

# بازارهای مالی در اقتصاد ایران

سید احمد میرمطهری

## مقدمه

در همهٔ جهان صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای مشابه سازمان تأمین اجتماعی از بازیگران اصلی بازار سرمایه هستند. در ایران نیز شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی در سال‌های اخیر همواره به‌طور مستمر و مؤثر در بازار سرمایه حضور داشته و بر اساس آمارهای موجود بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاری‌های این شرکت در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. از این رو، شناخت تنگناهای بازارهای مالی و راهکارهای توسعهٔ بازار سرمایه در اقتصاد ایران برای سازمان تأمین اجتماعی اهمیتی دو چندان پیدا می‌کند.

جایگاه بازارهای مالی در اقتصاد ایران، علل چیرگی بخش پولی بر بخش سرمایه‌ای اقتصاد و راهکارهایی که باید برای اصلاح ساختار بخش مالی و توسعهٔ این بازارها در پیش‌گرفت مسائلی است که در این مقاله به اختصار مورد بحث قرار می‌گیرد.



بانک‌ها، بازار اوراق بهادار، مؤسسات بیمه، مؤسسات مالی غیربانکی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و جز آن، سازمان‌ها و بازارهایی پدید می‌آورند که بخش مالی اقتصاد را تشکیل می‌دهد. بدین ترتیب، بازارهای مالی مجموعه‌ای از نهادها، سازمان‌ها و مناسبات است که به

تجهیز منابع پس اندازی و تخصیص اعتبار می‌پردازد. این بازارها به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند: بازار پول و بازار سرمایه. بازار پول بازار کوتاه‌مدت است. در این بازار، ابزارهای مالی با سررسید کوتاه‌مدت دادوستد می‌شود. در مقابل، بازار سرمایه بازار بلندمدت است. ابزارهای مالی که در این بازار دادوستد می‌شود معمولاً سررسیدهای طولانی دارند و یا فاقد سررسیدند. در نوشته‌های بسیاری نشان داده شده است که چگونه توسعه نظام مالی در کشورهای مختلف به تسریع توسعه اقتصادی منجر شده است. به عبارت دیگر، بازارهای مالی را می‌توان نیروی محرک توسعه بخش واقعی اقتصاد دانست. از آن جا که برای توسعه اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری هستیم و بازارهای مالی کانون گردآوری، تجهیز و تخصیص منابع سرمایه‌گذاری است، این بازارها موجبات تجهیز بیش‌تر منابع مالی و افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورند. در بررسی سیر تحول بازارهای مالی در کشورهای درحال توسعه درمی‌یابیم که در ابتدا بازارهای نوین مالی در این کشورها در کنترل بانک‌های خارجی قرار داشتند. این بانک‌ها، چندین شعبه در مرکز و شهرهای بزرگ کشورهای محل فعالیت‌شان افتتاح کرده بودند و به طور عمده به اعطای اعتبارات کوتاه‌مدت تجاری به شرکت‌هایی مبادرت می‌ورزیدند که خود این شرکت‌ها هم در کنترل خارجیان قرار داشتند. فعالیت دیگر بانک‌های مورد بحث تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت‌ها بود. از این لحاظ وضعیت تمام کشورهای درحال توسعه کم‌وبیش یکسان بود. به عنوان مثال، در ایران در سال ۱۸۸۹ میلادی / ۱۳۰۶ هـ.ق / ۱۲۶۸ هـ.ش، ناصرالدین‌شاه حق تأسیس بانک شاهی را به بارون ژولیوس دو روتر اعطا کرد.

تجربه تاریخی نشان می‌دهد که به تدریج دولت‌های درحال توسعه دریافتند که بخش پولی اقتصاد نمی‌تواند منابع لازم را برای بهبود وضع اقتصادی آنها فراهم آورد. در بیشتر موارد، برنامه‌ریزان می‌خواستند فعالیت‌های صنعتی و کشاورزی را تشویق کنند. بنابراین به نوعی بخش مالی که بتواند سپرده‌ها را برای پرداخت وام به بخش‌های واقعی اقتصاد تجهیز کند نیاز داشتند. به عبارت دیگر، منابع مالی باید از طریق بخش مالی برای نیازهای سرمایه‌گذاری اقتصاد مصرف می‌شد و به جای واریز شدن به حساب شرکت‌های خارجی به سرمایه‌گذاران ملی می‌رسید.

بررسی رفتار کشورهای درحال توسعه در رویارویی با این معضل نشان می‌دهد که در آفریقا دولت‌ها بزرگترین بانک‌های تجاری را ملی کردند. در جنوب شرقی آسیا ملی شدن مشمول حال

همه بانک‌های تجاری گشت. در ایران اختیارات بانک مرکزی از بانک شاهی گرفته شد و فعالیت‌های تجاری عام برای بانک‌های تجاری خارجی به کلی محدود گشت. در مجموع، سیاست‌های اتخاذ شده در زمینه کنترل بخش مالی به دست دولت‌ها سبب شد که: نخست، شعب بانک‌های ملی در همه نقاط کشورهای در حال توسعه، و به ویژه در مناطق روستایی این کشورها افتتاح شود؛

دوم، دولت‌ها با دسترسی به منابع مالی بخش مالی بتوانند منبع تأمین به نسبت قابل دسترسی‌ای بیابند که با کمک آن کسری بودجه‌شان را با سهولت تأمین کنند؛ سوم، به دلیل کنترلی که دولت‌ها بر بخش پولی‌شان داشتند، پایین نگاه داشتن نرخ بهره و ارزان نگاه داشتن هزینه دریافت اعتبار برای بخش‌های اولویت‌دار اقتصاد به سهولت صورت می‌پذیرفت.

اما نارسایی کار در این بود که سیاست‌های مورد بحث هرگز خودبه‌خود سبب به وجود آمدن بخش مالی کارآمد نمی‌شد. بازار سرمایه در چنین مجموعه‌ای امکان شکل یافتن پیدا نمی‌کرد و منابع مالی پس‌اندازی کشور با امکانات متنوع برای تخصیص یافتن مواجه نمی‌شد. با این اوصاف، بخش مالی کشورهای در حال توسعه از دو نظر رشد نیافته باقی ماند:

۱. از لحاظ حجم دارایی‌ها، و ۲. از لحاظ تنوع و امکانات.

