

## کار آیی بازار پول در ایران و بازار متشکل و غیر متشکل پولی

### بخش اول

بازار مالی بنا بر تعریف به دو بخش برحسب سررسید تقسیم می شود. یکی بازار اعتبارات کوتاه مدت (معمولا تا یک سال) که به آن بازار پول گویند و دیگر بازار بلندمدت تر (بیش از یک سال) که به آن بازار سرمایه گویند. البته بعضی تقسیم بندی ها دامنه منابع کوتاه مدت را تا پنج سال هم بسط می دهد. این تعریف محدود بازار اعتبارات است تعریف گسترده تر از این مفاهیم آن است که بازار پول همه چیز را در برمی گیرد؛ بازار اعتبارات بازاری است که انواع امکانات تامین منابع را در آن داریم، از بسیار کوتاه مدت گرفته تا بسیار بلندمدت.

اگر از زاویه بانکها به بازار نگاه کنیم، همه اینها بازار پول است: از بازار بسیار کوتاه مدت شروع می شود (امکانات تامین منابع یکشبه) تا امکانات بسیار بلندمدت (تامین مالی برای طرح های بلندمدت تا ۲۰ یا ۳۰ سال). در این فاصله از وام دهی یکشبه به طرف وام دهی میان مدت و بلندمدت می رویم. ابزارهای مختلفی در بازار سرمایه به کار گرفته می شود که معروف ترین آنها سهام و اوراق قرضه است. این ابزار در چارچوب وسیع تر تعریف بازار پول و امکانات استفاده از منابع مالی برای منظوره های مختلف قرار می گیرند.

اگر از این دیدگاه بحث را ادامه دهیم، دیگر مکانیسم تقسیم پول بنا بر مصرف‌های مختلف آن مورد توجه نخواهد بود و عوامل دیگری مطرح می‌شود.

دیدگاه اخیر به طور کلی حرکت پول در اقتصاد را دنبال می‌کند این حرکت از سه مرحله می‌گذرد، مرحله اول تولید پول است؛ در این مرحله پول تولید می‌شود و البته بعد خرج می‌شود این کار اساساً به عهده بانک مرکزی است و با توجه به پایه پولی مشخص انجام می‌گیرد. مرحله دوم آن است که پول چگونه تکثیر می‌شود یعنی چند برابر می‌شود و سوم این‌که پول تولید شده و تکثیر شده چگونه بین مصارف مختلف تقسیم می‌شود. بحث بازار سرمایه به قسمت سوم برمی‌گردد، یعنی چگونه پول تقسیم می‌شود به خصوص در کشورهایی که تقسیم پول‌شان متکی به نظم خاصی است و کمتر براساس شواهد و قرائن بازار عمل می‌کند. تمام این مراحل، مراحل مهمی است که باید به آن‌ها توجه شود.

ایران در اقتصاد قبل از انقلاب هم یک اقتصاد برنامه‌ای داشته است که در آن بخش عمومی سهم بزرگی داشته است و در زمینه‌های مختلف از قبیل ارتباط بانکی، مسایل صادرات و واردات و مسایل مربوطه به ارز در مراحل مختلف محدودیت‌هایی در بازار بوده است. بعد از انقلاب با بزرگ شدن بخش دولت در اقتصاد بخش مهمی از

فعالیت‌های اقتصادی زیر چتری قرار گرفت و محدود به مقرراتی بود که باید از آن پیروی می‌شد.

دیگر این‌که نظارت‌هایی لازم شمرده شد به این دو علت تحدید بازار در سال‌های بعد از انقلاب تشدید شد. از آن‌جا که چه قبل و چه بعد از انقلاب چنین ترتیباتی را در اقتصاد داشته‌ایم، باید کارآیی بازار پول را با توجه به اثراتی که حرکت پول در این سه مرحله بر بازار پول داشته، بررسی کنیم.

