

**ساز و کار تعیین نرخ سود بانکی و  
بررسی امکان شناورسازی آن**

محمد طیبیان \*

\* استاد دانشگاه

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۳۰۷	چکیده.....
۳۰۸	مقدمه.....
۳۰۹	۱- گرفتاری تاریخی با مفهوم ربا.....
۳۱۵	۲- در باب ذات نرخ بهره از دیدگاه رویکرد عقلی.....
۳۱۹	۳- تعیین نرخ بهره و سیاستگذاری اقتصادی.....
۳۲۲	۴- نقش رجحان زمانی.....
	۵- انگیزه‌های جدید در ورود به تصمیم‌گیری‌های پولی و نوسان‌های بی‌سابقه در
۳۲۵	کمیت‌های مربوط.....

## فهرست نمودارها

صفحه	عنوان
۳۱۹	نمودار ۱- روند رشد تولید ملی و نرخ بهره حقیقی اوراق قرضه ده ساله .....
۳۲۷	نمودار ۲-نقدینگی و تغییرات اول تا سوم آن ۱۳۴۶-۱۳۸۸.....
۳۲۸	نمودار ۳- پس مانده‌های برازش الگوی ARIMA در داده‌های نقدینگی ۱۳۴۶-۱۳۸۸.....
	نمودار ۴- پس مانده‌های برازش الگوی ARIMA در داده‌های بدهی بخش غیردولتی به نظام
۳۲۹	بانکی ۱۳۴۶-۱۳۸۸ .....
۳۳۰	نمودار ۵- نوسان در کمیت‌های عمده پولی از سال ۱۳۸۶ به بعد.....
۳۳۱	نمودار ۶- تغییر روند برخی از کمیت‌های پولی و بانکی .....
	نمودار ۷- تغییر روند سپرده‌های دیداری، پس‌انداز و مدت دار و بدهی بخش غیردولتی
۳۳۲	به نظام بانکی .....
۳۳۲	نمودار ۸- تغییرات در سپرده دیداری، پس‌انداز و بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی.....

### چکیده

در این مقاله مسئله چگونگی تعیین نرخ بهره مورد توجه قرار گرفته است. این موضوع از زاویه مرور تجربه تاریخی و تحول در مبانی نظری بررسی شده است. در پایان نیز برخی از روندهای آماری مرور شده و نتایج مباحث جمع‌بندی شده است. نرخ بهره قابل مشاهده بازار دارای سه جزء عمده است. نرخ بهره خالص، عامل ریسک کار آفرینی و عامل نرخ تورم انتظاری. هدف سیاست‌های پولی معمولاً اثرگذاری بر جزء اول این کمیت است. اجزای دیگر را احیاناً با ابزارهای سیاستگذاری دیگری نیز می‌توان تحت تأثیر قرار داد که خارج از این بحث است. در بخش اول این مقاله تحول تاریخی مفهوم بهره همراه با ظهور بانک‌ها بررسی شده است. در مبحث بعد به اهمیت بازارهای مالی در حیات جوامع در حدود سه قرن اخیر و نرخ بهره در امکان کارکرد این بازارها پرداخته شده است. بخش سوم به تحول نظری درباره تعیین نرخ بهره توجه شده است. در بخش اول و دوم خواهیم دید که چگونه مسائلی که سایر جوامع در مسیر تاریخی با آن روبه‌رو بوده‌اند با شرایط کشور ما نیز سنخیت داشته و استفاده از آن تجارب ضروری است. از آنجا که نرخ بهره نیز یک قیمت اقتصادی است که در اصل از کارکردهای درونی نظام اقتصادی نتیجه می‌شود در بخش پایانی خواهیم دید که تلاش در اعمال نرخ‌های بهره دستوری چگونه می‌تواند اختلال‌های عمیقی در روندهای پولی و نظم اقتصادی کشور ایجاد کند.

## مقدمه

فیلم مستند "عروج پول- تاریخ مالی جهان" که نیال فرگوسن<sup>۱</sup>، استاد تاریخ و تجارت دانشگاه هاروارد تهیه کرد، در سال ۲۰۰۹ برنده جایزه ایمی<sup>۲</sup> به عنوان بهترین مستند سال شد. این مستند همچنین به صورت کتاب منتشر شده است. او در این مستند به درستی نتیجه می‌گیرد که تاریخ مالی در واقع تاریخ بنیادین در پشت سر تمامی تاریخ است. نه فقط اینکه نقش بخش مالی یک نقش سازنده و تخریب‌کننده عظیم در زندگی تک‌تک انسان‌ها است، بلکه بخش مالی و پولی نقش اساسی در شکل‌گیری بسیاری از حوادث مهم تاریخ و به‌خصوص چند قرن اخیر داشته است. بحران‌های مالی و پولی زمینه‌ساز انقلاب‌ها بوده و تأمین مالی، سرنوشت بسیاری از جنگ‌ها را به شکست و یا پیروزی سوق داده است. بانک‌های نویناد خانواده مدیچی، رنسانس را تأمین مالی کرد و نام‌های بزرگی در این عصر از میکل آنژ، داوینچی تا گالیله که رساله معروف خود را در سال ۱۶۱۰ به بزرگ این خانواده کاسیمو دوم<sup>۳</sup> اهداء کرد، از طریق این خانواده تأمین مالی شدند. این خانواده اولین بانک به معنای امروزی را به نام بانک مدیچی در فلورانس در قرن ۱۵ میلادی پایه‌گذاری کردند. ثروت و قدرت این خانواده بیش از دو قرن دوام یافت و به‌دلیل حمایت از معماری، نقاشی و فرهنگ در تاریخ به نام پدرخوانده رونسانس مشهور هستند. از سوی دیگر جان لا با ایجاد بحران ناخواسته از طریق ابتکارهای مالی خود مالیه فرانسه را به مخروبه تبدیل کرد و به گواهی تاریخ‌دانان زمینه را برای انقلاب فرانسه مهیا کرد. خانواده بانکی راتزچایلد از طریق تأمین مالی جنگ واترلو به پیروزی انگلستان و شکست فرانسه کمک شایان توجهی کرد.

تاریخ مالی و پولی نیز در کارکردهای عظیم خود چنانکه در چند قرن اخیر شاهد آن بوده‌ایم و در کانون رشد خیره‌کننده جوامع غربی قرار داشته است، در بطن خود یک متغیر تعیین‌کننده دارد و آن نیز نرخ بهره است. بدون درک صحیح این متغیر، بازارهای مالی یا اصولاً شکل نمی‌گیرند و یا شکل‌گیری آن‌ها همراه با تخریب و ضایعه بی‌مانند در صحنه اقتصاد و جامعه همراه خواهد بود. شاید برای درک این مفهوم و توضیح درباره این مضمون توجه به حوادث تاریخی و سیر تحول بازارهای مالی روشن‌گر باشد. زیرا در کشور ما نیز مجموعه‌ای از برداشت‌های نادرست و یا ناکامل همراه با اهداف و منافع خاص از سال‌های پیش از انقلاب تا کنون این مفهوم

<sup>1</sup> Niall Ferguson

<sup>2</sup> 2009 International Emmy award recipient for the best documentary

<sup>3</sup> Cosimo II de Medici

را مخدوش و آشفته کرده و مانع آن شده است که بخش پولی و مالی اقتصاد در چارچوب بازارهای کارکردی در کشور ما شکل بگیرد. می‌توان گفت که تا حد قابل ملاحظه‌ای، به دلیل نقصان این بخش‌ها بوده است که سایر بخش‌های اقتصاد کشور ما نیز نتوانسته از یک رشد درونی و پویا بهره‌مند شود.

### ۱- گرفتاری تاریخی با مفهوم ربا

شرح این رویکرد را می‌بایست به دلایل مشخص از دید حوادث چند سده اخیر اروپا و کشورهای غربی بیان کرد. زیرا تحولات بازارها و سامانه‌های مالی و پولی همراه با بزرگترین آثار مثبت و منفی آن در این کشورها قابل ردگیری است. نمی‌توان تاریخ و همچنین کارکرد بازارهای مالی و پولی را بررسی کرد، بی‌آنکه به یک متغیر اساسی توجه کرد و آن نیز نرخ بهره است. متغیری که در یک دامنه وسیع از مباحث، از غارت رباخواران خون‌آشام تا بازده به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، در مورد آن سخن سرایی شده و به هر حال تلاش برای حذف آن نیز حذف کلیه بازارهای مالی و پولی را اجتناب ناپذیر می‌کرده است.

در تمام ادیان ابراهیمی بر حرمت ربا تأکید شده و پیروان از رباخواری منع شده‌اند. این امر برای پیروان دین یهود به صورت حرمت ربا به هم‌کیشان و در آیین مسیحی<sup>۱</sup> و اسلام به نظر می‌رسد حرمت رباخواری برای پیروان، بیشتر وجه عام و همه‌گیر داشته باشد. این امر در قرآن کریم نیز در آیات مختلف تصریح شده است.<sup>۲</sup> دلیل این حرمت نیز قاعدتاً می‌بایست به عوامل تاریخی و شرایط اقتصادی دوران کهن و تجارب جوامع مربوط باشد. در آیات قرآن کریم به روشنی زشتی ربا خواری به مسئله ظلم ربط داده شده و مبنای غیراخلاقی ربا زمینه روابط ظالمانه تلقی شده است.<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> در کتاب کمندی الهی دانته با الهام از آموزش‌های دینی کاتولیک و همچنین آثار ادبی پیش از مسیحیت اروپا، جایگاه جمع نزول خوارها در حلقه مرکزی طبقه هفتم جهنم تعیین شده است. نقاشی‌های تزئینی کلیساهای اروپا سرنوشت نزول‌خواران نیز همراه با سایر گناهکاران در جهنم ترسیم کرده است.

<sup>۲</sup> ثابت، سید عبدالحمید. ابزارهای نوین تأمین مالی، در محمد طبیبیان (تدوین کننده) "تجربه دو دهه بانکداری اسلامی و چالش‌های پیش‌رو: ابعاد نظری، ساختاری و اجرایی"، مجموعه مقالات پنزهمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی بانکداری، تهران ۱۳۸۳.

<sup>۳</sup> برای نمونه آیات ۲۷۶ تا ۲۸۰ سوره بقره.

