

چکیده

توسعه‌ی بخش مالی در هر کشور سبب افزایش رشد اقتصادی و کاهش فقر از طریق گسترش دسترسی به منابع مالی و تخصیص بهینه‌ی پس‌انداز جامعه می‌شود. ثبات اقتصاد کلان، میزان تأثیرگذاری و قابل اطمینان بودن چارچوب حقوقی قراردادهای و مبانی دست‌یابی به اطلاعات، سه رکن اساسی مؤثر در ساختار یک بازار مالی کارآمد هستند که در این مقاله به آنها اشاره می‌شود. سپس سه رویکرد تأثیر مداخله دولت در بازارهای مالی بررسی می‌شود. در این مقاله با استفاده از نسبت‌های اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت ارزش بازار بورس اوراق بهادار به تولید ناخالص داخلی و شاخص‌های حقوقی و اطلاعاتی به تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای کشورها در زمینه بازسازی و اصلاح عمل‌کرد بازارهای مالی و افزایش کارایی در این بازارها خواهیم پرداخت. در بخش پایانی این مقاله به موضوع زمان‌بندی اصلاحات و اولویت سیاست‌های نوسازی بازارهای مالی اشاره شده و از تجربیات سایر کشورها برای دست‌یابی به یک بازار مالی کارآمد استفاده خواهد شد. کلمات کلیدی: بازارهای مالی، کارایی، دولت، حقوق، اطلاعات، ثبات اقتصادی.

مؤسسه عالی بانکداری ایران
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

مقدمه

بازارهای مالی وظیفه کاهش هزینه‌ای مبادلاتی، اطلاعاتی و عملیاتی را برعهده دارند و از این راه پس‌اندازهای جامعه را به سمت پربازده‌ترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری هدایت می‌کنند.

نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها، اعمال حکم‌روایی خوب شرکتی، متنوع‌سازی دارایی‌ها کاهش ریسک نقدشوندگی و ریسک بین دوره‌ای از مهم‌ترین دستاوردهای حضور واسطه‌گری‌های مالی در بازارهای مالی هستند. توسعه بخش مالی بیش از آنکه در حجم سرمایه‌گذاری‌ها و حرکت پس‌اندازی تأثیرگذار باشد، از طریق تخصیص بهینه منابع و بالابردن بهره‌وری سبب افزایش رشد اقتصادی در کشورها می‌شود.

نکته قابل توجه این است که مطالعات بین‌کشوری نشان می‌دهد^۱ که دهک‌های پایین درآمدی برای بالابردن سطح زندگی خود استفاده‌ی بیشتری از توسعه بازارهای مالی می‌برند، زیرا توسعه این بازارها و عمل‌کرد درست واسطه‌گری‌های مالی سبب کاهش توزیع ناعادلانه درآمدها، کاهش فقر و افزایش رشد اقتصادی می‌شود.

چشم‌انداز سند ۲۰ ساله‌ی کشور و برنامه‌های ۵ ساله‌ی توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران نیز به دنبال بهبود شاخص‌های کمی کلان از قبیل: درآمد سرانه، تولید ناخالص داخلی و کاهش فاصله درآمد میان دهک‌های بالا و پایین جامعه هستند. بنابراین تمام سیاست‌گذاری‌های دولت نیز برای نیل به اهداف فوق صورت می‌پذیرد. یکی از تصمیمات بسیار مهمی که اخیراً اتخاذ شده است، ابلاغ بند «ج» سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران است که حاوی سیاست‌های کلی توسعه بخش خصوصی و واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش خصوصی است. باید توجه داشت که قسمت قابل توجهی از این بنگاه‌ها در بخش واسطه‌گری‌های مالی فعال هستند که ساختار بازار مالی ایران را تشکیل می‌دهند.

^۱ Beck, Demirgüç-kunt, and Levine (۲۰۰۴), Honohan (۲۰۰۴)

وظیفه اصلی تجمیع و تخصیص بهینه‌ی پس‌اندازها در کشور ما بیشتر بر عهده بانک‌ها بوده است و نقش بازار بورس اوراق بهادار در مقایسه با گستره عمل کرد بانک‌ها بسیار ناچیز بوده است، بنابراین بررسی آثار سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی بر عمل کرد و کارایی بازارهای مالی ایران، به‌ویژه بانک‌ها، بسیار با اهمیت است. بانک‌هایی که نه تنها آثار نامطلوب مالکیت دولتی طی سه دهه بر سطوح مختلف عمل کرد آنها مشاهده می‌شود بلکه تبدیل شدن به ابزاری در دست دولت، برای پی‌گیری اهداف بودجه‌ای آنها را از فعالیت اصلی خود دور کرده است.

