

برابر است. در واقع تمام منابع پس انداز شده در بازار پول (تراوشات) مجدداً در بازار دیگری به سرمایه گذاری (تزریق) تبدیل می شوند. البته برخی معتقدند که وجود بازارهای پولی قوی و کارا می تواند از یک واحد پس انداز، بیش از یک واحد سرمایه گذاری ایجاد کند. این امر، در ادبیات اقتصادی، "حد نهایی کارایی ابزارهای بازار پول و سرمایه" نام گرفته است. بر این اساس عوامل کاهشده پس انداز در یک کشور موجب کاهش سرمایه

نویه خود سبب افزایش پایه پولی می شود. تورم، نتیجه گریزناپذیر این دو فرایند است و کاهش بازده واقعی بورس را در پی خواهد داشت. در میان این چهار طرح، طرح کاهش نرخ سود بانکی، بیشترین تأثیر را بر بازار اوراق بهادار خواهد گذاشت. دلیل این امر را می توان چنین توضیح داد: طبق قانون "والراس" در یک اقتصاد دو بخشی در حال تعادل، همیشه میزان پس اندازها با میزان سرمایه گذاری

تا کنون چهار طرح اقتصادی در مجلس شورای اسلامی ارائه شده که بحث های زیادی در میان اقتصاددانان برانگیخته و مخالفان و موافقان، نظرات گوناگونی در باره هر یک ابراز کرده اند. این طرح ها عبارتند از: طرح تثبیت قیمت ها، کاهش نرخ سود بانکی، متوازن کردن بودجه و واقعی کردن نرخ ارز. در این مقاله به تأثیر این طرح ها بر بازار اوراق بهادار پرداخته شده است.

بررسی تأثیرات سیاست های جدید مجلس بر بازار مالی

# چهار طرح، دو چشم انداز

علینقی رفیعی امام



گذاری در آن کشور می شوند. از سوی دیگر نیک می دانیم که رابطه میان نرخ بهره و میزان پس انداز و سرمایه گذاری کاملاً مشخص و متفاوت است. به بیان روشن تر، رابطه میان میزان پس انداز و نرخ بهره، رابطه ای مثبت و ارتباط میان میزان سرمایه گذاری و نرخ بهره رابطه ای کاملاً منفی است. بدین معنا که افزایش نرخ بهره سبب افزایش میزان پس اندازها و در مقابل موجب کاهش میزان سرمایه گذاری می شود.

در نظام بازار، نرخ تعادلی بهره بر اساس عرضه و تقاضای پس انداز و سرمایه گذاری و در واقع به گونه ای

طرح تثبیت قیمت ها، که عمدتاً معطوف به کنترل قیمت حامل های انرژی است، می تواند هزینه تولید شرکت ها را کاهش داده، سبب افزایش سودآوری آن ها در سال های آتی شود. همچنین سیاست تثبیت نرخ ارز مسیر ورود سرمایه ایرانیان مقیم خارج را به بازار کشور هموار می کند. در عین حال، جذب این نقدینگی از سوی بازار بورس اوراق بهادار سبب رونق بازار سهام کشور خواهد شد.

در مقابل، طرح تثبیت قیمت ها، موجب کسری بودجه می شود. کاربرد روش های تأمین کسری بودجه نیز به

**سرمایه گذاری که از ریسک پذیری بیشتر برخوردارند جذب بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار می شوند**



## شرکتهایی همچون سرمایه گذاری غدیر، بانک ملی و صندوق بازنشستگی چنان متورم شده اند که به راحتی می‌توانند بر روی شاخص‌های بورس تأثیر بگذارند

حال باید به پاسخ این پرسش پرداخت که با کاهش سود تسهیلات بانکی، که به طبع کاهش سود سپرده‌ها را در پی خواهد داشت، آیا سپرده‌گذاران همچنان به پس انداز در بانک‌ها تمایل خواهند داشت؟ همین پرسش در باره رویکرد عموم مردم به خرید اوراق مشارکت نیز صادق است. زیرا در پی کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی، لاجرم نرخ سود اوراق مشارکت نیز در دوره‌های آتی کاهش خواهد یافت.

