

روندها و چالش‌های ساختاری بازار مالی ایران با تاکید بر عملکرد سالهای ۸۵-۱۳۸۴

دکتر محمود ختایی^۱

چکیده

سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد اقتصادی دارد. در حقیقت سرمایه‌گذاری از الزامات اولیه رشد و توسعه اقتصادی در سطح کلان بوده است. میزان رشد و توسعه اقتصادی در گرو انباشت و بهره‌وری اقتصاد است و این دو به چگونگی فرآیند سرمایه‌گذاری بستگی دارد.

مؤسسات پولی و اعتباری و بازار اوراق بهادار که ارکان اصلی بازارهای مالی هستند، نقش به‌سزایی را در تأمین سرمایه‌های اقتصادی و بهره‌وری دارند. مؤسسات پولی و اعتباری که در ایران عمدتاً بانکها هستند با تجهیز منابع در قالب جذب سپرده‌های بانکی برای تأمین سرمایه‌های لازم و تخصیص آن نقش خود را ایفاء می‌نمایند. در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران بانکها، به علت محدودیت فعالیت‌های سایر مؤسسات مالی از نقش حساس‌تری در ارتباط با بخش خصوصی و مالی در سرمایه‌گذاری برخوردارند. زیرمجموعه دیگر بازار مالی یعنی بازار سرمایه نیز با توجه به ماهیت عملیاتی خود با تأمین منابع مالی بلندمدت برای فعالیت‌های اقتصادی نقش مستقیم و نزدیکی با سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی و در نتیجه بهره‌وری و رشد اقتصادی دارد.

با توجه به نقش و اهمیت این دو رکن اصلی بازار مالی، بررسی عملکرد آنها از نظر اقتصادی می‌تواند مسایل مبهم بسیاری را از منظر اقتصاد کلان برای تحلیل‌گران روشن کند تا در حل مشکلات کشور و تأمین منابع بیشتر برای سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه منابع مورد

^۱ عضو هیات علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی و عضو گروه پژوهش برنامه و بودجه معاونت پژوهش‌های اقتصادی مرکز تحقیقات استراتژیک

استفاده قرار گیرد. سند چشم‌انداز نیز در همین راستا سیاست‌های خاصی را برای بازارهای مالی کشور در نظر گرفته است تا توانایی‌های بالقوه این نهادها در نهایت در خدمت رشد اقتصادی کشور قرار گیرد. در این مقاله بازارهای مالی در دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۴ با توجه به معیارهای علمی و اهداف برنامه به جهت روند و چالش‌های آن مورد بررسی قرار می‌گیرد. در قسمت اول این مقاله به بررسی وضعیت بانکها و سیاست‌های پولی پرداخته شده و در قسمت دوم بازار سرمایه مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

۱- بازار پول و سیاست‌های پولی

مقدمه

نظام پولی و اعتباری در چگونگی گردش فعالیت‌های اقتصادی کشورها و میزان آن نقشی تعیین‌کننده دارد و این مهم را از طرق مختلف و با ابزارهای گوناگون صورت می‌دهد. حاصل نهایی و ملموس عملکرد درست این نظام که از دغدغه‌های بجا و بسیار مهم مسئولان است، می‌تواند رشد اقتصادی بالاتر و تورم پایین‌تر باشد. با بررسی سیاست‌ها و روند متغیرهای پولی ایران در نگاه بلندمدت، مشاهده می‌کنیم که این سیاست‌ها و متغیرها در جهت درستی حرکت نکرده و مورد نقد بسیاری از تحقیقات داخلی و خارجی قرار گرفته است. متأسفانه به نظر می‌رسد در دوره دو ساله ۸۵-۱۳۸۴ سیاست‌های اعمال شده جهت

نامطلوب‌تری نیز به خود گرفته است.

تصور و شناخت نادرست از نظام بانکی موجب اتخاذ تصمیمات غیرعلمی و غیر کارشناسانه شده است. این تصمیمات نظام پولی و بانکی را در خدمت بخش‌ها و فعالیت‌هایی قرار داده است که در مواردی کاملاً روشن، نه تنها مغایر با انتظارات معمول شناخته شده از آن است، بلکه چالش‌های جدی در حوزه پولی و بانکی کشور به وجود آورده که حل و اصلاح آن آسان نبوده و بسیار پرهزینه بوده و خواهد بود. توصیه‌های سیاستی متعددی در این زمینه وجود دارد که سریعاً باید مورد توجه و عمل قرار گیرد، ولی قدم اول مستلزم شناخت درست از مبانی و اصول اولیه بر نظام پولی و اعتباری و قبول آن است. این بخش از مقاله شامل پنج زیر

بخش می‌باشد. ابتدا به بررسی ماهیت نظام بانکی و فضای لازم برای فعالیت‌های بانکی پرداخته می‌شود. سپس روند متغیرها و سیاست‌های پولی در سال‌های ۸۴ و ۸۵ مطالعه شده و در انتها پس از بیان مشکلات و چالش‌های نظام مالی کشور، توصیه‌های سیاستی و راهکارهای لازم بیان می‌گردد.

۱-۱- ماهیت نظام بانکی

بانک‌ها به عنوان بزرگترین واسطه‌گران مالی، با تسهیل فعالیت‌های مالی، گردش فعالیت‌های اقتصادی را تسهیل نموده و به عبارت دیگر بهره‌وری در اقتصاد را افزایش می‌دهند. فعالیت‌های بانک‌ها موجب می‌گردد با عوامل تولید موجود، تولید بیشتری تحقق یابد، بدین ترتیب عملکرد گسترده‌تر و درست‌تر بانک‌ها مترادف با رشد اقتصادی و رفاه بالاتر در کشور است. (Siklos, 2003) بعضی از مصادیق عینی چگونگی این مشارکت حیاتی در رشد اقتصادی که توضیح دهنده فلسفه وجودی آنان نیز است عبارتند از:

۱- تسهیل هر چه بیشتر دریافت‌ها و پرداخت‌ها با ابزارهای نرم‌افزاری و سخت‌افزاری نوین.

۲- یکپارچه کردن سپرده‌های خرد متعلق به افراد و تأمین مالی پروژه‌های بزرگ اقتصادی با استفاده از این منابع از طریق اعطای وام برای فعالیت‌های سودآور و در نتیجه تحقق صرفه‌جویی‌های حاصل از دامنه و حوزه فعالیت‌های پروژه‌های بزرگ بخش عمومی و خصوصی.

۳- رفع محدودیت زمانی نقدینگی خانوارها و بنگاه‌ها.

۴- کاهش ریسک و ناطمینانی سپرده‌گذاران (به عنوان وام‌دهندگان اصلی) و وام‌گیرندگان که تحقق فعالیت‌های بیشتر اقتصادی را ممکن می‌سازد.

۵- استفاده حرفه‌ای از دانش و اطلاعات موجود و تخصیص منابع سپرده‌گذاران به پربازده‌ترین فعالیت‌ها در جهت منافع سپرده‌گذاران و در نهایت در جهت منافع کلان اقتصادی کشور.

۶- خلق نقدینگی (وسیله دریافت و پرداخت) متناسب با رشد اقتصادی.

در کنار بانک‌ها سایر مؤسسات مالی مانند مؤسسات اعتباری غیربانکی، صندوق‌های بازنشستگی، بیمه‌ها، تعاونی‌های اعتبار، قرض‌الحسنه‌ها و بازار

تسریع رشد اقتصادی در گروهی توجه به فضای مورد نیاز برای انجام عملیات مالی است. مهم‌ترین عوامل شکل‌دهنده فضا و محیط لازم برای خدمات مالی عبارتند از:

۱- اعتماد و اطمینان سه‌جانبه میان بانک‌ها، مردم و دولت

دولت با تصمیمات پولی و اعمال نظر آنها از طریق بانک مرکزی و سایر مؤسسات ذیربط در این زمینه نقشی تعیین‌کننده دارد. این تصمیمات باید بر اساس موازین شناخته شده بازارهای مالی قابل پیش‌بینی بوده و از ثبات متعارف برخوردار باشد. بدون چنین اعتماد و اطمینانی، قانونمندی‌های پایه‌ای نظام بانکی که مربوط به وجود اعتماد و اطمینان است نتایجی غیرقابل پیش‌بینی و حتی معکوس می‌تواند دربر داشته باشد.

۲- ارتباط بسیار نزدیک و سریع انواع بازارها و مؤسسات مالی

بانک‌ها، مؤسسات مالی غیربانکی، بازار سهام و کلیه مؤسسات مالی ارتباط نزدیکی با یکدیگر داشته و تصمیمات یک‌جانبه مثبت و منفی در جهت منافع یک بخش از بازار مالی می‌تواند موجب نقل و انتقالات سریع منابع از یک بخش بازار به سایر بخش‌ها شده و ضمن تأمین

اوراق بهادار (بورس) نیز فعالیت مالی دارند. ماهیت خدمات این مؤسسات نیز به صورت موارد فوق بوده و فقط از جهت شکلی متفاوت است.

