

تحلیلی بر معمای نقدینگی در ایران



گروه تحقیقات اقتصادی بانک خاورمیانه

بهمن ۱۳۹۳

تحلیلی بر معمای نقدینگی در ایران

خلاصه

در سال‌های اخیر از یک سو بنگاه‌های تولیدی عدم دسترسی به اعتبارات و نقدینگی کافی را یکی از محدودیت‌های اصلی بخش تولید عنوان می‌کنند و از سوی دیگر بسیاری از تحلیل‌گران اقتصادی بخش قابل‌ملاحظه‌ای از مشکلات اقتصادی و به‌خصوص ماندگاری تورم دو رقمی را به دلیل حجم بالای نقدینگی و رشد بیش از حد اعتبارات بانکی می‌دانند. پدیده مازاد نقدینگی در سطح کلان و کمبود آن در سطح خرد به "معمای نقدینگی" شهرت یافته است.

در رابطه با کمبود نقدینگی، هر تقاضای پاسخ داده نشده‌ای به معنی کمبود اعتبارات نیست. از آنجا که در ایران معمولاً نرخ بهره به صورت دستوری و در نرخ پایین‌تر از نرخ تعادلی تعیین می‌شود، بالا بودن حجم متقاضیان دریافت تسهیلات امری طبیعی است. با این حال در غیاب روشی برای تخصیص بهینه‌ی تسهیلات محدود به متقاضیان کثیر، این امر موجب عدم دسترسی برخی بنگاه‌های کارآمد به نقدینگی موردنیاز و لذا کاهش تولید آن‌ها، و به تبع آن کاهش رشد درآمد ملی می‌شود.

نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در ایران در حد معمول و متداول اکثر کشورهای دیگر است اما نرخ تورم در ایران بسیار بالاتر از دیگر کشورهاست و این امر می‌تواند حاکی از آن باشد که اقتصاد ایران ظرفیت جذب حجم نقدینگی تولید شده توسط نظام بانکی را ندارد و لذا افزایش نقدینگی بیش از آن که روی بخش واقعی تأثیر بگذارد، قیمت‌ها را افزایش داده است. افزایش ریسک سیستماتیک شبکه بانکی در سال‌های اخیر نیز از آرایه تسهیلات و رای ظرفیت امن نظام بانکی حکایت دارد. به استثنای سال ۱۳۹۴، از سال ۱۳۸۴ به بعد نه تنها شبکه بانکی ذخیره احتیاطی نگهداری نکرده، بلکه متوسط سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی نیز در برخی سال‌ها منفی بوده است.

معمای نقدینگی را می‌توان هم از دید کلان و هم از دید خرد بررسی کرد. در سطح کلان اولاً هرچند در طول چند سال اخیر نقدینگی به طور اسمی رشد بالایی داشته است، رشد نقدینگی واقعی کم و در برخی از سال‌ها حتی منفی بوده است. ثانیاً توجه صرف به حجم و مقدار نقدینگی در تحلیل وضعیت آن می‌تواند گمراه کننده باشد چرا که کارایی نقدینگی در گرو گردش آن است؛ اگر نقدینگی از طریق منابع راكد افزایش یابد، امکان تحرک‌پذیری و چرخش آن در فعالیت‌های مولد فراهم نخواهد بود. کارکرد سیستم بانکی مستلزم چرخاندن مستمر نقدینگی مابین تسهیلات و سپرده هاست اما در سال‌های اخیر منبسط شدن ترازنامه بانک‌ها و لذا افزایش نقدینگی عمدتاً با افزایش سهم سرمایه‌گذاری مستقیم و تملک دارایی‌های ثابت و همچنین استمهال بدهی‌های معوق همراه بود است. به این ترتیب بخش قابل ملاحظه‌ای از نقدینگی در ترازنامه بانک‌ها منجمد شده است و از کیفیت نقدینگی خلق شده کاسته شده به طوری که بخشی از آن نتواند به شکل تسهیلات در اختیار بنگاه‌ها قرار گیرد.

در سطح خرد شکایت بنگاه‌های تولیدی از بابت کافی نبودن سطح سرمایه در گردش است. برخی شوک‌های وارد شده به اقتصاد که عمدتاً به دلیل وجود رکود اقتصادی و اعمال تحریم‌های بین‌المللی بوده‌اند، نه تنها موجب اختلال در مکانیزم تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها شده‌اند، بلکه نیاز آن‌ها به این نوع سرمایه را نیز افزایش داده‌اند. مهمترین این شوک‌ها عبارتند از به تعویق افتادن پرداخت مطالبات جاری بنگاه‌ها، کاهش تقاضا و سطح پیش‌فروش بنگاه‌ها، اختلال در مکانیزم اعتبار اسنادی و جذب سرمایه‌های خارجی، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، و کاهش ارزش ریال در مقابل ارزهای معتبر خارجی.

بخشی از دلایل کمبود نقدینگی نیز به مشکلات ساختاری حاکم بر اقتصاد کشور برمی‌گردد. برای مثال در کشورهای توسعه یافته بانک‌ها عمدتاً تأمین مالی کوتاه‌مدت را بر عهده داشته و بنگاه‌ها برای تأمین سرمایه درازمدت خود معمولاً به بازار سرمایه مراجعه می‌کنند. در چنین شرایطی نقدینگی در مدت زمان کوتاهی به بانک‌ها بازگشته و این امکان به وجود می‌آید که تسهیلات جدیدی اعطا شود. اما در ایران به دلیل مهیا نبودن ابزارهای مالی کارا و ضعف بازار سرمایه، این امکان برای بنگاه‌ها وجود نداشته است. اعتبارات بانکی محدود نیز، به دلیل عدم وجود نهادهای اعتبارسنجی و رتبه‌بندی رسمی و معتبر، تنها به تعداد محدود و مشخصی از بنگاه‌ها اختصاص یافته است. عدم وجود مکانیزم ورشکستگی و بازسازی بنگاه‌ها نیز باعث شده که بنگاه‌های بزرگ حتی زمانی که ادامه فعالیتشان توجیه اقتصادی ندارد باز هم از تسهیلات تکلیفی و حمایت‌های مالی دولت استفاده کنند و معمولاً با عدم بازپرداخت تسهیلات همراه باشند. مطالبات بازپرداخت نشده از سوی بنگاه‌های دولتی حتی در دسته‌بندی مطالبات معوق هم قرار نمی‌گیرند و صورت‌های مالی بانک‌ها منجمد شدن این بخش از نقدینگی را آشکار نمی‌سازد. در این شرایط نسبت کفایت سرمایه و شاخص‌های احتیاطی بانک‌ها نیز زیر سؤال می‌رود و باز هم به دلیل عدم وجود مکانیزم ورشکستگی، بانک‌های ناسالم از چرخه‌ی اقتصاد خارج نشده و با فعالیت نامطلوب خود، نقدینگی بیشتری را منجمد می‌کنند.

بنابراین معمای نقدینگی ناشی از مجموعه‌ای از عوامل خرد و کلان و ساختاری است که موجب شده‌اند که از یک سو نقدینگی موجود در کشور علی‌رغم حجم بالای آن کیفیت و کارایی لازم را نداشته و در بین بازارها و بخش‌های اقتصادی گردش نکند، و از سوی دیگر شوک‌هایی به اقتصاد وارد شود که نه تنها نیاز بنگاه‌ها به سرمایه در گردش را افزایش دهد، بلکه مکانیزم‌های پیشین آن‌ها برای تأمین مالی کوتاه مدت را نیز مختل سازد.

فهرست مطالب

۱	.....	مقدمه	
۱	.....	معمای نقدینگی	۱
۳	.....	عوامل مؤثر بر شکل‌گیری معمای نقدینگی	۲
۳	.....	عوامل مؤثر در سطح کلان	۱-۲
۸	.....	عوامل مؤثر در سطح خرد	۲-۲
۱۰	.....	مشکلات ساختاری مؤثر در بروز معمای نقدینگی	۳
۱۰	.....	بازار پول	۱-۳
۱۱	.....	بازار سرمایه	۲-۳
۱۱	.....	نظام اعتبارسنجی	۳-۳
۱۲	.....	عملکرد بنگاه‌ها	۴-۳
۱۲	.....	نتیجه‌گیری	۴
۱۳	.....	منابع	