از سوی دیگر رسیدن به اهداف اقتصادی چشم‌انداز ۲۰ ساله‌ی کشور و بسترسازی لازم برای رشد و توسعه‌ی اقتصادی، همان‌طور که گفته شد، بدون توسعه مالی امکان‌پذیر نخواهد بود. با توجه به نکات فوق پی‌ریزی یک بازار مالی کارآمد و مؤثر ضروری است. حال سؤال اصلی این است که آیا فقط خصوصی‌سازی بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی می‌تواند به خودی خود زمینه‌ساز یک بازار مالی کارآمد باشد؟ آیا خروج کامل دولت از بازارهای مالی راه‌حل اصلی است؟ آیا صرف خصوصی‌سازی بدون در نظر گرفتن سایر سیاست‌های پولی و مالی دولت راه‌گشای رشد و توسعه اقتصادی است؟ و آیا نیازی به بازنگری و اصلاح ساختارهای حقوقی و چارچوب‌های اطلاعاتی داریم؟

برای پاسخ به این سؤالات، یکی از ابزاری که علم اقتصاد در اختیار ما قرار می‌دهد، استفاده از تجربیات سایر کشورها است زیرا سؤالات طرح شده در بالا فقط سؤالات پیش روی ما نبوده است و کشورهای متعددی در دنیا به‌خصوص در دهه‌ی گذشته با پاره‌ای از این سؤالات روبرو بوده‌اند و درس‌های با ارزشی از موفقیت‌ها و شکست‌های خود گرفته‌اند. مقایسه‌ی این تجربیات می‌تواند حداقل از تکرار تجربیات ناموفق جلوگیری نماید و باعث شود خطاهای سایر کشورها را با صرف وقت و تحمیل هزینه‌های هنگفت به جامعه، دوباره تکرار نکنیم.

یکی از شاخص‌های استاندارد توسعه‌یافتگی بازارهای مالی نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی است که در مقیاس بین‌کشوری استفاده می‌شود. اگر چه ارایه تسهیلات به بخش خصوصی برای رشد اقتصادی و کاهش فقر از اهمیت خاصی برخوردار است اما این شاخص خود به تنهایی یک متغیر سیاست‌گذاری نیست و بزرگ بودن این نسبت اصلاً به معنای بهتر بودن آن نیست؛ زیرا رشد سریع در پرداخت

تسهیلات به بخش خصوصی اگر با زیر ساخت‌های کلان اقتصاد، چارچوب حقوقی قراردادها و مبانی دستیابی به اطلاعات هماهنگی نداشته باشد، امکان وقوع بحران‌های مالی و بروز اختلالات در نظام بانکی، دور از انتظار نخواهد بود. تجربیات بسیاری از کشورها در ۳۰ سال گذشته هم این ادعا را تأکید می‌کند.^۱ با توجه به اهمیت و تأثیر توسعه مالی در رشد اقتصادی، هدف اصلی سیاست‌گزاران و صاحب‌نظران اقتصادی یافتن اصول و روش‌های پی‌ریزی یک سیستم مالی کارآمد و تأثیرگذار است، به نحوی که دستیابی به اهداف توسعه مالی پایدار، میسر شود.

در ادامه در بخش اول، روش تحقیق که مبتنی بر مقایسه آمارها و شاخص‌های مورد استفاده در این مطالعه بین کشورهای مختلف است معرفی خواهد شد. در بخش دوم این مقاله با توجه به تجربیات سایر کشورها به بررسی سه حوزه ثبات اقتصادی و چارچوب و مبانی حقوقی و اطلاعاتی تأثیرگذار و قابل اتکاء در کارآیی بازارهای مالی می‌پردازیم. در بخش سوم به علت اهمیت جایگاه دولت در اصلاح ساختار بازارهای مالی و تأثیرگذاری آن در پی‌ریزی یک بازار مالی کارآمد، به این پرسش که نقش دولت در توسعه بازارهای مالی کارآمد چیست، پاسخ خواهیم داد. به عبارت دیگر وظایف دولت و آثار سیاست‌های آن در سه حوزه ثبات اقتصادی و چارچوب و مبانی حقوقی و اطلاعاتی مورد بررسی قرار می‌گیرد و سه رویکرد تأثیر مداخله دولت در توسعه بازارها و نهادهای مالی کارآمد تجزیه و تحلیل می‌شود. هیچ اصلاح و نوسازی بازارهای مالی در کشورها به یکباره صورت نگرفته است، پس سؤال بعدی ترتیب و اولویت‌بندی اصلاحات و سیاست‌های نوسازی در بازارهای مالی است که در بخش چهارم این مقاله با توجه به تجربیات کشورها در اولویت‌بندی و اجرای این سیاست‌ها در پی یافتن پاسخ به آنها هستیم و در بخش پایانی به جمع‌بندی و نتیجه-

گیری خواهیم پرداخت. **عالی بانکداری ایران**
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

^۱ Demircug-Kunt and Detragiache (۱۹۹۹), Caprio and Klingebiel (۱۹۹۷)