درک این مطلب نیز دور از ذهن نیست. زیرا در جوامعی که اصولاً برای مدت‌های طولانی و بازه‌های زمانی در حد قرن‌ها نرخ رشد اقتصادی در حد صفر بوده و نرخ تورم نیز به همین ترتیب بوده است و ساز و کاری برای خلق پول به جز ضرب مسکوک وجود نداشته کمیابی وسیله مبادله، قدرت انحصاری قابل ملاحظه‌ای را در اختیار کسانی قرار می‌داده که به منابع پول نقد مازاد و قابل وام‌دهی دسترسی داشته‌اند. این افراد، از این طریق می‌توانسته‌اند رانت انحصاری قابل ملاحظه‌ای را به خود منتقل کنند. به خصوص بسیاری از وام‌ها نه برای تجارت و تولید بلکه به دلیل درماندگی و نیاز اضطراری وام‌گیرنده در شرایط بحرانی زندگی و هنگامی که ساز و کارهای امدادی و رفاهی امروزی مطرح نبوده است، اخذ می‌شده است. چنانکه در تاریخ غیرمعمول نبوده است که بدهکارانی که نمی‌توانسته‌اند از عهده تأدیه وام و بهره سنگین آن برآیند، آزادی خود را کلاً از دست می‌دادند و به‌صورت برده طلبکار در می‌آمدند.

شاید رایج‌ترین تصویر تمثیلی و دراماتیک از روال تأمین اعتبار در مراکز تجاری مهم اروپا تا قرن پانزدهم را بتوان در اثر شکسپیر به نام "تاجر ونیزی" درک کرد. این نمایشنامه، داستانی است که در اطراف عملکرد یک نزول‌خوار تنظیم شده که فردی است یهودی به نام شایلاک. او در یک قرارداد وام شرطی را تصریح می‌کند که اگر وام‌گیرنده قادر به بازپرداخت نبود، شایلاک می‌تواند نیم‌کیلو از گوشت بدن ضامن وام را ببرد. این ضامن خود تاجری است در آستانه از دست دادن مال‌التجاره و مورد نفرت شایلاک، به دلیل سابقه اعطای وام بدون بهره<sup>۱</sup> به نیازمندان شرط ضمن عقد اگر تحقق می‌یافت به معنی مرگ کسی بود که نیم‌کیلو از گوشت بدن او بریده می‌شد. که خود اشاره تمثیلی است بر هزینه بسیار بالای ورود به فعالیت اخذ اعتبار. بی‌گمان وام‌گیرنده هم برای امری مانند خواستگاری نیازمند به این پول بوده و نه برای تجارت و تولید. این درام شکسپیر شاید داستانی گویا از شرایط رایج در مراکز مهم تجاری جهان مانند ونیز بود. در این جوامع تأمین اعتبار به گروه‌های حاشیه‌ای جوامع مانند یهودیان فرو نهاده شده بود. زیرا به دلیل حرمت آن توسط کلیسا، مؤمنان مسیحی به این کار مبادرت نمی‌ورزیدند و البته اگر هم مبادرت می‌ورزیدند با خطر پیگرد و تنبیه کلیسا که بسیار بی‌رحمانه و خشن نیز بود روبه‌رو می‌شدند.

این امور جزء فعالیت‌های حاشیه‌ای معدودی بود که برای یهودیان مجاز و یا لاقلاً قابل اغماض تلقی می‌شد. در اروپای آن زمان این اقلیت از فعالیت‌های متعارف و محل‌های متعارف

<sup>۱</sup> خلاصه داستان "تاجر ونیزی" اثر شکسپیر در کتاب زیر آمده است:

مینوی، مجتبی، "پانزده گفتار"، انتشارات توس، تهران ۱۳۶۷ صفحه ۱۴۰.

زندگی کنار زده می‌شدند و در نتیجه اموری مانند تأمین مالی به دخمه‌ها و زاغه نشین‌های کثیف و افرادی که عملکرد آن‌ها با کینه و نفرت و تعصب اکثریت جامعه رو به‌رو می‌شد واگذار می‌گردید. البته عاقبت کار شایلاک در نمایشنامه شکسپیر نیز به‌صورت نمادین نکته‌ای از اوضاع آن زمان را ترسیم می‌کند. دادگاه ادعای شایلاک را تأیید می‌کند: وفای به عهد معتبر است. لیکن دادگاه علاوه بر این تأکید، او را محکوم می‌کند که چون نقشه مرگ یک برادر مسیحی را در سر داشته اموال او بین بدهکار مورد شکایت و دولت تقسیم شود. لیکن او با قبول آیین مسیحی و غسل تعمید از این ماجرا با نیمی از ثروت خود جان سالم به در می‌برد. به این معنا که فعالیت تأمین اعتبار با انواع خطر کردها، نه فقط برای وام‌گیرنده، بلکه وام‌دهنده نیز رو به‌رو بوده و به-خصوص این خطرها برای اقلیتی حاشیه‌نشین درخور توجه بوده است. در بحران‌های اجتماعی مختلف در اروپا محل کار و زندگی این افراد نیز مورد هجوم و غارت افراد حق به جانب از طرف اکثریت جامعه قرار می‌گرفته است. بالابودن ریسک نیز از نظر اقتصادی به معنای هزینه بالای فعالیت و قیمت بالای خدمات است. ریسک با ابعاد دراماتیک نیز به ناگزیر به معنای بهره‌های دراماتیک برای وام است. همین امر به تنهایی کفایت است تا نزول خواری را در حد یک رابطه ظالمانه قرار دهد. اثر ناشی از قیمت‌های انحصاری اعتبار و قیمت ناشی از عرضه ناچیز منابع اعتباری نیز به آن اضافه می‌شود.

از نظر الاهیات کلاسیک اروپایی که تحت تأثیر اندیشه‌های ارسطو بود، ریشه مشروعیت کسب ثروت در دو منشاء شناخته می‌شد. یکی کسب ثروت از منابع طبیعی و دیگری از فعالیت انسانی و مشخصاً هنر. چون نزول خوار منشاء دیگری برای کسب ثروت می‌جوید، گناهکار بوده و نزول خواری فعالیت ناپسند تلقی می‌شد.

منظور از این مرور اجمالی این است که یادآور شویم در ارتباط با نرخ بهره، اروپا نیز با پرسش‌ها و چالش‌های آیینی و اخلاقی مشابه آنچه در کشور ما نیز مطرح بوده مواجه بوده است. در زمانی که از قرن ۱۵ میلادی به بعد تجارت جهانی به نحو بی‌سابقه‌ای توسعه یافت، همراه با توسعه تجارت و تحولات بعد از رنسانس مشخص شد که تأمین اعتبار برای فعالیت‌های تجاری و تولیدی در حال گسترش در اروپا اجتناب‌ناپذیر است. هنگامی که ونیزی‌ها و هلندی‌ها به اکناف جهان شناخته شده آن زمان مسافرت می‌کردند و مسیرهای تجاری تا چین و ژاپن را که رفت و برگشت آن تا دو سال به‌طول می‌انجامید، برای تجارت می‌پیمودند، تأمین مالی چنین فعالیت‌های گسترده بدون وجود بازارهای مالی کارآمدتر و ترتیب‌های کم‌هزینه‌تر مقدور نمی‌بود.



در این زمان و شرایط بود که یک خانواده از تجار فلورانس ابتکارهایی را به کار گرفت که مرکز فعالیت اعتباری را از و نیز به فلورانس منتقل کرد. این واقعیت نیز از چشم بازرگانان کاتولیک دور نمانده بود که قدرت و توان حاصل از تأمین اعتبار را نبایستی در انحصار یهودیان و نیزی و شیوه‌های سنتی آن‌ها رها کرد.

در ابتدای قرن پانزدهم میلادی یک خانواده بازرگان فلورانس، یعنی خانواده مدیچی، متوجه نیاز و ضرورت تجارت و تولید آن روز به منابع اعتباری شد دست به نوآوری‌هایی زد و نخستین بانک بزرگ و بین‌المللی تاریخ را ایجاد کرد و ثروتی را اندوخت که این خانواده را برای دو قرن در ردیف ثروتمندترین خانواده‌های اروپا قرار داد. این نوآوری‌ها به ایجاد بانک مدیچی انجامید. نوآوری‌های این اقدام شامل موارد زیر می‌شد:

الف- یافتن راهی برای مشکل ربا و رفع مانع شرعی کلیسا. برای حل این مشکل نرخ بهره را با کمیسیون دریافتی در ازاء تبدیل ارزهای مختلف به یکدیگر جایگزین کردند. هر چه مدت وام طولانی‌تر بود درصد این کمیسیون نیز بیشتر تعیین می‌شد.

این نیز غیرعادی نبود چون اکثر مشتریان، بازرگانان در تجارت بین‌الملل درگیری بودند<sup>۱</sup> و مشکلی نداشتند برحسب یک واحد پولی وام بگیرند و بر حسب واحد پولی دیگری پس بدهند.

ب- عدم قناعت به سرمایه‌های شخصی بر خلاف آنچه روش نزول‌خوارهای قبلی بود و به جای آن سازماندهی برای جذب پس‌اندار دیگران. برای این منظور نیز پاداشی برای سپرده‌گذاران تعیین می‌کردند تحت عنوان پاداش قبول ریسک. این شیوه نیز منابع در دسترس بانک را افزایش داد و انعطاف کافی برای افزایش عرضه منابع در شرایط افزایش تقاضا فراهم کرد.

ج- تمرکز زدایی جغرافیایی از طریق ایجاد شعب در کشورها و مناطق مختلف و امکان صدور حواله به جای انتقال وجه.

د- استفاده از اطلاعات شعب و نمایندگی‌ها و مشتریان در شناخت فرصت‌های به‌اورزی<sup>۲</sup> و استفاده از اطلاعات در امر وام‌دهی و تعیین اعتبار بازرگانان و کسب منابع جدید اعتبار.

ه- تنوع بخشیدن به فعالیت‌ها.

و- صدور رسید قابل انتقال در مقابل دریافت امانت طلا و یا نقره از مشتریان که مقدمه ایجاد پول اعتباری بود.

ز- نگهداری ذخیره در مقیاس کسری از پس‌اندازها.

<sup>1</sup> en.wikipedia.org/wiki/House\_of\_Medici

<sup>2</sup> Arbitration

ح- به کارگیری اعداد موسوم به اعداد عربی<sup>۱</sup> به جای اعداد مشکل ساز رومی و ابداع حسابداری دوگانه در نگهداری حساب‌های معاملات گسترده.