در مواردی که دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه از نقدینگی بخش مالی برای تأمین کسری بودجه‌هاشان استفاده می‌کردند، حجم دارایی‌های بخش مالی رو به افزایش گذاشت، هر چند که افزایش ناشی از نقل و انتقالات بین دولت و بخش مالی بر بخش خصوصی و ارتباط این بخش با بخش مالی تأثیر مثبتی باقی نگذاشت. به بیان دیگر، حجم آن دسته از دارایی‌های بخش مالی که منشأ آن به بخش خصوصی بازمی‌گشت، بسیار کوچک باقی ماند.

در هر صورت، کمبود منابع اعتباری متکی به پس‌اندازهای ملی از یک سو، و غیرقابل تبدیل بودن پول ملی کشورهای در حال توسعه از سوی دیگر سبب شد تا کشورهای در حال توسعه به شدت به منابع مالی خارجی وابسته شوند به طوری که حجم‌بدهی‌های خارجی آنها رو به افزایش گذاشت. به این ترتیب شاهد شکل‌گیری ساختار مالی نوین در کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران بوده‌ایم. اما، چنان که اشاره شد، بازارهای مالی از دو بازار پول و سرمایه تشکیل می‌شود. بر همین اساس ساخت مالی نیز می‌تواند ساختار مبتنی بر محوریت بازار پول یا محوریت بازار

سرمایه باشد. در کشورهای توسعه یافته تر معمولاً بازار سرمایه محور اصلی تأمین مالی است و در مقابل در اغلب کشورهای در حال توسعه، بازار پول در کانون ساختار مالی قرار دارد. در این ساختار، بانک‌ها سازمان‌هایی فراگیر هستند و شرکت‌ها نیز برای تأمین نیازهای مالی خود تا حد زیادی به نظام بانکی وابسته‌اند. بر این اساس، بانک‌ها انواع وام‌های کوتاه مدت و بلندمدت را در اختیار مشتریان‌شان قرار می‌دهند و خدمات بانکی، خواه به شکل بانکداری تجاری و خواه به شکل بانکداری سرمایه‌گذاری و تخصصی به عموم ارائه می‌شود.

در مقابل، در ساخت مالی متکی به اوراق بهادار و بازار سرمایه، بانک‌های سپرده‌پذیر به طور کلی در زمینه اعطای وام‌های کوتاه مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می‌کنند و بخش عمده‌ای از نیازهای مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه تأمین می‌شود. بدین ترتیب، از سویی نظریه‌های اقتصادی و از سوی دیگر تجربه جهانی نشان می‌دهد که در فرآیند توسعه‌گذار از ساخت مالی متکی به بانک به ساخت مالی متکی به اوراق بهادار و بازار سرمایه ضروری است. از این رو، به اختصار می‌توان نتیجه گرفت که نیازمند گسترش بازار سرمایه هستیم، زیرا نهادین شدن سرمایه‌گذاری و پویایی آن مستلزم حضور مؤثر و کارآمد بازار سرمایه است.

در ایران نیز، با وجود تمامی فرازونشیب‌هایی که بازارهای مالی طی دهه‌های اخیر داشته است، بخش مالی، مانند سایر کشورها، اساساً از دو بخش پولی و سرمایه‌ای تشکیل شده است. بخش پولی این بازار مرکب از نظام بانکی، مؤسسات اعتباری غیربانکی، و بخش گسترده و فراگیر شبه پولی سنتی است. بخش سرمایه‌ای آن نیز عمدتاً در بورس اوراق بهادار متشکل شده است. اما آیا بازارهای مالی جایگاه مطلوب خود را در اقتصاد ما یافته‌اند؟ یعنی آیا این بازارها قادرند برای رفع نیازهای بخش واقعی منابع مالی را به نحو بهینه‌ای گردآوری و تجهیز کنند و تخصیص دهند؟ به نظر نمی‌رسد که پاسخ به این سؤال مثبت باشد. مهم‌ترین شاهد این مدعا ضعف بازارهای درازمدت سرمایه‌ای در مقایسه با بازارهای کوتاه مدت پولی و شاهد دیگر چیرگی الگوهای سنتی پس‌انداز، مانند طلا و سکه و خودرو، و حضور همزمان و قدرتمند بخش شبه پولی سنتی در اقتصاد ایران است.

حضور بخش شبه پولی را قبل از هر چیز به طور شهودی می‌توان دریافت و شواهدی مانند استقبال از پیش فروش کالاهای بادوام، همانند خودرو، نیز تأییدی بر چیرگی و یا دست‌کم قدرتمندی گرایش‌های سنتی پس‌اندازی در ایران است. به علاوه، بخش شبه پولی چون عمدتاً

در حوزه اقتصاد غیررسمی و زیرزمینی قرار می‌گیرد، اساساً از طریق ارقام رسمی قابل اندازه‌گیری و قیاس نیست.

اما ضعف بازار سرمایه را به سهولت می‌توان از منظر آمار و ارقام رسمی دریافت. مقایسه آمار حجم سپرده‌های بخش غیردولتی نزد بانک‌های تجاری و تخصصی نسبت به تولید ناخالص ملی با نسبت حجم دادوستد در بورس به تولید ناخالص ملی و نیز حجم دادوستد در این بازار نسبت به سپرده‌های بخش غیردولتی نزد بانک‌های تجاری و تخصصی گویای چیرگی بخش پولی بر بازارهای مالی در اقتصاد ایران است.

این در حالی است که برای مثال ارزش جاری بازار سهام نسبت به تولید ناخالص ملی در سال‌های اخیر در کشور انگلستان ۱۲۱/۷ درصد، در مالزی ۲۵۹/۴ درصد، در سنگاپور ۱۹۴/۸ درصد و در ترکیه ۱۲/۳ درصد بود. بنابراین وضع کنونی بازارهای مالی ایران را دست‌کم در مقایسه با جهان پیرامون نمی‌توان مطلوب دانست.