۱- مطالعه بین‌کشوری و تجزیه و تحلیل آمارها

بانک جهانی کشورها را براساس معیار تولید ناخالص ملی سرانه به چهار گروه درآمد پایین، درآمد متوسط پایین، درآمد متوسط بالا و درآمد بالا تقسیم‌بندی می‌کند. در این مقاله ابتدا تعداد ۱۰۷ کشور به نسبت مساوی از هر چهار گروه برای مطالعه بین‌کشوری انتخاب شدند اما به علت موجود نبودن سایر اطلاعات و شاخص‌های مورد نیاز در این مقاله برای همه کشورهای منتخب، در نهایت تعداد ۸۰ کشور جهت مطالعه برگزیده شده‌اند. آمار موردنیاز در این مطالعه عبارتند از: تورم، نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی، شاخص مربوط به حقوق اعتباردهندگان^۱، تعداد روزهای لازم برای به اجرا درآوردن قرارداد^۲، هزینه‌های اجرای قرارداد^۳، شاخص حمایت از سهام‌داران^۴، شاخص اطلاعات اعتباری^۵، سهم مالکیت بانک‌های دولتی^۶ و نسبت ارزش بازار بورس اوراق بهادار به تولید ناخالص داخلی.

منابع اطلاعات مذکور، آمارهای بانک جهانی، شاخص‌های توسعه جهانی بانک جهانی^۷، بانک اطلاعاتی ساختار مالی که توسط بک، دمیگریک کنت و لوین^۸ در بانک جهانی تهیه شده است، بانک اطلاعاتی گسترده بانکی فیچ^۹، آمارهای مالی بین‌المللی صندوق بین‌المللی پول^{۱۰} هستند که برای سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۴ جمع‌آوری شده‌اند و از میانگین آنها برای بررسی‌های آماری استفاده شده است.

^۱ creditor right index

^۲ days to enforce a contract

^۳ enforcing contract cost (% debt)

^۴ shareholder protection index

^۵ credit information index

^۶ share of government owned banks

^۷ world development indicators, world bank

^۸ Beck, Demirguc-Kunt, and Levine, ۲۰۰۵ "financial structure database" world bank

^۹ Fitch's bank scope database

^{۱۰} IMF's International Financial Statistics

۱-۲- محورهای اصلی یک بازار مالی با ثبات و کارآمد

در این بخش به بررسی سه محور اصلی یک سیستم مالی با ثبات و کارآمد می-پردازیم. مطالعات بین کشوری اهمیت سه موضوع ثبات اقتصادی و چارچوب و مبانی حقوقی و اطلاعاتی را نشان می‌دهند.

اگر چه ساختار بازارهای مالی و قوانین بازی در آنها و مقررات نظارتی بر آنها در روشن کردن بحث از اهمیت به‌سزایی برخوردار است، ولی بررسی این موارد را به بخش نقش دولت در بازارهای مالی می‌سپاریم.

ماهیت قراردادهای مالی، انتقال یک تعهد از زمان حال به آینده‌ای است که با عدم قطعیت همراه است هزینه‌های مبادلاتی، اطلاعاتی و عملیاتی در بازارهای مالی سبب می‌شود که نقش قراردادهای مالی بسیار با اهمیت باشد. از یک سو عدم تقارن اطلاعات بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان باعث به‌وجود آمدن مسأله کارفرما - کارگزار^۱ و کژمنشی^۲ می‌شود، از سویی دیگر بالابودن انواع هزینه‌های مذکور در بازارهای مالی باعث می‌شود که عملیاتی کردن و اجرای قراردادهای مالی بدون هزینه صورت نپذیرد و همین وجود هزینه‌ها، این انگیزه را به وام‌گیرندگان می‌دهد که از اجرای درست تعهدات سر باز بزنند. در این شرایط است که نقش واسطه‌گری‌های مالی پر رنگ‌تر می‌شود و عمل کرد درست این نهادها مالی سبب کاهش هزینه‌های مترتب بر عرضه‌کنندگان وجوه در بازارهای مالی می‌شود. هنگامی که واسطه‌گری‌های مالی با استفاده از روش‌های گوناگون سعی بر کاهش هزینه‌های مبادلاتی، اطلاعاتی و عملیاتی در بازار دارند، تأثیرگذاری و کارایی عمل کرد آنها بر بازار، متأثر از ثبات اقتصادی و چارچوب و مبانی حقوقی و اطلاعاتی خواهد بود.