مجموع این نوآوری‌ها امکان کاهش ریسک، کاهش هزینه مبادله، امکان نظارت کم‌هزینه و استفاده از امتیاز مقیاس و به خصوص گردآوری اطلاعات و بهره‌برداری از آن و جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد و افزایش عرضه اعتبار را به نحوی فراهم کرد که کار بانکداری حرفه‌ای به فعالیتی مورد احترام و اجتناب ناپذیر تبدیل شد. به زودی این فعالیت گسترش یافت، به نحوی که نیمی از مردم فلورانس کارمندان بانک مدیچی بودند و ثروت و مکنتی بی‌سابقه برای این شهر و خانواده مدیچی فراهم آمد و به رواج هنر و معماری در حد بی‌سابقه نیز منجر شد.

فاصله این نوع فعالیت‌ها با نزول خواری به حدی بود که از نظر کلیسا مشکل قابل طرحی وجود نداشت و حتی در کلیسای کاتولیک دو پاپ از این خانواده انتخاب شدند. چنانکه در بخش-های بعدی اشاره خواهد شد، بسیاری از این فعالیت‌ها در بازارهای مالی و واسطه‌گری مالی طی چند قرن بعد تکامل یافته و جنبه کانونی یافت.

در همان دوران بود که نوآوری دیگری نیز در دولت شهرهای ایتالیا انجام شد و خود حرکت بزرگی را در ارائه ابزارهای مالی فراهم آورد و آن نیز ابداع اوراق قرضه بود. شهرهای درگیر در جنگ به جای اخذ مالیات، اقدام به نشر اوراق قرضه کرده و به این اوراق بهره پرداخت می‌کردند. این امر تأمین مالی جنگ‌ها را ساده‌تر کرده و نیاز به اخذ مالیات‌های جدید را که موجب نارضایتی عمومی می‌شد، کاهش داد. این ابزار در چند قرن اخیر ابزار مهمی در تأمین مالی دولت‌ها و شرکت‌ها بوده است.

تجربه بانک مدیچی و نوآوری‌های جدید، از جمله امکان بالقوه اوراق قرضه در تأمین مالی، از دید بازرگانان یهودی نیز دور نماند و یک خانواده یهودی آلمانی به نام راتزچیلد<sup>۲</sup> از قرن هجدهم فعالیت‌های بانکداری وسیعی را در اروپا به اجرا در آوردند و هرکدام از پنج برادر این خانواده در کشوری مستقر شدند (آلمان، اتریش، انگلستان، فرانسه، اسپانیا) و با همکاری در امر بانکداری و تأمین مالی برای دو قرن بر بازارهای مالی جهان تسلط یافتند<sup>۳</sup>. این خانواده با ایجاد شبکه بزرگی از امکانات حمل و نقل و پیک و چاپار و پرداخت حواله‌ای، ثروت بی‌نظیری اندوختند. به خصوص تأمین مالی دولت‌ها و ارائه خدمات مالی به آن‌ها از نوآوری‌های این خانواده بود. شاید از مهم‌ترین

<sup>۱</sup> در واقع سیستم اعداد دهگان که خوارزمی از هند اخذ کرد و با ابداع صفر تکمیل و به جهان معرفی کرد.

<sup>۲</sup> Rothschild

<sup>۳</sup> en.wikipedia.org/wiki/Rothschild\_family

کارهای آن‌ها تأمین مالی (انتشار اوراق قرضه برای دولت) و پول‌رسانی به نیروی‌های انگلیسی و متحدان آن‌ها و انتقال طلا در شرایط ناامن اروپا طی جنگ‌های ناپلئون (۱۸۱۵-۱۸۱۳) برای پرداخت حقوق و تدارکات نیروهای نظامی بود. گفته می‌شود که ناتان راتزچیلد در لندن خبر شکست ناپلئون در جنگ واترلو را یک روز پیش از اینکه پیک‌های حکومتی ارتش این خبر را به لندن برسانند، از طریق نظام اطلاعاتی شبکه راتزچیلد در یافت کرد و همین امر نیز او را قادر به خرید حجم چشمگیری از اوراق قرضه دولتی کرد که با دریافت خبر پیروزی انگستان، ارزش آن‌ها افزایش یافت. تشکیلات مالی این خانواده در دوران انقلاب صنعتی بسیاری از پروژه‌های بزرگ مانند راه‌آهن و احداث کانال سوئز را تأمین مالی کرد و از جمله در جنگ‌های ژاپن و روسیه در اوائل قرن بیستم برای دولت ژاپن اقدام به فروش اوراق قرضه و تأمین مالی کرد. افراد این خانواده در اتریش و انگلستان صاحب عناوین اشرافی شده و در سیاست نیز صاحب نفوذ بودند، چنانکه در قرن نوزدهم این خانواده را حاکمان مالی کشورها لقب دادند. در سال ۱۹۱۷ والتر راتزچیلد نقش اساسی در بیانیه بالفور<sup>۱</sup> ایفا کرد که دولت انگلستان را وادار به شناخت حکومت صهیونیستی در فلسطین کرد.

در سایت اینترنتی بانک راتزچیلد که هنوز هم از بانک‌های مهم است، این بانک به صورت خلاصه، لیکن گویا چنین معرفی شده است:

" راتزچیلد برای بیش از دوپست سال در مرکز بازارهای مالی جهان قرار داشته است. امروزه این بانک خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری، بانکداری شرکت‌ها، بانکداری خصوصی و خدمات مالی امین (پیماندار)<sup>۲</sup> برای دولت‌ها، شرکت‌ها و افراد در پهنه جهان ارائه می‌کند. این بانک دارای تشکیلاتی جهانی است به نحوی که بتواند در هر کجا که برای مشتری مناسب است خدمات بانکی ارائه کند. از طریق ۴۹ مرکز در ۳۴ کشور از آمریکا تا اروپا و استرالیا مشتریان می‌توانند به ایده‌ها و مهارت‌های راتزچیلد دسترسی داشته باشند این بانک در ردیف بزرگترین بانک‌های خصوصی جهان قرار می‌گیرد. این بانک خود را متعهد به راه و روش پیگیری عملکرد در سطح عالی می‌داند، به همین دلیل نیز بر زمینه‌هایی تمرکز می‌کند که بتواند بهترین کارکرد را داشته باشد. نفوذ و حسن شهرت این بانک از کیفیت نیروی انسانی و جایگاه مشتریان آن سرچشمه می‌گیرد. این امر همراه با فرهنگی که نوآوری عمل‌گرایانه را ارج می‌نهد و اعتقاد به درستی و وقار روشنفکری

<sup>1</sup> Balfour Declaration

<sup>2</sup> Trust services

را ورای سایر کیفیت‌ها قرار می‌دهد، سبب شده است که از آن دست ایده‌های فرصت‌سازی برخوردار شود که در عمل کارکردی و درآیید آرمانی باشند<sup>۱</sup>.  
 گرچه تا قرن هجدهم نقش نظام مالی در موفقیت و شکست صنایع و بازرگانی مشخص بود، لیکن این تجربه نشان داد که چگونه نظام مالی می‌تواند در سرنوشت شکست و پیروزی جنگ‌ها و حکومت‌ها نیز مؤثر باشد. این درسی بود که دولت‌های اروپایی هرگز فراموش نکردند. در دوران معاصر نیز کشورهای قدرتمند جدید مانند چین به خوبی متوجه این نکته شده‌اند که بدون یک نظام مالی قوی، یک اقتصاد قوی قابل ایجاد و تداوم نیست. به همین دلیل نیز با اتخاذ سیاست‌های مناسب، بانک‌ها و بازارهای پولی چین در شرق آسیا به رقیب‌های قدرتمندی برای بانک‌ها و بازارهای مالی اروپا و آمریکا تبدیل شده‌اند. این تجربه‌های تاریخی نیز درسی است برای اهل آگاهی، تا از هزینه و آسیب‌های تاریخی که از تبدیل نظام بانکی و مالی کشور به میدان بهره برداری رانت جویان، به اقتصاد کشور وارد می‌شود، درک بهتری حاصل کنند و از آنچه کشور به دلیل نداشتن سامانه مالی، بانکی و پولی قوی از دست می‌دهد ارزیابی واقع‌گرایانه‌ای فرا دست آورند.

## ۲- در باب ذات نرخ بهره از دیدگاه رویکرد عقلی

همان‌گونه که نرخ بهره در میدان مباحث اجتماعی و سیاسی مورد سردرگمی و چالش طولانی مدت بوده، سر درگمی درباره مفهوم و کارکرد نرخ بهره در مباحث نظری اقتصاد نیز بسیار به طول انجامید. بحث متفکران اقتصاد بر این امر متمرکز بود که اصولاً ذات نرخ بهره چیست؟ این نرخ چگونه تعیین می‌شود؟ و چه کارکردهایی دارد؟ در بحث حاضر نیز می‌بایست به این پرسش پاسخی ارائه شود تا بتوان مبنایی عقلی برای استدلال‌هایی که بعداً ارائه می‌شود معرفی کرد.

بررسی شرایط اقتصادی و تجربه جوامع که بخشی از آن به اجمال اشاره شد نشان داد که نرخ بهره به‌نحوی که در مراوده‌های مالی ظاهر می‌شود یک کمیت ترکیبی است و حد اقل از سه جزء تشکیل شده است. یعنی نرخ بهره بازار عبارت است: از نرخ بهره خالص به اضافه ریسک کارآفرینی به اضافه عنصر قدرت خرید پول یا نرخ تورم انتظاری. وجود نرخ‌های ریسک متعدد

<sup>1</sup> <http://www.rothschild.com>

سبب می‌شود که به‌جای یک نرخ بهره یک مجموعه ساختارمند از نرخ‌های بهره وجود داشته باشد که آن ساختار را ساختار ریسک تعیین می‌کند. در این مقاله از بحث درباره عامل ریسک کارآفرینی و مسئله تورم صرف‌نظر می‌کنیم و به مسئله تعیین نرخ بهره خالص می‌پردازیم.

به دلیل اهمیت قابل مشاهده و انکارناپذیر مالیه در حیات کشورها از قرن نوزدهم اقتصاددانان به درک ساز و کار تعیین نرخ بهره توجه خاصی داشتند. کتاب‌های مختلفی به چاپ رسید که بررسی نرخ بهره و چگونگی تعیین و تأثیر آن بر عنوان کتاب نقش بسته بود. در این زمینه اقتصاددانان مکتب اطریش نقش ویژه‌ای ایفا کردند. از کارهای مشهور این دوره موارد زیر قابل ذکر است: بوهن باورک در سال ۱۸۸۹ کتاب "سرمایه و نرخ بهره"<sup>۱</sup> را نوشت. ویکسل در سال ۱۸۹۸ کتاب "بهره و قیمت را منتشر کرد"<sup>۲</sup>، کاسل در سال ۱۹۰۳ کتاب "طبیعت و ضرورت نرخ بهره"<sup>۳</sup> را انتشار داد و کینز در سال ۱۹۳۶ کتاب "نظریه عمومی اشتغال، بهره و پول"<sup>۴</sup> و هایک در سال ۱۹۳۹ کتاب "سود، بهره و سرمایه‌گذاری"<sup>۵</sup> را منتشر کرد.