از این رو، کاملاً روشن است که در ایران بازار پول محور بخش مالی است و بر بازار سرمایه چیره شده است. اما دلایل چیرگی بازار پول بر بازار سرمایه چیست؟

قبل از هر چیز می‌توان به دو مفهوم پایه‌ای "بازده" و "خطر" مراجعه و ارزیابی کرد که ابزارهای مالی ارائه شده در هر یک از دو بازار پول و سرمایه از این لحاظ چه جایگاهی دارند. مهم‌ترین ابزاری که امروز در بازار پول ارائه می‌شود سپرده‌های بانکی است؛ در حالی که در مقابل در بازار سرمایه مهم‌ترین ابزارها اوراق سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق مشارکت هستند. به منظور قیاس ابزارهای بازار پول و سرمایه بازده و خطر همراه با هر یک را بررسی می‌کنیم.

سپرده‌های بانکی درجه ایمنی بسیار بالایی دارند، قدرت نقدشوندگی این سپرده‌ها نیز بسیار است و از این نظر در جایگاه برتری نسبت به سهام قرار می‌گیرند. به علاوه تاکنون به نگهداری سپرده‌های بانکی مالیاتی تعلق نگرفته است، حال آن‌که سهام‌دار از معافیت‌های مالیاتی ویژه‌ای برخوردار نیست. به این ترتیب، سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی جذابیت‌ها و مصونیت‌های ویژه‌ای در برابر خطر دارد. اما آیا بازده سهام به گونه‌ای هست که این مزیت‌ها را جبران کند؟ در مجموع، چنین به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاری در سهام بیش از سپرده‌گذاری نزد بانک بازدهی داشته باشد و شواهد نیز تا حدودی نشانگر این امر است؛ اما افت و خیزهای دوره‌ای سهام و

نوسان‌های احتمالی بهای آن به شدت این بازار را تحت‌الشعاع خود قرار می‌دهد و سرانجام سپرده بانکی را به ابزار مالی جذاب‌تری بدل می‌کند.

حال همین ابزار را با یک ابزار دیگر بازار سرمایه که در سال‌های اخیر کاربرد ویژه و گسترده‌ای داشته، یعنی اوراق مشارکت، مقایسه کنیم. اوراق مشارکت نوعی ابزار مالی بازار سرمایه است که در سال‌های اخیر به منظور تأمین مالی طرح‌های عمرانی دولت، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و جز آن منتشر شده‌است. با وجود مشکلات و نارسایی‌های اوراق مشارکت - از قبیل تنوع ناچیز انواع این اوراق از نظر بازدهی و سررسید، نداشتن بازار دست دوم، مدیریت نگهداری اوراق مشارکت توسط شبکه بانکی و بدین ترتیب تحمیل باری اضافی بر بانک و موارد دیگری از این قبیل - انتشار اوراق مشارکت مزایای انکارناپذیری دارد. برای مثال به تنوع ابزاری بازار سرمایه کمک می‌کند و یا راهکار مؤثرتری برای مقابله با مسئله تسهیلات تکلیفی است. تسهیلات تکلیفی از یک سو امکانات مالی در دسترس بخش خصوصی را کاهش می‌دهد و از سوی دیگر نبود آن می‌تواند به توقف طرح‌های مهم عمرانی و زیرساختاری بیانجامد. به هر حال، در مجموع به نظر می‌رسد که در مواردی اوراق مشارکت راهکار مؤثری برای معضل ساختاری تسهیلات تکلیفی باشد.

اما همین ابزار مهم مالی با همه تأثیرات مهم و مثبتی که در اقتصاد می‌تواند داشته باشد، در قیاس با سپرده‌های بانکی، از لحاظ بازده، تقریباً تفاوت چندانی ندارد و از لحاظ خطر عموماً ایمنی و امنیت کم‌تری دارد. بنابراین، طبیعی است که در مواردی به جای آن که در تجهیز و تخصیص پس‌اندازهای خصوصی موفق باشد، به ناگزیر توسط بانک‌ها خریداری می‌شود و بدین ترتیب همه مزایای احتمالی خود را از دست می‌دهد.

در نتیجه، ابزارهای بازار پول در قیاس با ابزارهای بازار سرمایه، به سبب بازده بالاتر و ایمنی بیشتر، بخش پولی بر نظام مالی ایران چیره است. اما نسبت بازده - خطر تنها دلیل محدودیت‌های کنونی بازار سرمایه نیست و علاوه بر آن ساختار اقتصاد ایران نیز همواره به نحوی بوده است که در جهت تقویت بازار پول حرکت کرده و مانع از آن شده که بازار سرمایه در ایران جایگاه برانزده خود را در اقتصاد به دست بیاورد.

عامل ساختاری مهمی که فعالیت‌های اقتصادی را همواره تحت‌الشعاع قرار داده آن است که ماهیت و افق زمانی تصمیم‌گیری‌های فعالان اقتصادی ایران کوتاه‌مدت است. به سبب

بی ثباتی‌ها، نوسان دائمی سیاست‌ها، و حالت توقف- حرکتی که دائماً در سیاست‌گذاری‌های عرصه اقتصاد حاکم بوده است، تصمیم‌گیری‌های درازمدت و صورت‌بندی راهبردهایی با افق زمانی طولانی، معمولاً نمی‌توانند انطباق موفقی با شرایط متحول داشته باشد. از این رو، فعالان اقتصادی آموخته‌اند که با تصمیم‌های متغیر، مقطعی، و انعطاف‌پذیر، خود را با شرایط حاکم بر اقتصاد ایران سازگار کنند. بازار سرمایه نیز چنان که گفتیم اساساً بازاری با افق‌های درازمدت است و در برابر بازار پول قرار دارد که شامل ابزارهایی با سررسیدهای کوتاه‌مدت می‌شود. از این رو، طبیعی است که در اقتصادی که در آن تنها چشم‌اندازهای اقتصادی کوتاه‌مدت قابل رؤیت است ابزارهای پولی بیش‌تر مورد توجه و اقبال قرار بگیرد. در بازار سرمایه مصارف درازمدت تأمین مالی می‌شود و تصمیم‌گیری برای عرضه یا تقاضای منابع مالی از طریق این بازار مستلزم برنامه‌های درازمدت خواهد بود. بنابراین در شرایط توصیف شده اقتصاد ایران، چنین وضعیتی معمولاً جذابیت بیش‌تر بازار کوتاه‌مدت پول در برابر بازار درازمدت سرمایه را پدید می‌آورد.