با توجه به ناتوانی عموم مردم برای سرمایه‌گذاری در بخش زمین و مسکن و یا خرید کالاهای با دوام و رفاهی برای حفظ قدرت خرید، به نظر می‌رسد بیشتر سرمایه‌گذارانی که از ریسک‌پذیری بیشتر برخوردارند، جذب بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار کشور شوند. ورود این سرمایه‌گذاران جدید نه تنها سبب رونق بیشتر بورس اوراق بهادار می‌شود، بلکه به تقویت احساس امنیت در کشور نیز کمک می‌کند. در سطحی وسیع‌تر، از میزان ریسک سرمایه‌گذاری در کشور خواهد کاست و زمینه ورود سرمایه خارجی را به کشور مساعد می‌کند. این نتایج، به نوبه خود، سبب سرمایه‌گذاری بیشتر و رشد اقتصادی کشور خواهند شد. (آخرین مطالعات در خصوص انتقال سرمایه بین کشورها، نشان می‌دهد که جریان سرمایه بیشتر از آنکه به نرخ بهره بستگی داشته باشد با امنیت سرمایه در کشور مقصد ارتباط دارد).

در عمل باید به موضوع مهم دیگری نیز توجه کرد: با توجه به اینکه بیش از ۸۰ درصد سپرده‌گذاران بانک‌ها

(کشور) در مقابل ۱۷ میلیون سپرده‌گذار، نشان از ریسک‌گریز بودن عموم مردم و فقدان فرهنگ سهامداری در کشور دارد. البته در سال‌های اخیر این رویکرد عمومی تا حدودی در کشور تعدیل شده است؛ به طوری که تعداد خریداران سهام در بازار بورس از ابتدای سال ۱۳۸۲ تا شهریور ۸۳ یعنی در یک دوره زمانی ۱۸ ماهه، بیش از ۶۰۰ درصد رشد داشته است. دلیل عمده این امر، که نشان دهنده توان بالقوه جامعه برای پذیرش ریسک برای به دست آوردن سود بیشتر است، بازده مطلوب بورس در سال ۸۲ بود.

## علی‌رغم نرخ‌های کنونی سود تسهیلات در نظام بانکی و بوروکراسی حاکم بر این نظام، هم اینک تقاضا برای دریافت تسهیلات سه برابر اعتبارات موجود است

تعیین می‌شود که میان پس انداز و سرمایه‌گذاری تعادل برقرار گردد. اما در سیستم دستوری تعیین نرخ بهره، همواره احتمال بروز عدم تعادل در بازار وجود دارد. برای مثال به گفته رئیس کل بانک مرکزی، هم اکنون با توجه به نرخ بهره، میزان تقاضا برای اخذ تسهیلات بانکی، سه برابر منابع موجود است. این امر، خود دلیلی بر ناکارایی نظام بانکی کشور است. البته وجود ناکارایی پنهان (X-inefficiency) در سیستم بانکی کشور بر کسی پوشیده نیست. چه بسا سیاست اخیر مجلس بتواند ناکارایی پنهان سیستم بانکی را بیشتر نمایان ساخته، آن را به سمت سیستمی کارا هدایت کند.

بر اساس فرمول  $(p = x/r)$  که بر تعیین قیمت اوراق بهادار حاکم است یعنی اگر در یک سال، سود مشخصی به میزان  $x$  واحد به اوراق بهادار بدون سررسید تعلق گیرد و قیمت اوراق بهادار  $p$  باشد، نرخ بازده اوراق بهادار  $r$  خواهد بود. این امر نشان از رابطه‌ای منفی میان قیمت اوراق بهادار و نرخ بازده دارد.

نرخ بازده اوراق بهادار نیز به نوبه خود ارتباط نزدیکی با نرخ بهره بازار دارد. بدین معنی که انتظار کاهش نرخ بهره در آینده، موجب افزایش قیمت اوراق بهادار و افزایش انتظارات سهامداران از بازار و افزایش شاخص  $E/P$  بورس خواهد شد.