مؤسسات مالی نوین دیگری نیز در کشورهای پیشرفته به جهت مالی وجود دارد که در ایران تأسیس نشده است. وجود این مؤسسات از جمله صندوق‌های متقابل، معامله‌گران سرمایه‌گذاری و بازار بین بانکی برای استفاده بیشتر از توانمندی‌های نظام بانکی در راستای خدمات فوق برای رشد بالاتر اقتصادی ضروری است.

انجام خدمات بانکی مستلزم استفاده از ابزارهای نوین و تولیدات مالی جدید در کنار ابزارهای گذشته نیز است. انواع متنوع‌تر سپرده‌ها و تسهیلات، انواع وام‌های رهنی متناسب با نیازهای وام‌گیرندگان، اوراق مشتقه (برای مدیریت ریسک‌های مالی)، اوراق بهادار کوتاه‌مدت بر اساس وام‌های رهنی، بازنشستگی‌های تکمیلی، سپرده‌گذاری به شکل خرید سبدهای از سهام از جمله این موارد است.

۱-۲- فضای لازم برای فعالیت‌های مالی
درجه موفقیت مجموعه نظام بانکی به جهت گسترش خدمات بانکی و در نهایت

رانت‌ها و سودهای گسترده موجب عدم تخصیص بهینه منابع و بهره‌وری پایین‌تر نظام مالی به جهت رشد اقتصادی کشور شود.

۳- جهانی بودن فعالیت‌های مالی انجام فعالیت‌های مالی در شکل جامع مستلزم رعایت قواعد مالی جهانی^۱ است.

اگر در سایر موارد شاید بتوان انتظار انجام برخی از عملیات را بدون گذر از کنترل‌های بین‌المللی را داشت، در مورد فعالیت‌های مالی امکان آن در سطح کلان اگر غیرممکن نباشد، بسیار ناچیز است. به بیان دیگر بازارهای مالی دنیا یکپارچه است و بازار مالی داخلی جزئی از بازار جهانی است.

۴- مقررات‌زدایی گسترش خدمات بانکی در گروه آزادسازی نظام بانکی به لحاظ خصوصی‌سازی و گشایش فعالیت‌های آن در رابطه با مؤسسات مالی دیگر کشورها است. با اعمال مقررات کنترلی و دستوری

همچون تعیین نرخ سود و تسهیلات تکلیفی صریح یا ضمنی، انتظار ارائه خدمات مالی تسریع‌کننده رشد اقتصادی را نمی‌توان داشت. این نوع مقررات زمینه‌ساز رانت و پرداخت یارانه‌های مالی است که معمولاً در جهت تخصیص بهینه منابع نیست.

۵- تقلیل سهم دولت در فعالیت‌های مالی به جهت تصدی‌گری و یا استفاده از تسهیلات نظام بانکی

شواهد تجربی و نظری متعدد دلالت بر این دارد که حضور گسترده دولت در بازارهای مالی همراه با تخصیص نادرست منابع مالی است. (Siklos, 2003) به نظر می‌رسد چنین حضوری تخصیص نادرست منابع مالی را به همراه دارد.

۶- استقلال بانک مرکزی نظر به حساسیت بالای بازار مالی و به ویژه نظام بانکی به تغییرات سیاسی، عملکرد موفقیت‌آمیز و مناسب نظام مالی کشور مستلزم استقلال بیشتر بانک مرکزی در مقابل دولت و تغییرات دولت‌ها می‌باشد. زیرا که چنین استقلال‌هایی همراه با ثبات، اطمینان و اعتماد بیشتر در بازارهای مالی است. این استقلال به جهت حفظ مصالح بلندمدت اقتصاد در مقابل

۱. مؤسسات مالی بین‌المللی تنظیم‌کننده این روابط هستند. (موافقت‌نامه عمومی در مورد خدمات) اصول حاکم بر روابط مالی بین‌المللی که کشورها به طرف آن حرکت می‌نمایند را مشخص نموده است.

مصالح احتمالی کوتاه مدت دولت‌ها است. ۷- جهش جهانی در زمینه ارتباطات انقلاب ارتباطات، انعکاس گسترده‌ای در بازارهای مالی داشته است. ابزارهای نوین مالی، مؤسسات مالی جدید و نقل و انتقالات سریع، حاصل پیشرفت‌های ساخت‌افزاری و نرم‌افزاری در این زمینه است. بدون همگامی و استفاده از این ره آورده‌ها نه تنها هزینه انجام خدمات مالی بسیار سنگین خواهد بود بلکه با توجه به ضرورت یکپارچگی داخلی و جهانی بازارهای مالی، شاید امکان انجام بسیاری از فعالیت‌های مالی مقدور نباشد.

۱-۳- روند متغیرها و سیاست‌های پولی

در نگاه بلندمدت متغیرهای پولی کشور رشد نامتناسبی را در مقایسه با حجم فعالیت‌های اقتصادی کشور نشان می‌دهد. متأسفانه سیاست‌های اعمال شده در سال‌های ۸۵-۱۳۸۴ نیز در جهت تصحیح این رشد نامناسب و بهبود ساختار مالی نادرست گذشته نبوده بلکه در جهت تشدید آن است. این سیاست‌ها چالش‌ها و مشکلات بزرگی را پیش آورده است.

۱-۳-۱- روند متغیرهای پولی

بر اساس گزارش‌های منتشر شده بانک مرکزی و پایگاه اطلاعاتی آن، نظام

بانکی کشور در سال ۱۳۸۵ با جمع‌آوری ۱۲۲۳ تریلیون ریال سپرده، مبلغ ۱۱۸۰ تریلیون ریال اعتبارات در اختیار فعالان اقتصادی کشور اعم از بخش دولتی و خصوصی قرار داده است. رشد این ارقام در مقایسه با پایان سال ۱۳۸۴ به ترتیب ۴۱ و ۴۲ درصد بوده است. این ارقام به تنهایی نشان‌دهنده حجم بزرگ فعالیت‌های خود بخش و هم‌چنین سهم قابل توجه آن در مجموعه فعالیت‌های اقتصادی است. رشد اعتبارات و به تبع آن رشد سپرده‌ها در سال ۸۳، ۳۶ و ۳۱ درصد در سال ۸۴، ۳۷ و ۳۶ درصد بوده است. نرخ رشد بالای سپرده‌ها و اعتبارات در مقایسه با ارقام سال‌های ۸۳ و ۸۴ از ویژگی‌های روند متغیرهای پولی در سال ۱۳۸۵ است که به جهت عدم تناسب آن با گسترش فعالیت‌های اقتصادی موجب پیدایش فشارهای تورمی گردیده است.

نسبت سپرده‌ها و اعتبارات به تولید ناخالص ملی کشور در سال ۸۵ به ترتیب ۶۳ و ۶۱ درصد رسید. افزایش این نسبت‌ها در شرایط غیرتورمی می‌توانست نشانه توسعه بازار مالی و افزایش سهم آن در رشد اقتصادی باشد.

تعداد بانک‌های خصوصی در پایان

سال ۱۳۸۵، ۶ بانک و تعداد کل بانک‌های کشور، ۱۸ بانک بوده است. سهم بانک‌های خصوصی در سال ۱۳۸۵ از جهت، سپرده‌ها و اعتبارات به ترتیب، ۱۶ و ۱۴ درصد می‌باشد. سهم بانک‌های خصوصی در جذب سپرده‌ها علی‌رغم کم بودن تعداد شعب رشدی ۳۱ درصدی را در سال ۱۳۸۵ تجربه کرده است. این در حالی است که سهم بانک‌های دولتی کاهش ۴ درصدی داشته است. این ارقام توان بالای بخش خصوصی را به جهت انجام فعالیت مالی با امکانات محدودتر نشان می‌دهد. رشد گسترده‌تر بانکداری الکترونیک در بانکداری بخش خصوصی نشان بارز دیگری از امکان تطبیق سریع‌تر

فعالیت‌های بانکی کشور با بانک‌های خارجی و امکانات بالقوه آن برای افزایش بهره‌وری در اقتصاد کشور است. نرخ رشد حجم پول در سال ۱۳۸۵ به رقم ۳۰ درصد رسید. رقم مشابه در سال‌های ۸۲ تا ۸۴ به ترتیب ۱۹، ۱۶ و ۲۶ درصد بوده است. نقدینگی کشور نیز در فاصله زمانی ۸۲ تا ۸۴ رشد کمتری را نسبت به سال ۸۵ تجربه کرده است. ارقام رشد برای ۸۵-۸۲ دوره به ترتیب ۲۶، ۳۰، ۳۴ و ۳۹ درصد بوده است. ریشه افزایش حجم پول و نقدینگی و افزایش رشد آن ناشی از سیاست انبساطی اعتباری دولت و فروش گسترده ارزهای نفتی توسط دولت به بانک مرکزی است.

جدول (۱) - رشد متغیرهای پولی

درصد تغییر				متغیرهای پولی
۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	
۳۰	۲۶	۱۶	۱۹	پول
۴۴	۳۹	۴۰	۳۲	شبه پول
۳۹	۳۴	۳۰	۲۶	نقدینگی

ماخذ: بانک مرکزی

سهام سپرده‌های بلندمدت (سپرده‌های دو سال به بالا) در کل نقدینگی در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵ سیر نزولی داشته است. چنانکه ارقام آن به ترتیب ۲۴،۲۴ و ۲۱ درصد بوده است. سپرده‌های کوتاه مدت در سال ۸۵ رشد ۶۰/۵ درصد را تجربه نموده است. در حالی که سپرده‌های یکساله در سال ۸۵، ۱۰۸/۶ درصد رشد دارد. سپرده‌های بلند مدت رشد بسیار محدودتری را نشان می‌دهد. این روند نزولی در سهم سپرده‌های بلندمدت و به بیان دیگر افزایش سهم سپرده‌های یکساله و کمتر اثر تورمی نقدینگی را تشدید می‌نماید.