مسئله دیگری که ناشی از تنگناهای ساختاری اقتصاد ایران است و بالمآل مانع از توسعه بازار سرمایه می‌شود ساختار مالکیت در ایران است. به‌رغم حضور گسترده و فراگیر مالکیت‌های کوچک و پراکنده خصوصی، بخش عمده‌ای از مالکیت و دارایی‌های عموماً متشکل در اختیار بخش دولتی است. این امر تا حدود زیادی ناشی از الزامات توسعه اقتصادی ایران و نقش انکارناپذیری است که دولت باید در این فرآیند ایفا کند. با این حال، گستردگی و مهم‌تر از آن متشکل بودن مالکیت‌های دولتی مانع از توسعه بازار سرمایه می‌شود. یک سازمان یا شرکت دولتی وقتی از منابع درآمدی بودجه‌ای بهره می‌برد خود را کم‌تر ناگزیر به جست‌وجو و یافتن منابع عمومی برای استفاده از آن در سرمایه‌گذاری‌ها می‌بیند.

در مقابل، مالکیت خصوصی به‌شدت نامتشکل است و در حوزه‌های صنعتی عمدتاً در کارگاه‌های کوچک متمرکز شده و در سایر حوزه‌ها کوشیده به فعالیت کم‌تر مشهود در بخش‌های سایه‌ای اقتصاد دست بزند. به همین ترتیب، مقوله مالکیت سهامی عام کم‌تر در اقتصاد ایران جایگاه مقبول و بایسته خود را یافته است که تا حدودی ناشی از تنگناهای ساختاری یاد شده و تا حدودی هم ناشی از مسائل فرهنگی است.

در کنار حضور گسترده بخش دولتی در بخش واقعی اقتصاد، در بخش پولی نیز شاهد چیرگی بخش غیرخصوصی هستیم. تردیدی نیست که حضور دولت در بخش مالی اقتصاد در جهت

تقویت و رفع تنگناهای بخش دولتی و بخش واقعی اقتصاد مؤثر می‌افتد. از این رو، شرکت‌های دولتی همزادهای خویش در بخش مالی را که به گردش و تأمین منابع مالی آن‌ها یاری کند به خوبی می‌یابد.

بر این اساس، ساختار مالکیت در دو بخش واقعی و پولی اقتصاد ایران را می‌توان تشدیدکننده استمرار وضع موجود و چیرگی و تفوق بخش پولی بر بخش سرمایه‌ای دانست. در عین حال، این امر به خوبی گوشزد می‌کند که هر گونه اصلاح زیربخش‌های اقتصادی مستلزم کوشش‌ها و اقدامات فراگیرتر برای اصلاح مجموع ساختار اقتصاد است.

از سوی دیگر، ساختار خود بازار سرمایه نیز تشدیدکننده وضع کنونی و شکل ویژه کنش-واکنش بخش‌های پول و سرمایه‌ای در اقتصاد ایران است. بازار سرمایه، در قیاس با بازار پول، از برخی محدودیت‌های جدی آسیب می‌بیند. از یک طرف، مقید به مکان و محدودیت جغرافیایی است، در حالی که بازار پول گسترش فراگیری در پهنه جغرافیایی کشور دارد. به طبع، همین محدودیت مکانی منجر به محدود ساختن دسترسی متقاضیان و عرضه‌کنندگان منابع مالی به بازار سرمایه می‌شود. از طرف دیگر، مسیری که بازار سرمایه در جریان حرکت خویش پیموده پُر فراز و نشیب‌تر از بازار پول بوده است. اگر چه در پی تحولات انقلاب اسلامی ساخت مالکیت در بازار پول، در پاسخ‌گویی به نیازهای مبرم روز به شدت دگرگون شد، اما فعالان اقتصادی همواره ضمانت‌های دولتی را پشتوانه معتبر نظام بانکی تصور کرده‌اند و اطمینان بیش‌تری به چشم‌اندازهای این بازار داشته‌اند. در حالی که نوسان‌های بازار متشکل سرمایه در ایران بسیار شدیدتر بوده و در مقطعی منجر به یک دوره فترت طولانی در فعالیت بورس اوراق بهادار تهران شده است.

علاوه بر این، محدودیت‌های ناشی از نبود شرایط رقابتی یا عدم تقارن اطلاعاتی در مقطعی فعالیت بازار متشکل سرمایه را سخت تحت‌الشعاع قرار داده و نقش مهمی در تضعیف این بازار داشته است. همچنین، محدود شدن بازار متشکل به معاملات دست دوم، عدم شکل‌گیری تالارهای فرعی و خارج از بورس، و عوامل دیگری از این دست، نقش بازار سرمایه را محدودتر ساخته است.

به موازات محدودیت‌های ساختاری، محدودیت ابزارری نیز عاملی است که فی‌نفسه محدودیت تقاضا به دنبال داشته است. بورس تهران تا حدود زیادی محدود به ارائه تنها یکی-دو



ابزار خاص مالی است. عامل دیگر، محدودیت سازمانی بخش متشکل بازار سرمایه ایران است که نشانه نمایان آن محدودیت واسطه‌های مالی و سازمان‌های مالی حاضر در این بازار است. افزون بر همه این‌ها، نبود بازارهای متشکلی مانند بورس‌های تخصصی کالا نیز که جریان‌های منظم مالی به نفع بخش مولد اقتصاد ایجاد می‌کنند از مسائلی است که اتکای نظام مالی ایران به بخش بانکی را افزون‌تر و بیش‌تر می‌کند.