تا اینکه در نتیجه کار افرادی مانند بوهن باورک (از جمله کتاب سرمایه و بهره) نقش تعیین‌کننده عامل نرخ رجحان زمانی در تعیین نرخ بهره خالص مورد توجه قرار گرفت. بعضی از اقتصاددانان مکتب اطریش مانند لود ویک ون مایرز استدلال می‌کنند که نرخ رجحان زمانی در واقع فقط تعیین کننده نرخ بهره خالص است.

در دیدگاه کینزی نرخ بهره بازار یک عامل ناشی از عدم تعادل است، زیرا در این دیدگاه پس‌انداز را سطح درآمد و سرمایه‌گذاری را انتظار سود بردن سرمایه‌گذاران تعیین می‌کند. نرخ بهره نیز نرخ بازدهی حاشیه‌ای سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری خود ارقام جدید تشکیل سرمایه است که حجم سرمایه انباشت شده را با میزان بهینه آن تطبیق می‌دهد. می‌دانیم که چارچوب کلی اقتصاد کینزی یک اقتصاد غیر تعادلی را معرفی می‌کند که در آن به دلیل چسبندگی قیمت‌ها و دستمزد اسمی بازار کار می‌تواند در تعادل نباشد. این چارچوب پس از وی به وسیله اقتصاددانانی مانند جان هیکس<sup>۶</sup> و دون پتینکین<sup>۷</sup> تکمیل شد و به‌صورت الگوی ISLM

<sup>1</sup> Eugen Boeöhm-Bawerk, *Capital and Interest* (1889)

<sup>2</sup> Knut Wicksell, *Interest and Prices* (1898)

<sup>3</sup> Gustav Cassel, *The Nature and Necessity of Interest* (1903)

<sup>4</sup> John Maynard Keynes, *General Theory of Employment, Interest, and Money* (1936)

<sup>5</sup> Friedrich von Hayek, *Profits, Interest, and Investment* (1939)

<sup>6</sup> John Hicks, *Value and Capital, an Inquiry into some Fundamental Principles of Economic Theory* (1939).

<sup>7</sup> Don Patinkin, *Money, Interest and Prices* (1956)

رسمیت یافت که بخشی از روش تدریس اقتصادکلان را به خود اختصاص داد. بعداً نیز تلفیق نئوکلاسیک آن نیز با اضافه شدن بازارکار و تعیین دستمزد حقیقی و تولید واقعی به این الگو اضافه شد. در این چارچوب نظری اصولاً نرخ بهره همراه با سطح تولید و سطح اشتغال کامل با انتخاب سیاست‌های پول و مالی تعیین می‌شود. در این چارچوب نیز نرخ بهره یک هدف نیست، بلکه اشتغال و تولید هدف سیاست‌گذاری است. سیاست‌گذاری اقتصادی که هدف آن اشتغال کامل است، از طریق سیاست پولی و مالی بر سطح دستمزد حقیقی تأثیر می‌گذارد و در زمان رکود با افزایش سطح قیمت و کاهش دستمزد حقیقی سطح تولید، درآمد و پس‌انداز را افزایش می‌دهد که این امر نیز، در شرایط برابری پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و برابری عرضه و تقاضای پول سطح خاصی از نرخ بهره را به دست می‌دهد. این سطح از نرخ بهره هماهنگی کمیت‌های پولی، مالی و بازده سرمایه‌گذاری ترسیم می‌کند و از یک سو جنبه فیزیکی بازده سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی اقتصاد و از سوی دیگر وجه پولی آن را به دست می‌دهد.

همان‌گونه که اشاره شد اقتصاددانان مکتب اتریشی توجه عمیق‌تری به این مبحث داشته‌اند. حدود یک قرن پیش اقتصاددان سوئدی ویکسل نرخ بهره طبیعی را به این نحو تعریف کرد که: نرخ بهره طبیعی نسبت به قیمت کالاها خنثی بوده و نه آن‌ها را افزایش و نه کاهش می‌دهد. در سال‌های اخیر این نرخ به عنوان نرخ بهره بانک مرکزی در سطحی تعریف می‌شود که با برابری سطح تولید ملی واقعی با مقدار بالقوه آن سازگار باشد. هنگامی که شوک‌های موقتی به تقاضا در کار نباشد. این نرخ با شرایط تورم با ثبات و نبود شوک به عرضه و تقاضا سازگار است.

به این ترتیب نرخ بهره طبیعی یک نرخ بهره تعادلی است که همساز با سایر قیمت‌ها در شرایط اشتغال کامل منابع تولید، تعیین می‌شود. این نرخ است که از کارکردهای درونی اقتصاد حاصل می‌شود و نقش تعادل بخش دارد. اهمیت خاص این نرخ و رای سایر قیمت‌ها در نظام اقتصادی است. گرچه اصولاً قیمت کالاها و خدمات در امر تخصیص منابع نقش تعیین‌کننده دارند و مخدوش شدن آن‌ها خدشه در تخصیص منابع ایجاد می‌کند، لیکن اهمیت نرخ بهره در تخصیص منابع جامعه بین مصرف حال و آینده و شکل‌گیری اندازه و ترکیب ثروت ملی است. مخدوش شدن نرخ بهره مستقیماً بر رشد اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارد.

متفکر بزرگ نیمه دوم قرن بیستم جان فون نویمان در یک مقاله تأثیرگذار که در آن سر منشاء بسیاری از دست‌آوردهای فکری بعدی درباره الگوهای رشد بهینه و تعادل عمومی و چند مبحث دیگر را می‌توان یافت، اثبات کرد که در چارچوب الگوی رشد بهینه، نرخ بهره نیز به عنوان حل الگوی تعادل عمومی پویا به دست آمده و معادل نرخ رشد متوازن تولید اقتصاد

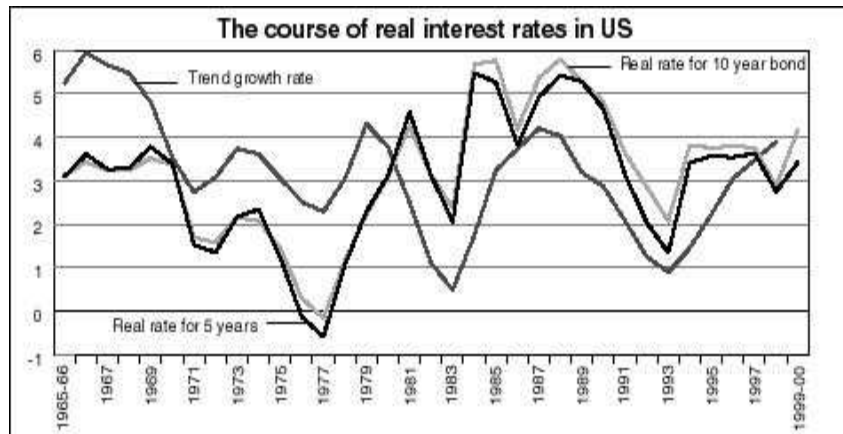
است.<sup>۱</sup> او در این مقاله اشاره می‌کند که یک دوگانی شگفت‌انگیز بین متغیرهای پولی مانند سطح قیمت‌ها و نرخ بهره با متغیرهای حقیقی تولید جامعه مانند شرایط فنی و نرخ رشد تولید قابل مشاهده است. این دست‌آورد نظریه بدیعی بود که با مهارت ریاضی فردی که بزرگترین ریاضیدان قرن بیستم بود به اثبات رسید. به خصوص در این چارچوب اثبات برابری نرخ بهره با نرخ رشد متوازن اقتصاد دست‌آورد قابل ملاحظه دیگری از کار او محسوب می‌شود.

به‌عنوان مثال در نمودار ۱ روند نرخ رشد تولید ملی امریکا و نرخ بهره حقیقی اوراق قرضه ده و پنج‌ساله نشان داده شده است. به رغم شوک‌های مختلفی که به آن اقتصاد وارد شده همراهی این کمیت‌ها را از نظر زمانی نشان می‌دهد (به ویژه روند نرخ رشد و نرخ بهره حقیقی اوراق قرضه ده ساله).<sup>۲</sup>

<sup>1</sup> Neumann, J, "A Model of General Economic Equilibrium", *The Review of Economic Studies*, 1945.

<sup>2</sup> Brahmananda, P.R., *Financial Daily*, from THE HINDU group of publications Saturday, July 21, 2001

نمودار ۱: روند رشد تولید ملی و نرخ بهره حقیقی اوراق قرضه ده ساله



بنابراین بایستی توجه کرد که نرخ بهره بازده به پول نیست، بلکه محتوای حقیقی نرخ بهره که آن را "نرخ بهره خالص" گویند در بازار مبادله کالاهای حال با کالاهای آتی تعیین می‌شود. کارکردهای این بازارها نیز به شرایط فنی و کارکردهای فیزیکی اقتصاد از جمله نرخ رجحان زمانی مصرف‌کنندگان بستگی دارد. پول فقط بهترین نمایانه کالای زمان حاضراست. چون پول وسیله تمام مبادلات است، پس وسیله مبادله در بازار زمان نیز هست و بهره نیز برحسب آن محاسبه می‌شود.

تمام نظریه‌های موجود بر این امر دلالت دارد که نرخ بهره از کارکردهای درونی اقتصاد ریشه می‌گیرد و اصولاً جایی برای توجیه منطقی اینکه بتوان براساس دستور و سفارش و یا بخشنامه یا قانون نرخ بهره را تعیین کرد باقی نمی‌گذارد. روش‌های مبتنی بر تعدی تحکمی اصولاً به جز ایجاد اختلال در کارکرد نظام اقتصادی نتیجه دیگری به-همراه نمی‌آورد.

### ۳- تعیین نرخ بهره و سیاست‌گذاری اقتصادی

در بخش حاضر روش‌های سیاست‌گذاری که در امر تعیین نرخ بهره در عمل به کار گرفته شده مرور می‌شود. این امر می‌تواند در ارائه پاسخ به پرسش مورد توجه این مقاله از نقطه نظر تئوری کارگشا باشد.



