر یـا ۳۰۰ درصـد از نرخ سود اوراق مشارکت بانک مرکزی ارزان تـر اسـت. دلـیل عمـدهٔ ایـن امر نیز نامناسب بودن ساختار نرخ سودهای بانکی اسـت. البته، یادآوری می‌شود که هنوز عامل تورم در این نرخ ها تأثیر داده نشده اسـت. در صـورت تأثـیر نـرخ تـورم، قطعاً سود واقعی موارد مذکورحدود (۱۱) درصـد منفـی مـی‌شـود کـه همانطورکـه ذکـر شد، بحثی جداگانه دارد. در هر صـورت، ایـن مطلـب نیز به نوبه خود موجبات برهم خوردن ساختار نرخ سود و عدم مصرف بهینه منابع مالی در اقتصاد را فراهم می‌آورد.

نگاهـی مجـدد بـه سـایر ارقام مذکور در جدول شماره (۲) نشان می‌دهد که همـه نـرخ‌هـای سـود سـپرده هـا و همـه نـرخ‌های سود تسهیلات اعطایی، حتی نـرخ‌های سود اوراق مشارکت بخش خصوصی نیز ساختاری نامناسب و نادرست داشـته و کمـتر از نـرخ سـود اوراق مشـارکت بـانک مرکـزی می‌باشند. به طور خلاصـه، همـه ایـن ارقـام، شـاخص مطلوبی از ساختار نرخ‌های سود واقعی منابع مالـی را نشـان نمی‌دهند. از اینرو، می‌توان چنین نتیجه گرفت که مصرف قسمت عمـده‌ای از مـنابع مالی در اقتصاد، آن طور که موازین و تئوری‌های پذیرفته شده و تجـربه شـده علمی بیان می‌دارد، موجبات کارایی اقتصادی را فراهم نمی‌آورند. بدیهـی اسـت، تحـت این شرایط توسعه اقتصادی آن گونه که مورد انتظار است، بـه صـورت مطلـوب رخ نخواهـد داد. هـر قدر دراصلاح این ساختار تاخیر شود، متناسباً توسعه اقتصادی مطلوب نیز با تأخیر مواجه خواهد شد.

"علـت مـوارد مـزبور عمدتاً مربوط به تصمیمات قانونی، تکلیفی، دستوری و اداری و عـدم تبعیـت این موارد از نیروهای عرضه وتقاضای بازار برای تعیین نـرخ‌هـای سـود بـه 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، دارائی ها، خدمات و یا به طور کلی عوامل مشابه تولید (اعم از سرمایه یا منابع مالی، زمین وکار) با قیمت‌های متفاوت مورد داد وستد قرار گیرد، اقتصاد آن جامعه غیرکارآمد، 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 نوشته های دانشمندان معاصر علم اقتصاد نظیر:
Stigler,Tinic, Mao, West, Mossin, Modigliani & Miller, Sharp , Fama , Mckinnon
و به ویژه درنوشته های **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 درکتابخانه بانک مرکزی**" نیز بحث های 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 غیرکارآمد یا کمتر کارآمد وغیر 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 دولت ها از هر قبیل، از جمله کنترل و دخالت درقیمت ها، 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 قیمت ها توسط دولت، کنترل قیمت ها، تصمیمات اقتصادی تکلیفی، تصدی دولت در امور اقتصادی، کافی نبودن مکانیزم بازار در تعیین قیمت هاو..... همگی در تداوم وضع موجود و در نتیجه در کند شدن روند رسیدن به کارایی اقتصادی به میزان بسیار چشم گیری موثر می‌باشند.