برای کارآیی بازار پول چهار معیار را در نظر می‌گیریم: اول این‌که در بازار کارآیی پول با اطلاعات عمومی‌ای که در این بازار وجود دارد سود اضافی نتوان به دست آورد. یعنی به عبارت دیگر، بازار همه اتفاقات را قبلاً یا بلافاصله بازتاب داده باشد. این نوع کارآیی را می‌توان کارآیی مربوط به آربیتراژ اطلاعات نامید. یعنی شما با اطلاعات‌تان نباید بتوانید آربیتراژ کنید مساله بعدی این‌که بازار کارآ باید قادر باشد قیمت انواع دارایی‌ها را چنان تعیین کند که واقعا منعکس‌کننده درآمدهای موردانتظار حاصل از این دارایی‌ها در آینده باشد. بازار کارآ باید قادر باشد چنان قیمت‌گذاری کند که انتظارات مربوط به درآمدهای حاصل‌شده از این دارایی‌ها را بازتاب دهد. این را کارآیی نرخ‌گذاری گویند.

بازار کارآ به عوامل اقتصادی در بازار برمی‌گردد. می‌دانیم که هر کسی کاری می‌کند و همه افراد جامعه طی زندگی فعال خود دو نقش دارند، اول این که عضو مجموعه بنگاه‌های تولیدی هستند و دوم این که در مجموعه‌ای مشهور به خانوارها عضویت دارند. البته، خانوار با خانواده فرق دارد، چون اولی می‌تواند یک نفر هم باشد. در این دو نقش هر انسانی عامل اقتصادی است. بازار کارآ باید چنان باشد که به همه عوامل اقتصادی اجازه دهد در شرایط خاص یا غیرخاص، کالا و خدمتی را که تعهد کرده است، تحویل دهد. یعنی بازار باید چنان باشد که در کنار تمام عوامل غیرطبیعی و نامعلول، امکان استفاده از آن برای افراد مشارکت‌کننده فراهم باشد. این نوع کارآیی را بیمه کردن تحویل کالا و خدمات گویند.

مقوله بعدی مربوط به انواع ریسک‌هایی است که برای عملکرد بهتر فعالیت‌های اقتصادی بازار پول، باید تقبل کرد. یعنی این که بازار پول، پول‌ها را جمع‌آوری می‌کند و به دست کسانی می‌دهد که حاضرند ریسک بالاتری را بپذیرند، چراکه می‌توانند بازدهی متناسب با ریسک بالاتر داشته باشند و از محل بازدهی خود، به صاحبان پول، سود پرداخت کنند. بازار پول از طریق شبکه بزرگ پرداخت‌ها، معامله‌ها را تسهیل می‌کند و اگر این شبکه‌ها وجود نداشته باشد، فعالیت‌های اقتصادی در امر پرداخت‌ها دچار مشکل می‌شود. کار دیگر بازار پول در این مرحله آن است که پس‌اندازها را برای سرمایه‌گذاری تشویق و تجهیز می‌کند. کسی که پس‌انداز می‌کند،

نمی‌تواند به فوریت آن را تبدیل به سرمایه‌گذاری کند و همه پس‌اندازکنندگان نیز سرمایه‌گذار نیستند، بازار پول و اقتصاد اغلب ممالک دنیا از مراحل ابتدایی خود گذر کرده است. در آن مراحل، همه پس‌اندازکنندگان، سرمایه‌گذار نیز بودند، ولی امروزه این گونه نیست. باید کسی باشد که این پس‌اندازها را به سرمایه‌گذاران بدهد و این به آن صورت نیست که شما از این دست بگیرید و به دست دیگر، که همان سرمایه‌گذار است، بدهید. بلکه باید از این دست گرفت و از طریق بازار کار آن را به دست کسی رساند که بالاترین بازده را از لحاظ اجتماعی به دست می‌آورد و این مطلب بسیار مهمی است. این را وظیفه عملکردی بازار کار می‌نامند و از مهم‌ترین ابزار شناسایی بازارهاست.