بر اساس محدودیت‌های چهارگانه بازار سرمایه، می‌توان ابعاد مطلوب گسترش این بازار را هم که شامل گسترش جغرافیایی، ساختاری، موضوعی، و ابزاری است تعیین کرد. بر این اساس، گسترش جغرافیایی بورس در سطح ملی، در برگیرنده راه‌اندازی بورس‌های محلی، طراحی و راه‌اندازی شبکه‌های رایانه‌ای معامله‌گر برای گسترش دادوستد اوراق بهادار در کشور و نیز راه‌اندازی نمایندگی‌های مجاز کارگزاری‌هاست. به موازات آن، حضور بورس در مناطق آزاد اقتصادی نیز برای توسعه بخش سرمایه و یاری گرفتن از آن برای حضور در بازارهای جهانی و بهره‌جویی از امکانات آنها ضرورت دارد.

جنبه دیگر گسترش بورس راه‌اندازی بورس‌های تخصصی به موازات بورس اوراق بهادار است. در بسیاری از کشورها، برای برخی محصولات کشاورزی و نیز برای فلزاتی از قبیل فولاد، طلا، نقره و جز آن بورس‌های متشکل کالا وجود دارد. بورس کالا، بازار متشکل و سازمان‌یافته‌ای است که در آن شمار زیادی عرضه‌کننده یا تولیدکننده کالای خود را عرضه می‌کنند تا پس از بررسی‌های کارشناسی و قیمت‌گذاری توسط کارگزاران بازار، مورد دادوستد قرار گیرد. بر این اساس، راه‌اندازی بورس‌های تخصصی در کشور با مشارکت اداره‌ها و وزارتخانه‌های ذی‌ربط برای برخی کالاها، گذشته از آن که مانع از شکل‌گیری شرایط انحصاری در بازارها می‌شود و چهره‌ای شفاف و رقابتی به دادوستد کالاها می‌دهد، گسترش موضوعی بازار سرمایه ایران را هموار می‌نماید.

بازار سرمایه در ایران محدود به بازار دست دوم، روی سهام منتشر شده است. گسترش ساختاری بورس مستلزم آن است که در کنار این بازار اصلی چند بازار فرعی در کانون‌های فعالیت اقتصادی در کشور شکل بگیرد. مهم‌ترین این بازارها، شامل بازار دست اول و نیز بازار خارج از بورس می‌شود.

در ابتدای تأسیس بورس اوراق بهادار تهران، تنها سهام و اوراق قرضه دادوستد می‌شد. با ربوی شناخته شدن اوراق قرضه در سال‌های پس از انقلاب اسلامی، دادوستد این اوراق پایان

یافت و اوراق پذیرفته شده در بورس تنها محدود به سهام شد. این وضع تا اوایل سال ۱۳۷۶ در بورس چیره بود تا این که پس از این تاریخ، دادوستد واریزنامه‌های ارز صادراتی نیز در بورس صورت پذیرفت. ابزار مالی دیگری که حضور آن در دادوستدهای بازار متشکل سرمایه ضرورت دارد اوراق مشارکت است. دادوستد این اوراق در بورس گستره‌ای از این بازار را نیز بیش‌تر خواهد کرد؛ وجود بازار دست دوم برای این اوراق به نفع خریداران اوراق مشارکت نیز هست. زیرا بدین ترتیب، درجه نقدشوندگی اوراق افزایش می‌یابد و این افزایش از سویی خطر آن را کاهش می‌دهد، و از سوی دیگر، بر بازده آن می‌افزاید. به علاوه، با حاکم شدن همان نظارتی که بر سهام پذیرفته شده در بورس وجود دارد، بر اوراق مشارکت و طرح‌های مربوط به آن، روند پیشرفت طرح‌ها زیر نظر قرار می‌گیرد و این اوراق در عمل وضعیتی مشابه سهامی می‌یابد که در بورس دادوستد می‌شود. از این رو، منافع خریداران اوراق مشارکت نیز بیشتر تأمین می‌شود.

اما در آن سوی بخش مالی اقتصاد ایران و در بازار پول چه می‌گذرد؟ در ایران بخش رسمی بازار پول اساساً منحصر به شبکه بانکی است. هر چند در سال‌های اخیر مؤسسات اعتباری غیربانکی نیز حضوری محسوس در این بازار داشته‌اند، هنوز گستره و ژرفای نفوذ آن‌ها قابل قیاس با بانک‌ها نیست. در مقابل، بخش شبه پولی سنتی گسترده‌ای بر حیات بخش مالی ایران سایه افکننده که سازوکارهایی سنتی دارد و در تمامی زوایای رفتار اقتصادی شهروندان رخنه کرده و فعالانه در مجموعه بخش مالی اقتصاد حضور تعیین‌کننده داشته است.

برخلاف کشورهای دارای بازارهای مالی پیشرفته، نظام مالی ایران فاقد قانون‌مندی‌های لازم در زمینه تفکیک بازار پول و سرمایه است. در این نظام قانونی، نقش و جایگاه مؤسسات مالی مختلف، از جمله شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، به دقت تعیین نشده و استفاده از ابزارهای مالی نوین نیز پیش‌بینی نشده است. از سوی دیگر، وجود تسهیلات تکلیفی و ترجیحی در عمل اختلال‌های گسترده‌ای در عملکرد نظام بانکی پدید آورده و باعث توجه ناکافی بانک‌ها به تحلیل ریسک بازار و کوشش برای ایجاد مجموعه متنوعی از دارایی‌ها شده است.