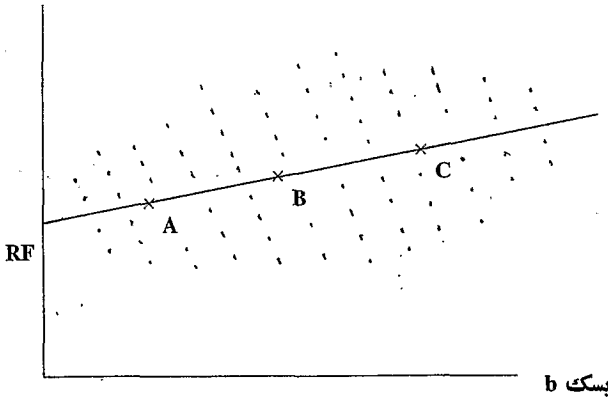
نارسائی ها واثرات سوء ناشی از پدیده (Fragmented Economy)

همانطورکه ذکر شد، اغلب کشورهای درحال توسعه یا کمتر توسعه یافته کم وبیش با پدیده مذکور روبرو هستند. نارسائی ها و اثرات سوء پدیده مزبور به شرح ذیل خلاصه می‌شود:

در کشورهای مذکور، بازارهای سرمایه یا به صورت متشکل وجود ندارد و به طورکلی 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.

بـرای یادآوری متذکر می‌شود که در بازارهای سرمایه کارآمد، منابع مالی حسب بازده و ریسک آنها ارزش یابی می‌شود[۱]

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



براسـاس ایـن نظـریه ثابـت شـده اسـت، اوراق بهادار بدون ریسک (صفر) از کمتریـن بـازده (RF) برخوردار می‌باشد. بقیه اوراق بهادار، به دلیل داشتن ریسک بیشـتر، هـریک بـه تناسـب ریسک خود، باید بازده‌ای بالاتر از بازده اوراق بهادار بـدون ریسـک (RF) داشـته باشـند. در اغلب کشورهای توسعه یافته، کم و بیش ایـن وضـعیت و شـرایط وجـود دارد. تحـت این شرایط اوراق بهادار دارای بازده بیشـتر بـا قیمـت بالاتـر ارزیابـی مـی‌شوند و اوراق بهادار دارای ریسک بیشتر با قیمت کمتر ارزیابی می‌شوند.

بدیهـی اسـت اوراق بهـادار بـا بـازده و ریسـک مشـابه، یکسـان ارزش یابی مـی‌شـوند. تـنها در ایـن صـورت اسـت که منابع مالی یا در واقع منابع پس‌انداز جامعـه می‌تواند به مصرف بهینه برسد و امکان توسعه اقتصادی کارآمد را فراهم

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

آورد. **"در حالی که در مبحث قبلی مشاهده شد که درکشور، 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- همانطورکه در بخش مشکلات ذکر شد، در این کشورها، حتی بانکها با وجودی که بازاری متشکل هستند، عمدتاً به صورت غیرکارآمد عمل می‌کنند. زیرا، در تعیین قیمت یا نرخ سود منابع تجهیز شده و اعتبارات اعطایی آزادی عمل ندارند. نرخ‌های سود واقعی در مورد سپرده ها، به دلیل نرخ‌های مصوب اداری و دستوری، غیرمنطقی و بعضاً منفی است. اعتبارات نیز دارای نرخ‌های سود اداری و دستوری است و عمدتاً با نرخ نازل یا در واقع سوبسیدی اعطا می‌شود. 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 می‌شود. این عمل ممکن است موجبات فرار سپرده ها از نظام بانکی را فراهم آورد. به طوری که ملاحظه می‌شود، در اینجا نیز دارایی‌های مالی مشابه با قیمت متفاوت داد و ستد می‌شود. 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 می‌کند.

نتیجه منطقی حاصل از وضعیت (۱) و (۲) این است که مجموعه منابع مالی یا در واقع مجموعه پس‌انداز جامعه عمدتاً به مصرف غیربهینه می‌رسد.

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

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 دراین 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 ومآلاً تأمین کسری بودجه دولت ها، چه به طور مستقیم وچه به طور غیرمستقیم از محل منابع مالی پرقدرت بانک‌های مرکزی صورت می‌گیرد) امری عادی دراین کشورها است.