۱-۲- ثبات اقتصادی - عالی بانکداری ایران

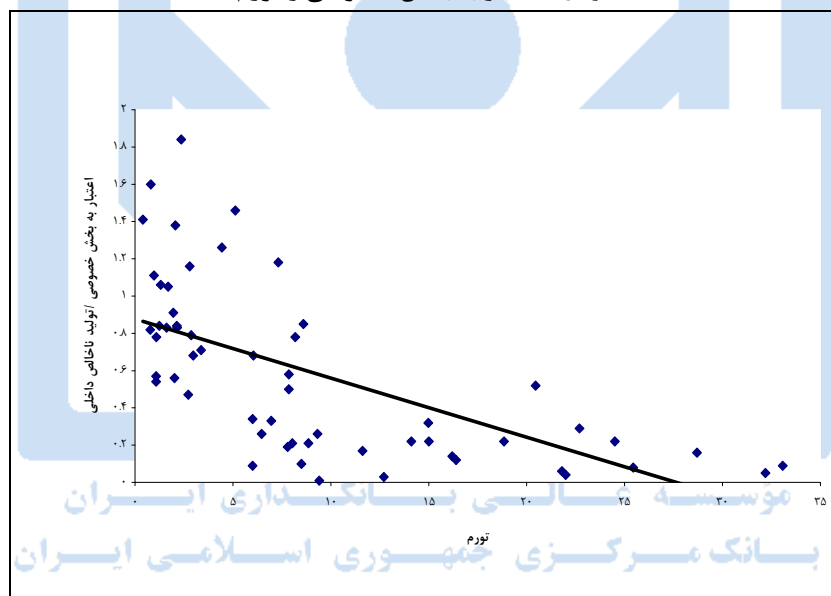
ثبات اقتصادی پیش‌نیاز اساسی توسعه‌ی اقتصادی و محور اصلی ثبات اقتصادی ثبات و کارآمدی بازارهای مالی است. برای مثال؛ نرخ پایین و کم نوسان تورم این انگیزه را به پس‌اندازکنندگان می‌دهد که پس‌اندازهای خود را به جای دارایی‌های

^۱ principal-agent problem
^۲ moral hazard

فیزیکی به شکل دارایی‌های مالی با درجه نقدشوندگی بالا نگهدارند. همچنین اجرای سیاست‌های پولی با حداقل نوسان‌ها و کنترل کسری بودجه‌ی دولت و اجرای سیاست‌های پولی و مالی با ثبات، این انگیزه را به عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه در بازارهای مالی می‌دهد که تمایل بیشتری در قبول تعهدات بلندمدت داشته باشند، زیرا پیش‌بینی بلندمدت نرخ بهره با خطای کمتر، امکان‌پذیر خواهد بود و ریسک نرخ بهره را کاهش خواهد داد.

نمودار (۱)، نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و تورم را برای کشورهای مورد بررسی در فاصله‌ی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌گردد، تورم‌های بالا با نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی کمتری در کشورها همراه است.

نمودار ۱: اعتبار به بخش خصوصی و تورم



۲-۲- چارچوب و مبانی حقوقی

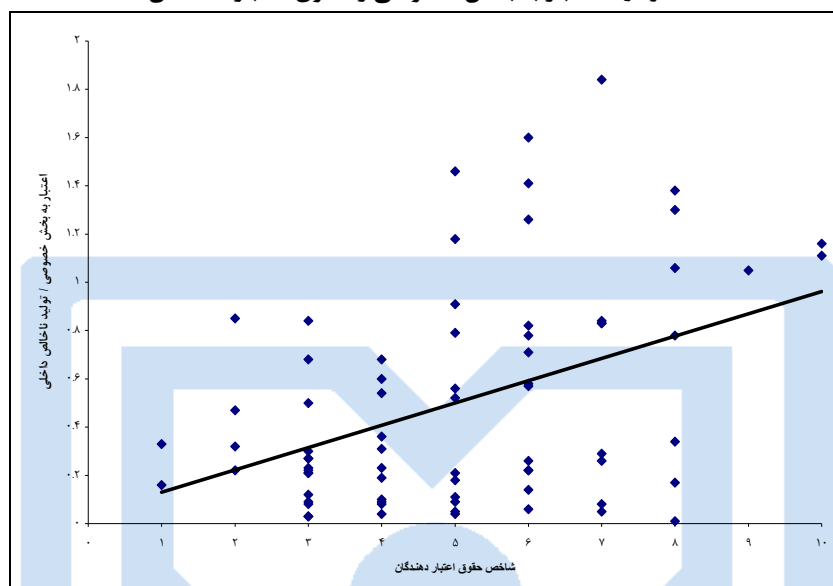
قراردادهای مالی بر پایه تحقق حقوق قانونی وام‌دهندگان، وام‌گیرندگان، سرمایه‌پذیران و سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی استوار است. قابلیت پیش‌بینی و سرعت بالای اجرای عادلانه و منصفانه از دیگر ویژگی‌های این قراردادها است. از دو منظر بخش خصوصی و دولتی احترام گذاشتن به حقوق مالکیت و داشتن ضمانت اجرایی در قراردادهای مالی، دومین محور اصلی یک سیستم مالی با ثبات و کارآمد است. به عبارت دیگر؛ پس‌اندازکنندگان زمانی حاضر می‌شوند پس‌انداز خود را در اختیار دیگران قرار دهند که براساس قرارداد فی‌مابین نگران بازپرداخت اصل و سود پس‌انداز خود نباشند. بنابراین قراردادهای مالی باید این اطمینان را به وام‌دهندگان بدهد که در صورت مواجه شدن با عدم بازپرداخت وام از طرف وام‌گیرندگان، این قراردادها در حداقل زمان و با کمترین هزینه، ضمانت اجرایی داشته باشند. به‌طور خلاصه قراردادهای مالی باید ضامن حقوق مالکیت و حامی ادعاهای قانونی عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان دارایی‌های مالی در بازارهای مالی باشند. مطالعات بین‌کشوری به شواهدی دست یافته است که نشان می‌دهد کارآیی یک سیستم حقوقی نقشی کلیدی در توسعه بازارهای مالی دارد. کشورهایی که قوانین بهتری در حمایت از حقوق وام‌دهندگان دارند و سیستم قضایی کارآمدتری دارند سطح توسعه یافتگی مالی در آنها بیشتر است.^۱