جدول (۲) - ترکیب سپرده‌های دیداری و سرمایه گذاری مدت دار

نام حساب	مانده در پایان				
	اسفند ۱۳۸۳	بهمن ۱۳۸۴	اسفند ۱۳۸۴	بهمن ۱۳۸۵	درصد تغییر
دیداری	۲۰۸۰۴۳.۱	۲۴۰۵۱۷.۸	۲۶۷۲۴۳.۸	۳۲۹۷۷۸.۷	۳۷.۱
سرمایه گذاری مدت دار	۳۴۹۱۴۹.۳	۴۷۱۹۰۱.۶	۴۸۹۶۹۳.۲	۶۸۱۸۷۲.۷	۴۴.۵
کوتاه مدت	۱۵۹۸۶۷.۹	۲۱۲۶۴۰.۷	۲۲۳۲۹۱.۶	۳۴۱۲۰۸.۲	۶۰.۵
بلندمدت	۱۸۹۲۸۱.۴	۲۵۹۲۶۰.۹	۲۶۶۴۰۱.۶	۳۴۰۶۶۴.۵	۳۱.۴
یک ساله	۲۳۹۵۷.۷	۳۸۰۹۵.۳	۳۹۱۵۲.۴	۷۹۴۵۰.۵	۱۰۸.۶
دو ساله	۲۸۵۴۴.۲	۴۴۴۸۵	۴۴۹۶۱.۹	۴۸۲۲۱.۲	۸.۴
سه ساله	۸۷۹۸.۳	۱۱۹۹۷.۳	۱۲۴۳۷.۲	۱۵۷۳۱.۵	۳۱.۱
چهارساله	۱۸۵۲.۲	۳۴۵۸.۱	۳۶۹۶.۹	۳۹۱۴.۴	۱۳.۲
پنج ساله	۱۲۶۱۲۹	۱۶۱۲۲۵.۲	۱۶۶۱۵۳.۲	۱۹۳۳۴۶.۹	۱۹.۹

ماخذ: بانک مرکزی

رشد تورمی نرخ تورم در نتیجه رشد متغیرهای پولی در سال ۱۳۸۵ سیر صعودی یافته است چنانکه بر اساس شاخص مصرف‌کننده متوسط رقم دوازده ماهه ۱۳۸۵، حدود ۱۴ درصد بوده است. بار تورمی افزایش نقدینگی به جهت واردات گسترده، نرخ ارز اسمی ثابت و نرخ دستوری کالاها و خدمات دولتی کمتر متوجه سبد مصرفی کالاها و خدمات شده است. نگاه کوتاه‌مدت رفاهی بر دیدگاه بلند مدت فائق آمده است. از همین رو فشار اصلی سیاست انبساطی پولی

سال‌های ۸۴ و ۸۵ متوجه افزایش حداقل ۵۰ درصدی قیمت زمین و مسکن گردیده است. فشار اولیه آن در این مرحله در شهرهای بزرگ بوده ولی به تدریج متوجه شهرک‌های اقماری و زمین و ساختمان در شهرهای کوچک نیز شده است.

با مقایسه شاخص‌های نقدینگی و تورم با ارقام اهداف برنامه چهارم توسعه که در جدول زیر آمده است، مشاهده می‌شود دولت نتوانسته است در جهت اهداف برنامه حرکت کند.

جدول (۲) - مقایسه مقادیر تورم و نقدینگی با اهداف برنامه

سال	رشد نقدینگی		نرخ تورم	
	هدف برنامه	مقدار واقعی	هدف برنامه	مقدار واقعی
۱۳۸۴	۲۴	۳۴.۳	۱۴.۶	۱۲.۱
۱۳۸۵	۲۲	۳۹	۱۱.۵	۱۴

ماخذ: بانک مرکزی

۱-۳-۲- سیاست‌ها
دولت و مقامات پولی در سال‌های ۸۴ و جلوه‌های عینی سیاست‌ها و تصمیمات ۸۵ عبارتند از:

- ۱- سیاست‌های گسترده اعتباری که منجر به افزایش نقدینگی در کشور شده است.
- ۲- ارجح دانستن اعتبارات خرد به اعتبارات کلان با تصور بازده بیشتر برای اعتبارات خرد.
- ۳- ایجاد زمینه برای افزایش تقاضای وام در سطحی بیشتر از منابع بانکی. وام برای طرح‌های زودبازده و وام مسکن بدون سپرده‌گذاری ودیعه از جمله این سیاست‌ها بوده است.
- ۴- کاهش نرخ سود اسمی و حقیقی به جهت سپرده‌ها و اعتبارات به سطح پایین‌تر از میزان تعادلی آن. در بعضی از انواع سپرده‌ها و وام‌ها نرخ سود حقیقی منفی نیز می‌باشد.
- ۵- تفاوت نرخ سود رسمی تسهیلات و سپرده‌ها میان بانکهای دولتی و خصوصی.
- ۶- اعلام بخشودگی جزئی و کلی بدهکاران نظام بانکی.
- ۷- ثبات نسبی قیمت اسمی‌ارز و کاهش قیمت حقیقی آن.
- ۸- اعلام تردید در مدیریت درست بانک‌ها و مؤسسات مالی برای خدمت به اقتصاد کشور.
- ۹- تضعیف عملی استقلال بانک مرکزی با دیکته کردن تصمیمات پولی و تغییر شتابزده مدیران.
- ۱-۴- مشکلات و چالش‌های نظام مالی کشور
- در دو ساله ۸۵-۸۴، به جهت ایجاد فضای مناسب برای فعالیت‌های مالی در زمینه اعتماد و اطمینان سه‌جانبه توجه به ارتباط سریع کلیه بخش‌های مالی یک اقتصاد- یکپارچه بودن جهانی بازارهای مالی- مقررات‌زدایی در بازارهای مالی- کاهش حضور دولت- استقلال بانک مرکزی- توجه به بانکداری الکترونیک همگام با رشد جهانی آن روند مناسبی ملاحظه نمی‌شود. نتیجه آن پیدایش چالش‌ها و مشکلات عینی متعددی است که در هر یک از موارد فوق مشاهده می‌گردد.
- ۱- عدم پایبندی دولت به قواعد پولی اعلام شده در زمینه رشد نقدینگی، نرخ سود تسهیلات، نرخ رشد اعتبارات؛ اظهار نظرهای دائم مقامات مسئول دولتی در مورد تغییر سیاست‌های پولی، عدم هماهنگی و توافق میان دولت و مقامات پولی، اعلام تردید در مورد سلامت عملکرد بانک‌ها موجب گردیده است

فضای مالی مناسب به جهت اعتماد و اطمینان برای انجام فعالیت‌های مالی در بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی فراهم نباشد. در چنین فضایی حرکت گسترده صاحبان پول و سپرده‌ها به طرف دارایی‌های فیزیکی و به صورت بارز به طرف زمین و ساختمان است که به نظر می‌رسد تنها نامزد جایگزین نقدینگی برای صاحبان آن می‌باشد این روند کاملاً منطبق بر موازین علمی اقتصاد مالی است. این نکته بارها توسط کارشناسان در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ عنوان شده بود. بی‌توجهی به این هشدارها بود که موجب گردید از خرداد ماه ۱۳۸۴ شاهد جهش قیمت زمین و مسکن باشیم.

۲- ناطمینانی و بی‌ثباتی تصمیمات، عامل تقلیل دهنده رشد بهره‌وری اقتصادی است که این خود سرچشمه اصلی رشد پایین اقتصادی کشور است. مسئولان قوای سه‌گانه با صرف وقت فراوان و استفاده از امکانات گسترده و بسیار باارزش (از منظر هزینه فرصت) تصمیماتی را اتخاذ ولی قبل از اجرا متوجه سیاست‌ها و تصمیماتی دیگر می‌شوند که حاصل فنی آن به کارگیری نهاده‌های فراوان همراه با ستانده صفر

(بهره‌وری صفر) است. در طرف دیگر فعالان اقتصادی کشور (مردم و بنگاه‌ها) نیز در چنین فضایی باید دائماً برنامه‌های خود را تجدیدنظر نمایند و برای هر گونه برنامه سرمایه‌گذاری و خرید و فروش زمان بیشتری را صرف نمایند. تجدیدنظر دائمی در برنامه‌ها و تاخیر و درنگ در اجرای تصمیمات اقتصادی در فرآیند تولید مجدداً به مفهوم به کارگیری عوامل تولید بدون تحصیل هر گونه تولیدی در طول زمان است (بهره‌وری صفر).