مجموعه عوامل فوق، به ویژه عامل منابع مالی، موجب می‌شود که نرخ‌های بازده در سرمایه‌گذاری‌های موجود، بالاخص سرمایه‌گذاری‌های جدید، دراین 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 "** [1]

دراین کشورها به طورکلی رابطه منطقی بین ریسک و بازده در سرمایه گذاری‌ها به ویژه در سرمایه گذاریهای اوراق بهادار اعم از اوراق بهادار

---

(۱):به نظر **Mckinnon** - وجود این وضعیت حکایت از توسعه اقتصادی دارد.

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

در کشـورهای کمـتر توسـعه یافـته، بـه کارگـیری بهیـنه دارایـی هـا (سـرمایه‌گـذاری‌ها) 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 سرمایه گذاری ها.

مصـرف غیربهیـنه مـنابع بـه اشـکال فـوق ختم نمی‌شود. واحدهای اقتصادی دارای مـنابع مالـی مـازاد، به دلیل نبود یا کمبود اطلاعات، بدون توجه و مقایسه آنهـا بـا طـرح‌هـای برتـر، این منابع را در طرح‌های خود که بعضاً بسیار هم کم بـازده هسـتند بکـار می‌برند. این شیوه سرمایه گذاری اصطلاحاً **"Self - Financc"** نامیده می‌شود.

باتوجـه بـه مراتـب فوق، ملاحظه می‌شود که کشورهای کمتر توسعه یافته به دلـیل شـرایط مذکور حاکم بر آنها، نمی‌توانند مجموعهٔ پس‌اندازهای جامعه خود را بـه مطلوبتریـن شـکل ممکن به مصرف برسانند. درجهت تحلیل بیشتر در این زمیـنه بـدواً رابطه مجموعه پس‌اندازها وسرمایه‌گذاری‌های موجود در جامعه در شـکلی جدیـد تعـریف مـی‌شـود و در نهایـت باتحلـیل ویژگی‌های بازار سرمایه کـارآمد، نتـیجه‌گـیری خواهـد شـد کـه مجموعـه یا حداقل قسمت اعظم منابع پـس‌انـداز جامعـه تـنها از طـریق بـازار سـرمایه یـا بازارهـای مالـی کـارآمد می‌تواند به مطلوبترین شکل ممکن به مصرف برسد.

رابطه پس‌انداز با سرمایه گذاری

از دیدگـاه علمی، مجموع منابع مالی در اقتصاد مساوی با مجموعه پس‌اندازها در جامعـه مـی‌باشـد. در عیـن حـال، مجموعـه پـس‌اندازهـا بـا مجموعـه سرمایه‌گذاری‌ها بشرح ذیل برابری می‌کند:

مجموع منابع مالی ≡ مجموع پس‌اندازها ≡ مجموع سرمایه‌گذاری‌ها

مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران
شعبه مدارک

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 ≅ مجموع دارائی ها

(۱) - TA ≅ 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 ≅ مجموع دارایی‌های مالی + مجموع دارایی‌های واقعی

(۲) - RA + FA ≅ 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) - $\Delta RA + \Delta RF \cong \Delta FL + \Delta NW$

نظر به این که، دریک نظام اقتصادی همواره **"مجموع دارایی‌های مالی"** برابر با **"مجموع بدهی‌های مالی"** درنتیجه تغییرات آنها نیز یعنی ($\Delta RF \cong \Delta FL$) 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) - $\Delta RA \cong \Delta NW$

رابطه (۴) با بیان ساده ثابت می‌کند که در هرنظام 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.