آنچه که از نیمه دوم قرن بیستم به صورت آشکار مورد توجه قرار گرفت این رویکرد بود که دولت‌ها می‌توانند از طریق اهرم‌های خاصی نسبت به چگونگی اداره امور اقتصادی کشورها کنترل اعمال کنند. این برداشت، براساس تجربه و دست‌آوردهای نظری طی قرن بیستم و همچنین دو دهه گذشته مورد تغییر و پیرایش قرار گرفته است.

بعد از بحران بزرگ و جنگ جهانی دوم آنچه در زمینه جهان‌بینی اقتصادی و سیاستگذاری کلان جایگاه مسلط یافت دیدگاه کینزی بود. براساس این دیدگاه دولت‌ها می‌توانستند با استفاده از اهرم‌های پولی و مالی، برحسب اینکه اندازه ضریب کشش سرمایه‌گذاری و تقاضای پول به نرخ بهره در چه حدی است، نوع سیاست پولی و مالی و یا تلفیق این دو را تعیین کرده و بر سطح تولید و اشتغال و همچنین و همزمان بر سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ بهره به صورت سازگار و هماهنگ تأثیر بگذارند.

این جهان‌بینی تا دهه ۱۹۷۰ وجه غالب را در شکل‌دهی به سیاست‌های اقتصادی داشت. لیکن به تدریج با ظهور رکود تورمی در غرب و تحقیقات بیشتر در نقش سیاست‌های اقتصادی تریدها به مرحله چالش و بحران درونی علم اقتصاد بین کینزین‌ها و طرفداران مکتب پولی رسید. از دهه ۱۹۷۰ تا دهه ۱۹۹۰ طرفداران سیاست‌های پولی نه فقط برنده میدان مباحث نظری بودند، بلکه سیاستمداران معتقد به این روش نیز در میدان انتخابات پیروز شدند. در آمریکا رونالد ریگان و در انگلستان خانم تاچر بر سر کار آمدند و موفقیت این افراد در کنترل تورم مزمن سبب رواج این سیاست‌ها در بسیاری از کشورهای دیگر شد. مطلب کانونی در نظریه پولی پیشنهاد میلتن فریدمن در استفاده از یک قاعده با ثبات هدف‌گیری، تغییر حجم پول براساس نرخ رشد بلندمدت تولید ملی بود. به این معنا که این روش به‌کارگیری سیاست‌های مصلحت‌بینانه برحسب شرایط (مانند وجود رکود و یا بیکاری) را منتفی می‌کرد. فریدمن این‌گونه استدلال می‌کرد که این‌گونه اقدامات دولت‌ها معمولاً و بیشتر به ایجاد اختلال در اقتصاد منجر می‌شود. بلکه نقش بانک مرکزی را فقط تنظیم رشد نقدینگی در حد رشد بلندمدت تولید ملی خلاصه می‌نمود. سیاست‌های اکیداً هم‌خوان با نظریه فریدمن فقط چندسالی ۱۹۸۲-۱۹۷۹ به طور رسمی پذیرفته شد. به این معنا که هدف‌های رشدی برای کمیت M1 تعیین شده، لیکن در عمل حجم پول بیش از آن افزایش می‌یافت. به تدریج در محافل سیاستگذاری چنین استدلال شد که این روش بیش از حد انعطاف ناپذیر بوده و امکان مقابله بانک‌های مرکزی را برای برخورد با شرایط خاص، مانند بحران‌های موردی مالی و بانکی، تضعیف

می‌کند. بحران بازارهای مالی شرق آسیا در سال ۱۹۹۷ سبب شد که بر مبنای همین توجیه، بانک‌های مرکزی غرب جریان عظیمی از نقدینگی را به بازارها سرازیر کنند. علاوه بر این واقعیت تجربی، دلایل اجرایی نیز روش هدف‌گذاری رشد نقدینگی را با مشکل رو به رو کرد. آن نیز ابهام فزاینده در مفهوم پول بود. به این معنا که آزادسازی بازارهای مالی از زمان ریاست جمهوری ریگان ابزارهای جدیدی را معرفی کرد که به نحو فزاینده از درجه نقدینگی بالایی برخوردار بودند. به این ترتیب علاوه بر M1 و M2 شاخص‌های دیگری از نقدینگی نیز معرفی شد که شامل دارایی‌های نقدی دیگر از قبیل اوراق قرضه کوتاه‌مدت و سایر دارایی‌ها را در برداشت مانند M3 و M4 ... با اضافه شدن ابزارهای متعدد دارایی‌های نقدی توسط بخش خصوصی، هدف‌گیری پول که بیشتر متوجه M1 بود عملاً از خاصیت افتاد. قاعده‌ای که از سال‌های آخر دهه ۱۹۹۰ به تدریج جایگزین هدف‌گیری رشد حجم پول شد هدف‌گیری نرخ بهره بود. به این ترتیب که بانک‌های مرکزی براساس کارکردهای اقتصاد نسبت به تنظیم نرخ بهره اقدام می‌کردند. در این مورد نیز مسئله این نیست که بانک مرکزی نرخ را اعلام کند و بانک‌ها را به اعمال نرخ مزبور مجبور کند. بلکه بانک مرکزی با هدف قراردادن نرخ بهره اصلی با ارائه اعتبار در آن نرخ و یا پذیرش سپرده از بانک‌ها به هر مقدار که متقاضی باشند آن نرخ را اجرایی می‌کنند. به این معنا که هدف نرخ بهره براساس تأمین متناظر اعتبار عملی می‌شود. در این مورد نیز نرخ بهره از طریق قانون و مصوبه و دستور اداری و مانند آن تحقق نمی‌یابد. قاعده‌ای که به نحو ساده فراگرد تعیین هدف نرخ بهره را توضیح می‌دهد، به قاعده تیلور موسوم است. قاعده تیلور<sup>۱</sup> به صورت زیر بیان می‌شود:

$$r = \dot{p} + 0.5y + 0.5(\dot{p} - 2) + 2$$

که در آن  $r$  هدف برای نرخ بهره فدرال<sup>۲</sup>  $\dot{P}$  نرخ تورم سال قبل  $y$  درصد اختلاف تولید ملی واقعی از تولید ملی بالقوه است. این معادله یک نرخ تورم ۲ درصد را فرض کرده و نرخ تورم سال قبل را به آن اضافه می‌کند. سپس با فرض وزن برابر برای تورم و بیکاری ظرفیت تولیدی، نرخ هدف را تعیین می‌کند. ملاحظه می‌شود که در صورت وجود ظرفیت‌های تولیدی بیکار و کوچکتر بودن تولید ملی واقعی از رقم بالقوه  $y$  کمیتی منفی خواهد بود. این امر نیز اثری کاهش

<sup>۱</sup> John Taylor

<sup>۲</sup> Federal Funds Rate

بر نرخ بهره هدف خواهد داشت و بانک مرکزی را به سوی تعیین نرخ بهره پائین تر رهنمون می‌کند. از طرفی نرخ تورم بالاتر از دو درصد به تنهایی بانک مرکزی را به تعیین نرخ بهره هدف بالاتر رهنمون می‌کند. در صورتی که عامل تورم و بیکاری در دیدگاه سیاستگذار وزن برابر داشته باشد، ضریب هر دو برابر  $0/5$  تعیین می‌شود. این قاعده اگر به نحو مورد نظر سیاستگذار کارکرد می‌داشت، نرخ را تعیین می‌کرد که بین بیکاری (مثلاً نرخ ۴ درصد که در اقتصاد امریکا نرخ بیکاری طبیعی دانسته می‌شود) و نرخ قابل قبول تورم (مثلاً ۲ درصد) تراز می‌ایجاد کند.

این قاعده اثر تورم را بر اساس شاخص مرسوم، یعنی نرخ رشد شاخص عمومی قیمت کالاهای مصرفی به حساب می‌آورد. تجربه دهه گذشته نشان داد که افزایش شدید دارایی‌های نقدی بر قیمت دارایی‌ها از جمله قیمت مستغلات و سهام نیز تأثیر داشته است. این امر به ایجاد آنچه به صورت مبهم حساب گفته می‌شود و ترکیدن آن منجر شده که خود می‌تواند نتایج بسیار وسیع اقتصادی به بار آورد. همچنین پیگیری چنین قواعدی که در تراز نگه داشتن نرخ تورم و نرخ بیکاری را در کانون توجه داشت، سبب شده که نرخ بهره برای مدت بسیار طولانی مدت پائین نگه داشته شود. این نرخ‌های پایین نیز خود عاملی برای بروز بحران بزرگ اقتصادی از سال ۲۰۰۸ به بعد بود.

#### ۴- نقش نرخ رجحان زمانی

مجموعه این شرایط ضرورت توجه دوباره به تفسیر مکتب اتریشی را بارزتر می‌کند. این تفسیر به خصوص به خوبی می‌تواند برخی از رویکردهای اقتصادی در کشور ما را تبیین و تشریح کند.

به طور ساده می‌توان گفت که نرخ پائین تر رجحان زمانی سازگار با سهم بالاتر پس‌انداز به مصرف و نرخ بالاتر سازگار با سهم پائین تر پس‌انداز به مصرف است. هنگامی که صبر مردم برای به تعویق انداختن مصرف حال بیشتر است، سرمایه‌ها در فراگردهای تولید زمان برتر سرمایه‌گذاری می‌شود. تا مادام که نرخ رجحان زمانی مثبت است و مردم مصرف زمان حال را نسبت به مصرف زمان آتی ترجیح می‌دهند، نرخ بهره خالص نمی‌تواند منفی یا صفر باشد.