همان‌طور که گفته شد، ایران همواره اقتصادی برنامه‌ای داشته و به خصوص بعد از انقلاب این روند تشدید شده است. باید به عواملی که به هر سه مرحله حرکت پول اثر می‌گذارند، توجه کرد. در دوران قبل از انقلاب سیاستی که بر هر سه مرحله اثر می‌گذاشت، گسترده‌تر و متعددتر بود، زیرا امکان استفاده از ابزار بهره وجود داشت و استفاده از ابزار اوراق قرضه هم آزادتر بود، هرچند که قبل از انقلاب هم اوراق قرضه نتوانست نقش مهمی در اقتصاد ایران داشته باشد، در صورتی که در کشورهای خارجی یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست پولی اوراق قرضه بوده و هست. در دوران بعد از انقلاب، ابزارها در تعداد محدودی خلاصه شد و اکنون حداکثر و حداقل سود در معاملات مضاربه‌ای تعیین می‌شود. همین کار را در

معاملات اقساطی می‌توانیم انجام دهیم؛ می‌توانیم حداقل و حداکثر میزان هر یک از عقود را برای هر شخص حقیقی یا حقوقی تعیین کنیم. بعد می‌توان تقسیم‌بندی برحسب بخش را اعمال کرد.

## بخش دوم و پایانی

بازار پول در همه کشورهای همیشه از بازار متشکل و بازار غیرمتشکل تشکیل می‌شود. بازار متشکل، بازاری است که باز است و شناخته شده است. بازار غیرمتشکل بازاری است که باز نیست و شناخته شده هم نیست؛ بین افراد تشکیل می‌شود، و نهادهای مشخصی که بنا بر مقرراتی خاص ثبت شده باشند و با مقرراتی خاص عمل بکنند، در آن درگیر نیستند؛ بلکه، همان طور که گفته شد، بین افراد به انواع طرق جریان دارد. بازار غیرمتشکل در کشورهایی که بازار متشکل وسیعی دارند، مثل کشورهای پیشرفته صنعتی، بازار بسیار کوچکی است اما وجود دارد. هرچه به سمت کشورهای در حال توسعه می‌آییم، بازار غیرمتشکل پولی آنها وسیع‌تر می‌شود. یکی از مشخصه‌های کشورهای در حال توسعه بزرگ بودن بازارهای غیرمتشکل است. در این بازارها می‌بینید که مراجعه به غیربانک، غیربازار سهام و غیرمؤسسات بیمه برای استفاده از منابع مالی بسیار زیاد و بسیار گسترده است. متأسفانه با وجود وسیع بودن این بازار، اطلاعات کمی در مورد ابعاد دقیق آن، بازیگران آن و نرخ‌های آن وجود دارد.

در مورد این بازار اطلاعات بسیار کم است و تنها اطلاعی که از آن می‌توان داشت این است که نرخ‌ها حدوداً چيست. حجم این بازار را با روش‌های بسیار من‌درآوردی می‌توان تخمین زد، آن هم با تقریب بسیار بالا. ولی نمی‌توان به طور دقیق تعیین کرد که حجم بازار چيست. بحثی که ما در این‌جا عرضه می‌کنیم محدود به بازارهای متشکل است.

ترتیب‌ات عملیاتی این بازار در دوران بعد از انقلاب این‌گونه جهت یافت که بخش دولتی بسیار وسیع شد. نه تنها وسیع شد، بلکه مهم هم شد، چرا که همراه با شروع جنگ، مجبور شدیم منابع را برای آن بخش و به منظور خاصی که برای اکثریت مردم

توجیه شده بود، تجهیز کنیم و به این بخش اهمیت بیشتری بدهیم. بنابراین، بیش‌تر امکانات بازار پول ما و سیستم بانکی کشور متوجه بخش دولتی شد. این در حالی بود که ابزارهای ما بسیار محدود می‌شد، مثلاً اوراق قرضه در این دوره به طور کلی بلااستفاده ماند. از این رو، دولت متوجه بانک مرکزی شد و چون مملکت در جنگ بود، دولت به ناچار باید از بانک مرکزی استقراض می‌کرد و این باعث تولید پول