ازدیدگاه کلان، چنانچه مجموعه سرمایه‌گذاری‌ها به منزله یک سرمایه گذاری تلقی شود، قواعد و ضوابط مربوط به تئوری‌های سرمایه گذاری در مورد آن صادق خواهد بود. براساس این تئوری‌ها، سرمایه گذاری باید در بهترین و موجّه ترین امکانات موجود صورت پذیرد تا مطلوب ترین نتیجه را داشته باشد. منظور از مطلوبترین نتیجه، بیشترین بازده اقتصادی است. تنها دراین صورت است که این سرمایه گذاری 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 سرمایه گذاری بیشتر و نهایتاً توسعه اقتصادی بیشتر منجر خواهد شد. "**بدیهی 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 پس‌اندازها

بازده سرمایه گذاری	میزان سرمایه گذاری
R_1	S_1
R_2	S_2
R_3	S_3
R_4	S_4
.	.
.	.
.	.
.	.
.	.
R_m	S_m
R_m+1	S_m+1
R_m+2	S_m+2
R_m+3	S_m+3
R_m+4	S_m+4
R_m+5	S_m+5
.	.
.	.
.	.
.	.
R_m+25	S_m+25
.	.
.	.
.	.
.	.
$R_m+5.$	$S_m+5.$
.	.
.	.
.	.
R_m+1	S_m+1
جمع RT	جمع S

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

$$RT = \sum_{i=1}^{m+1} \frac{Si \times Ri}{S} \quad (۵)-$$

(۶) - $i = 1, 2, 3, \ldots\ldots, m+1$

تابع فوق در صورتی به حداکثر می‌رسد که R1 بیشترین بازده‌های موجود در اقتصاد باشد. به علاوه، شرط لازم وکافی برای به حداکثر رسیدن تابع فوق این است که Ri در تابع بالا از وضعی به شرح ذیل برخوردار باشد:

(۷) - Ri = بالاترین نرخ بازده

(۸) - $Ri > Ri + 1$

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 پائین تر 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 قیمت گذاری صحیح و مطلوب منابع مالی موجود در جامعه می‌باشد. "**

ابزارکار برای قیمت گذاری 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 طریق‌قیمت‌گذاری 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)[1] 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 تسرّی داد.

اصولاً بورس اوراق بهادار، بازار ثانویه برای خرید وفروش 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 بلندمدت ترین نوع منابع مالی (یعنی سرمایه) توسط واحدها اقتصادی به مصرف برسد و از طرف دیگر، نقدینگی لازم را در مدت سرمایه گذاری 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 سرمایه گذاری مبادرت کند و واحدهای اقتصادی نیز با خیال راحت این منابع را به صورت بلندمدت ترین نوع منابع (بی انتها) مصرف کنند.

درکشورهای توسعه یافته، بورس‌های اوراق بهادار، به صورت بازاری متشکل وکارآمد، 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 پیشرفته تر 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.

بـه مـردم و واحدهـای اقتصـادی، هـم از لحـاظ کمّی و هم از لحاظ کیفی بیشتر خواهـد بـود. از همیـن رو، اغلـب کشـورها بـا تمـام نـیروی خود سعی در ایجاد امکانـات و تسـهیلات لازم بـرای پیشرفت این بازار به طرف کارایی و استفاده از مواهب بی حد و حساب آن به عمل می‌آورند.

کارایـی در بـازار سرمایه تعاریف متعدد دارد. پذیرفته ترین تعریف این است کـه بازار مزبور کلیه اطلاعات (اعم از گذشته، حال و آینده) راجع به شرکت‌های پذیرفـته شـده را، بـه بهتریـن وجهـی در قیمت ها منعکس کرده باشد. بحث ما ورود بـه تـئوری‌های کارایی نبوده بلکه بحث در ویژگی و نتایج این بازار کارآمد مـی‌باشـد. عمـده تریـن ویژگـی‌های بازار سرمایه کارآمد هم از لحاظ تئوری‌های علمی و هم از لحاظ عملی به شرح ذیل خلاصه می‌شوند:

ایـن بـازار، مـنابع پـس‌انـداز جامعـه را به بهترین امکانات تولیدی اختصاص مـی‌دهـد. زیـرا، در این بازار، واحدهای اقتصادی که خود از کارایی بالا برخوردار مـی‌باشـند بـا اسـتقبال مردم مواجه شده و سهام آنها با قیمت بالاتری به فروش مـی‌رسـد. در نتیجه، این واحدها با سهولت بسیار زیادی به منابع موجود در بازار دسترسی پیدا می‌کنند.