نمودار (۲)، ارتباط مثبت سطح حفظ حقوق وام‌دهندگان با نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، هر قدر سطح حمایت از حقوق وام‌دهندگان بیشتر می‌شود، امکان دستیابی بخش خصوصی به اعتبارات نیز بیشتر می‌شود.

مؤسسه عالی بانکداری ایران
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

^۱ Levine et al. (۲۰۰۰), Dgankov et al. (۲۰۰۵)

نمودار ۲: اعتبار به بخش خصوصی و حقوق اعتباردهندگان

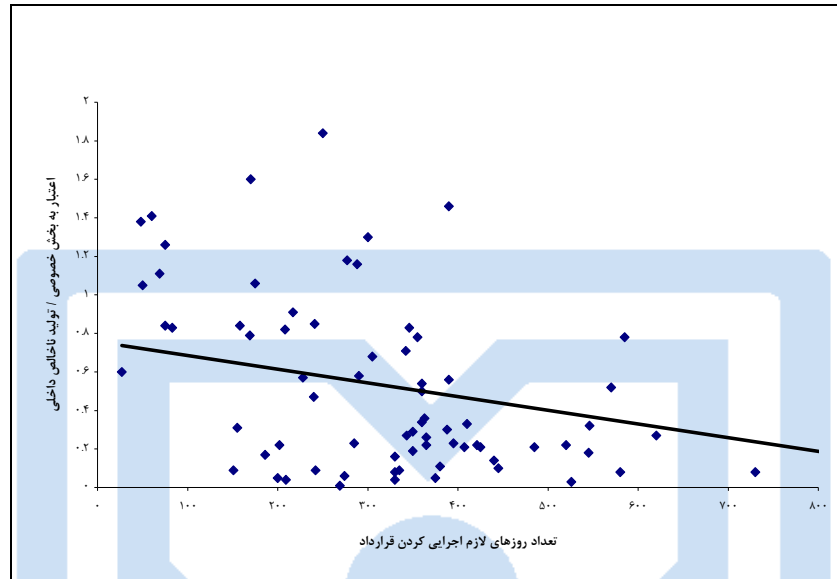


عدم انعطاف‌پذیری سیستم‌های حقوقی و زمان بر بودن اقدامات قانونی اگر جای خود را به سیستم‌های حقوقی کارآمد با درجه بالای انعطاف‌پذیری و سازگاری و زمان کوتاه حل اختلافات و دعاوی حقوقی بدهند، اثرات مطلوب آن را می‌توان در دست-یابی بنگاه‌ها و افراد به وام‌های مورد نیازشان مشاهده کرد.^۱

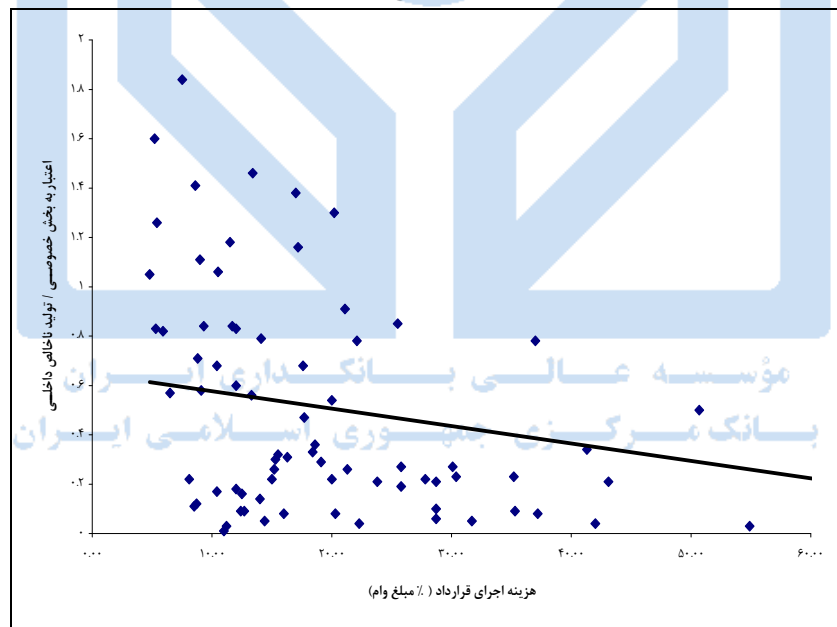
در نمودار (۳)، تأثیر منفی تعداد روزهای لازم برای اجرایی کردن قراردادهای بر نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی نشان داده شده است، همان-طور که ملاحظه می‌شود عدم توانایی در اجرای سریع قراردادهای سبب کاهش نسبی اعتبار به بخش خصوصی می‌شود. از طرف دیگر بالا رفتن هزینه‌های به اجرا گذاشتن قراردادهای سبب می‌شود انگیزه‌های وام‌دهندگان برای دادن اعتبار کاهش یابد. در نمودار (۴) ارتباط منفی سطح اعتبار به بخش خصوصی و هزینه‌های اجرای قرارداد به صورت درصدی از مبلغ وام نشان داده شده است.