می‌شد. در نتیجه، مرحله‌ء تکثیر پول هم به سرعت انجام می‌گرفت و در این زمان نقدینگی جامعه نیز به سرعت افزایش می‌یافت و چون این روند تورمی بود، تورم افزایش می‌یافت. چنین بود که از سال ۱۳۵۸ تا ۱۳۶۸، متوسط سالانه رشد نقدینگی ۱۹/۲ درصد بود. یعنی در هر سال و طی ۱۰ سال، نرخ رشد نقدینگی همین بود. طی همین دوره، مجموع رشد تولید ناخالص ما برای تمام دوره ۱۰ ساله فقط ۱/۵ درصد

بود، هر چند که رشد نقدینگی در سال‌های اخیر یعنی در سال‌های ۶۸، ۶۹ و ۷۰ باز هم به طور متوسط ۲۲ درصد در سال بوده، اما موقعیتی که باید آن را مبنی بر حرکتی امیدوارکننده و نیز مبنی بر روندی بلندمدت دانست که در حال حاضر زمینه‌های ابتدایی آن فراهم می‌شود، و اثرات بلندمدتش بعداً معلوم خواهد شد، رشد تولید است. اصولاً تولید کاری است که کوتاه‌مدت نیست. اگر به آن طرف قضیه نگاه کنیم طبق همان آماری که قبلاً داده شد، در این دوره رشد متوسط تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت پنج درصد در سال است؛ یعنی درست است که رشد نقدینگی ادامه یافته و حتی به علی تشدید شده است و من آن علل را تشریح خواهم کرد، اما از طرفی تولید هم بهبود یافته و چون تولید امری بلندمدت است، این حرکت هنوز به شتاب لازم نرسیده، چرا که نقدینگی را می‌توان به سرعت در جامعه بالا برد اما نمی‌توان تولید را به سرعت بالا برد؛ تولید احتیاج به زمینه‌سازی‌هایی دارد که اگر رشد آن اکنون پنج درصد است، با کارهایی که می‌شود و با رهنمودهایی که می‌دهند، باید این رشد تولید ناخالص داخلی ما تثبیت شود.

پس، در تمام دوره ۱۰ ساله که رشد نقدینگی شدید و رشد تولید بسیار بسیار ناچیز بوده، ما وضعیتی داشتیم که رشد بدهی دولت به سیستم بانکی ۲۶ درصد در سال بوده است. طی همین مدت، رشد بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی هر سال ۱۳ درصد بوده است، یعنی نصف رقم بالا. دیگر این‌که بانک مرکزی مجبور بوده است خواست‌های دولت را برآورده کند. دولتی که اولاً اندازه‌اش بزرگ شده، ثانیاً چون در



جنگ است، نیازهایش زیاد است و مجبور است که جبران کند. به زبان ساده بگوییم، بانک مرکزی زورش به دولت نمی‌رسد و تنها کاری که می‌کند، این است که به بخش خصوصی فشار بیاورد و تا حد زیادی نیز کارش موثر است؛ یعنی سعی می‌کند تا آنجایی که ممکن است امکانات وام‌گیری بخش خصوصی را محدود کند تا تورم از آنچه هست، بیش‌تر نشود. شما تا این کار را نکنید، کارآیی بازار پول مختلف می‌شود. چرا؟ به یکی از آن معیارهای یادشده توجه کنید؛ برای این که چنین وضعیتی اجازه نمی‌دهد کسی که قادر به خلق بالاترین بازده است و قادر به تولید بیش‌تر از سرمایه خودش است، از بازار پول استفاده کند. در این نظام، ما این اجازه را به آن شخص نمی‌دهیم. ممکن است در این مدت بهترین مغزهای اقتصادی نیز در آنجا باشند، ولی نتوانسته‌اند استفاده کنند، چون امکانات وام‌دهی نبوده است.