واحدهایـی کـه از کارایـی کمتری برخوردار هستند، مرتباً تحت کنترل و نظم نـیروهای عرضـه و تقاضـای موجـود در بـازار قـرار دارنـد و ناگزیـر هستند که مدیریـت و کیفیـت محصـول خـود را بهـبود بخشند تا ارزش سهام آنها نه تنها حفـظ شـده بلکه افزایش یابد. به عبارت ساده تر، نیروهای بالقوّه و نامریی موجود در بـازار با ارزیابی مداوم واحدهای اقتصادی پذیرفته شده، ذهن مدیران را مرتباً بـه خـود مشـغول داشته و آنها را به طرف کارایی سوق می‌دهد. در هر صورت، تامیـن مـنابع سرمایه برای این گروه از واحدها بسیار مشکل تر از واحدهای گروه اول، بشرح بند(۱) می‌باشد.

واحدهـای غـیرکارآمد، یاباید تن به کنترل و نظام بازار بدهند و وضع خود را اصـلاح کنـند و یـا توسط بازار، در شکل کاهش قیمت و عدم دسترسی به منابع سرمایه‌ای، طرد می‌شوند.

بـا فـراهم آوردن رقابـت در سرمایه‌گذاری‌های سهام (سرمایه) با هر میزان و هـر مـدت، بـازار کارآمد، افراد جامعه را تشویق می‌کند که با سرمایه گذاری در

سهام (سرمایه) واحدهای کارآمدتر، از مواهب این سرمایه‌گذاری‌ها، بهره مند 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 سرمایه گذاران بیشتر شده و ثمرات فعالیت‌های اقتصادی بین عموم مردم توزیع می‌شود. **در نتیجه، بازار سرمایه در همه کشورهای توسعه یافته به عمده ترین 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 سرمایه گذار، 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، دولت ها همواره حمایت‌کننده، ناظر و کنترل کننده دایمی مکانیزم و رفتار این بازارها هستند.

در شرایط ایده آل، 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 مناسب ترین قیمت (مآلاً بازده) خرید و فروش شود. **تحت این شرایط به تدریج منابع مالی کمتر بازده، از بخش‌های دیگر اقتصادی غیرکارآمد، 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 ماشین آلات، 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. مهمتراز 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 می‌کند تا کیفیت مدیریت خود را ارتقاء بخشند.**

ویژگی‌های فوق و بسیاری از ویژگی‌های دیگر عوامل ارزشمندی هستند که در شکل گیری اقتصاد تولیدی کشور نقش بسیار دارند. در عین حال، ظواهر امر نشان می‌دهد 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 سرمایه‌های داخلی و خارجی دارد، لذا، چه ابزاری مناسب‌تر، مطلوب‌تر، دقیقتر، شرعی تر، کارآمدتر از بازار سرمایه کارآمد می‌تواند در جلب سرمایه‌های داخلی و خارجی موثر باشد.**

باتوجه به مراتب فوق، انتظار می‌رود 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 نقش‌های اساسی خود را به شرح فوق ایفا کرده و ساز و کاری مناسب و ساده برای جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی نیز فراهم آورد. به علاوه، افزایش کارایی بازار می‌توان نرخ‌های منابع مالی را در اقتصاد جامعه به طرف نرخ‌های بهینه سوق دهد، مشروط بر اینکه آزادی‌های مورد نظر در تئوری‌های اقتصادی در زمینه عرضه و تقاضای منابع مالی به نحو مطلوب در بازارهای مالی فراهم گردیده و از تعیین نرخ‌های سود مربوط به بانکها و مؤسسات مالی در اشکال تکلیفی، دستوری، اداری و قانونی و امثال آن اجتناب شود.