^۱ Beck & Demirgüç-Kunt, and Levine (۲۰۰۵)

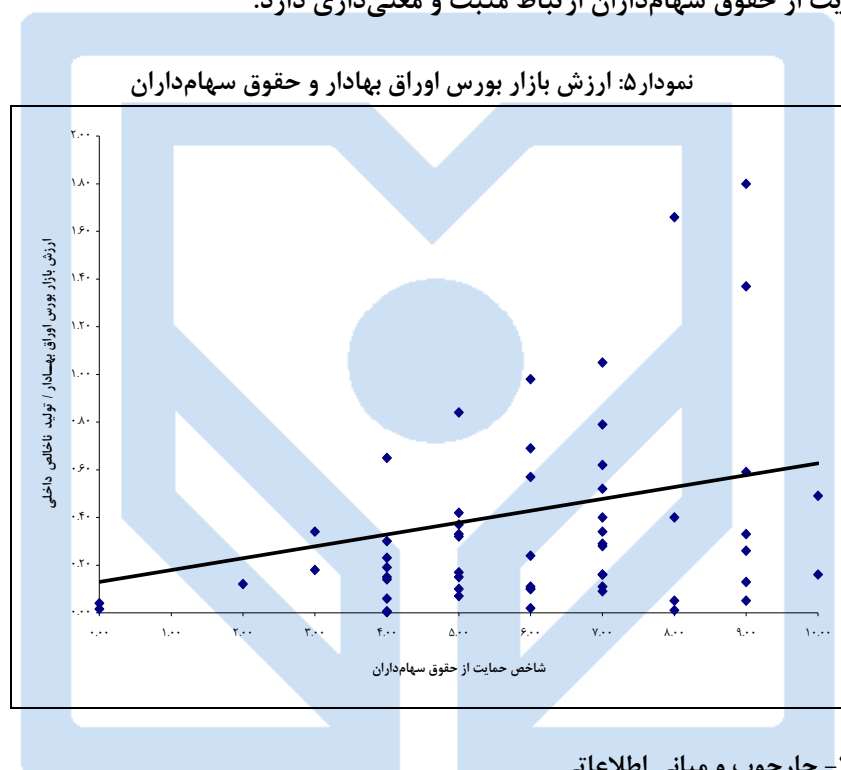
نمودار ۳: اعتبار به بخش خصوصی و زمان اجرایی کردن قراردادهای



نمودار ۴: اعتبار به بخش خصوصی و هزینه اجرای قراردادها



نه تنها حمایت از حقوق وام‌دهندگان بلکه حمایت از حقوق سهام‌داران نیز نقش به‌سزایی در بورس اوراق بهادار کشورها دارد. در نمودار (۵)، سعی شده است که ارتباط بین حمایت از حقوق سهام‌داران با نسبت ارزش بازار بورس به تولید ناخالص داخلی در بین کشورهای مورد بررسی، نمایش داده شود. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که افزایش نسبت ارزش بازار بورس به تولید ناخالص داخلی با افزایش شاخص حمایت از حقوق سهام‌داران ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد.