مقدمه

در سال‌های اخیر اقتصاد ایران با پدیده‌ای مواجه بوده است که می‌توان از آن به عنوان "معمای نقدینگی" یاد کرد. از یک سو بنگاه‌های تولیدی از عدم دسترسی به نقدینگی کافی که تولیداتشان را محدود کرده شکایت دارند؛ خانوارها برای دریافت وام‌های مصرفی و وام مسکن با محدودیت‌های زیادی مواجهند؛ و بانک‌ها برای تأمین نیازهای چند روزه خود به نقدینگی در بازار بین بانکی با نرخ سودهای بالا به تأمین مالی می‌پردازند و از سوی دیگر بسیاری از تحلیل‌گران اقتصادی بخش قابل ملاحظه‌ای از مشکلات اقتصادی و به‌خصوص ماندگاری تورم دو رقمی را به دلیل حجم بالای نقدینگی و رشد بیش از حد اعتبارات بانکی می‌دانند. به این ترتیب کمبود نقدینگی در سطح خرد و فراوانی آن در سطح کلان به نظر متناقض می‌رسند. شواهد و شرایط اقتصاد کشور نیز صحت هر دو ادعا را تأیید می‌کند. از یک سو نسبت تسهیلات به سپرده‌ها و نسبت کفایت سرمایه از اقدام بانک‌ها به پرداخت تسهیلات بیش از ظرفیت احتیاطی حکایت دارد و همچنین نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی کشور در مقایسه با سایر کشورها عددی معمول و متداول است، و از سوی دیگر تنگنای اعتباری به طور مستمر در سطح خرد احساس می‌شود.^۱

در تحلیل نقدینگی و سرمایه، درجه سیالیت (Liquidity) عامل مهمی است که کیفیت و کارایی آن را شدیداً متأثر می‌سازد و لذا تمرکز بر روی مقدار و حجم نقدینگی بدون توجه به کیفیت آن می‌تواند گمراه کننده بوده و منجر به سیاست‌گذاری نامناسب شود. از جمله مهم‌ترین عوامل کاهش کیفیت نقدینگی، غیرجاری شدن مطالبات است که کارایی نظام بانکی را کاهش داده و امکان بازبینی در سبب اعتباری بانک‌ها را تقلیل می‌دهد. بالا رفتن حجم مطالبات غیرجاری علاوه بر اینکه سپرده‌ها را در دام وام‌های بی‌بازگشت قفل می‌کند، موجب می‌شود تا بانک‌ها سهم وام از سبد دارایی‌هایشان را کاهش داده و به خرید دارایی‌های کم‌ریسک‌تر مثل املاک بپردازند که این امر به کاهش بیشتر کارایی آن‌ها منجر می‌شود.

برای بررسی دلایل احساس کمبود نقدینگی در سطح بنگاه‌ها، باید بین سرمایه‌گذاری درازمدت و سرمایه در گردش تفکیک قائل شد. در دوران رکود بنگاه‌ها در سطوحی پایین‌تر از ظرفیت کار می‌کنند و در نتیجه انگیزه‌ی کمتری برای سرمایه‌گذاری درازمدت دارند. بررسی مسائل مبتلابه بنگاه‌ها مؤید آن است که مشکل اصلی آنها ناکافی بودن سطح سرمایه در گردش آن‌ها است. بخشی از این مشکل از ساختار سرمایه و تأمین مالی این بنگاه‌ها ناشی می‌شود و بخشی دیگر نیز به فقدان نهادهای کارآمد برای تأمین سرمایه در گردش بنگاه برمی‌گردد. علاوه بر این در سال‌های اخیر برخی شوک‌های وارده بر اقتصاد ایران، از جمله تحریم‌ها، باعث بالا رفتن نیاز بنگاه‌ها به سرمایه در گردش و مختل شدن برخی روش‌های سنتی تأمین آن شده است.

این گزارش ضمن تحلیل معمای نقدینگی از ابعاد مختلف، به بررسی عوامل مؤثر بر شکل‌گیری آن در دو سطح خرد و کلان می‌پردازد و سپس برخی مشکلات ساختاری اقتصاد ایران که به کاهش کارایی نقدینگی و احساس کمبود آن دامن می‌زنند را مورد واکاوی قرار می‌دهد.

۱ معمای نقدینگی

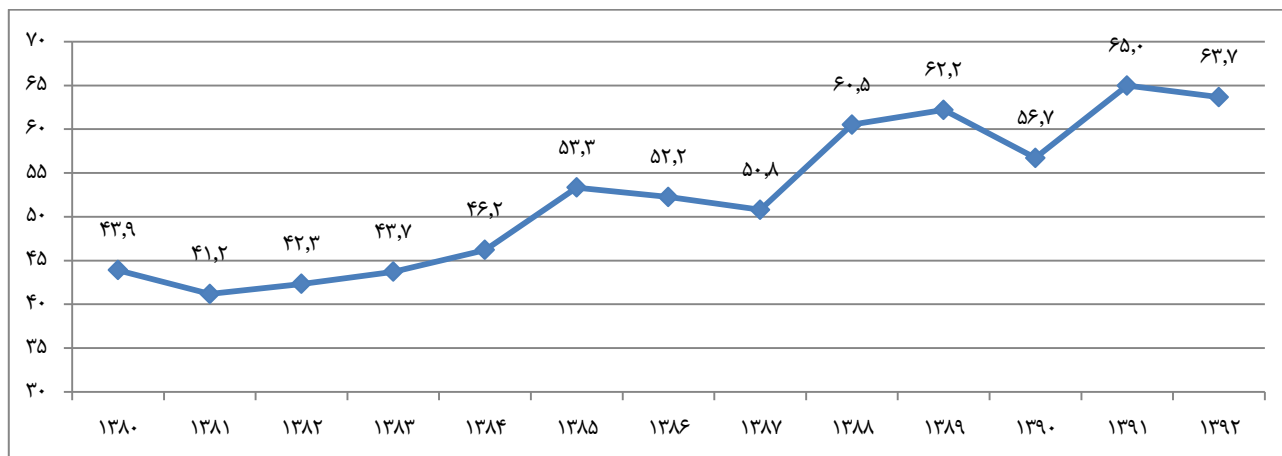
طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ نقدینگی کشور به طور متوسط سالانه ۲۷ درصد رشد داشته اما با این وجود مزیقه‌ی مالی همواره به عنوان یکی از مهمترین محدودیت‌های رشد اقتصادی مطرح بوده است. از یک سو سیاستگذاران پولی کشور با یادآوری آمارهای رسمی، رشد نقدینگی را کافی و متناسب با شرایط اقتصاد کلان دانسته و ابراز می‌دارند که تسهیلات ارائه شده توسط سیستم بانکی کشور حتی

^۱ نسبت کفایت سرمایه (Capital Adequacy Ratio) برابر است با حاصل تقسیم سرمایه پایه به مجموع دارایی‌های موزون شده به وسیله ضرایب ریسک.

بیش از میزان استاندارد بوده است، از سوی دیگر تولیدکنندگان از کمبود نقدینگی شکایت داشته و عدم دسترسی به نقدینگی کافی را یکی از محدودیت‌های اصلی تولید عنوان می‌کنند. برای ادعای هر دو گروه نیز شواهدی در واقعیت‌های اقتصادی کشور وجود دارد.

از دید کلان نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی طی دهه‌ی اخیر رشد کرده و همانطور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود از ۴۲٪ در سال ۱۳۸۲ به ۶۴٪ در سال ۱۳۹۲ رسیده است که در مقایسه با سایر کشورها مقداری معمول و متداول به حساب می‌آید.

نمودار ۱: نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در ایران (درصد)



مأخذ: محاسبات محقق با استفاده از داده‌های بانک مرکزی

جدول ۱ این نسبت را برای کشورهای منتخب در سال ۲۰۱۳ نشان می‌دهد. مشاهده می‌شود که به جز کشورهایی مثل ژاپن و کره جنوبی که نقدینگی به نسبت بالایی را در اقتصاد خود تجربه می‌کنند، نسبت $M2/GDP$ در ایران در مقایسه با خیلی از کشورها تقریباً در یک محدوده قرار دارد. اما نرخ تورم در هیچ یک از این کشورها حتی نزدیک به نرخ تورم در ایران نبوده و این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که ساختار اقتصاد ایران ظرفیت جذب حجم نقدینگی تولید شده توسط نظام بانکی را نداشته و افزایش نقدینگی بیش از آن که روی بخش واقعی تأثیر بگذارد، در متغیرهای اسمی و به شکل افزایش قیمت مشاهده شده است. در نتیجه به نظر می‌رسد در سطح کلان مازاد نقدینگی وجود داشته باشد.

افزایش ریسک سیستماتیک شبکه بانکی در سال‌های اخیر شاهد دیگری برای ادعای سیاست‌گذار پولی است که از آرایه تسهیلات بیش از ظرفیت امن نظام بانکی حکایت دارد. این ظرفیت را می‌توان از دو منظر ثبات پولی و ثبات مالی، به ترتیب با استفاده از شاخص‌های تورم و نسبت کفایت سرمایه مورد ارزیابی قرار داد. به استثنای سال ۱۳۹۱، از سال ۱۳۸۴ به بعد نسبت بدهی بخش غیردولتی به سپرده در بانک‌های تجاری به‌طور مستمر بالای ۹۰ درصد بوده و در بعضی سال‌ها از ۱۰۰ درصد هم تجاوز کرده است. این امر حاکی از آن است که عملاً نه تنها شبکه بانکی ذخیره احتیاطی نگهداری نکرده، بلکه متوسط سپرده قانونی بانک‌ها نزد بانک مرکزی نیز در برخی سال‌ها منفی بوده است. در این سال‌ها به دلیل فشار سیاسی به نظام بانکی و ناکافی بودن محرک‌های قیمتی و درآمدی تجهیز سپرده‌ها، بانک‌های دولتی به ناچار با استقراض از بانک مرکزی، حتی فراتر از ۱۱۰ درصد سپرده‌ها تسهیلات داده‌اند، که این روند از سال ۱۳۹۱ به بعد کند شده است. بخش مهمی از اعطای تسهیلات نیز از مسیر پول بیرونی اتفاق افتاده و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی افزایش یافته است. لذا عامل اصلی افزایش نقدینگی در این سال‌ها، رشد پایه پولی بوده است.