۳- افزایش نامتناسب حجم اعتبارات با این توهّم که اعتبارات بیشتر در سطح کلان نیز تضمین‌کننده رشد تولیدات است موجب خلق سپرده و افزایش حجم نقدینگی کشور شده است. از طرف دیگر افزایش فروش ارز حاصل از افزایش قیمت نفت توسط دولت به بانک مرکزی برای تحصیل ریال بیشتر و بیشتر برای انجام هزینه‌های عمرانی و جاری گسترده‌تر دولت نیز موجب خلق سپرده بیشتر و افزایش نقدینگی در کشور گردیده است. برآیند این روندها افزایش دو برابر حجم نقدینگی در فاصله دو ساله ۸۵-۸۴ است. اقتصاد کشور دو برابر بزرگتر نشده است که نیاز به نقدینگی (وسیله پرداخت) آن

دو برابر شود. نقدینگی بیشتر افراد به اضافه فضای نااطمینانی و عدم امکان استفاده آن در فرایند سرمایه‌گذاری فیزیکی و تولید بیشتر، خرید و فروش سهام، خرید و فروش ارز (به جهت ثبات نرخ اسمی ارز توسط دولت)، طلا (به جهت ارتباط با نرخ ثابت اسمی ارز)، اوراق قرضه (به جهت پایین بودن بازده آن) موجب سرازیر شدن صاحبان نقدینگی به طرف بازار زمین و مسکن شد که با جهش قیمتی حاصل از این افزایش تقاضا درست برخلاف دیدگاه دولتمردان درآمد بالایی برای سوداگران این بخش فراهم آورد و موجب پرداخت‌های انتقالی از طرف گروه‌های کم‌درآمد به گروه‌های با درآمد بالاتر شد. استدلال عدم ارتباط میان نقدینگی و تورم به جهت برداشت نادرست از نظریه مقداری پول است که بر رابطه نزدیک و مستقیم سطح قیمت‌ها و نه فقط سبب مصرف‌کننده با نقدینگی تأکید دارد.

۴- در نظام بانکداری، بانک واسطه امین و وکیل سپرده‌گذاران است. با قبول سپرده متعهد است در جهت منافع صاحبان آن، این سپرده‌ها را در اختیار متقاضیان تسهیلات قرار دهد. نفس دستوری بودن نرخ سود حقیقی تاراج

دادن سپرده سپرده‌گذاران در جهت منافع وام‌گیرندگان و یا نظام ناکارای بانکی کشور است. چنین اذنی چگونه توسط سپرده‌گذاران به دولت و بانک مرکزی داده شده است. مگر آنکه عنوان کنیم دولت و بانک مرکزی و نظام بانکی خواهان بهره‌مندی از رانت فعالیت‌های بانکی انحصاری باشند. فارغ از بحث خرد و مالکیتی آن، از دیدگاه اقتصاد کلان این مکانیزم موجب تخصیص غیربهبینه منابع و کاهش رشد بهره‌وری است. از دیدگاه تأمین عدالت نیز محتمل است که موجب پرداخت‌های انتقالی از طرف گروه‌های کم‌درآمد به گروه‌های با درآمد بالاتر شده باشیم.

۵- نرخ ارز اسمی نسبتاً ثابت که به یمن افزایش درآمدهای ارزی نفت ممکن گردیده است، نسبت درستی در رابطه با نرخ تورم ندارد. حاصل این پدیده موجب گردیده است با استفاده از تفاوت نرخ سود در ایران و سایر کشورها، اشخاص حقیقی و حقوقی از جمله بانک‌های خصوصی بتوانند از منابع خارجی با نرخ سود پایین تأمین منابع مالی نموده و با این منابع از طریق سپرده‌گذاری در بانکها مابه‌التفاوت قابل ملاحظه مطمئن و بدون ریسکی را

- دریافت نمایند. خود این روند به جهت افزایش حجم اعتبارات و سپرده‌ها نیز مترادف با افزایش نقدینگی نامتناسب با نیازهای نقدینگی کشور است که آثار تورمی نامطلوبی در بر دارد.
- ۶- افزایش نقدینگی نامتناسب که تا این مرحله عمدتاً با افزایش قیمت مسکن و واردات جذب شده است و انعکاس تورمی آن در سایر کالاها و خدمات کمتر بوده است، تورم بالقوه و پنهانی را نیز در پی دارد که در صورت شدت نااطمینانی‌ها و بی‌ثباتی‌ها می‌تواند به صورت افزایش شدیدتر قیمت‌ها در همه زمینه‌ها و تخلیه ذخایر ارزی بانک مرکزی در آینده نزدیک باشد. تعامل نامناسب با بازارهای مالی دنیا و یا کاهش قیمت‌های نفتی و حتی ثبات صادرات نفتی با قیمت فعلی و بدون افزایش آتی، می‌تواند از مصادیق محتمل آشکار شدن تورم لجام‌گسیخته پنهان فعلی باشد.
- ۷- چندنرخ بودن سود سپرده‌ها و تسهیلات میان بانک‌های خصوصی و دولتی که به جهت حجم عملیات حدود ۸۰ درصد را عهده‌دار هستند موجب پیدایش رانت جدیدی میان این دو بخش نظام بانکی گردیده است. اشخاص می‌توانند با نرخ‌های پایین از بانک‌های دولتی تسهیلات دریافت نمایند و با سپرده‌گذاری و انتقال آن به بانک‌های خصوصی در شرایط فعلی با شرایطی کاملاً انعطاف‌پذیر ۱۶/۵ درصد سود دریافت نمایند. در اینجا بدون تحمل هرگونه ریسکی شخص وام‌گیرنده رانت بالایی را دریافت نموده است.
- ۸- چندنرخ بودن سود تسهیلات و سپرده‌ها میان بانک‌های خصوصی و دولتی، بانک‌های دولتی را از جهت منابع تحت فشار قرار داده و آنها را وادار ساخته است برای پرداخت تعهدات خود متوسل به استقراض از بانک مرکزی بشوند که نرخ سود بسیار بالاتر از سطح نرخ سود تسهیلات اعطایی توسط بانک‌های دولتی به اشخاص است. با ارقام شفاف (نه تنظیم شده برای پوشاندن زیان) بانک‌های دولتی در معرض خطر زیان قرار دارند. هزینه این زیان به عهده بودجه عمومی و در نهایت یعنی به عهده عامه مردم است که در این فرآیند هیچ‌گونه نقش و حضوری نداشته‌اند.
- ۹- گرچه به لحاظ مقررات قانونی و موقعیت سنتی آن، بانک مرکزی کشور از درجه استقلال خوبی بهره‌مند است ولی

سیاست‌های مناسب بانک مرکزی به جهت دریافت مطالبات خود از دولت و انتشار اوراق مشارکت با توجه به شرایط تحمیلی به نظر می‌رسد در این زمینه تا حدودی موفقیت‌آمیز بوده است.

۱-۵- توصیه‌های سیاستی

برای مقابله عملیاتی با چالش‌ها و مشکلات عنوان شده مطالعه کارشناسی گسترده مورد نیاز است، لیکن در چارچوب بررسی صورت گرفته حاضر نیز شاید بتوان بعضی از توصیه‌های احتمالی سیاستی که علی‌الاصول به صورت کلی و عمومی است عنوان داشت:

۱- توجه به قانونمندی‌های اقتصاد و

بازارهای مالی

علم اقتصاد، دانش بشری است و توجه به قانونمندی‌های آن برای رسیدن به اهداف خاص ضروری است. در غیر این صورت ممکن است منافع مورد نظر حاصل نگردد. حساسیت و دقت این موضوع در بازارهای مالی به لحاظ رعایت قواعد پولی بسیار بالا می‌باشد. یک صدم یک درصد در بازارهای مالی می‌تواند معادل هزینه‌ها یا منافع چند ده میلیارد ریالی باشد.

در عمل در دو سال ۸۵-۸۴ جایجایی سریع مدیران مالی و مسئولان بانک به همراه تصمیمات و سیاست‌های پولی دیکته شده نشان از تضعیف درجه استقلال آن دارد که روند نامطلوبی است.

۱۰- سهم گسترده‌تر بانکداری

خصوصی کشور در نظام مالی به جهت تخصیص منابع و حفاظت سپرده‌های اشخاص مستلزم استفاده از سازوکارهای نوین بانکداری است که در عین نظارت به صورت غیرمستقیم بر فعالیت‌های آنها اثر گذارده و مانع سوء استفاده و سوء مدیریت می‌گردد. در غیر این صورت مشکلات بانکهای خصوصی در نهایت به بودجه عمومی کشور و مردم تحمیل خواهد شد.

۱۱- استرداد بخشی از بدهی‌های

دولت به بانک مرکزی به جهت اصلاح پایه پولی کشور روند مطلوبی است ولی افزایش ذخایر خارجی آن که حاصل فروش ارز نفتی توسط دولت به بانک مرکزی است، موجب افزایش ۴۰ درصدی پایه پولی کشور در فاصله بهمن ۱۳۸۴ تا بهمن ۱۳۸۵ شده است. به طوری که این مسأله، زمینه بالقوه افزایش حجم نقدینگی بیشتر را ایجاد کرده است.