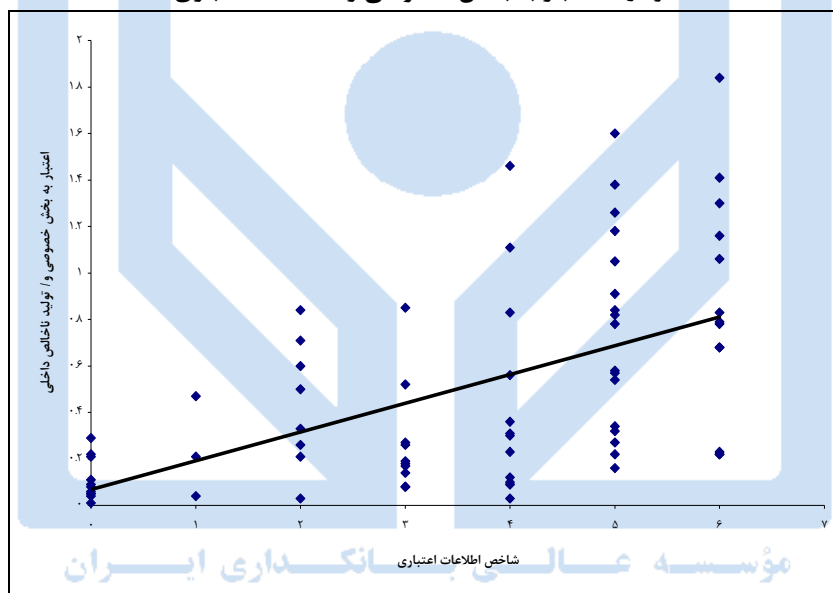


۲-۳- چارچوب و مبانی اطلاعاتی

عدم تقارن اطلاعات بین عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه در بازارهای مالی دلیل اصلی حضور واسطه‌گری‌های مالی است. سطح کارآمدی و تأثیرگذاری واسطه‌گری‌های مالی به میزان موفقیت آنها در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط دارد. بنابراین چارچوب و مبانی اطلاعاتی سومین محور اصلی برای ثبات و کارآمدی بازارهای مالی است.

تجربیات کشورها نشان می‌دهد که در اختیار گذاشتن اطلاعات اعتباری وام‌گیرندگان باعث کژگزینی^۱ و افزایش رقابت در بین واسطه‌گری‌های مالی می‌شود. فعالیت مؤسسات اعتبارسنجی باعث کاهش هزینه و زمان جمع‌آوری اطلاعات اعتباری افراد می‌شود که در نتیجه کاهش هزینه مبادلاتی و اطلاعاتی واسطه‌گری‌های مالی را به همراه دارد. جمع‌آوری و گزارش کردن عمل‌کرد اعتباری افراد نه تنها عدم تقارن اطلاعات را کاهش و شفافیت را افزایش می‌دهد بلکه از آبرو و اعتبار اجتماعی افراد به‌عنوان بهترین وثیقه و ضمانت حسن انجام تعهدات استفاده می‌کند. در نمودار (۶)، ارتباط مثبت بین شاخص اطلاعات اعتباری و نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی نشان داده شده است.

نمودار ۶: اعتبار به بخش خصوصی و اطلاعات اعتباری



۳- نقش دولت در عرضه خدمات مالی

نقش دولت در عرضه خدمات مالی یکی از موضوعات بسیار بحث‌برانگیز بوده است. بسیاری از صاحب‌نظران نقش دولت را در به‌وجود آوردن ثبات اقتصادی در سایه

^۱ adverse selection

اجرای درست سیاست‌های پولی و مالی می‌دانند و عده‌ای هم پا را فراتر نهاده، برای دولت در دو محور چارچوب و مبانی حقوقی و اطلاعاتی نیز نقشی متصور هستند. بدین ترتیب دولت نه تنها نقش عرضه‌کننده خدمات مالی بلکه نقش قانون‌گذاری و نظارتی هم در بازارهای مالی دارد. با چنین رویکردی سه دیدگاه در مورد جایگاه دولت در بازارهای مالی وجود دارد که بر پایه‌ی ساز و کار بازار^۱، شکست بازار^۲ و توانمندکردن بازار^۳ استوار است.

۳-۱- دیدگاه ساز و کار بازار

در این دیدگاه هیچ نقشی در بازارهای مالی برای دولت تصور نمی‌شود و استدلال می‌شود که ساز و کار عرضه و تقاضا و شرایط و مقررات حاکم بر بازار ارتباط بین عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه را تعیین می‌کند. منتقدین این دیدگاه، کامل نبودن بازارها^۴ که باعث به‌وجود آمدن هزینه‌های بالای مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود، را از عمده نقاط ضعف این دیدگاه می‌دانند، هزینه‌های اطلاعاتی، مبادلاتی و عملیاتی باعث می‌شود که تخصیص بهینه صورت نپذیرد و بانک‌ها به سمت سرمایه‌گذاری‌های کم‌بازده با ریسک کم حرکت کنند،^۵ که این امر می‌تواند اثرات نامطلوب بسیاری را برای رشد اقتصادی داشته باشد. در ضمن چون عرضه‌کنندگان وجوه به خاطر وجود ریسک نقدشوندگی، افق کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری دارند و از دادن وام‌های بلندمدت، جهت اجرای پروژه‌های با افق بلندمدت صرف‌نظر می‌کنند، در نتیجه تقاضاکنندگان وام نیز به سمت پروژه‌های کوتاه‌مدت با احتمال ورشکستگی کم روی می‌آورند که باعث کاهش نرخ سرمایه‌گذاری می‌شود.