جدول ۱: آمار تولید، نقدینگی و تورم برخی کشورهای منتخب در سال ۲۰۱۳

کشور	تولید ناخالص داخلی (میلیارد دلار)	نقدینگی - M2 (میلیارد دلار)	M2/GDP	نرخ تورم (%)
ژاپن	۴,۹۰۲	۱۲,۰۲۷	۲/۴۵	۱/۵
کره جنوبی	۱,۳۰۵	۲,۳۸۱	۱/۸۳	۰/۹
شیلی	۲۷۷	۲۸۲	۱/۰۲	۱/۱
هند	۱,۸۷۷	۱,۵۸۹	۰/۸۵	۴/۵
جمهوری چک	۱۹۸	۱۶۵	۰/۸۳	۰/۹
مکزیک	۱,۲۵۹	۸۹۷	۰/۷۱	۱/۵
امریکا	۱۶,۸۰۰	۱۰,۹۶۹	۰/۶۵	۱/۳
ایران	۴۲۵	۲۷۱	۰/۶۴	۳۴/۷
نروژ	۵۱۲	۳۱۸	۰/۶۲	۱/۷
ترکیه	۸۲۰	۴۹۳	۰/۶۰	۱/۲
مجارستان	۱۳۱	۷۸	۰/۶۰	۱/۴
لهستان	۵۱۷	۳۰۵	۰/۵۹	۳/۹

مأخذ: سایت بانک جهانی و بانک مرکزی کشورهای مذکور

از سوی دیگر، هم‌سویی نسبی چرخه‌های تولید و اعتبار گواه هم‌زمانی محدودیت اعتباری بنگاه‌های اقتصادی با رکود بخش واقعی است. بر اساس مطالعه‌ی نیلی و محمودزاده (۱۳۹۳)، داده‌های کلان از هم‌زمانی دوران رشد اقتصادی کشور با انبساط اعتباری (و به تبع آن تورم بالا) و همچنین کند شدن رشد اقتصادی با تنگنای اعتباری حکایت دارند.^۲ البته اثرپذیری بنگاه‌ها از وضعیت چرخه‌های اعتباری همسان نیست؛ بنگاه‌های کوچک از انقباض اعتباری آسیب بیشتری می‌بینند و بنگاه‌های بزرگ از رونق اعتباری بهره‌ی بالاتری می‌برند. تقارن چرخه‌های تجاری و اعتباری از آن‌جا نشأت می‌گیرد که در فرآیند تولید، اعتبارات بانکی یکی از نهاده‌های تولید است و لذا تنگنای اعتباری موجب کندی رشد تولید و رکود می‌شود، هر چند انبساط اعتباری لزوماً به رونق نمی‌انجامد.

بنابراین با وجود کم نبودن حجم نقدینگی در سطح کلان، در دید خرد تنگنای اعتباری و کمبود نقدینگی یکی از جدی‌ترین موانع برای رشد تولید بنگاه‌ها به حساب می‌آید. بررسی شرایط خرد و کلان اقتصادی سال‌های اخیر که در ادامه به توضیح آن‌ها پرداخته خواهد شد، دلایل بروز چنین پدیده‌ای را روشن می‌سازد.

۲ عوامل مؤثر بر شکل‌گیری معمای نقدینگی

در این قسمت در دو سطح خرد و کلان به بررسی عوامل مؤثر بر شکل‌گیری معمای نقدینگی پرداخته خواهد شد.

۱-۲ عوامل مؤثر در سطح کلان

بررسی موضوع از دید کلان دو سؤال اصلی را مطرح می‌سازد. اولاً، زمانی که نرخ بهره -به عنوان قیمت استفاده از نقدینگی- ثابت است، چگونه می‌توان از کمبود آن صحبت کرد؟ ثانیاً، آیا نقدینگی موجود قدرت لازم برای اثرگذاری در بخش واقعی اقتصاد و ایفای نقش خود را دارد یا اینکه با وجود حجم بالا، از کیفیت آن کاسته شده و کارایی لازم را ندارد؟ برای پاسخ به سؤال اول به بررسی "سرکوب مالی" در اقتصاد ایران پرداخته خواهد شد و برای پاسخ به سؤال دوم نیز سه موضوع "افزایش سطح عمومی قیمت‌ها"، "شیوه‌ی خلق و افزایش نقدینگی" و "بلوکه شدن ترازنامه بانک‌ها" مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

^۲ نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳

• سرکوب مالی

تعیین نرخ سود تسهیلات پایین تر از سطح تعادلی، موجب افزایش قابل توجه متقاضیان دریافت وام و ایجاد بوروکراسی های وسیع برای اعطای تسهیلات شده و مستلزم کاهش نرخ سود سپرده ها است. علاوه بر این اگر نرخ بهره پایین تر از نرخ تورم تعیین شود، نرخ بهره واقعی منفی شده، به قیمت ضرر رساندن به سپرده گذار، به وام گیرنده یارانه ی سود تعلق می گیرد. در واقع درآمد پس انداز کنندگان به دریافت کنندگان تسهیلات منتقل می شود.

در اقتصاد ایران که سرکوب مالی متداول است، بالا بودن حجم متقاضیان دریافت تسهیلات امری طبیعی است. با این نرخ های سود، تقاضای بنگاه ها برای دریافت تسهیلات همیشه فراتر از منابع بانک ها است. علاوه بر هزینه فرصت پایین تأمین مالی از طریق منابع بانکی، بهره وری پایین و ساختار خاص هزینه ای بنگاه ها نیز در ایجاد این مازاد تقاضا نقش مؤثری داشته اند. لذا هر تقاضای پاسخ داده نشده ای را نباید به عنوان کمبود اعتبارات قلمداد کرد.

اگر عرضه و تقاضای اعتبارات را در یک بازار آزاد در نظر بگیریم، افزایش تقاضا باید منجر به بالا رفتن قیمت (نرخ سود) شود تا در یک نرخ سود جدید عرضه و تقاضا برابر شده و بازار اعتبارات به تعادل برسد. بنابراین یکی از دلایل فزونی گرفتن تقاضا بر عرضه ی تسهیلات، تعیین نرخ سود در سطحی پایین تر از نرخ تعادلی، یا به عبارت دیگر سرکوب مالی است. در غیاب روشی برای تخصیص بهینه ی تسهیلات محدود به تعداد زیادی از متقاضیان، این امر موجب عدم دسترسی برخی بنگاه های کارآمد به نقدینگی کافی و لذا کاهش تولید آن ها، و به تبع آن کاهش رشد درآمد ملی می شود.

• افزایش سطح عمومی قیمت ها

در سطح کلان زمانی که از افزایش نقدینگی صحبت می شود تورم قیمت ها مورد غفلت قرار می گیرد. بنابر آمار بانک مرکزی، اگرچه نقدینگی اسمی در سال های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، به ترتیب ۳۰ و ۲۹/۱ درصد رشد داشته، اما اگر ارقام نقدینگی در پایان دوره، با تقسیم کردن بر شاخص قیمت مصرف کننده در انتهای همان دوره به مقادیر واقعی تبدیل شود، رشد نقدینگی واقعی برای سال ۱۳۹۱ منفی ۷/۹ درصد و برای سال ۱۳۹۲ تنها ۷/۹ خواهد بود. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می شود، این روند در سال های قبل و همچنین شش ماهه ی نخست سال ۱۳۹۳ نیز کم و بیش صادق بوده است. بنابراین اگرچه در طول چند سال اخیر نقدینگی به طور اسمی رشد بالایی داشته است، رشد سطح عمومی قیمت ها از قدرت خرید و کیفیت آن کاسته و رشد نقدینگی واقعی را کم و در برخی از سال ها حتی منفی کرده است.