- ۲- به صورت عمومی تصحیح روند روند نامطلوب فضای لازم برای فعالیت‌ها، به صورت زیر توصیه می‌شود:
- ثبات، اعتماد و اطمینان سه جانبه (بانکها، مردم و دولت)
 - توجه به ارتباط سریع همه بخش‌های مالی اقتصاد با یکدیگر (رسمی و غیر رسمی)
 - توجه به یکپارچه بودن جهانی بازارهای مالی و ضرورت رعایت مقررات عملیاتی بین‌المللی برای همه بانک‌های دنیا
 - مقررات زدایی
 - تقلیل حضور دولت در بازارهای مالی
 - استقلال بانک مرکزی
 - توجه به بانکداری الکترونیک همگام با رشد جهانی آن
- ۳- حرکت به طرف رقابتی شدن مؤسسات مالی از طریق خصوصی‌سازی و گشایش زمینه‌های فعالیت متقابل با بانکداری جهانی با توجه به ضرورت تعامل جهانی در همه زمینه‌ها در چارچوب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی
- ۴- حرکت به طرف یکنواختی سود سپرده‌ها و تسهیلات مشابه در مؤسسات مالی برای مقابله با رانتهای موجود همراه با آزادسازی نرخ سود که باعث جلوگیری از پرداخت یارانه توسط سپرده‌گذاران به استفاده‌کنندگان از تسهیلات اعتباری و خدمات بانکی است. چنین روندی منطبق بر نقش امین و وکیل برای واسطه‌گران مالی است.
- ۵- ادغام تدریجی بازار غیر متشکل مالی در بازار رسمی از طریق گسترش فعالیت‌های بانک‌ها و مؤسسات مالی خصوصی. چنین روندی اعمال سیاست‌های اقتصادی در بازارهای مالی تسهیل و امکان دستیابی به اهداف مورد نظر را امکان‌پذیرتر می‌سازد.
- ۶- نظارت نزدیک بر عملیات بانک‌های خصوصی و جمع‌آوری اطلاعات لازم در این زمینه تا فعالیت‌های آنها مغایر با اهداف سیاست‌های اقتصادی کشور در زمینه‌های بازارهای مالی نباشد. با افزایش سهم تدریجی آنها که در حال حاضر نزدیک به ۲۰ درصد است، حساسیت موضوع و نقش آنها را در جهت‌دهی فعالیت‌های اقتصادی بیشتر خواهد شد.
- ۷- ایجاد مؤسسه ملی بیمه سپرده‌ای اشخاص در مؤسسات مالی تا ضرر و زیان احتمالی بانک‌ها منجر به از بین رفتن

سپرده اشخاص نگرديده و يا متوجه بانك مركزي و در نهايت بودجه عمومي و به تعبير درست تر مردم نشود.

۸- توسل به ابزارهاي نوين براي اعطاي تسهيلات مالي و جذب سپرده ها صندوق هاي سرمايه گذاري متقابل در بازار پول و سرمايه كه در بعضي از كشورها حجم سپرده ها در آنها معادل نيمي از كل نقدينگي است، نمونه اي شناخته شده از اين ابزارهاست. به نظر مي رسد چنين ابزاري كاملاً به لحاظ شكلي و ماهوي در چارچوب فقه اسلامي باشد.

۹- استفاده از ابزارهاي غيرمستقيم منطبق بر قوانين بازار براي اعمال سياست هاي پولی توسط بانك مركزي اين ابزارها جانشين كارآمدی براي روش هاي دستوري و كنترل مستقيم است.

۱۰- بيش از ۴۰ سال است كه بانك مركزي براي ارائه آمار نقدينگي كشور فقط از دو تعريف حجم پول M1 و نقدينگي M2 استفاده مي كند. تعداد تعريف با توجه به كاربردهاي خاص آن در بسياري از كشورها بيش از ۷ تعريف به صورت M3، M4 و... است. استفاده گسترده از اوراق مشاركت، گواهي هاي

سپرده، سپرده در صندوق هاي قرض الحسنه كشور ضرورت ارائه تعاريف بيشترى را مطرح مي نمايد.

۱۱- اعمال محدوديت بر برداشت از حساب ذخيره ارزي كه مي تواند اولاً به لحاظ پاسخگويي به نيازهاي دولت در شرايط نامناسب ارزي مورد استفاده قرار گيرد و ثانياً مانع از افزايش بيشتر پايه پولی گردد كه عامل افزايش حجم نقدينگي است. تسويه بدهي هاي بيشتر دولت با بانك مركزي از طريق انتقال مالكيته موجودی حساب ذخيره ارزي به بانك مركزي شايد راه حل مناسبی باشد كه در گذشته نيز مورد استفاده قرار گرفته است. در طول تاريخ اقتصادي كشورها پيدايش چنين فرصت هايي بسيار نادر است. در اقتصاد ايران يكبار قبل از انقلاب چنين فرصتي پيش آمد (۱۳۵۳) كه به درستي از آن استفاده نشد. بار دوم از سال ۸۲-۱۳۸۱ به اين طرف است كه به نظر مي رسد تا اين مرحله علي رغم هشدارهاي متعدد به درستي از آن استفاده نشده است و روند نامطلوب آن در دو ساله ۸۵-۸۴ تشديد نيز شده است. حتي ثبات قيمت نفت در سطح فعلي نيز نقطه پايان وفور فعلي ذخاير ارزي است.

۱۲- ثبات نرخ اسمی ارز همراه با نرخ تورم بالای اقتصاد ایران کشور را تبدیل به واردکننده‌ای بزرگ می‌نماید و صنایع کشور را به جز در بخش‌های استفاده‌کننده از یارانه انرژی فاقد مزیت رقابت جهانی می‌سازد. چنین اقتصادی دورنمای راهکار مطلوب، کسری تراز پرداخت‌ها را در پیش دارد و در کنار آن با توجه به نرخ سود اسمی بالا موجبات فراهم شدن سود بالا برای مؤسسات مالی خارجی و دست‌اندرکاران داخلی آن می‌گردد. چاره‌کار، کاهش تورم و قبل از کاهش آن به سطح پایین ۳-۲ درصدی، افزایش تدریجی نرخ ارز اسمی باشد.

۱۳- نماد ناسالم بودن تصمیمات پولی کشور افزایش بی‌رویه نقدینگی طی دو سال اخیر است. اقدام عاجل در این زمینه، تبدیل این نقدینگی به سپرده‌های بلند مدت و احتراز از روند افزایش نقدینگی است. این مهم از طریق بودجه کوچک‌تر و توسل کمتر به فروش ارز حساب ذخیره ارزی به بانک مرکزی است. بازار سهام تهران در صورت رونق می‌تواند عامل جذب این نقدینگی در حوزه عملیات آن باشد. این امر مستلزم بازده مثبت برای سرمایه‌گذاری در امر سهام در

اندازه‌ای بیش از نرخ تورم است. در غیر اینصورت همانگونه که پیش‌بینی می‌شد اقتصاد مواجه با تورم بالایی در بعضی از بخش‌های اقتصادی (مسکن) می‌گردد. تورم پنهان و در حال انتظاری نیز وجود دارد که می‌تواند به صورت گسترده‌تری آشکار شده و کالاهای و خدمات روزمره مردم را نیز دربر گیرد. روند رو به افزایش تورم در سه ماهه آخر سال ۸۵ که به صورت صعودی متوجه اقلام خوراکی، آشامیدنی و دخانیات شده است، مؤید این ادعا است. شاید اصلاح روندهای گذشته در چارچوب راه‌حل‌های فوق بتواند کنترلی برای حجم نقدینگی و تورم اقتصاد ایران باشد.

۱۴- در باب مشکل افزایش قیمت مسکن اکنون که تاریخ را نمی‌توان دوباره نوشت و افزایش نقدینگی هزینه و انعکاس خود را در قیمت زمین و ساختمان به همراه بی‌عدالتی‌های آن نشان داده است، شاید سیاست درست آتی، این باشد که با توجه به افزایش قیمت‌ها فرصت سودآوری برای انبوه‌سازان، بساز بفروشان و سرمایه‌گذاران جزء در امر ساخت مسکن فراهم شده است. لذا ساخت و ساز بیشتر مسکن عرضه بیشتری را برای مسکن

فراهم خواهد نمود که هدف مورد نظر دولت است. در این شرایط اگر دولت تسهیلات جدیدی برای خریداران مسکن ایجاد نمایند و برخلاف گذشته سیاست انبساطی اعتباری به جهت حجمی و نرخ سود تسهیلات در پیش نگیرد، حاصل آن تعادل بازار مسکن و ثبات نسبی قیمت زمین و مسکن همراه افزایش واحدهای مسکونی کشور باشد. متأسفانه سیاست‌های اعلام شده و اعمال شده خلاف این توصیه را نشان می‌دهد.