هر سرمایه‌گذار بخشی از منابع جامعه که تولید حال یا گذشته هستند را صرف ایجاد ظرفیت برای ساخت کالا در آینده می‌کند. خرید کالاها و خدمات خاص همراه با عوامل تولید مانند نیروی کار را با پول انجام می‌دهد. در هر سطح هرچه فناوری سرمایه‌گذاری پیچیده‌تر

باشد، زمان طولانی‌تری را نیز در بر می‌گیرد تا تبدیل به کالاها و خدمت مصرفی شود. انتخاب طول مدت سرمایه‌گذاری و شدت آن یکی از انتخاب‌هایی است که سرمایه‌گذار بر حسب نرخ بهره انجام می‌دهد. با توجه به نزولی بودن نرخ بازده به سرمایه‌گذاری، هرچه نرخ بهره کمتر باشد سرمایه‌گذار آمادگی بیشتری برای انتخاب پروژه‌های بزرگتر و با دوره بازدهی طولانی‌مدت‌تر خواهد داشت. سرمایه‌گذاران منابع تولید را خریداری می‌کنند و هزینه عوامل تولید را می‌پردازند، بدون اینکه در زمان حاضر عایدی برای آن‌ها وجود داشته باشد. عایدی وقتی تحقق می‌یابد که سرمایه‌گذاری به تولید دست یابد و مردم آن را خریداری کنند، این نیز موضوع زمان آینده است. اگر برای سادگی، بازارها را رقابتی فرض کنیم و هر عامل تولید معادل ارزش تولید نهایی خود را دریافت کند آنچه برای سرمایه‌گذار باقی می‌ماند ارزش کالاهای آتی ناشی از سرمایه‌گذاری در مقایسه با هزینه‌های حال است. یعنی ارزش کالای آتی در مقایسه با کالای حال. آن نیز معادل بهره آن میزان منابعی است که سرمایه‌گذار به امید کسب در آمد آتی در گیر کرده است. بنابر این بازار مبادله بین زمانی صرفاً یک بازار وام و اعتبار نیست، بلکه بازار درگیر شدن منابع در ایجاد ظرفیت‌های تولید آتی نیز هست.

از سوی دیگر نرخ بهره در بازار وام، یعنی هزینه بهره‌ای که سرمایه‌گذار مشاهده می‌کند، می‌تواند تابع عرضه پول باشد. اگر تصور کنیم که بانک‌ها عرضه پول را افزایش دهند در حدی که نرخ بازار وام کاهش یابد، سرمایه‌گذاران این امر را به حساب کاهش نرخ رجحان زمانی تلقی می‌کنند. به این ترتیب نرخ بازاری بهره کمتر از نرخ رجحان زمانی در ذهن مصرف‌کنندگان خواهد بود. مشاهده نرخ‌های بازاری بهره پایین‌تر در مقایسه با قبل از افزایش عرضه پول، سبب می‌شود سرمایه‌گذاری براساس این برداشت که نرخ‌های رجحان زمانی کاهش یافته انجام شود. لازمه این امر نیز این است که سرمایه‌گذاری در رتبه‌های بالاتری از تولید و بازده دورتر از زمان حال انجام شود.

هنگامی که جریان هزینه‌های سرمایه‌گذاری به سوی عوامل تولید حرکت کند و به دستمزد و اجاره و مانند آن تبدیل شود، صاحبان این درآمدها براساس نرخ رجحان زمانی که در ذهن خود دارند به هزینه‌کردن خواهند پرداخت و سهم بالاتری را به مصرف خواهند رسانید. بنابراین مردم براساس نسبت‌های قبلی مصرف و پس‌انداز عمل خواهند کرد. سرمایه‌گذارانی که سرمایه خود را در تشکیل سرمایه بلندمدت (براساس تصور نرخ رجحان زمانی کوتاه‌مدت) سرمایه‌گذاری کرده‌اند در خواهند یافت که تصمیم اشتباه اتخاذ کرده‌اند. بخشی از این سرمایه‌گذاری‌ها به ضایعه تبدیل شده و می‌بایست نقد شود. نقدشدن نیز به چند صورت انجام

می‌شود. یکی عدم جبران استهلاک سرمایه‌گذاری‌های انجام شده برای کاهش دوره بازدهی. دوم تلاش کارفرمایان برای دریافت هرچه بیشتر اعتبار و گرو گذاشتن سرمایه‌گذاری‌های اشتباه در نزد بانک‌ها، همراه با عدم بازپرداخت دیون که به افزایش وام‌های معوقه منجر می‌شود، نشان‌دهنده همین عملکرد است. میزان فزاینده و نگران‌کننده مطالبات معوقه بانک‌ها در کشور ما دال بر تداوم همین روند است.

بر این اساس اتخاذ تصمیم نادرست در مورد نرخ بهره آثار اقتصادی گسترده‌ای را به همراه دارد. به این معنا که یک سیاستگذار که حسن مدیریت نظام اقتصادی را در نظر دارد نمی‌بایستی به این واقعیت که عنصر اصلی نرخ بهره در واقع از کارکردهای داخلی اقتصاد تعیین می‌شود و سیاستگذار پولی در بهترین شرایط می‌تواند تغییرات حجم پول را به نحوی تنظیم کند که کمیت‌های پولی را در بازار اعتبار با آن همساز کند، بی‌توجه باشد. توجه به این موارد نشان می‌دهد که چگونه بحث‌های مربوط به "تعیین نرخ بهره براساس قانون و بخشنامه و دستورالعمل" از واقعیت‌های کارکردی نظام اقتصادی به دور بوده و از جایگاه منطقی برخوردار نیست. همچنین این ایده که طی حدود ده سال اخیر مطرح می‌شده، مبنی بر تلاش برای یک رقمی کردن نرخ بهره پیرو تلاش اداری برای تک رقمی کردن نرخ تورم، براساس هیچ منطق اقتصادی قابل توجیه نیست. اقداماتی که با شدت بیشتری در سال‌های اخیر پی‌گیری شده و همراهی قوه مقننه با قوه مجریه را به همراه داشته است از سال ۱۳۸۵ همراه با تصویب قوانین از یک سو و انحلال شورای پول و اعتبار و فشار سیاسی به بانک مرکزی برای اجرایی کردن چنین سیاست‌هایی نتایجی را به همراه داشته که برای سال‌ها گریبانگیر اقتصاد کشور خواهد بود. ضروری است توجه داشته باشیم که آنچه به اختلال‌ها و بی‌ثباتی‌های پولی می‌انجامد تا عمیق‌ترین لایه‌های اجتماع نفوذ می‌کند. نتیجه این‌گونه اختلال‌ها را اگر به صورت تمثیل بیان کنیم به جیب تک تک آحاد جامعه نفوذ کرده و به همین دلیل به سرعت انعکاس اجتماعی و سیاسی نیز می‌یابد.

## ۵- انگیزه‌های جدید در ورود به تصمیم‌گیری‌های پولی و نوسان‌های

### بی‌سابقه در کمیت‌های مربوط

چنانکه از فرگوسن در مقدمه این مطلب نقل شد، تاریخ مالی در واقع تاریخ بنیادین در پشت سر تمامی تاریخ است. در کشور ما که بخش مالی عمدتاً به بازارهای پولی خلاصه می‌شود، تاریخ پول حقیقتاً بخش قابل ملاحظه‌ای از تاریخ کشور را به زبانی توضیح می‌دهد که بر همگان آشکار نیست.

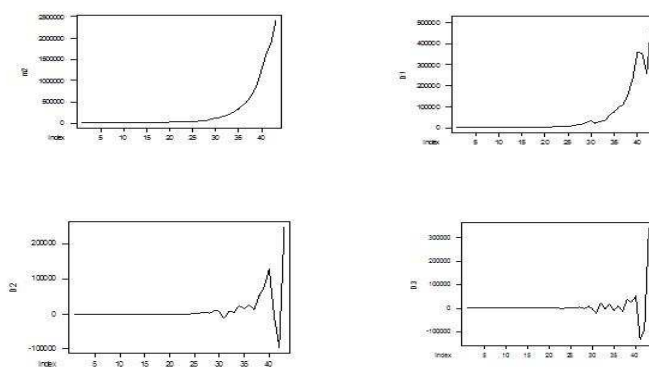
مشخصاً از سال ۱۳۸۵ سیاست‌های کنترلی جدیدی به اجرا در آمد که پیگیری آثار آن نیازمند بررسی است. از جمله جدیت دولت و قوه مقننه در امر کاهش نرخ سود بانکی در این مورد قابل توجه است. گرچه بازارهای مالی کشور ما پیوسته برای ده‌ها سال از شرایطی که به سرکوب مالی (نرخ بهره پایین‌تر از نرخ تورم) موسوم است رنج برده و این امر خود از عوامل رشد ناکافی اقتصاد کشور بوده است. لیکن شدت این امر و اعمال آن از طریق تغییرات مدیریتی گسترده در نظام بانکی و دخالت‌های اداری سطوح مختلف دولتی، تا حد مقامات محلی، در امور بانکی بی‌سابقه بوده است. در کشور ما تصمیم‌هایی اتخاذ می‌شود که معمولاً پس از عطف توجه سیاسی از آن‌ها دیگر درباره آن‌ها صحبتی به میان نمی‌آید. در مورد تصمیم‌های اقتصادی حداقل برای درس گرفتن از تجربه، ضروری است که پی‌آمدهای این تصمیم‌ها پیگیری شود. درست است که طی ده‌ها سال رشد نقدینگی و به تبع آن تغییر در سایر کمیت‌های اقتصادی تحت تأثیر یک عامل مهم، یعنی سیاست‌های بودجه‌ای و مالی دولت‌ها بوده است، لیکن در سال‌های اخیر ملاحظات دیگری نیز به این امر افزوده شده که کم سابقه تلقی می‌شود. تخصیص اعتبارات براساس صلاح دیدهای سیاسی با نرخ‌های پایین، اجرای سیاست‌های مساوات طلبانه، و نیل به اهداف سیاسی و کسب مقبولیت بین بعضی قشرها از جمله از طریق اعمال کنترل بر تخصیص اعتبارات بانکی از این زمره هستند.