جدول ۲: رشد نقدینگی اسمی و نقدینگی واقعی در سال های اخیر

درصد تغییر نسبت به دوره مشابه سال قبل	پایان شهریور					پایان اسفند					
	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹		
شهریور ۹۳	۲۹/۱	۲۹/۱	۳۰/۰	۲۰/۱	۲۵/۲	۶،۵۳۸	۵،۹۴۸	۴۶۰۷	۳،۵۴۳	۲،۹۴۹	نقدینگی اسمی (هزار میلیارد ریال)
	۱۴/۴	۱۹/۷	۴۱/۲	۲۰/۵	۱۹/۷	۲۰۲	۱۸۷	۱۵۶	۱۱۰	۹۲	شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی
	۱۲/۹	۷/۹	-۷/۹	-۰/۳	۴/۵	۳۲،۳۶۷	۳۱،۸۷۵	۲۹،۵۵۱	۳۲،۰۸۸	۳۲،۱۹۳	نقدینگی واقعی (میلیارد ریال)

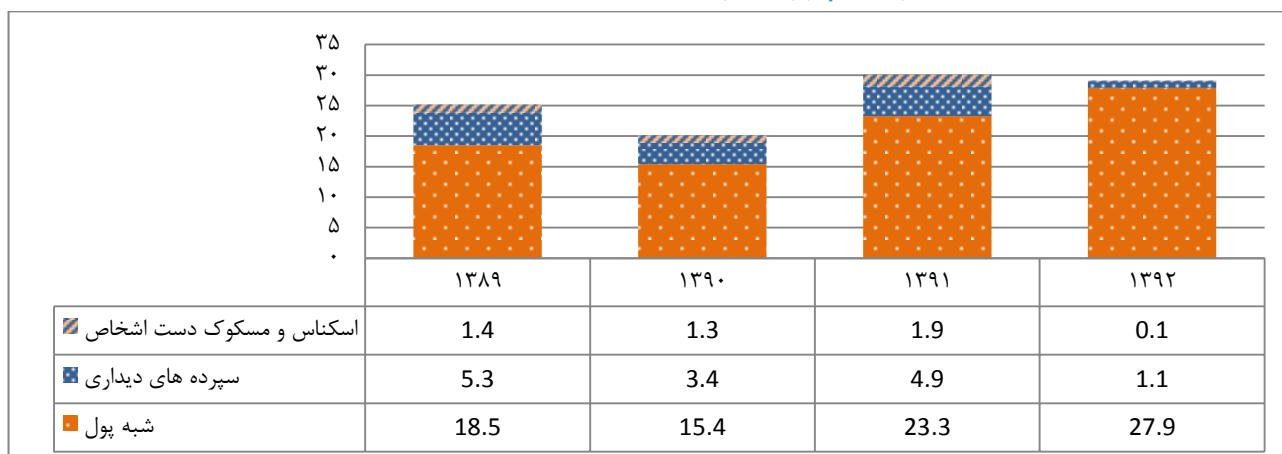
مأخذ: محاسبات محقق با استفاده از داده های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

• شیوه ی خلق و افزایش نقدینگی

نقدینگی از ۳ جزء اصلی تشکیل می شود که عمده ترین آن "سپرده های غیردیداری نزد بانک ها" یا همان "شبه پول" بوده و دو جزء دیگر "سپرده های دیداری نزد بانک ها" و "اسکناس و مسکوک در دست اشخاص" هستند. در سال ۱۳۹۲ از ۲۹/۱ درصد رشد نقدینگی،

۲۷/۹ واحد درصد مربوط به رشد "سپرده‌های غیردیداری نزد بانک‌ها" بوده و ۱/۱ واحد درصد نیز از رشد "سپرده‌های دیداری نزد بانک‌ها" ناشی شده است. به این ترتیب افزایش "اسکناس و مسکوک در دست اشخاص" تنها ۰/۱ درصد نقدینگی را بالا برده و سهم بسیار ناچیزی در رشد آن داشته است. چنان‌که در جدول ۲ دیده می‌شود، در طول سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ نیز این روند تقریباً برقرار بوده و لذا رشد نقدینگی عمدتاً در درون ترازنامه بانک‌ها اتفاق افتاده است. بنابراین بررسی ترازنامه‌ی سیستم بانکی برای تحلیل معماری نقدینگی ضروری است.

نمودار ۲: سهم از رشد اجزای تشکیل دهنده‌ی نقدینگی^۳



مأخذ: محاسبات محقق با استفاده از داده‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

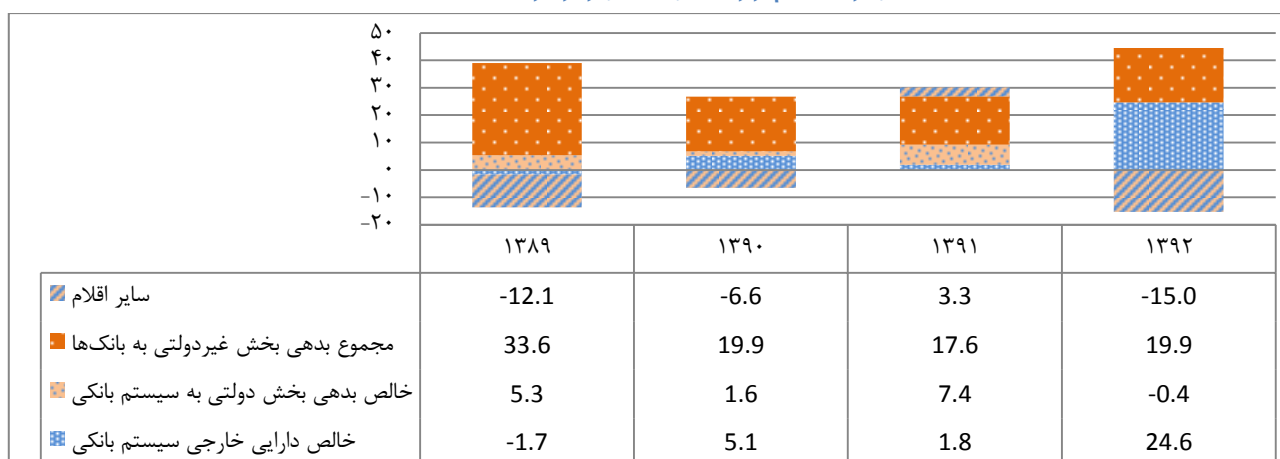
در بین عوامل مؤثر بر عرضه‌ی نقدینگی، مطابق آنچه در نمودار ۳ نمایش داده شده است، از ۲۹/۱ درصد رشد نقدینگی در سال ۱۳۹۲ حدود ۲۴/۶ واحد درصد از طریق "خالص دارایی خارجی سیستم بانکی" و ۱۹/۹ واحد درصد از طریق رشد "مجموع بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها" بوده است. از سوی دیگر کاهش "خالص بدهی بخش دولتی به سیستم بانکی" تأثیر منفی بسیار ناچیزی در رشد نقدینگی داشته اما "سایر ارقام" که شامل "خالص سایر دارایی‌های سیستم بانکی"، "مجموع حساب سرمایه سیستم بانکی"، "ودیعه ثبت سفارش کالاهای بخش غیردولتی" و "پیش پرداخت اعتبارات اسنادی بخش دولتی نزد بانک مرکزی" می‌شود، با وجود سهم قابل توجه منفی ۱۵ واحد درصدی، به علت در دسترس نبودن ترازنامه بانک مرکزی پس از سال ۱۳۸۹، به طور کامل قابل تفکیک و تحلیل نمی‌باشد.

ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نشان می‌دهد که در بخش دارایی بانکها، زیربخش حساب سرمایه‌گذاری مستقیم (مالکیت بنگاه) در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ به ترتیب ۱۰۲ و ۱۰۴ درصد رشد داشته است.^۴ از سوی دیگر در سال ۱۳۹۲، ارقام "دارایی‌های ثابت" و "سایر دارایی‌ها" نیز به ترتیب ۱۷/۳ و ۸۳/۶ درصد رشد کرده‌اند که بخش عمده‌ی آن از طریق خرید املاک صورت گرفته است. این در حالی است که "مانده تسهیلات اعطایی بانک‌ها به بخش‌های دولتی و غیردولتی" در سال ۱۳۹۲ رشد ۲۷ درصدی داشته است. بنابراین به نظر می‌رسد در سال‌های اخیر منبسط شدن ترازنامه بانک‌ها با رشد سهم سرمایه‌گذاری مستقیم و تملک دارایی‌های ثابت همراه بوده و لذا نقدینگی خلق شده کمتر به شکل تسهیلات در اختیار بخش‌های دولتی و غیردولتی قرار گرفته است.

^۳ "سهم از رشد" اجزای نقدینگی در سال t برابر است با رشد هر یک از آن‌ها از سال t-1 به سال t، ضربدر سهم آن جزء در سال t-1.