حاصل و پیامد این وضع نیز در شبکه بانکی ساختار نسبتاً ناکارآمد هزینه‌های عملیاتی، ذخیره‌گیری ناکافی نسبت به وام‌های سوخت شده و تقلیل مستمر سهم سرمایه در ترازنامه بانک‌ها بوده است. علاوه بر این، در سطح اقتصاد کلان نیز شاهد کاهش تأثیرگذاری ابزارهای سیاست پولی، به‌ویژه در استفاده از نرخ سود سپرده و تسهیلات بانکی، هستیم و در عمل بانک مرکزی جز نسبت سپرده قانونی ابزار مؤثری برای طراحی و اجرای فعالانه سیاست‌های پولی در

اختیار ندارد. امکان‌ناپذیری استفاده از ابزارهای کنترلی غیرمستقیم، باعث استفاده از ابزارهای مستقیمی نظیر نرخ‌های اداری و سقف‌های اعتباری شده است. این سیاست، علاوه بر آن که در مواردی منجر به منفی شدن نرخ سود سپرده‌ها می‌شود و بدین ترتیب روند تجهیز پس‌اندازها و منابع را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد، در شکل‌گیری رانت‌های اقتصادی در بازار نیز نقش تعیین‌کننده‌ای دارد.

مجموع این عوامل نشان‌دهنده ضرورت اتخاذ اصلاحات ساختاری و نهادی و سیاستی در بازار پول است. اصلاح ساختار مالی بانک‌ها با هدف دستیابی به مجموعه‌ای پذیرفتنی از دارایی‌ها و وام‌ها، ایجاد انعطاف بیش‌تر در نرخ سود و تسهیلات، تمرکززدایی چارچوب اختیارات در شبکه بانکی، استفاده بیش‌تر از ابزارهای پولی غیرمستقیم، افزایش رقابت در میان بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی فعال در بازار پول و کوشش در جهت حذف تسهیلات تکلیفی محورهای اصلی چنین اصلاحاتی باید باشد. بی‌تردید، شرط لازم موفقیت این اصلاحات، حرکت همزمان در جهت محدود ساختن حوزه عملکرد بخش شبه پولی غیررسمی در اقتصاد است.

بر این اساس محورهای اصلی اصلاحات در بازار مالی را می‌توان در چهار محور تربیت نیروی انسانی ماهر، تدوین قانون جامع بازارهای مالی، ترویج محیط رقابتی و توجه به معیارهای صلاحیت و شایستگی در عزل و نصب مدیران و ایجاد نظام شفاف اطلاع‌رسانی اند.

#### تربیت نیروی انسانی ماهر

اصلی‌ترین ضعف ساختاری اقتصاد کشور برای برخورداری از یک بازار مالی کارآمد و پویا کمبود نیروی انسانی متخصص است. در حالی که بازارهای مالی در عموم کشورهای توسعه‌یافته و برخی کشورهای در حال توسعه، به سرعت در حال گسترش و متنوع‌سازی ابزارهای خود هستند، و دانش مالی یکی از پویاترین شاخه‌های علم اقتصاد در چند دهه اخیر بوده است، در کشور ما توجه اندکی به تربیت نیروی انسانی در این زمینه شده است. بنابراین، باید به تربیت نیروهای انسانی متخصص و توانمند که با ابزارها و قابلیت‌های بازار مالی نوین آشنایی داشته باشد اهتمام ورزید.

#### تدوین قانون جامع بازار مالی

در اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران تنها به مالکیت دولتی بانک‌ها و شرکت‌های بیمه اشاره شده است. قانون پولی و بانکی (مصوب ۱۳۵۱)، قانون بانکداری بدون ربا (مصوب

۱۳۶۲) و لایحه قانون اداره امور بانکها (مصوب ۱۳۵۸)، که هر سه ناظر بر فعالیت‌های پولی و بانکی کشوراند و در طول زمان اصلاحات متعددی در آنها صورت گرفته است، در خود تناقض‌های آشکار دارند و مسائل قانونی بسیاری در زمینه‌های فعالیت در بازارهای پول و سرمایه در آنها مسکوت گذارده شده است. بنابراین، ضروری است که به امر تدوین قانون جامع بازار مالی کشور توجه جدی صورت گیرد. در این قانون باید علاوه بر تعیین جایگاه نظام بانکی، شرکت‌های بیمه و بازار بورس، امکان تأسیس و فعالیت انواع سرمایه‌گذاری‌ها - که در دنیای پرتحول و پیچیده امور مالی نقش مکمل و تسهیل‌کننده فعالیت‌های یکدیگر را بر عهده دارند - مورد توجه قرار گیرد و به لحاظ حقوقی مسائل مرتبط با نحوه تأسیس، شکل مالکیت، حدود فعالیت، نحوه انحلال، جایگاه حقوقی و مقام ناظر بر آنها به دقت مشخص شود.

### ترویج محیط رقابتی و توجه به معیارهای صلاحیت و شایستگی در عزل و نصب مدیران

سلامت و ثبات نظام بانکی ایجاب می‌نماید که صلاحیت‌های مدیریتی در نصب مدیران بانکها با دقت و توجه بیشتری مورد بازبینی واقع شود. رویه‌های قانونی جاری در انتصاب مدیران عالی نظام بانکی به گونه‌ای است که حرکت در جهت کارایی بالاتر و مسئولیت‌پذیری بیش‌تر را تضعیف می‌کند. به عبارت دیگر، ساختار دولتی نظام بانکی ضعف‌های نظام مدیریتی دولت را در زمینه‌های کارایی پایین، مخدوش شدن مسئولیت‌پذیری با امور فرعی، اختلاط مسئولیت‌ها و وظایف و نظایر آن به نظام بانکی انتقال داده است. مشکلات فوق‌الذکر انعکاس منفی خود را در شیوه‌های مدیریتی داخل نظام بانکی نیز بر جای گذاشته است. بسیاری از تنگناها و مشکلات مالی بانکها به دلیل ضعف مدیریتی، خصوصاً در زمینه کیفیت پایین دارایی‌های اکتسابی، موقعیت‌گیری نامناسب ریسک و ناکارایی‌ها بروز می‌کند. مدیریت علمی با صلاحیت و تجربه و برخوردار از آموزش‌های فنی مورد نیاز، لازمه حصول و حفظ ساختار مناسب مالی بانک است. برقراری کنترل‌های داخلی در بانک جهت کسب اطمینان از اجرای مقررات و جلوگیری از اثرگذاری گروه‌های نفوذ بر تصمیمات متخذه از الزامات کار مدیران است. مدیران می‌باید با حسابرسی داخلی و خارجی به موقع از عملیات بانکی تحت مدیریت خود، گزارش مالی و عملکرد قابل قبولی به صاحبان سهام، مقام نظارتی و سپرده‌گذاران ارائه نمایند. یکی از وظایف اساسی مدیران بانکها افزایش شفافیت در عملیات بانکی است. پیچیدگی‌های