بخش دوم:

بازار سرمایه (بازار سهام)

مقدمه

بازار سرمایه در مجموعه فعالیت‌های مالی با تأمین منابع مالی بلندمدت برای فعالیت‌های اقتصادی نقش مستقیم و نزدیکتری با سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی و در نتیجه بهره‌وری و رشد اقتصادی دارد. حصول نرخ رشد اقتصادی در برنامه چهارم و سند چشم‌انداز مستلزم رونق بازار سرمایه است. وظایف بازار سرمایه در اکثر کشورها به عهده نظام بانکی و بازار سهام است. در ایران به سبب تفوق سنتی

و سابقه دیرینه بانکها، عملیات آن بیشتر به عهده نظام بانکی است. لاجرم در بخش بانکی بازار مالی، روندها، سیاست‌ها، چالش‌ها، و توصیه‌های سیاستی ناظر به بازار سرمایه نیز مطرح گردید. در این بخش به صورت اخص بازار سرمایه از منظر بازار سهام تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. فعالیت‌ها در بازار سهام در دو ساله ۸۴-۸۵ علیرغم نقش حیاتی و بالقوه آن روند نامطلوبتری در مقایسه با فعالیت‌های نظام بانکی را نشان می‌دهد. نوپایی و عدم شناخت درست از توان بالقوه بازار سهام موجب شده که کمتر مورد توجه مقامات دولتی و رسانه‌ها قرار بگیرد. بازار سهام تهران پس از سقوط آن از نیمه دوم ۱۳۸۳ با مشکلات و چالش‌های جدی روبرو است. لیکن این بحران در پرتو مسائل شاید به ظاهر مهم‌تر فراموش شده است. در مقابله با این چالش‌ها راه‌حل‌های عمومی و کلی نیز وجود دارد که احتمالاً می‌تواند مورد عمل قرار گیرد و مؤثر واقع شود.

این قسمت از مقاله به جز مقدمه از چهار بخش تشکیل یافته است. در بخش اول توضیحات کوتاهی در مورد نقش کلیدی بازار سهام در اقتصاد ارائه

- می‌شود. در بخش دوم روند متغیرها و سیاست‌های حاکم بازار سهام بررسی می‌شود. در بخش سوم چالش و مشکلات بازار سهام توضیح داده می‌شود. بالاخره در بخش چهارم به توصیه‌های سیاستی و راهکارها پرداخته می‌شود. مسائل مرتبط با فضای عمومی لازم برای فعالیت‌های درست بازار سهام مشابه نکات عنوان شده در قسمت اول مقاله، بازار پول و سیاست‌های پولی است که از تکرار آن در این قسمت احتراز می‌شود.
- ۲-۱- نقش بازار سهام**
- بازار سهام همانند سایر بازارهای مالی عمدتاً محل تلاقی عرضه و تقاضای منابع مالی است. از آنجایی که ماهیت اولیه و پایه‌ای عرضه و تقاضای وجوه در این بازار برای پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران حقیقی است، گسترش این بازار نقش کلیدی در رشد بهره‌وری و در نتیجه در رشد اقتصادی دارد. در همین راستا بعضی از جلوه‌های عملیاتی این بازار را می‌توان به صورت زیر عنوان نمود.
- ۱- انتشار اوراق سهام و اوراق قرضه اولیه به منظور تأمین منابع مالی برای فعالیت‌های جدید سرمایه‌گذاری (بازار اولیه).
- ۲- جذب پس‌اندازهای سالیانه افراد برای سرمایه‌گذاری‌های جدید.
- ۳- تخصیص بهینه پس‌اندازها به پربازده‌ترین سرمایه‌گذاری‌ها و در نتیجه تخصیص بهینه عوامل تولید (افزایش بهره‌وری). با فراهم شدن امکانات رقابتی میان گزینه‌های سرمایه‌گذاری، پروژه‌های غیر اقتصادی امکان جذب منابع مالی نخواهند داشت.
- ۴- فراهم نمودن قابلیت نقد شدن پس‌انداز افراد که به صورت سهام در بازار ثانویه سرمایه‌گذاری شده است.
- ۵- افزایش احتمالی میل به پس‌انداز جامعه با توجه به دریافت بازده بیشتر برای پس‌اندازها و قابلیت نقدشدن فوری سهام در بازار سهام. چنین فرآیندی با در نظر گرفتن قید محدود بودن سرمایه‌گذارهای سالانه به پس‌اندازهای سالانه، امکان سرمایه‌گذاری بیشتر و رشد اقتصادی بالاتر را فراهم خواهد نمود.
- ۶- جذب پس‌اندازهای خارجی برای افزایش سرمایه‌گذارها، از طریق گشایش بازار سهام برای فعالان خارجی
- ۷- اختصاص نقدینگی افزایش‌یافته به گردش مالی در بازار سهام و تخفیف هجوم سوداگران آن به طرف بازار کالا و

خدمات و دارایی‌های فیزیکی (مثال زمین و مسکن در ایران) در مقابل، هجوم به بازار سهام حتی اگر کنترل نشود و سوداگرانه باشد موجب افزایش قیمت سهام می‌شود و این خود منابع مالی بیشتر برای سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری‌ها فراهم می‌نماید. در عین حال این هجوم فاقد آثار تورمی مستقیم بر کالاها و خدمات مصرفی عامه است.

۸- فراهم نمودن مدیریت ریسک با استفاده از ابزار اوراق مشتقه و به تبع آن ایجاد بازار مشتقه به عنوان یک زیرمجموعه بازار سرمایه. با کمک این ابزار تولیدکنندگان و سرمایه‌گذاران فیزیکی می‌توانند از ریسک‌های بالای نوسان‌های قیمتی احتراز نمایند. در نتیجه حجم سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر شده و تأخیر و تأمل برای شروع سرمایه‌گذاریها تقلیل می‌یابد. پیش‌فروش‌ها و پیش‌خریدها نمونه‌ی ساده اوراق مشتقه است.

رسالت بازار سهام در افزایش رشد اقتصادی موکول به فراهم شدن محیط و فضای لازم برای آن (به ویژه ثبات، اعتماد و اطمینان) و استفاده از ابزارها، روش‌ها، و مؤسسات مالی مرتبط است. نکات و

محورهای اصلی این موضوع در بخش بانکها ذکر شد که در اینجا از تکرار آن احتراز می‌شود.

۲-۲- روند متغیرها و سیاست‌ها در بازار سهام

۱-۲-۲- روند شاخص‌ها

شاخص فعالیت‌های بورس در سالهای ۸۳-۱۳۸۰ گرچه به جهت نهادهای مختلف با نوسان‌هایی همراه است ولی روند آنها در مجموع حاکی از توسعه سریع بازار سهام است. ارزش کل معاملات از ۴۱/۳ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۰ به ۱۰۳/۷ تریلیون ریال در سال ۱۳۸۳ می‌رسد. رقم شاخص کل که در پایان سال ۱۳۸۱، ۵۰۶۳ بوده است در پایان سال ۱۳۸۳ به ۱۲۱۳۳ می‌رسد.

این گسترش و توجه صرفنظر از صنایع خودروسازی بیشتر متوجه فعالیت‌های اقتصادی است که ایران در آن به دلایل گوناگون دارای مزیت است. در این زمینه از سیمان، پتروشیمی، فولاد و مواد معدنی می‌توان نام برد. در سال ۱۳۸۳ تعداد سرمایه‌گذاران جدید وارد شده (سهامداران جدید) در بازار ۳۳۸ هزار نفر در مقایسه در مقابل رقم ورودی ۵۵ هزار نفر سال ۱۳۸۰ است. این موفقیت‌ها در

حالی است که از اواخر سال ۱۳۸۳ بازار سهام با نوسان‌هایی دچار بحران و سقوط شده بود. آمار سال ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ نشانگر رکود قابل توجه در بازار است. در سال ۸۴، کاهش ۴۳ درصدی ارزش معاملات و ۲۱ درصدی در شاخص کل مشاهده می‌شود. این کاهش شدید در سال ۱۳۸۵ به دلایل حضور اشخاص حقوقی و دستورات کنترلی تا حدودی متوقف می‌شود. در این سال عرضه سهام گسترش ایران خودرو، صنایع مملی مس ایران و فولاد مبارکه نیز بر روند شاخص‌ها اثر مثبت می‌گذارند. چنانکه ارزش کل معاملات در سال ۱۳۸۵ فقط کاهش ۵ درصدی را نشان می‌دهد (۵۶/۲ تریلیون ریال) و رقم شاخص کل با افزایش ۳ درصدی نسبت به سال پیش به ۹۸۲۱ در پایان سال می‌رسد. شاخص رشد یافته از اواخر سال ۸۵ سیر نزولی دارد. رقم شاخص در پایان اردیبهشت‌ماه ۱۳۸۶، ۹۴۵۴ است. توجه شود، این رشد مثبت شاخص در سال ۱۳۸۵ مربوط به متوسط همه سهام بوده و به علاوه بر حسب مقادیر حقیقی بیانگر بازده منفی است.