^۴ مأخذ: لوح فشرده گزارش عملکرد بانک‌های کشور در سال ۱۳۹۲، مؤسسه عالی آموزش بانکداری

نمودار ۳: سهم از رشد عوامل مؤثر بر عرضه نقدینگی



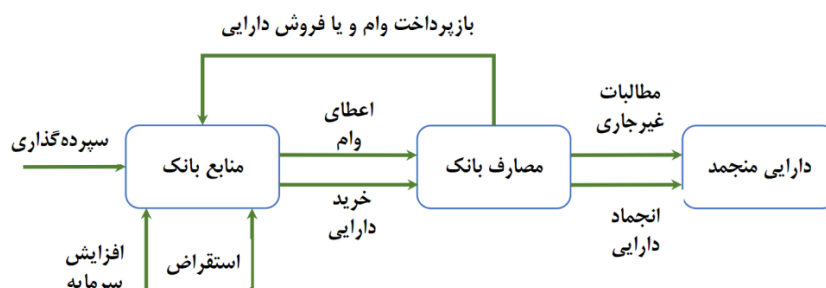
مأخذ: محاسبات محقق با استفاده از داده‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

• منجمد شدن ترازنامه بانکها

یکی از مهمترین موضوعات در تبیین معمای نقدینگی، درجه سیالیت نقدینگی موجود است؛ توجه صرف به حجم و مقدار نقدینگی برای تحلیل وضعیت آن کفایت نمی‌کند و حتی می‌تواند گمراه کننده باشد. ماهیت نقدینگی به صورتی است که برای کارا بودن لزوماً باید گردش داشته باشد و در بین بازارها و اشخاص دست به دست شود. در واقع حجم پایینی از نقدینگی با سرعت گردش بالا می‌تواند کارا تر از حجم بالایی از نقدینگی با گردش کم باشد.^۵ اگر نقدینگی از طریق منابع راکد مانند "استمهال بدهی‌های معوق بانکی" افزایش یابد، امکان تحرک‌پذیری و چرخش آن در فعالیتهای اقتصادی فراهم نخواهد بود. به همین جهت است که در بحث معمای نقدینگی، وضعیت سیستم بانکی به عنوان محرک گردش نقدینگی اهمیت بالایی پیدا می‌کند. اگر نقدینگی در ترازنامه بانکها منجمد و بلوکه شود، سیالیت و نقدشوندگی خود را از دست داده، قادر نخواهد بود در بین بازارها گردش کند و لذا از تعداد معاملات انجام شده کاسته خواهد شد.

همانطور که در نمودار ۴ مشاهده می‌شود، منابع اعطای وام از بازپرداخت وام‌های قبلی، استقراض از بانک مرکزی، افزایش سرمایه و سپرده‌گذاری‌های جدید فراهم می‌شود. بنابراین اگر بانک به جای وام دادن به خرید دارایی مبادرت ورزد، و یا با عدم مدیریت صحیح ریسک اعتباری دچار مطالبات معوق شود، بخشی از دارایی بانک از چرخه اعتباردهی خارج شده و سیالیت آن تقلیل پیدا می‌کند که به کاهش سیالیت نقدینگی در سطح جامعه می‌انجامد.

نمودار ۴: چرخه سپرده-تسهیلات بانکها



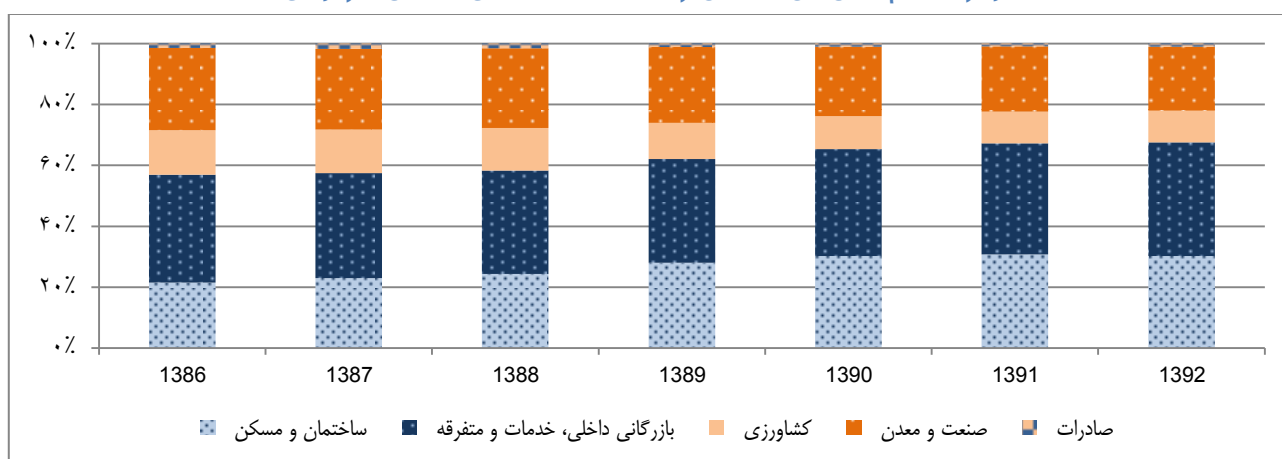
مأخذ: نیلی، فرهاد. ۱۳۹۳

^۵ ر.ک. گروه تحقیقات اقتصادی بانک خاورمیانه، ۱۳۹۳، ص ۲۱

کارکرد اصلی بانکداری که واسطه‌گری مالی می‌باشد، مستلزم چرخاندن مستمر نقدینگی مابین تسهیلات و سپرده‌ها است. مطالبات غیرجاری به دلیل قفل کردن تسهیلات بانک‌ها در فرآیندی خارج از این چرخه، عملاً بخشی از دارایی بانک‌ها را از مدیریت اعتباری آن‌ها خارج کرده و توان اعتباردهی‌شان را می‌کاهد. در صورتی که تسهیلات اعطا شده در زمان مورد انتظار به چرخه عملیات بازنگردد، تعادل زمانی دارایی‌ها و بدهی‌های بانک دچار مشکل شده و بانک با افزایش ریسک نقدینگی مواجه می‌شود.^۶

به دلیل رشد بالای قیمت مسکن در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶، بانک‌ها با این تصور که قیمت مسکن همچنان رو به افزایش است، به سرمایه‌گذاری‌های عمده در این بخش پرداختند. همچنین همانطور که در نمودار ۵ قابل مشاهده است، بانک‌ها سهم فزاینده‌ای از تسهیلات خود را به بخش ساختمان و مسکن اعطا کرده‌اند. به این ترتیب رکود بازار مسکن در آغاز دهه‌ی ۱۳۹۰، عدم بازگشت مطالبات و همچنین بلوکه شدن بخشی از دارایی بانک‌ها را تشدید کرد و لذا زمانی که بنگاه‌های کشور نیاز زیادی به نقدینگی داشتند، از درجه نقدشوندگی و سیالیت دارایی بانک‌ها کاسته شده و در شرایط عدم توسعه‌ی ابزارهای دیگر تأمین مالی، به تدریج مشکل کمبود نقدینگی بنگاه‌ها حادث شد.

نمودار ۵: سهم بخش‌های اقتصادی از مانده تسهیلات بانکی به بخش غیردولتی



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

علاوه بر این در سال‌های اخیر مطالبات معوق بانک‌ها در سطحی بالا باقی مانده و به کاهش بیشتر کیفیت نقدینگی آن‌ها منجر شده است. نسبت مطالبات غیرجاری به کل تسهیلات در ایران همواره از هنجارهای بین‌المللی بالاتر بوده که نشانه‌ی ناکارایی فرآیند تخصیص اعتبار و واسطه‌گری مالی در ایران است. البته این نسبت در پایان سال ۱۳۹۲ معادل ۰/۶ واحد درصد کاهش یافت و به ۱۴/۱ درصد رسید. نکته‌ی نگران‌کننده این است که چون بانک‌ها برخی از بدهی‌های غیرجاری را استمهال کرده و از مطالبات مشکوک الوصول خارج می‌کنند، مقدار مطالبات معوق در واقع حتی از رقم اعلام شده‌ی فوق نیز بسیار بالاتر است. علاوه بر این، بدهی‌های بخش دولتی به سیستم بانکی حتی اگر سال‌ها از سررسید آن‌ها گذشته باشد، در گروه بدهی‌های معوق دسته‌بندی نمی‌شود. بنابراین اطلاعات ارائه شده در ترازنامه بانک‌ها نیز به درستی عمق مشکل را نشان نمی‌دهد.

با افزایش سهم مطالبات غیرجاری در ترازنامه بانک‌ها، دقت اندازه‌گیری متغیرهای پولی نیز کاهش می‌یابد. این مطالبات از حیث کارکرد، در زمره‌ی دارایی‌های غیرجاری محسوب شده و قابلیت بکارگیری مجدد در قالب سپرده را ندارند، اما از لحاظ حسابرسی همانند وجوه

^۶ نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ت

نقد عمل می‌کنند. به همین دلیل محاسبات متداول که سرعت گردش نقدینگی را از تقسیم حجم نقدینگی به تولید ناخالص داخلی بدست می‌آورند، با جاری فرض کردن همه تسهیلات بانک‌ها به بیش برآورد سرعت گردش می‌انجامند و قابل اعتماد نیستند.^۷

به طور خلاصه در سیستم بانکی کشور به دلیل افزایش مطالبات معوق، بخش قابل توجهی از دارایی بانک‌ها منجمد شده و رکود بازار مسکن نیز به آن دامن زده است. یکی از تبعات نامطلوب انجماد دارایی‌های بانک‌ها، اختلال در جریان وجوه نقد آن‌هاست، موضوعی که موجب شده نیاز بانک‌ها به نقدینگی خیلی کوتاه‌مدت و حتی یک روزه بالا برود و لذا به بازار بین بانکی با نرخ سودهایی بسیار بالا روی آورند. بالا رفتن سهم وثایق تملیکی در ترازنامه بانک‌ها شاخصی دیگر از نقدناپذیری دارایی بانک‌ها در سال‌های اخیر است که نشان می‌دهد مبلغ وام‌های نکول شده‌ای که بانک‌ها وثایق آن‌ها را تملیک کرده‌اند، سریع‌تر از کل ترازنامه رشد کرده است.^۸ به این ترتیب منجمد شدن ترازنامه بانک‌ها یکی از عوامل مهم کاهش کیفیت نقدینگی و لذا کاهش تعداد معاملات انجام شده در کشور بوده است.