مربوط به ارزش جاری پورتفوی وام بانک‌ها می‌باید به‌نحو مطلوب و قابل قبولی در ذخیره‌گیری بابت سوخت شدن وام‌ها منعکس شود. تجربه ثابت نموده که هر چه وضعیت مالی بانک بدتر باشد عوامل انگیزشی قوی‌تری برای پنهان‌سازی اقلام حساس حساب‌ها وجود دارد. رشد بانکداری بین‌المللی و حساس شدن بانک‌های خارجی به سلامت بانک‌های طرف معامله خود در کشور به‌ضرورت برخوردار بودن از این حساسیت افزوده است. علی‌رغم تمام این گرفتاری‌ها هیچ دلیل قانع‌کننده‌ای برای یک مدیر حرفه‌ای وجود ندارد که نسبت به ضوابط و معیارهای حرفه‌ای کار خود بی‌توجه باشد.

### ایجاد نظام اطلاع‌رسانی

جریان اطلاعات کامل، درست و به‌موقع از جمله لوازم ضروری کارکرد بازارهای رقابتی است. جریان متقارن و شفاف اطلاعات، از سمت مراجع سیاست‌گذاری به سوی فعالان اقتصادی، و از سمت فعالان اقتصادی به سوی مراجع سیاست‌گذاری، لازمه تصمیم‌گیری‌های منطقی و درست است. در بازارهای مالی، جریان ناقص اطلاعات، عدم شفافیت و دستیابی گروهی خاص به اطلاعات درونی، از یک‌طرف زمینه‌های رانت‌جویی را مهیا می‌سازد و از طرف دیگر توان تصمیم‌گیری درست و به‌موقع را از مقامات مسئول در مواجهه با بحران‌ها سلب می‌نماید. بنابراین، همراه با ایجاد زیرساخت‌های نیروی انسانی و قوانین و مقررات، لازم است امر تدوین نظام اطلاع‌رسانی جامع و تمهید نهادهای قانونی آن مورد توجه قرار گیرد.

### شرایط موفقیت برنامه‌های توسعه بخش مالی

مجموعه مباحثی که تاکنون طرح شد، حول چند بحث اصلی بوده است: اول، نشان دادن جایگاه تعیین‌کننده بازارهای مالی در مجموع اقتصاد؛ دوم، جایگاه متمایز بازارهای پول و سرمایه؛ سوم، ضعف‌ها و قوت‌های هر یک از این دو بازار؛ و چهارم، ارائه راهکارهایی برای غلبه بر این ضعف‌ها. با توجه بیش‌تر به این نکات به ضرورت برنامه‌ریزی می‌رسیم. ولی نکته‌ای که طرح آن ضرورت دارد و نقطه اختتام این مقاله است بحث درباره شرایط موفقیت برنامه‌های اقتصادی است.

علی‌الاصول برنامه‌ای به لحاظ اقتصادی موفق خواهد بود که صرف‌نظر از ضمانت اجرایی آن، اولاً شالوده نظری منسجم و همگن داشته باشد. بدین ترتیب که سیاست‌ها و راهکارهای

پیشنهادی برنامه همه در چارچوب راهبردهای توسعه‌ای منسجم جای گرفته باشند. برای مثال، اگر محور برنامه حرکت در جهت دستیابی به منافع ناشی از سازوکار بازار و عرضه و تقاضا است، حوزه دخالت و نظارت دولت و بخش عمومی نیز باید در این راستا تعریف شده باشد. یا راهبردهایی را که هر یک از الزامات و مفروضات خاص خویش را دارند که مانع‌الجمع هستند نمی‌توان در کنار یکدیگر در یک برنامه اقتصادی قرار داد.

نکته دیگر آن است که آرمان‌ها و راهبردهای برنامه باید در چارچوب هدف‌های عملیاتی مشخص و ملموس صورت‌بندی شده باشد. بی‌تردید، برنامه‌ها مبتنی بر ایده‌آل‌ها و آرمان‌هایی است که در چشم‌انداز و افق دور‌رَس برنامه قرار دارند. اما تنها تدوین هدف‌های عملیاتی که طی آن دسترسی به آرمان‌های موردنظر امکان‌پذیر شده باشد، این آرمان‌ها را از صورت انتزاعی و مجرد به اهدافی انضمامی و ملموس مبدل می‌سازد.

علاوه بر این، برنامه‌ها باید پیگیرانه دنبال و در صورت لزوم تصحیح شود. موفقیت برنامه در گرو آن است که سازوکارهای درونی برای تصحیح داشته باشد و صرفاً به شکل مجموعه‌ای از دستورالعمل‌های آمرانه تدوین نگردد. به عبارت دیگر در کنش-واکنش دائمی میان مجموعه برنامه و عملکرد واقعی اقتصاد، باید تصحیح و تعدیل هدف‌های برنامه امکان‌پذیر باشد.

در این‌جا باید بر نکته خاصی تأکید گذارد و آن فاصله بین برنامه و عملکرد است. از ویژگی‌های کم‌وبیش تمامی برنامه‌های اقتصادی پنجاه سال گذشته فاصله بسیاری است که عملکرد از برنامه داشته است.