جدول (۴) - شاخص‌های بورس اوراق بهادار

عنوان شاخص	سال ۱۳۸۵		سال ۱۳۸۴		تغییرات شاخص	واحد	درصد
	شاخص	تغییرات شاخص	شاخص	تغییرات شاخص			
	ابتدای سال	پایان سال	ابتدای سال	پایان سال			
شاخص کل	۹,۴۵۹	۹,۸۲۱	۱۲,۱۱۲	۱۲,۶۵۴	۴	۳۶۲	-۲۲
شاخص کل تابلواصلی	۹,۱۳۶	۹,۷۸۲	۱۲,۰۸۶	۱۲,۹۵۰	۷	۶۴۶	-۲۴
شاخص کل تابلوقرعی	۹,۸۴۶	۹,۱۶۴	۱۰,۹۴۲	۱۰,۹۶۶	-۷	-۶۸۲	-۱۰
۵۰ شرکت فعالتر (WAX)	۶۹۷	۶۹۵	۸۸۲	۱۸۶	-	-۲	-۲۱
شاخص صنعت	۷,۴۲۷	۷,۷۵۲	۹,۲۱۵	۱,۷۸۸	۴	۳۲۴	-۱۹
شاخص بازده نقدی و قیمت	۲۶,۸۵۰	۳۰,۷۸۶	۳۰,۷۶۲	۲۶,۸۵۰	۱۵	۳,۹۲۷	-۱۳
شاخص بازده نقدی	۴,۶۹۲	۵,۱۸۲	۴,۱۹۸	۴,۶۹۲	۱۰	۴۹۰	۱۲

مأخذ: بورس اوراق بهادار تهران

تعداد کل سهامداران در پایان سال ۱۳۸۵، ۳/۲ میلیون نفر است که صاحب ۳۹۵ تریلیون ریال (معادل یک‌سوم نقدینگی کشور و یا تقریباً ۴۳ میلیارد دلار) سهام هستند. این ارقام شاخص، دامنه گسترده بازار سهام و امکانات بالقوه آن

برای هدایت نقدینگی از بازار مستغلات و کالاها و خدمات به فعالیتهای تولیدی به معنای اخص کلمه و مقابله با تورم است. ولی امکانات بالقوه این بازار بسیار بیشتر از این نیز است.

در سالهای ۸۴-۱۳۸۳ انبوه سهامداران حقیقی که با آشنایی مقدماتی و توسعه اولیه بازار سهام آمده بودند تا موجبات سرمایه‌گذاری، رشد بهره‌وری و رشد اقتصادی کشور را فراهم سازند با بازده‌های منفی حقیقی روبرو شدند. در سال ۱۳۸۴ سهام پراقبال سالهای ۸۱ تا ۸۳ صف‌های سنگین فروش پیدا کردند. و صف جدیدی نیز در بازار مورد اقبال قرار نگرفت. سهامداران حقیقی تلاش برای خروج از بازار سرمایه داشتند. این تلاش موجب انتقال مالکیت از اشخاص حقیقی به حقوقی و کاهش قیمت سهام گردید. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی نیز به سبب کاهش قیمت سهام با کاهش خالص ارزش دارایی‌ها خود مواجه شدند که این خود موجب کاهش قیمت سهام این بخش از فعالیتهای نیز شد. نتیجه آن نیز تشدید کاهش شاخص کل بود. در

سال ۱۳۸۴ جمعاً ۱۹۲ هزار نفر در مقایسه با ۳۲۶ هزار نفر سال ۱۳۸۳ سرمایه‌گذار جدید وارد بازار سهام شدند. از اواخر سال ۱۳۸۴ و اوایل ۱۳۸۵ به دلیل افزایش قیمت‌های جهانی فلزات و تا حدودی محصولات پتروشیمی، رشد قابل توجهی در سهام شرکت‌های مرتبط با اینگونه فعالیتهای مشاهده شد ولی به لحاظ سایر مشخصه‌ها باز هم خریداران حقیقی نگاه مثبتی به جهت حضور در بازار سهام نشان ندادند. چنانکه در این سال باز هم افزایش تعداد سهامداران حتی نسبت به سال ۸۴ تقلیل یافت این افزایش فقط ۱۲۳ هزار نفر در مقایسه با ۳۲۶ هزار نفر افزایش سال ۸۳ است.

سهام خریداران حقیقی از ارزش خرید معاملات جاری که در فاصله ۸۰ الی ۸۳ به تدریج به ۵۷ درصد رسیده بود طی سالهای ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ به ترتیب به ۵۵ و ۵۲ درصد رسیده است. بدین ترتیب ارزیابی شاخص‌ها و روندهای حاکی از ادامه رکود گسترده در سالهای ۸۵ و ۱۳۸۴ در بازار سهام است.

جدول (۵) - حجم و ارزش کل معاملات به تفکیک سال

سال	حجم معاملات (میلیون سهم)	درصد تغییر	ارزش معاملات (میلیارد ریال)	درصد تغییر	تعداد دفعات معاملات	درصد تغییر
۷۵	۹۰۲	۱۲۳	۴,۳۸۱	۱۶۷	۳۷۶,۲۷۳	۱۰۴
۷۶	۱,۳۸۴	۴۲	۳,۲۴۳	-۲۶	۳۰۰,۳۴۲	-۲۰
۷۷	۲,۷۴۸	۱۱۴	۶,۵۶۵	۱۰۲	۳۲۴,۳۸۰	۸
۷۸	۳,۷۳۹	۳۶	۱۷,۸۹۵	۱۷۳	۴۹۴,۵۱۱	۵۲
۷۹	۴,۴۷۰	۲۰	۳۱,۵۲۱	۷۶	۸۰۷,۱۹۶	۶۳
۸۰	۱۱,۳۵۲	۱۵۴	۴۱,۳۰۲	۳۱	۸۲۴,۶۰۹	۲
۸۱	۴,۱۴۶	-۶۳	۲۲,۷۷۸	-۴۵	۸۱۲,۷۸۳	-۱
۸۲	۷,۸۷۹	۹۰	۶۶,۸۷۰	۱۹۴	۱,۲۶۷,۳۰۲	۵۶
۸۳	۱۴,۱۷۱	۸۰	۱۰۳,۷۰۵	۵۵	۲,۳۴۳,۳۸۱	۸۵
۸۴	۱۴,۷۳۷	۴	۵۸,۸۶۶	-۴۳	۲,۱۱۹,۴۹۱	-۱۰
۸۵	۱۵,۸۸۹	۸	۵۶,۲۰۱	-۵	۱,۸۶۶,۱۹۲	-۱۲

ماخذ: بورس اوراق بهادار تهران

۲-۲-۲- سیاست‌ها

وابسته به دولت برای جمع‌آوری سهام در

انتظار نوبت فروش

- کنترل دولتی مدیریت بازار سهام
- توزیع مستقیم سهام عدالت به عنوان جایگزین و یا مکمل بزرگ واگذاری‌ها از طریق بازار سهام و در نتیجه احتمالاً استمرار مدیریت دولتی واحدها با واسطه‌اداره کننده شرکت‌های مدیریتی سهام عدالت.

۲-۳- چالش‌ها

بازار سهام با مشکلات متعددی روبرو است. حاصل و نماد نهایی این مشکلات بازده حقیقی منفی برای ۳/۲ میلیون نفر صاحبان سهام است که برای عرضه امکانات مالی خود به سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان اقتصاد آمده بودند ولی

در زمینه سیاست‌ها می‌توان عنوان داشت که نگرانی‌های اقتصادی کوتاه‌مدت دولت، کم‌توجهی به نقش کلیدی بازار سهام در رشد اقتصادی بلندمدت و تولیدات، و حجم محدودتر معاملات و ارزش جاری آن در مقایسه با فعالیت‌های نظام بانکی موجب گردیده است، بازار سرمایه در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی دولت از اولویت بالایی برخوردار نباشد. انعکاس این نوع نگاه دولت به صورت زیر ملاحظه می‌شود:

- حفظ دستوری شاخص و ممانعت از سقوط آن از طریق بسته‌شدن نمادها و انتقال به تابلوی فرعی
- حضور گسترده اشخاص حقوقی

- اکنون به جای پاداش و تشویق، پس اندازهای خودرانیز بر باد رفته می بینند و مورد سرزنش و کنایه دوستان و بستگان نیز هستند. افق روشنی هم در مقابل آنان دیده نمی شود. بعضی از این مشکلات عبارتند از:
- ۱- عدم شناخت و درک درست مردم و مسئولان از جایگاه بالقوه بسیار مهم بازار سهام در رشد اقتصادی، این مهم نقش هم از طریق تأمین منابع مالی برای تولیدکنندگان و هم از طریق معاملات سوداگرانه در بازار سرمایه اعمال می شود.
 - ۲- نگاه منفی سوداگرانه به وجود بازار سهام و خرید و فروش های آن شاید این خود یکی از دلایل کم توجهی مسئولان و مردم به بحران بازار سرمایه باشد.
 - ۳- اولویت پائین دولت برای حل مشکل بحران و سقوط بازار سهام در سال های ۸۴-۱۳۸۳.
 - ۴- دشواری اعاده اطمینان و اعتماد به اشخاص حقیقی برای حضور در بازار سهام با توجه به سقوط ۸۴-۱۳۸۳ و وجود ریسک های بالا برای شرکت کنندگان.
 - ۵- بزرگ بودن نقش دولت در فعالیت های اقتصادی و وجود مقاومت ذاتی آن برای گسترش فعالیت های بخش خصوصی.
 - ۶- مدیریت دولتی و نوپایی سازمان بورس در مقایسه با نظام بانکی و عدم حضور مدیران حرفه ای در این مجموعه که بتوانند موجب تصحیح تصمیمات دولت در فعالیت های بازار سرمایه شوند.
 - ۷- قابلیت پائین نقد شدن سهام سهام داران و برخورد محافظه کارانه انعطاف ناپذیر سقف و کف قیمتی برای مقابله با سوء استفاده ناسالم از عملیات سوداگری
 - ۸- چگونگی اجرای عملیاتی خصوصی سازی و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی
 - ۹- سایه سنگین غیرشفاف توزیع سهام عدالت بر بازار سهام
 - چگونگی عرضه احتمالی سهام عدالت در بازار سهام مشخص نیست و می تواند در اشکال مختلف بازار سهام را متأثر سازد.
 - ۱۰- محدود بودن مشارکت بالفعل مردم در بازار سهام
 - از مجموع ۳/۲ میلیون نفر صاحبان سهام سالانه ۱۰۰ هزار تا ۳۰۰ هزار نفر در بازار سهام فعال هستند که در مقایسه