۲-۲ عوامل مؤثر در سطح خرد

با اینکه افزایش نقدینگی یکی از عوامل ایجاد تورم است، بدون شک چرخه‌ی اقتصاد و تولید به نقدینگی نیاز دارد. برای بررسی دلایل محسوس بودن کمبود نقدینگی در سطح بنگاه‌ها، لازم است که بین "سرمایه‌گذاری درازمدت" و "سرمایه در گردش بنگاه‌ها" (Working Capital) تفکیک قائل شد. با در نظر گرفتن شرایط چند سال گذشته‌ی اقتصاد کشور که به دلیل رکود و عدم قطعیت‌های متعدد، تمایل به سرمایه‌گذاری‌های درازمدت کم شده بود و همچنین توجه به مشکلات مطرح شده از سوی بنگاه‌ها، می‌توان نتیجه گرفت که کمبود نقدینگی بنگاه‌های تولیدی در حقیقت به کافی نبودن سطح سرمایه در گردش آن‌ها اشاره دارد. تأمین مالی هزینه‌های لازم برای مواردی مثل مواد اولیه، مطالبات، اسناد دریافتی، دستمزد نیروی کار، هزینه‌ی حامل‌های انرژی، تبلیغات، سود بانکی و موارد مشابه که مجموع آن‌ها مقدار کمی هم نیست، اجزاء سرمایه در گردش محسوب می‌شود.

تأمین سرمایه در گردش، یعنی تأمین مالی کوتاه‌مدت بنگاه، به طور عمده از سه مسیر اصلی صورت می‌گیرد که عبارتند از: منابع داخلی بنگاه، مسیر زنجیره تأمین و رجوع به واسطه‌های مالی. همانند بقیه موارد مصرف سرمایه، مازاد نقدی خود بنگاه نیز یکی از روش‌های تأمین سرمایه در گردش است. تأمین مالی از طریق مسیر زنجیره تأمین نیز یکی از کانال‌های مهم برای شرکت‌هایی است که دسترسی‌شان به بازار رسمی اعتبارات محدود است. علاوه بر این، واسطه‌های مالی مثل بازار سرمایه و نظام بانکی نیز همیشه به عنوان منابع تأمین مالی مطرح هستند.

در سال‌های اخیر برخی شوک‌های وارد شده به اقتصاد که عمدتاً به دلیل وجود رکود اقتصادی و اعمال تحریم‌های بین‌المللی بوده‌اند، نه تنها موجب اختلال در مکانیزم تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها شده‌اند، بلکه نیاز آن‌ها به این نوع سرمایه را نیز افزایش داده‌اند. مهم‌ترین این شوک‌ها عبارتند از:

• به تعویق افتادن پرداخت مطالبات جاری بنگاه‌ها

در سال‌های اخیر با حاکم شدن رکود بر اقتصاد کشور، از سرعت گردش دارایی‌های بنگاه‌ها کاسته شده، زمان مورد انتظار برای فروش کالا بالا رفته و وصول حساب‌های دریافتی به تعویق افتاده است. تحریم‌های اقتصادی نیز، به خصوص برای بنگاه‌هایی که در چرخه‌ی تولید تا فروش خود مبادلات کالا یا خدمات با خارج کشور دارند، به شدت مشکل افزوده و طول چرخه‌ی فروش را به مراتب درازتر

^۷ نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ ت

^۸ نیلی، فرهاد. ۱۳۹۳

کرده‌اند. جدول ۳ سهم اجزای مختلف ترازنامه‌ی بنگاه تولیدی نمونه در بورس ایران را نشان می‌دهد.^۹ همانطور که مشاهده می‌شود حساب‌های دریافتی به طور متوسط ۳۰ درصد از مجموع دارایی‌های بنگاه را تشکیل می‌دهند که نسبت قابل توجهی است. بنابراین با به تأخیر افتادن وصول حساب‌های دریافتی و معوق شدن مطالبات جاری، نیاز بنگاه‌ها به سرمایه در گردش افزایش پیدا کرده است.

جدول ۳: ترازنامه بنگاه نمونه در بورس ایران

سهم	انحراف استاندارد	بستانکار	سهم	انحراف استاندارد	بدهکار
۶	۱۸	سود سهام پیشنهادی	۶	۸	موجودی نقد و سرمایه کوتاه مدت
۳۰	۹۲	پرداختی‌ها	۳۰	۱۷	دریافتی‌ها
۱۸	۴۴	تسهیلات کوتاه مدت	۱۹	۱۵	موجودی کالا
۳	۵	سایر بدهی‌های جاری			
۵۶	۱۲۲	جمع بدهی‌های جاری	۵۵	۲۰	جمع دارایی‌های جاری
۸	۱۷	تسهیلات درازمدت	۳۰	۱۸	دارایی‌های ثابت
۴	۱۴	سایر بدهی‌های غیرجاری	۱۵	۱۲	سایر دارایی‌های غیرجاری
۱۲	۲۲	جمع بدهی‌های درازمدت	۴۵	۲۰	جمع دارایی‌های غیرجاری
۶۸	۱۳۰	جمع بدهی‌ها			
۲۴	۲۹	سرمایه و اندوخته‌ها			
۸	۱۴۴	سود و زیان انباشته			
۳۲	۱۳۰	جمع حقوق صاحبان سهام			
۱۰۰		جمع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام	۱۰۰		جمع دارایی‌ها

مأخذ: قدوسی، حامد. ۱۳۹۳. سیاست‌های پیشنهادی برای بهبود نظام تأمین سرمایه در گردش، به نقل از نیلی و همکاران، ۱۳۹۲

• کاهش تقاضا و سطح پیش‌فروش بنگاه‌ها

در شرایط رکود اقتصادی به دلیل افت تقاضا، از حاشیه سود بنگاه کاسته شده و جریان نقدی داخلی نیز تضعیف شده است. از طرف دیگر در شرایط عادی بنگاه‌ها برای تأمین بخشی از نیازهای مالی خود در کوتاه مدت، می‌توانستند تولیدات خود را پیش‌فروش کنند اما در شرایط رکود، در پی کاهش تقاضا از میزان پیش‌خریدها نیز کاسته شده و لذا بنگاه‌ها دیگر قادر به تأمین مالی از این طریق نیستند.

• اختلال در مکانیزم اعتبار اسنادی و جذب سرمایه‌های خارجی

تشدید تحریم‌ها از سال‌های پایانی دهه‌ی ۱۳۸۰ با ایجاد تنگنا در روابط فرامرزی بانک‌های تجاری کشور و سپس بانک مرکزی، سرمایه‌گذاری خارجی و دسترسی بنگاه‌ها به اعتبارات تجاری و واردات سرمایه‌ای و واسطه‌ای را محدود کرد. در حالی که قبل از اعمال تحریم‌ها و تشدید آن‌ها، بنگاه‌ها قادر بودند از روش‌های متداولی چون یوزانس برای خرید کالاهای مورد نیاز خود استفاده کنند، بعد از تحریم‌ها مجبورند کل مبلغ را به صورت حواله‌ای تأمین و ارسال نمایند.^{۱۰} به این ترتیب خصوصاً در بنگاه‌هایی که از مواد اولیه یا کالاهای واسطه‌ای وارداتی بیشتری استفاده می‌کنند، نسبت به گذشته به سرمایه در گردش بسیار بالاتری نیاز است.^{۱۱}

• افزایش قیمت حامل‌های انرژی

با افزایش قیمت حامل‌های انرژی در چارچوب طرح هدفمندسازی یارانه‌ها، هزینه‌ی مصرف انرژی بنگاه‌ها بالا رفته و نیاز آن‌ها به سرمایه در گردش را افزایش داده است.

^۹ منظور از بنگاه نمونه (Representative firm) بنگاهی فرضی است که اندازه‌ی هر پارامتر آن به اندازه‌ی متوسط همان پارامتر در تمام بنگاه‌های دیگر باشد.