به‌طبع، صرف‌نظر از اشتباهات برنامه‌ریزی، یکی از دلایل فاصله عملکرد و برنامه نوسان‌ها و تغییرات غیرقابل پیش‌بینی بهای نفت است. چنان‌که می‌دانیم اقتصاد ایران سخت متکی به درآمد حاصل از منابع نفتی است و تجربه نشان داده است که پیش‌بینی دقیق نوسان‌های بهای نفت و دامنه قابل حصول این قیمت در عمل کمتر قرین واقعیت بوده است. در چنین شرایطی اتکای بیش از حد اقتصاد ایران به بهای نفت خام در عمل از احتمال پیش‌بینی و بر اساس آن تدوین برنامه‌های اقتصادی موفق می‌کاهد.

نکته دیگر وجود انبوه متغیرهای محاسبه‌ناپذیر مؤثر و حجم بالای اقتصاد سایه‌ای و زیرزمینی است. بخش چشمگیری از فعالیت‌های اقتصادی در ایران در بخش غیررسمی اقتصاد

جای گرفته‌اند که نمی‌توان برآورد دقیقی از حجم آن ارائه کرد. حضور این عوامل باعث می‌شود که در عمل سیاست اقتصادی متأثر از دو دسته متغیرهای رسمی و غیررسمی باشد، برنامه‌ریزی، به‌طبع، متغیرهای رسمی را دربرمی‌گیرد، و از این‌رو، تأثیرگذاری آن بر حیات اقتصادی کم اهمیت‌تر خواهد شد.

دیگر آن که استمرار سیاست‌های مقطعی و گذرا که ناشی از تعدد مراکز تصمیم‌گیری و تلاش بیش از حد به حل مسائل آتی و موقتی است، در عمل باعث قصور از برنامه‌ها شده است. این عامل نیز در عمل از جمله موانع کارآمدی برنامه‌های اقتصادی در ایران است.

بنابراین، کوشش برای "برنامه‌پذیر کردن" اقتصاد شرط مقدم موفقیت برنامه‌ریزی است. تردیدی نیست که برنامه‌های اقتصادی منسجم، همگن و هدفمند شرط لازم تحقق توسعه اقتصادی است، اما به موازات آن باید با اصلاح ساختار اقتصاد از طریق کاهش اتکا به درآمدهای نفتی، مقابله با اقتصاد زیرزمینی و کنار گذاشتن سیاست‌گذاری‌های متناقض مقطعی و موقتی کوشید ساختاری برنامه‌پذیر در اقتصاد ایجاد کرد. بی‌گمان شرط لازم تحقق اصلاح ساختار اقتصاد به‌طور عام و اصلاح ساختار بازارهای مالی به‌طور خاص، قبل از هرچیز در برنامه‌پذیر کردن اقتصاد ایران است.

## خلاصه

بخش مالی که به تجهیز منابع مالی برای بخش واقعی اقتصاد می‌پردازد به دو گروه کلی بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شود. بازار پول به بازار مبادلات مالی کوتاه‌مدت اختصاص دارد و در بازار سرمایه آن دسته از ابزارهای مالی مبادله می‌شود که معمولاً سررسیدهای طولانی‌تر دارند. بر این اساس، ساختار مالی اقتصاد نیز می‌تواند ساختار مالی مبتنی بر بازار پول و شبکه بانکی و نیز ساختار اقتصادی مبتنی بر بازار سرمایه باشد.

در ایران، مانند بسیاری دیگر از کشورهای در حال توسعه بخش مالی مبتنی بر بازار پول است و بازار سرمایه تنها نقش حاشیه‌ای ایفا می‌کند. دلایل چیرگی بازار پول بر بازار سرمایه از سویی بازدهی و ایمنی بیشتر از ابزارهای بازار پول در قیاس با بازار سرمایه و از سوی دیگر مسایل ساختاری اقتصاد نظیر افق زمانی کوتاه‌مدت تصمیم‌گیری‌ها و ساختار مالکیت دولتی در اقتصاد ایران است.

نگاه دقیق‌تر به دو بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران نشان‌گر تنگناهای ساختاری هر یک از این بازارها است. در بازار سرمایه این تنگناها عمدتاً ناشی از محدودیت‌های ساختاری، عدم تنوع ابزاری، عدم گستردگی جغرافیایی و عدم تنوع موضوعی بازار است. در عین حال، در بازار پول فقدان قانون‌مندی‌های لازم در زمینه تفکیک بازار پول و سرمایه، ساختار نسبتاً ناکارآمد هزینه‌های عملیاتی در شبکه بانکی، ذخیره‌گیری ناکافی نسبت به وام‌های سوخت‌شده، تقلیل مستمر سهم سرمایه در ترازنامه بانک‌ها و نیز کاهش تأثیرگذاری ابزارهای سیاست پولی در سطح اقتصاد کلان نشانه‌های بارز تنگناهای ساختاری است.

از این رو، اتخاذ سیاست‌های اصلاح ساختار بازارهای مالی در اقتصاد ایران ضروری می‌نماید. این اصلاحات در بازار سرمایه ضمن تعمیق رقابت و شفافیت، عمدتاً حول چهار محور گسترش ساختاری، موضوعی، ابزاری و جغرافیایی بازار دور می‌زند. در بازار پول نیز محورهای اصلی اصلاحات، تدوین قانون جامع بازارهای مالی، تربیت نیروی انسانی ماهر، ترویج محیط رقابتی و ایجاد نظام شفاف اطلاع‌رسانی است.

اما موفقیت کوشش برای اصلاح ساختار اقتصاد قبل از هر چیز مستلزم برنامه‌پذیرکردن اقتصاد است و بدون ایجاد ساختاری برنامه‌پذیر در اقتصاد نمی‌توان چشم‌انداز موفقیت‌آمیز برنامه‌های اقتصادی را انتظار کشید.

## منابع

Schumpeter, J. A. *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, 1969.

Barro R. "Economic Growth in a Cross - Section of Countries." *World Bank*; WPS 819, Jan, 1992.

Morisset, J. "Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries?" *World Bank*; WPS 717, July, 1991.

سازمان برنامه و بودجه، قانون برنامه پنج ساله سوم، ۱۳۷۹.

شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، خصوصی‌سازی از تئوری تا عمل. (۲ جلد) تهران: انتشارات آگاه، ۱۳۷۵.

ماهنامه بورس، شماره‌های مختلف.