طبق تازه‌ترین آمار بیان شده از سوی رئیس کل بانک مرکزی، بیش از ۲۰ میلیون سپرده‌گذار در بانک‌های کشور وجود دارد که سپرده حدود ۸۰ درصد آن‌ها کمتر از صد هزار تومان است. این آمار به خوبی نشان دهنده حجم و شمار سپرده‌های اجباری در نظام بانکی کشور است. به بیان دیگر، سرمایه‌های اندکی در اختیار شهروندان است که به دلیل ناتوانی آنان در سرمایه‌گذاری مستقیم، خرید کالاهای حافظ قدرت خرید پول (مانند مسکن، زمین، ...) و نیز خرید کالاهای مصرفی و رفاهی همچون اتومبیل، تلفن همراه و کالاهای لوکس، به اجبار در بانک‌ها سپرده‌گذاری شده‌اند.

البته در این میان می‌توان به دو بدیل دیگر برای این سرمایه‌های اندک اشاره کرد: یکی خرید اوراق مشارکت و دیگری خرید سهام که هر دو، سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار محسوب می‌شوند.

خرید اوراق مشارکت به دلیل سود مشخص و تضمین شده آن دقیقاً وضعیتی همچون سپرده‌گذاری بدون خطر را در بانک‌ها دارد. با این تفاوت که برخلاف سپرده‌گذاری در بانک‌ها، اوراق مشارکت در ایران در زمانهای مشخص و برای مدتی کوتاه عرضه می‌شوند.

از سوی دیگر گرچه سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار و خرید سهام با همان سرمایه‌های اندک ۱۰۰ هزار تومانی نیز میسر است، ولی به دلیل وجود ریسک سرمایه‌گذاری در این بازار، عموم مردم، که از ریسک‌گریزانند، از ورود به بازار سهام پرهیز کرده، ترجیح می‌دهند سپرده‌های اندک خود را در بانک‌ها حفظ کنند. وجود ۲/۵ میلیون سهامدار (کمتر از ۵ درصد جمعیت



از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است:

نخست آنکه حتی اگر هر سه مصوبه مجلس نیز قابلیت اجرا بیابند تنها می‌توانند در مقام عوامل بیرونی، بر بازار بورس مؤثر افتند. تجربه به روشنی گواه آن است که بورس ایران - همچون اقتصاد ایران - بیش از اینکه به تئوری‌های اقتصادی پای‌بند باشد نسبت به واقعیت‌های جامعه واکنش نشان می‌دهد؛ واقعیت‌هایی که گاه از منطق رایج اقتصادی نیز تبعیت نکنند. بنابراین بهتر است قانونگذاران، سیاست‌های خود را با واقعیت‌های مشخص جامعه هماهنگ سازند و نه تئوری‌های مجرد اقتصادی. نکته دوم، بورس تهران از مشکل دیرپای ساختاری در رنج است. در حقیقت ساختار بورس در کشور بی‌شبهت به ساختار اقتصاد ایران نیست؛ همچنان که اقتصاد کشور، تک محصولی و متکی به بازار فروش نفت خام است، بورس نیز به بازاری تک شرکتی و یا تک صنعتی تبدیل شده است. شرکت‌هایی همچون "سرمایه‌گذاری غدیر" و یا "سرمایه‌گذاری بانک ملی" و "صندوق بازنشستگی" چنان در سال‌های اخیر متورم شده‌اند که به راحتی می‌توانند بر روند شاخص‌های بورس تأثیر بگذارند. یا همچنان که می‌دانیم صنعت سیمان به تنهایی بیش از ۳۰ درصد ارزش بازار تهران را شامل می‌شود، این در حالی است که سیمان از جمله محصولات است که در سبد حمایتی مصرف‌کننده قرار دارد و قیمت آن توسط وزارت بازرگانی تعیین می‌شود. به بیان دیگر وزیر بازرگانی اقتدار تعیین تکلیف بیش از ۳۰ درصد ارزش بازار بورس تهران را داراست و سیاست‌های اتخاذ شده از طرف این وزارتخانه در خصوص قیمت‌گذاری محصول سیمان به راحتی می‌تواند سبب رکود و یا رونق بازار بورس تهران شود.