تغییرات نقدینگی به معنای تغییر در پورتفوی خانواده‌ها و جابه‌جایی وجوه نقد به سمت سایر دارائی‌ها است. این امر تا حد زیادی عامل ایجاد تورم در قیمت کالاها و خدمات مصرفی و سایر دارایی‌هاست. این جابه‌جایی مصدر بسیاری از حرکت‌های اقتصادی و اجتماعی بوده است. روند نقدینگی طی حدود ۴۰ سال اخیر در نمودار ۱ در جعبه بالا و سمت چپ ترسیم شده است. این روند تصاعدی خود گویای انطباق پورتفوی خانوارها در حد وسیعی است، برای مثال یک وجه این اثر، همراه با کاهش نرخ سود بانکی، به افزایش‌های بی‌سابقه در قیمت مسکن انجامید

که برای جبران آن نیز سیاست ایجاد رکود القایی به بخش مسکن پیگیری شد. این نیز خود مشکلات دیگری را در زمینه رکود ساخت و ساز و بیکاری فعالان این بخش به همراه داشته است. افزایش فشار تورمی ناشی از رشدنمایی نقدینگی و تلاش برای کنترل آن از طریق واردات، آثار گسترده‌ای بر ساختار تولید و تجارت داخلی و خارجی گذاشته است. تلاش دولت‌های گوناگون برای انکار تورم خود ساخته، سبب اعمال کنترل بر نرخ ارز شده که از جمله موجب رشد واردات و عدم رشد متناسب در صادرات بوده که خود موضوع قابل بحث دیگری است. نرخ‌های پایین هزینه تسهیلات به تخصیص ضایعه‌آمیز اعتبارات، ایجاد رانت و فسادهای ناشی از آن منجر می‌شود. این امر هزینه‌های فزاینده نظارت در بانک‌ها و صرف منابع سایر دستگاه‌های نظارتی و پلیسی را نیز به همراه داشته است. عدم شکل‌گیری بازارهای مالی کارآمد از جمله سبب ایجاد انواع نهادهای مالی غیررسمی شده است. همین امر سبب شده که هر دستگاه، نهاد یا تشکیلات برای رفع مشکلات خود به ایجاد بانک روی آورد. افزایش حجم نقدینگی و رکود بازار مستغلات همراه با ثابت نگه‌داشتن نرخ ارز و واردات حجیم کالا، قیمت کالاهای مصرفی قابل مبادله را بعضاً کنترل کرده، بنابراین نقدینگی متوجه بازار سهام شده است. قیمت برخی از سهام‌ها افزایش می‌یابد بدون اینکه دلیل ملموسی در چارچوب سرمایه‌گذاری و بهره‌وری برای آن وجود داشته باشد. بنابراین آنچه در پشت‌سر یک نمودار نمایی ساده قرار دارد ماجراهایی بسیار تأثیرگذار و قابل توجه است.

نمودار روند نقدینگی ویژگی‌های دیگری را برای بروز دادن دارد. برای مثال مشتق اول آن برحسب زمان که در جعبه بالا و دست راست نمودار ترسیم شده نشان می‌دهد که تغییرات نقدینگی نیز خود نموداری نمایی است. مشتق دوم و سوم نیز از نوسان‌های فزاینده بر خوردار است. به این معنا که با گذشت زمان تغییرات در تغییرات نیز از سکون و ایستایی بر خوردار نبوده است. این روندها نشان می‌دهد که تغییرات نقدینگی چه مایه نوسان و بی‌اطمینانی را به شکل‌های مختلف در درون اقتصاد القاء می‌کند. ملاحظه می‌شود که انکار یک متغیر اساسی اقتصادی تا چه میزان بر کارکردهای اقتصادی کشور تأثیرگذار بوده است.

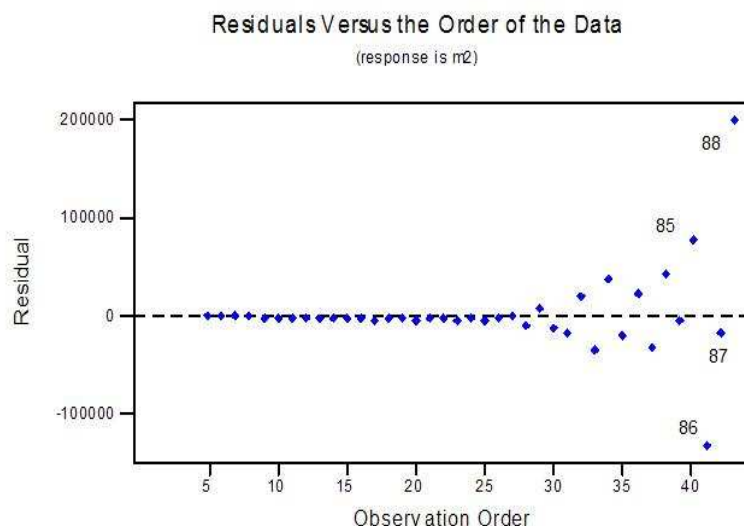
## نمودار ۲: نقدینگی و تغییرات اول تا سوم آن ۱۳۴۶-۱۳۸۸



بررسی آماری نشان می‌دهد که در سال‌های اخیر در واقع اتفاق قابل ملاحظه دیگری نیز قابل تشخیص است و آن گسستگی در رژیم تغییر نقدینگی است. برای آزمون این امر سعی شده است با تخمین یک الگوی ARIMA روند عمومی تغییرات نقدینگی طی حدود چهار سال اخیر تخمین زده شود. این مدل گرچه تغییرات نقدینگی را برای سال‌های مختلف توضیح می‌دهد، لیکن شرایط غیرمتمعارفی را برای حدود یازده سال اخیر و به‌خصوص تشدید آن در چند سال اخیر را نشان می‌دهد. نمودار ۳ روند پس‌مانده‌های این الگو را نشان می‌دهد.

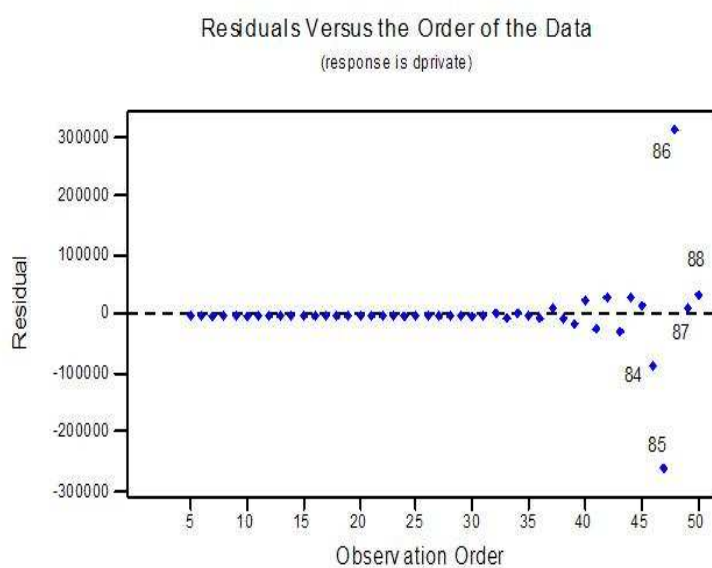


نمودار ۳: پس مانده‌های برآزش الگوی (ARIMA) در داده‌های نقدینگی ۱۳۴۶-۱۳۸۸



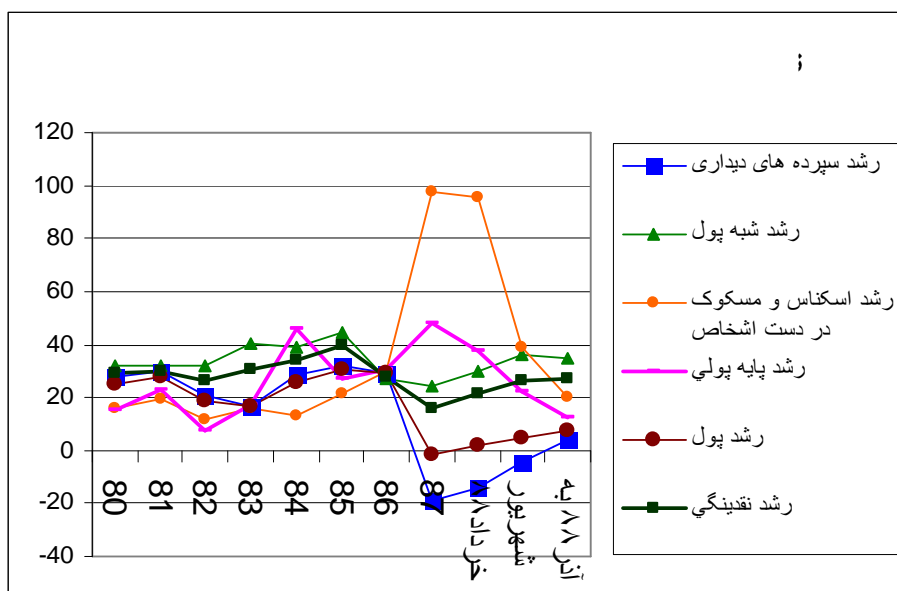
رشد نقدینگی در سال‌های قبل تا حد زیادی به دلیل نیازهای بودجه‌ای دولت‌ها انجام می‌شد. در سال‌های اخیر که درآمدهای نفتی در حد تاریخی بی‌سابقه در اختیار دولت قرار داشته، افزایش نقدینگی به دلیل پیگیری توزیع اعتبار ارزان قیمت انجام پذیرفت. این امر در ارتباط نزدیک با هدف کاهش نرخ بهره انجام شده است. به همین دلیل نیز یک متغیر دیگر پولی را مورد بررسی قرار داده‌ایم و آن نیز روند تغییرات در مانده بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی است. یعنی متغیری که مستقیماً تحت تأثیر سیاست‌های فشار به نظام بانکی برای افزایش حجم اعتبارها بوده است. در این مورد نیز یک الگوی ARIMA برای درک وجود یک روند با ثبات تخمین زده شده که پس مانده‌های آن الگو در نمودار ۴ ترسیم شده است. این نمودار نیز یک گسستگی در روندها را نشان می‌دهد و نوسان‌های شدید این کمیت را در سال‌های اخیر به نمایش می‌گذارد.

نمودار ۴: پس مانده‌های برآزش الگوی (ARIMA) در داده‌های بدهی بخش غیردولتی به سیستم بانکی ۱۳۴۶-۱۳۸۸

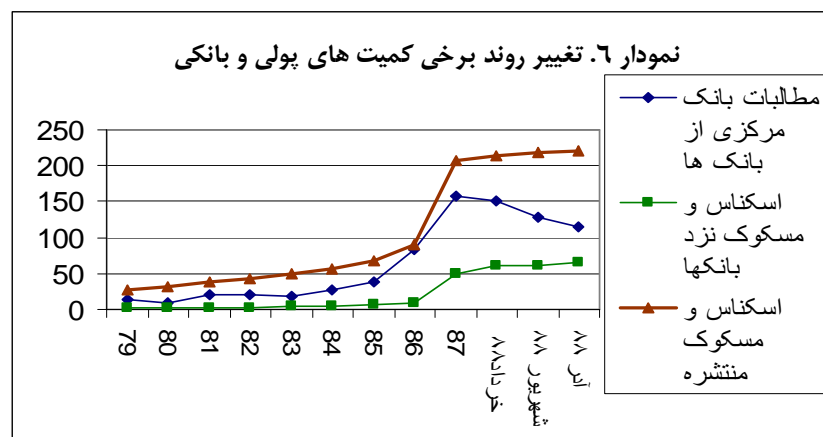


نمودار ۵ نرخ رشد چند کمیت عمده دیگر را نشان می‌دهد. بیشترین میزان جهش در نرخ رشد اسکناس و مسکوک در دست اشخاص و بیشترین کاهش در سپرده‌های دیداری قابل مشاهده است. ملاحظه می‌شود که تصمیم‌های سال ۱۳۸۵ به بعد، نوسان‌های بی‌سابقه‌ای را در کمیت‌های پولی ایجاد کرد، که انعکاس افزایش عدم اطمینان مردم نسبت به نظام بانکی در این مقاطع است.