^{۱۰} "یوزانس" نوعی اعتبار اسنادی است که در آن فروشنده‌ی کالا در مقابل تضمین بانک گشایش‌کننده‌ی اعتبار، برای مدتی معین به خریدار مهلت می‌دهد تا وجه اعتبار را بپردازد.

^{۱۱} نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ الف

• کاهش ارزش ریال در مقابل ارزهای معتبر خارجی

افزایش ۲/۵ تا ۳ برابر ارزش ارزهای معتبر خارجی در مقابل ریال ایران در سال ۱۳۹۱ باعث شده که بنگاه‌های دارای واردات خارجی نسبت به قبل از سال ۱۳۹۱، به نقدینگی بیشتری جهت تأمین ارز نیاز داشته باشند.

۳ مشکلات ساختاری مؤثر در بروز معمای نقدینگی

علاوه بر شوک‌هایی که عمدتاً به دلیل وجود رکود اقتصادی و اعمال تحریم‌های بین‌المللی به اقتصاد ایران وارد شده، مشکلات ساختاری موجود در بازار پول، بازار سرمایه، نظام اعتبارسنجی و عملکرد بنگاه‌ها نیز به بروز معمای نقدینگی در ایران دامن زده‌اند. در این بخش به بررسی مشکلات ساختاری مؤثر در بروز معمای نقدینگی پرداخته می‌شود:

۱-۳ بازار پول

یکی از مشکلات بازار پول در ایران، عدم کنترل کامل بانک مرکزی بر بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری کشور است. در حالی که در اقتصادهای توسعه یافته، دولت معمولاً دخالتی در بازار کالا و خدمات ندارد؛ تا حدودی در بازار نیروی کار دخالت می‌کند؛ و سعی می‌نماید به طور غیرمستقیم و حتی مستقیم بازارهای مالی را کاملاً تحت کنترل داشته باشد، در ایران بر عکس این رویه حاکم است و دولت در عین دخالت‌های متعدد در بازارهای کالا و خدمات، تنها کنترل کمی بر بازارهای مالی اعمال می‌کند. در نتیجه بی‌انضباطی پولی مستولی می‌شود، تا جایی که برای مثال در شهریور ۱۳۹۳ حجم سپرده‌ی شش مؤسسه مالی و اعتباری که بانک مرکزی کنترلی بر آنها ندارد، به حدود ۹۴۵ هزار میلیارد ریال (نزدیک به ۱۵ درصد نقدینگی کل کشور) رسیده است.^{۱۲} علاوه بر این حتی بانک‌های تحت نظارت بانک مرکزی نیز به طور کامل به مصوبات و مقررات آن عمل نمی‌کنند. برای مثال در بسیاری از موارد از گذاردن سپرده‌ی قانونی کافی در بانک مرکزی استنکاف ورزیده‌اند.

نحوه‌ی تخصیص تسهیلات بانکی در ایران بهینه نیست و لذا سیاست‌گذار باید به ترمیم آن بپردازد، با این حال ورود بانک مرکزی به این مقوله اکثراً نامناسب بوده است. در ایران بانک مرکزی مداخله‌ی زیادی در بازار اعتبارات دارد اما این مداخله به جای آنکه به صورت تنظیم‌کننده (Regulator) باشد، به صورت تعیین‌کننده (Administrator) بوده و معمولاً به تعیین سقف سود یا تسهیلات تکلیفی برای بانک‌ها منجر شده است. این‌گونه مداخلات باعث شده که تسهیلات دریافتی از بانک همیشه جزو ارزان‌ترین روش‌های تأمین مالی قرار گیرد و بنگاه‌ها برای تعیین ترکیب بهینه‌ی منابع تأمین مالی تا حد امکان از بانک‌ها تقاضای تسهیلات داشته باشند.^{۱۳}

مشکل دیگر بازار پول که به بروز معمای نقدینگی دامن زده، عملکرد سیستم بانکی در سال‌های اخیر است که همانطور که پیش‌تر اشاره شد، اغلب از وظایف اصلی خود دور شده و به جای واسطه‌گری مالی به بنگاهداری یا سرمایه‌گذاری در املاک پرداخته‌اند. این در حالی است که در کشورهای توسعه یافته، بانک‌های تجاری محدودیت زیادی در عملکرد خود داشته و به شدت تحت کنترل هستند.^{۱۴} نکته‌ی مهم دیگر این است که در این‌گونه کشورها، بنگاه‌ها تنها برای تأمین مالی کوتاه مدت خود به بانک‌ها روی می‌آورند؛ در چنین شرایطی نقدینگی در مدت زمان کوتاهی به بانک‌ها باز می‌گردد و این امکان به وجود می‌آید که تسهیلات جدیدی اعطا شود. اما در شرایط فعلی ایران، با عمق نداشتن بازار سرمایه و کمبود ابزارهای کارآمد برای تأمین مالی و همچنین فقدان نوآوری‌های مالی، بیش از ۸۰ درصد

^{۱۲} کمیجانی، اکبر. ۱۳۹۳

^{۱۳} نیلی، فرهاد. ۱۳۹۳

^{۱۴} کرمانی، امیررضا. ۱۳۹۳

تأمین مالی کوتاه یا درازمدت بنگاه‌ها اعم از کوچک و بزرگ، از طریق سیستم بانکی صورت می‌گیرد و این امر گردش کمتر پول و اعتبار در چرخه‌ی سپرده-تسهیلات را در پی دارد.

۳-۲ بازار سرمایه

عدم توسعه‌ی بازار سرمایه کشور نیز به تشدید مشکلات بنگاه‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیازشان دامن زده است. در حال حاضر بازار سرمایه ایران عمدتاً محلی برای مبادله اوراق مالکیتی یا سهام (Equity) بوده و مبادله اوراق بدهی (Debt) نقش بسیار ناچیزی در آن ایفا می‌کند. ارزش جاری بازار سرمایه در مقایسه با تولید ناخالص داخلی کشور که به عنوان شاخص عمق بازار سرمایه تلقی می‌شود، بسیار پایین بوده و معمولاً نوسانات زیادی را هم تجربه می‌کند.

در اکثر کشورها حداقل تأمین منابع مالی درازمدت شرکت‌های بزرگ بر عهده‌ی بازار سرمایه است. اما در ایران به دلیل فقدان ابزار تأمین مالی در بازار سرمایه و نبود بازار رهن، تأمین سرمایه درازمدت شرکت‌های بزرگ نیز بر عهده‌ی سیستم بانکی افتاده است. در نتیجه بنگاه‌های کوچک و متوسط که گاهی نسبت به بنگاه‌های بزرگ و ناکارآمد و ظاهراً خصوصی شده کنونی توجیه اقتصادی بیشتری در دریافت تسهیلات بانکی دارند، از این تسهیلات محروم مانده‌اند و این امر اثرات نامطلوبی بر بخش واقعی اقتصاد گذاشته است. علاوه بر این، عدم وجود بازاری برای مبادله انواع ریسک‌های موجود در فعالیت بنگاه‌ها و بانک‌ها و عدم شناخت صحیح، و بعضاً بی‌توجهی سیاست‌گذاران کشور به ارتباط تنگاتنگ ریسک و بازدهی، از یک سو شکست بازار اعتبارات را عمیق‌تر کرده و از سوی دیگر مانع از توسعه بازار سرمایه کشور گردیده است.

ایجاد و گسترش بازار اوراق استقراری و به ویژه اوراق بدهی شرکتی (از جمله اوراق مرابحه) و هدایت تقاضای مالی بنگاه‌های بزرگ از بازار پول به بازار سرمایه، به کاهش فشار بر منابع محدود بانک‌ها و استفاده‌ی بهینه‌تر از نقدینگی آن‌ها منجر خواهد شد.^{۱۵} در این صورت ابزارهای مالی متنوع شده و بازار سرمایه عمق پیدا می‌کند. تنوع در ابزارهای تأمین مالی به اقتضای ویژگی‌های سه گانه بازدهی، ریسک و نقدشوندگی، تنوع نیازهای سرمایه‌گذاری در سمت واقعی و تنوع منابع مالی در بخش مالی را پاسخ می‌دهد.^{۱۶}

۳-۳ نظام اعتبارسنجی

عدم وجود نهادهای اعتبارسنجی و رتبه‌بندی رسمی و معتبر باعث شده در شرایط جیره‌بندی تسهیلات، بانک‌ها تنها به مشتریان قدیمی و شناخته شده‌ی خود وام داده و لذا تنها تعداد محدود و مشخصی از بنگاه‌ها به تسهیلات دسترسی داشته باشند. در نتیجه مثلاً در سال ۱۳۹۳ معادل ۷۳ درصد از تسهیلات بانکی اختصاص یافته به شرکت‌های بورسی تنها به ۱۰ درصد این بنگاه‌ها اعطا شده و ۶۰ درصد شرکت‌ها کمتر از ۸ درصد تسهیلات را دریافت کرده‌اند.^{۱۷} در یک اقتصاد سالم بهره‌مندی از منابع مالی محدود باید براساس شاخص‌های شایستگی و کارایی بنگاه‌ها باشد. به عبارت دیگر، تخصیص هدفمند اعتبار باید به شیوه‌ای کارا، با توجه به درجه‌ی اعتباری و نقش آن‌ها در تولید، تحریک تولید سایر بخش‌ها و ایجاد اشتغال صورت گیرد.