کار دیگری که ما در این مدت کردیم و بازار سرمایه و بازار پولمان را از کارآیی انداختیم، استفاده دایمی از سقف‌های اعتباری است. ما دایماً سقف‌های اعتباری دیکته شده داشته‌ایم. سقف‌های اعتباری ما تا آن حدی که بانک‌های ما و بازار پولی متشکل ما تجهیز منابع می‌کرد، بین مصارف مختلف، برحسب معیارهای بازدهی و ریسک دیکته نشد، بلکه سقف‌هایی بود که بانک مرکزی تایید می‌کرد تا سرمایه‌گذاری شود؛ چنین سقف‌هایی و این‌گونه جیره‌بندی اعتبارات هرگز نتوانست تخصیص بهینه منابع و اعتبارات را ممکن کند.

سقف دیگری که ما داریم، سقفی است که مستقیماً مورد بحث ما نیست، ولی به علت ویژگی‌های اقتصاد ایران، با آن ارتباط حیاتی دارد و آن مسأله کمیسیون تخصیص ارز است. در سال ۱۳۶۳ کمیسیون تخصیص ارز به فکر بودجه‌ارزی می‌افتد؛ فکر بودجه‌ای که به دلار نوشته شود، مطرح می‌شود. می‌دانید که ما می‌توانیم بودجه‌ارزی داشته باشیم، بدون این که بودجه را به دلار بنویسیم؛ می‌شود بودجه آن را به ریال نوشت. شما حق دارید این خرج‌ها را ارزی کنید و معلوم می‌شود که ما چقدر می‌توانیم از خارج خرید کنیم. کمیسیون تخصیص ارز کمیسیونی است که با تصمیم‌گیری دیوان‌سالارانه جهت حرکت اقتصاد را تعیین می‌کند؛ یعنی ما در یک کمیسیون تصمیم می‌گیریم که نه تنها به بخش‌های مختلف بلکه به فعالیت‌های مختلف در درون هر کدام از آن بخش‌ها، چه قدر ارز بدهیم. شما می‌توانید تصمیم بگیرید و با این تصمیم اقتصاد را به جریان دریاورید، همان‌طور که گاس پلن شوروی همین کار را می‌کرد. کامپیوترهای این ابربرنامه برای تمام اقتصاد شوروی تصمیم می‌گرفت که با آن هدف‌هایی که تعیین شده، چگونه منابع را تقسیم کند؛ می‌شود این کار را کرد، این که مطلوب است یا خیر، موضوع بحث مفصلی است؛ ولی شدنی است. ابزارش این است که یک جدول داده و ستاده‌های عظیم داشته باشیم که معلوم شود بخش‌هایی که به آن‌ها ارز می‌دهیم و فعالیت‌هایی که درون هر کدام از این بخش‌ها ارز می‌گیرند، چه اثری بر تمامی اقتصاد دارند. چنین امکاناتی در داخل کمیسیون ارز نیست، اگر هم بود مسأله داشت، همان‌طور که در مورد گاس پلن شوروی هم پرمسأله بود. بنابراین،

تصمیمات با اطلاعاتی که کامل هم نبود، گرفته می‌شد و با فشارهایی که وزارتخانه‌های مختلف وارد می‌آوردند، ارز توزیع می‌شد.

پس از نظر ارزی ما دارای چنین اقتصادی هستیم که بیش از ۹۰ درصد درآمد ارزی

در دست دولت است و اگر آن عرضه‌کنندهء واحد، ارزی را که در اختیار دارد، به

نحوی که کمیسیون تصمیم می‌گیرد، تقسیم کند، در نتیجه بر کل اقتصاد اثر می‌گذارد،

چون منابع و عرضه‌کنندگان دیگری وجود ندارند که تصمیمات آن واحد را خنثی کنند

و هر تصمیمی که دولت بگیرد، شکل‌دهندهء کل اقتصاد است.