نمودار ۵: نوسان در کمیته‌های عمده پولی از سال ۱۳۸۶ به بعد

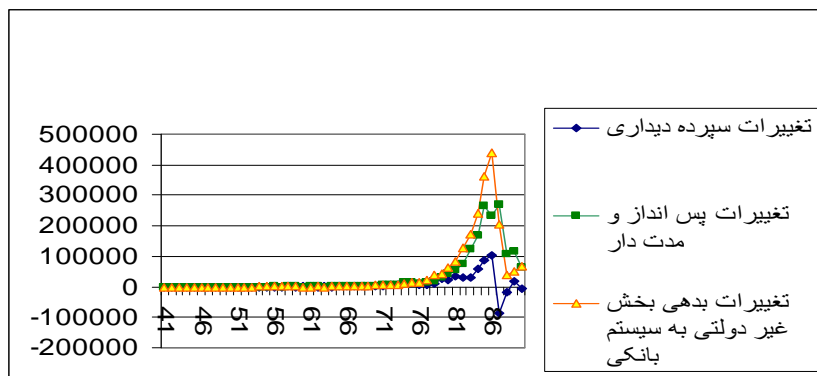


در تأیید همین مطلب می‌توان به نمودار ۶ توجه کرد. مشاهده می‌شود که در همان حال که مطالبات بانک مرکزی از بانکها به دلیل کمبود منابع بانکها افزایش یافته، این کمیته از سال ۱۳۸۷ به بعد روند کاهنده به خود گرفته است، لیکن به مقادیر سال‌های قبل رجعت نکرده است. میزان اسکناس و مسکوک نزد بانکها و میزان اسکناس و مسکوک منتشره نیز به‌همان دلیل گسترده شدن نگرانی دچار جهش شده است.

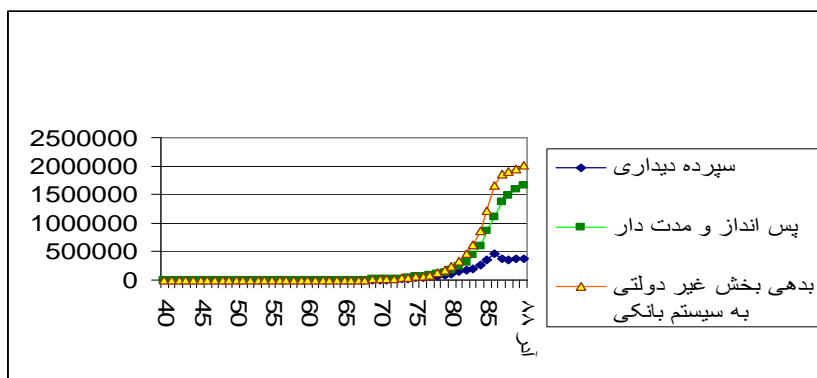


در قسمت اول این بخش اشاره شد که نرخ بهره‌ای که اصولاً کمتر از نرخ رجحان زمانی تعیین شود، منجر به تصمیم‌های نادرست سرمایه‌گذاری می‌شود. گاهی این نرخ‌ها خود ناظر بر عدم سرمایه‌گذاری نیز هست. زیرا نرخ‌های تحمیلی قابل تداوم نیست و بانک‌ها برای جبران منابعی که وام‌های دستوری پرداخت کرده‌اند به شکل‌های مختلف به پس‌اندازها نرخ‌های سود بیشتری پرداخت می‌کنند. این امر نیز سبب شده بعضاً منابع وام‌هایی که با نرخ‌های کم اخذ شده در بانک‌ها با نرخ‌های بیشتر سپرده‌گذاری شده و منابع رانتهی بی دردسری را برای وام‌گیرنده فراهم کنند. در نمودار ۷ روند مانده بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی، مانده سپرده‌های پس-انداز و مدت‌دار و سپرده‌های دیداری ترسیم شده است. گرچه چنین روندی طی دهه‌ها سال با شدت و ضعف متفاوت قابل پیگیری است و آزمون علیت گرنجر نیز فرض علیت تغییر در بدهی بخش غیردولتی در تعیین تغییرات سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار را رد نمی‌کند، لیکن این روند در سال‌ها، اخیر دچار تغییرات جهشی شده است. طی همین سال‌ها روند سپرده‌های دیداری کمی افزایش یافته و سپس حالت ثابتی یافته است، به نحوی که نسبت آن در مقایسه با دو کمیت ترسیم شده دیگر کاهش یافته است. این امر نیز دال بر رکود در فعالیت‌های اقتصادی در کشور است. در نمودار شماره ۸ تغییرات همین کمیت‌ها ترسیم شده است.

نمودار ۷: تغییر روند سپرده‌های دیداری، پس‌انداز و مدت‌دار و بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی



نمودار ۸: تغییرات در سپرده دیداری، پس‌انداز و بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی



به نظر می‌رسد تلاش برای دخالت در تعیین نرخ بهره جدا از آنچه که کارکرد اقتصاد کشور تعیین می‌کند و حذف آن از فراگرد تنظیم سرمایه‌گذاری، مصرف و پس‌انداز، اختلال‌های قابل ملاحظه‌ای در نظم پولی و اقتصادی جامعه ایجاد می‌کند. آنچه ما به صورت نمودارهای دارای جهش و کاهش ملاحظه می‌کنیم نشان‌دهنده تصمیم میلیون‌ها نفر خانوار و سرمایه‌گذار است که تلاش پرهزینه و پرتنشی را برای خنثی کردن اقدامات سیاست‌گذارانی به کار می‌گیرند که به دلایل دیگر نمی‌خواهند واقعیت کارکردهای اقتصادی را به رسمیت بشناسند.

## نتیجه‌گیری

نرخ بهره در سطح کلان از سه بخش تشکیل می‌شود. یک بخش آن که نرخ بهره خالص نامیده می‌شود عنصر اصلی در سیاستگذاری پولی بوده است. جزء دوم عنصر ریسک کارآفرینی است. وجه کلان این بخش شامل ریسک سیستمی است که نوع کار کرد نظام اقتصادی و سیاسی یا عوامل غیر آن می‌تواند در ایجاد آن دخیل باشد. عنصر سوم انتظارات تورمی است که مربوط به ساز و کارهای شکل‌گیری انتظارات در یک کشور است. در سطح خرد نیز وجوه قابل توجهی مطرح است. برای مثال ساختار ریسک و تنوع آن برای شرایط و مشتری‌های مختلف سبب می‌شود که در سطح خرد نرخ‌های بهره دارای یک ساختار بوده و یکسان نباشند. همچنین در سطح خرد، بانک‌ها ممکن است در صورت آزادی برای تعیین نرخ بهره از اعمال تمام عیار نرخ‌های رقابتی اجتناب کنند. زیرا این امر می‌تواند موارد کژمنشی را تشدید کند.<sup>۱</sup> این ملاحظات به این معنا نیست که سیاستگذار پولی بتواند به جز از به حساب آوردن کار کرد های آزاد اقتصاد مبنای دیگری برای تعیین نرخ بهره بیابد.

وجود نرخ‌های سود بانکی که منعکس کننده کارکردها و واقعیت‌های اقتصادی باشند، مانند هر قیمت دیگر لازمه ایجاد و حسن عملکرد بازارها است. در اینجا وجود نرخ‌های بهره امکان وجود نظام مالی و بانکی کارکردی را عملی می‌سازد. بانک‌ها در جهان امروز نقش‌هایی را ایفا می‌کنند که بسیار از نقش‌های ربوی رباخواران سنتی متفاوت بوده و از آن به‌دور است. نقش‌هایی مانند توزیع ریسک، گردآوری و پردازش اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعات بین طرف‌های معاملات و کاهش هزینه مبادله نظارت، ارائه مشاوره‌های مالی و سرمایه‌گذاری، خدمات پیماننداری و تسهیل امور تجاری، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ، تجهیز منابع و ایجاد اقتصاد مقیاس در این زمینه، تبدیل و نقل و انتقال قراردادهای مالی و دارایی‌ها. در عملی شدن اکثر این فعالیت‌ها به ناگزیر "نرخ سود" نقش اساسی ایفا می‌کند.

می‌توان نتیجه‌گیری کرد طی دوران پس از به‌هم ریختگی موافقتنامه بروتون وودز و برداشته شدن کنترل خارجی بر ایجاد پول در داخل کشور، اصولاً سیاست‌های پولی علمی پیگیری نشده است. بی‌ثباتی‌های پولی یکی از بزرگترین مآخذ بی‌ثباتی‌های اقتصادی و به تبع آن اجتماعی و سیاسی در کشور بوده است. یک عامل بی‌ثباتی پولی نیز عدم به رسمیت شناختن این واقعیت بوده است که نرخ سود بانکی یا نرخ بهره از کارکردهای درونی اقتصاد حاصل می‌شود و می‌بایست

<sup>1</sup> Freixas, Xavier and Jean-Vharles Rochrt, "Microeconomics of Banking", MIT press 2002.

مورد توجه قرار گیرد. سیاست پولی نیز در بهترین شرایط می‌تواند نرخ‌های بازاری عمده را با این نرخ درونی اقتصاد سازگار کند.

## کتابنامه

### الف. فارسی

- دانته آگیری: *کمدی الهی*، ترجمه شجاع الدین شفا، انتشارات امیرکبیر، تهران، ۱۳۵۲.
- طیبیان، محمد: *تجربه دو دهه بانکداری اسلامی و چالش‌های پیش‌رو*، مجموعه مقالات پانزدهمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی آموزش بانکداری، تهران، ۱۳۸۳.
- مینوی، مجتبی: *پانزده گفتار*، انتشارات توس، تهران، ۱۳۶۷.

### ب. انگلیسی

Freixas, Xavier and Jean-Vharles Rochrt: *Microeconomics of Banking*, MIT press.2002

Neumann, J: *A Model of General Economic Equilibrium*, The Review of Economic Studies, 1945.

Brahmanan da, p.r: *Financial Daily from the HINDV Group of Publications*, 2007.

<http://www.rothschild.com>

en.wikipedia.org/wiki/Rothschild-family

en. Wikipedia.org/wiki/House of Medici.