- با جمعیت کشور رقم کوچکی است.
- ۱۱- سهم بالای اشخاص حقوقی و نهادهای دولتی و شبه دولتی از مجموعه سهام بورس تهران که موجب کاهش نقدشوندگی سهام و انحصار در معاملات بورس گردیده است.
- ۱۲- عدم بهره‌گیری کافی از زیرساخت‌های الکترونیکی و ابداعات نوین در بازار سهام.
- ۲-۴- توصیه‌های سیاستی راه‌حل‌های عملیاتی و کاربردی مستلزم کار کارشناسی و جمع‌آوری اطلاعات گسترده است ولی با اطلاعات موجود می‌توان بعضی از راه‌حل عمومی و کلی را نیز پیشنهاد نمود:
- ۱- ارتقاء فرهنگ سهام‌داری که در کوتاه‌مدت پیش‌شرط آن، خروج سریعتر بازار از رکود شروع شده از سال ۸۳ است و در بلندمدت مستلزم تغییرات ساختاری در بازار سهام و نحوه عملیات آن است.
- ۲- تسریع در امر واگذاری واحدهای تولیدی به بخش خصوصی از طریق بازار سهام و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی
- ۳- هدایت نقدینگی تورم‌زای فعلی به سوی فعالیت‌ها در بازار سهام تا سبب نقدینگی اشخاص به صورتی نباشد که بتواند آثار تورمی در بازار کالا و خدمات و زمین و مسکن داشته باشد.
- ۴- استقلال مدیریت حرفه‌ای بیشتر برای بازار سهام به منظور شفافیت و تقارن اطلاعاتی و کنترل‌های مالی و در عین حال تأمین قابلیت نقدشوندگی بالا برای سهام با هدف ممانعت از سوء استفاده و در نهایت افزایش کارایی بازار.
- ۵- مشخص شدن چگونگی عرضه و تقاضای ثانویه سهام عدالت موجود. سهام عدالت در شکل فعلی که مشخص‌کننده شرکت خاصی نیست سند بدهی سنگین دولت حاضر و دولت‌های آینده است و جمع سهام عدالت واگذاری شده تا پایان سال ۱۳۸۶ به رقمی نزدیک به نیمی از نقدینگی کشور خواهد رسید. سهام عدالت می‌تواند در صورت آغاز معاملات آن به مثابه افزایش حجم نقدینگی در کشور باشد که خود بار تورمی دارد. در آن صورت شاید تعریف جدیدی از نقدینگی نیز باید ارائه شود.
- ۶- فراهم آوردن شرایط حضور سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی خارجی در بازار سهام
- ظرفیت منابع مالی فعلی کشور تکافوی حجم گسترده واگذاریهای بزرگ را

نخواهد نمود. مگر آنکه واگذاریها به صورت رایگان و هدیه به مردم صورت بپذیرد که هدف اصلی فعال کردن بخش خصوصی و تجهیز منابع آنها را فراهم نمی‌نماید.

۷- حضور سرمایه‌گذاران خارجی فقط برای انتقال منابع از خارج نیست، بلکه به همراه انتقال مالکیت، موجب انتقال فن‌آوری‌های مدیریت و تکنولوژی نیز خواهد بود. چنین فرآیندی و گسترش سریعتر بازار جهانی مستلزم فراهم شدن شرایط تعامل مناسب جهانی خواهد بود.

۸- ایجاد و توسعه نهادهای مالی تخصصی در بازار سرمایه مانند شرکت‌های تأمین سرمایه‌های کلان، بانکهای سرمایه‌گذاری^۱ برای تأمین منابع مالی در بازار اولیه و ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاع^۲ برای مشارکت گسترده‌تر و کم‌ریسک‌تر مردم در بازار سهام مطابق با ترجیحات متفاوت مردم از جهت ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی و یا نگاه کوتاه‌مدت و بلندمدت در امر سرمایه‌گذاری، از ضروریات گسترش بازار سرمایه است. در بلندمدت نیز بخش

بزرگی از نقدینگی کشور در نهایت می‌تواند به شکل سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشاع باشد.

۹- استفاده از اوراق مشتقه برای مدیریت ریسک فعالان بازار سرمایه.

۱۰- ایجاد شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری جهت کمک به اشخاص برای سرمایه‌گذاری مالی و ناشران اوراق بهادار برای تأمین سرمایه.

۱۱- استفاده گسترده‌تر از نرم‌افزارهای کامپیوتری و ارتباطی نوین برای گردش بهتر و سریعتر عملیات در بازار سهام به صورتیکه افراد بتوانند مستقیماً از محل کار و یا منزل اقدام به خرید و فروش سهم خاصی و یا سبدی از سهام بنمایند

منابع :

۱. اخباری، محمد (۱۳۸۵)، مروری بر ژرفای مالی ایران، مجله روند، سال شانزدهم، شماره ۴۸.
۲. پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران: (www.sena.ir)
۳. تقوی، مهدی (۱۳۸۲) نهادهای پولی و مالی بین‌المللی، تهران، پژوهشکده امور اقتصادی.

1. Investment Banks
2. Mutual Funds

۴. تقوی، مهدی (۱۳۷۹) بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی، تهران، مجله بورس، بهمن شماره ۲۴.
۵. ختایی، محمود؛ سیفی‌پور، رویا، (۱۳۸۴)،، بازار مالی دویخشی و اثر آن بر سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، پاییز، شماره ۲۴.
۶. عزیزی، فیروزه (۱۳۸۴)، ابزارهای اجرایی برای تقویت بازار سرمایه در ایران، مجله اقتصادی، مهر و آبان، شماره ۴۷ و ۴۸.
۷. فصلنامه بانک (۱۳۸۵) عملکرد بانک‌های دولتی و خصوصی در پایان آذر ۱۳۸۵، شماره ۱-۸. وزارت امور اقتصاد و دارایی.
۸. کریمی، محمد؛ مکزیکی، علی؛ توحیدی، سیدجواد و طبسی، محمدرضا، (۱۳۸۵) گزارش عملکرد نظام بانکی کشور در سال ۱۳۸۴، مؤسسه عالی آموزش بانکداری.
۹. گزیده آمارهای اقتصادی (۱۳۸۶).
- بخش پولی و بانکی اسفند ۸۵. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۰. مجتهد، احمد و حسن زاده، علی. (۱۳۸۴) پول و بانکداری و نهادهای مالی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۱. معدلت، کوروش. (۱۳۸۱). توسعه بخش مالی و نقش آن در رشد اقتصادی. برنامه و توسعه. بهار. شماره ۲.
۱۲. مهدویان، محمدهادی. (۱۳۸۵). تحلیلی بر شاخص‌های کلان اقتصادی تولید ملی، پول، نقدینگی و تورم. روند اقتصادی. شماره ۲۴.
۱۳. میرجلیلی، حسین. (۱۳۸۴). تحولات و ساختار بخش مالی در اقتصاد جمهوری اسلامی ایران. فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق. بهار. شماره ۲۵.
۱۴. میرمطهری، احمد. (۱۳۷۹) بازارهای مالی در اقتصاد ایران. فصلنامه تأمین اجتماعی. تابستان. شماره ۵.
۱۵. نماگرهای اقتصادی (۱۳۸۶). گزارش سه ماه سوم سال ۱۳۸۴. شماره ۴۶. بانک

- Newjersey: FT PrenticeHall.
20. Howells, Petter,Keith Bain. (2005). *The Economics of Money, Banking and Finance*, 3rded. London: Ft Prentice Hall.
21. Lockett,Dudley.G. (1984). *Money and Banking*. Third Edition, McGrawHill.
22. Mishkin, Fredrics.(2001). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6thed, Boston: Addison Wesley.
23. Siklos, Pier l. (2003), *Money and Banking and Financial Institutions: Canada in the Global Enviroment*, 4 thed, Torento: McGraw-Hill. Reyerson.
- مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۶. هیبیتی، فرشاد. محمدزاده اصل، نازی (۱۳۸۳). *ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی*. فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی. زمستان، شماره ۱۵.
17. Culberston, John, M. (1977). *Money and Banking*, Second Edition. Newyork:McGraw Hill
- Handa, Jagdish. (2000) *Monetary Economics*. London: Routledge.
18. Howells,Peter & Bain,Keith. (1998) *The Economics of Money and Banking and Finance*. FT PrenticeHall.
19. Howells, Peter. (2004). *Financial Markets and Institutions*.