از همین رو نیز هست که بر ضرورت بهینه‌سازی

ساختار کنونی بورس تهران تأکید می‌شود. ●

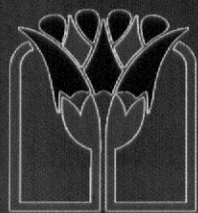
گیرندگان این گونه تسهیلات از نوعی رانت بهره‌مند می‌شوند. کاهش نرخ سود بانکی این رانت را افزایش داده، سبب تجهیز بازار غیر متشکل پولی به موازات سیستم بانکی کشور می‌شود. (پدیده‌ای همچون شرکت‌های مضاربه‌ای که در سال‌های دهه ۶۰ شاهد آن بودیم) چنین عارضه‌ای نه تنها مانع افزایش سرمایه‌گذاری واقعی در کشور، شیوع دلال‌بازی و ایجاد شغل‌های کاذب در کشور می‌شود، بلکه سپرده‌گذاران و سپرده‌های موجود در بانک‌ها را، به جای حرکت به سوی بازار اوراق بهادار، جذب این بازار موازی غیر متشکل همچون شرکت‌های مضاربه‌ای دهه ۶۰ خواهد کرد.

برای جلوگیری از این آسیب احتمالی، لازم است پست‌های مناسب برای سیاست کاهش نرخ سود تسهیلات فراهم شود و فرهنگ سهامداری در کشور بیشتر رواج یابد. در این میان به ویژه توجه به دو موضوع

**بیست میلیون سپرده‌گذار  
در بانک‌های کشور وجود  
دارد که سپرده‌های حدود  
۸۰ درصد آنها کمتر از  
۱۰۰ هزار تومان است**

کمتر از ۱۰۰ هزار تومان پس‌انداز دارند و با در نظر گرفتن میزان تورم، می‌توان گفت که این گروه نه تنها سود واقعی دریافت نکرده‌اند، بلکه در مواقعی سود دریافتی آن‌ها منفی نیز بوده است. با این همه براساس آمارهای بانک مرکزی، پس‌انداز مردم نزد بانک‌ها در سال‌های اخیر رشد داشته است. بدین ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که ۸۰ درصد سپرده‌گذاران بدون توجه به افزایش یا کاهش نرخ سود و بهره بانکی، سپرده‌های خود را در بانک‌ها حفظ می‌کنند. اما رفتار ۲۰ درصد باقی‌مانده سپرده‌گذاران در برابر کاهش نرخ سود بانکی چیست؟ این گروه در زمره کسانی هستند که از تسهیلات بانکی استفاده می‌کنند و در حقیقت از جمله مشتریان پروپاقرص بانک‌ها به شمار می‌روند. در واقع هدف آنان از پس‌انداز در نظام بانکی بهره‌مندی از سود سپرده‌ها نیست، بلکه دریافت تسهیلات بانکی است. به همین دلیل کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی نه تنها این گروه را از بانک‌ها گریزان نمی‌کند، بلکه آنان حاضرند برای گرفتن تسهیلات بیشتر و با نرخ بهره کمتر مبلغ بیشتری نزد بانک‌ها پس‌انداز کنند؛ به ویژه از آن رو که نفع‌شان در دریافت تسهیلات بانکی به مراتب بیشتر از سود اندکی است که به پس‌اندازشان تعلق می‌گیرد. به بیان دیگر و در یک چشم‌انداز کلی نه تنها از میزان سپرده‌ها نزد نظام بانکی کاسته نمی‌شود، بلکه این سپرده‌گذاران از سیستم بانکی جدا و جذب بازارهای دیگر مانند بورس اوراق بهادار نمی‌شوند.

همچنان که اشاره شد علی‌رغم نرخ‌های کنونی سود تسهیلات در نظام بانکی و بوروکراسی حاکم بر این نظام، هم‌اینک تقاضا برای دریافت تسهیلات سه برابر اعتبارات موجود است. در عین حال با توجه به نرخ تسهیلات بازار، که دو تا سه برابر نرخ تسهیلات بانکی است،



بانک پارسیان

تسهیلات مسکن بدون اخذ سپرده تا

۷۰٪

قیمت کارشناسی

جهت کسب اطلاعات بیشتر به شعب بانک پارسیان  
مراجعه فرمائید.



CAR/NIK / 8324226-7

PARSIAN BANK

تلفن ادارات مرکزی : (۲۱خط) ۸۹۷۹۳۳۳۳    تلفن گویا : (۵خط) ۸۹۸۱۶۲۲

[www.parsian-bank.com](http://www.parsian-bank.com)