اگر اعطای تسهیلات و نرخ سود آن‌ها، بر اساس درجه‌ی اعتبارسنجی متقاضیان انجام شود، انگیزه‌ی بنگاه‌ها برای حفظ و بهبود سابقه‌ی اعتباری‌شان افزایش پیدا خواهد کرد. اما در حال حاضر علیرغم ایجاد شرکت‌های اعتبارسنجی در چند سال گذشته، این شرکت‌ها عملکرد موفق‌تری نداشته و اکثر بانک‌ها در عمل از وجود آن‌ها بهره‌ای نمی‌برند.

^{۱۵} ر.ک. عقیلی کرمانی، پرویز. ۱۳۹۳

^{۱۶} نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ پ

^{۱۷} نیلی، فرهاد. ۱۳۹۳

۳-۴ عملکرد بنگاه‌ها

بنگاه‌های زیادی هستند که به دلیل عدم دسترسی به نقدینگی کافی با محدودیت تولید مواجه شده‌اند، اما این نکته را نیز نباید فراموش کرد که بخش دیگری از مشکل مالی آن‌ها به ساختار سرمایه و تأمین مالی خودشان برمی‌گردد. عدم وجود مکانیزم ورشکستگی برای بنگاه‌های داخلی نیز باعث شده که بنگاه‌های بزرگ، حتی اگر ادامه‌ی فعالیتشان توجیه اقتصادی نداشته باشد، باز هم برای دریافت تسهیلات تکلیفی و حمایت‌های مالی به دولت فشار بیاورند. در چنین شرایطی نقدینگی موجود در سیستم بانکی در عمل به شکل درازمدت در اختیار بنگاه‌های ناکارآمد قرار گرفته و به دلیل عملکرد نامطلوب آن‌ها، احتمال عدم بازپرداخت تسهیلات افزایش می‌یابد. این مطالبات بازپرداخت نشده -همانطور که پیش از این اشاره شد- اگر از سمت بنگاه‌های دولتی باشد، حتی در دسته‌بندی مطالبات معوق هم قرار نمی‌گیرند و صورت‌های مالی بانک‌ها نیز منجمد شدن این نقدینگی را نشان نمی‌دهند. در این شرایط نسبت کفایت سرمایه و شاخص‌های احتیاطی خود بانک‌ها نیز زیر سؤال می‌رود و باز هم به دلیل عدم وجود مکانیزم ورشکستگی، بانک‌های ناسالم از چرخه‌ی اقتصاد خارج نشده و با فعالیت نامطلوب خود، نقدینگی بیشتری را منجمد می‌کنند.

بنابراین اجبار خروج بانک‌ها و بنگاه‌های ناسالم و عملاً ورشکسته از بازار، به افزایش کارایی نقدینگی کمک کرده و به سیالیت آن خواهد افزود. در غیاب این اصلاحات تزریق منابع جدید با خطر اتلاف و عدم بازگشت مواجه می‌باشد.

۴ نتیجه‌گیری

معمای نقدینگی از وفور نقدینگی در سطح کلان و کمبود آن در سطح خرد حکایت دارد. موارد مهمی که در بررسی رشد نقدینگی باید مدنظر قرار بگیرد، اولاً رشد سطح عمومی قیمت‌ها است که باعث شده در سال‌های اخیر رشد نقدینگی واقعی پایین و در برخی از سال‌ها حتی منفی باشد، و ثانیاً میزان سیالیت نقدینگی خلق شده است که کارایی و قابلیت گردش آن در بین بازارهای مختلف را نشان می‌دهد. در سال‌های اخیر منبسط شدن ترازنامه بانک‌ها و لذا افزایش نقدینگی با رشد سهم سرمایه‌گذاری مستقیم و تملک دارایی‌های ثابت و همچنین استمهال بدهی‌های معوق همراه بوده و به این ترتیب بخش قابل ملاحظه‌ای از نقدینگی در ترازنامه بانک‌ها منجمد شده است. زمانی که به دلیل افزایش تورم یا منجمد شدن ترازنامه بانک‌ها از کیفیت نقدینگی کاسته شود، توجه صرف به حجم بالای آن گمراه‌کننده بوده و می‌تواند منجر به سیاست‌گذاری‌های نامناسب شود.

از طرف دیگر باید از دید خرد هم به موضوع نقدینگی توجه شود. طی سال‌های اخیر شوک‌های مختلف اقتصادی و سیاسی باعث شده‌اند که از یک سو نیاز بنگاه‌ها به نقدینگی و عمدتاً سرمایه در گردش بیشتر شود و از سوی دیگر منابع تأمین آن‌ها دچار مشکل گردد. به تعویق افتادن پرداخت مطالبات جاری بنگاه‌ها، کاهش تقاضا و سطح پیش‌فروش بنگاه‌ها، اختلال در مکانیزم پرداخت با روش اعتبارات اسنادی و کاهش شدید جذب سرمایه‌های خارجی و افزایش قیمت حامل‌های انرژی و نرخ ارز از جمله این شوک‌ها بوده‌اند.

علاوه بر شوک‌هایی که عمدتاً به دلیل وجود رکود اقتصادی و اعمال تحریم‌های بین‌المللی به اقتصاد ایران وارد شده، مشکلات ساختاری موجود در بازار پول، بازار سرمایه، نظام اعتبارسنجی و عملکرد بنگاه‌ها در ایران نیز به بروز معمای نقدینگی دامن زده‌اند.

منابع

بانک خاورمیانه. ۱۳۹۳، تحلیلی بر تورم در ایران، گروه تحقیقات اقتصادی، قابل دسترسی در:

<http://middleeastbank.ir/uploads/tahlili-bar-tavarom-aban۹۳.pdf>

عقیلی کرمانی، پرویز. ۱۳۹۳، زمان توسعه بازار اوراق استقراضی، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۲۶۱، ۱۳/۰۵/۹۳، قابل دسترسی در:

<http://www.donya-e-eqtasad.com/news/۸۱۸۵۴۷>

قدوسی، حامد. ۱۳۹۳، سیاست‌های پیشنهادی برای بهبود نظام تأمین سرمایه در گردش، اولین کنفرانس اقتصاد ایران، قابل دسترسی در:

http://conference.imps.ac.ir/cie/Default.aspx?PageName=News&Action=Subjects_Details&ID=۲۸۱

کرمانی، امیررضا. ۱۳۹۳، وام‌های غیر جاری در ایران، اولین کنفرانس اقتصاد ایران، قابل دسترسی در:

http://conference.imps.ac.ir/cie/Default.aspx?PageName=News&Action=Subjects_Details&ID=۲۸۱

کمیجانی، اکبر. ۱۳۹۳، جهت‌گیری سیاست پولی در مدیریت اقتصاد کشور، اولین کنفرانس اقتصاد ایران، قابل دسترسی در:

http://conference.imps.ac.ir/cie/Default.aspx?PageName=News&Action=Subjects_Details&ID=۲۸۶

مؤسسه عالی آموزش بانکداری، ۱۳۹۳، عملکرد بانک‌های کشور در سال ۱۳۹۲ (لوح فشرده)

نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ الف، تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان، پژوهشکده پولی و بانکی، قابل دسترسی در:

http://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working۲۰/paper/۱۳/۱۳۹۳_____۹۳/MBRI-PP-۹۳۰۳۰-nili,mahmodzadeh.pdf

نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ ب، چرخه‌های تجاری و اعتباری، پژوهشکده پولی و بانکی، قابل دسترسی در:

http://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working۲۰/paper/۱۳/۱۳۹۳_____۹۳/MBRI-PP-۹۳۰۱۵-nili,mahmodzadeh.pdf

نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ پ، شکست بازار اعتبارات، پژوهشکده پولی و بانکی، قابل دسترسی در:

http://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working۲۰/paper/۱۳/۱۳۹۳_____۹۳/MBRI-PP-۹۳۰۲۰-nili,mahmoodzadeh۱.pdf

نیلی، فرهاد و امینه محمودزاده. ۱۳۹۳ ت، مطالبات غیرجاری یا دارایی‌های مسموم بانک‌ها، پژوهشکده پولی و بانکی، قابل دسترسی در:

http://www.mbri.ac.ir/userfiles/file/working۲۰/paper/۱۳/۱۳۹۳_____۹۳/MBRI-PP-۹۳۰۲۵-nili۲۰/-mahmoodzadeh.pdf

نیلی، فرهاد. ۱۳۹۳، تنگنای اعتباری، اولین کنفرانس اقتصاد ایران، قابل دسترسی در:

http://conference.imps.ac.ir/cie/Default.aspx?PageName=News&Action=Subjects_Details&ID=۲۸۱