مؤسسه عالی بانکداری ایران
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

^۱ laissez-fair

^۲ market-failure

^۳ market-enabling

^۴ market imperfection

^۵ Levine (۲۰۰۵)

۳-۲- دیدگاه شکست بازار

با استناد به عدم موفقیت ساز و کار بازار در دهه‌ی ۶۰ و ۷۰ میلادی، دولت‌ها، در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، سیاست حضور فعال و حتی دخالت‌گر را در بازارهای مالی در پیش گرفتند. این سیاست‌ها از مالکیت دولتی مؤسسات و نهادهای مالی شروع شد و تا ارایه اعتبارات تکلیفی به بخش‌های خاصی از اقتصاد و همچنین در اختیار گذاشتن منابع مالی بانک‌ها و مؤسسات مالی برای استفاده درصد بالایی از جامعه، پیش رفت. علاوه بر این، گذاشتن سقف نرخ بهره، به امید کاهش هزینه‌های وام‌گیرندگان بدون توجه به این نکته که نرخ بهره اداری، انگیزه لازم برای پس‌انداز کردن را به وجود نمی‌آورد و با اجرای این سیاست علاقه‌ی مردم برای نگهداری پس‌انداز خود به شکل دارایی‌های مالی از بین می‌رود، از دیگر تجربیات کشورها در آن دوران است. البته باید توجه داشت در شرایطی که دولت برای نرخ تسهیلات اعتباری بانک‌ها سقف می‌گذارد، بانک‌ها نمی‌توانند ریسک وام‌دادن به فعالیت‌های پر مخاطره‌تر و یا مشتریان بدحساب را پوشش بدهند، زیرا حاشیه سود آنها به شدت کاهش می‌یابد که این امر می‌تواند در بلندمدت مشکلات جدی برای ادامه فعالیت اقتصادی بانک‌ها به همراه داشته باشد. در چنین شرایطی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری راه‌هایی برای دور زدن محدودیت‌های قانونی پیدا می‌کنند که به جز تحمیل هزینه‌های مبادلاتی بیشتر و کاهش کارایی تخصیص، هیچ نتیجه‌ای به همراه نخواهد داشت.

حتی دولت‌ها در بعضی از کشورها پا را فراتر نهادند و با تأسیس مؤسسات و بانک‌های تخصصی در زمینه‌های مورد نظر خود از قبیل: کشاورزی و صنایع کوچک، تخصیص قسمتی از پس‌اندازهای مردم را به سوی این فعالیت‌ها سوق دادند، بدون اینکه به نرخ بازگشت سرمایه و ریسک‌های اعتباری و مزیت نسبی این فعالیت‌ها توجهی داشته باشند. در چنین فضایی نظارت بر بازارهای مالی، تبدیل به تصمیم‌گیری اقتصادی و راهبرد قانونی بازارهای مالی می‌شود و اگر در چنین شرایطی تعداد اندکی بانک خصوصی نیز به فعالیت ادامه دهند برای تضمین ادامه‌ی حیات اقتصادی خود چاره‌ای جز استفاده از ارتباطات سیاسی و دادن امتیازات مالی جهت جلب نظر سیاست‌مداران این کشورها را ندارند.

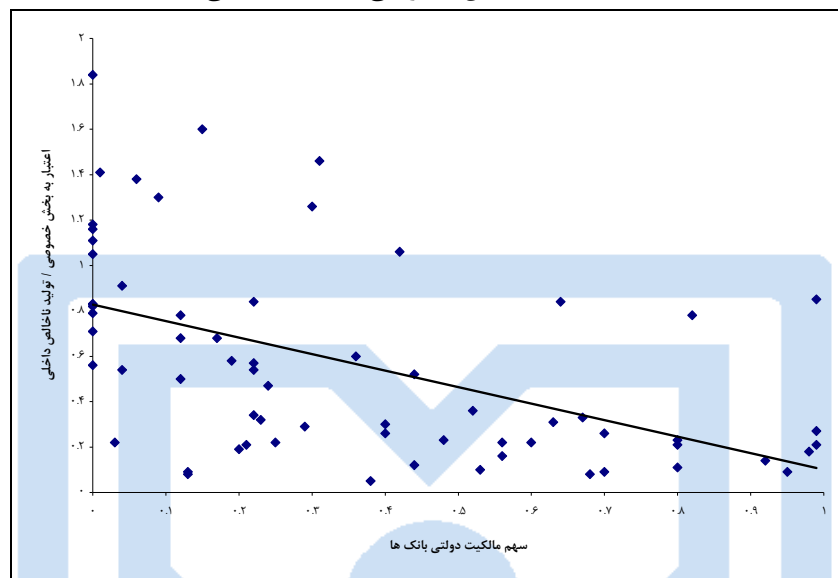
البته باید توجه داشت که راه‌حل دولت‌ها برای غلبه کردن به مسأله‌ی شکست ساز و کار بازار بر دو فرض بسیار مهم استوار است: اول اینکه سطح اطلاعات در دولت بیش از سطح اطلاعات در بازارهای مالی است، پس دولت‌ها عمل کرد بهتری نسبت به بازارها دارند و دوم اینکه، دولت‌ها اهداف جامعه را بهتر می‌دانند و برای رسیدن به آن بیشتر تلاش می‌کنند. هر دو فرض به نوعی بیان می‌دارند که دولت‌ها با دانستن ارجحیت‌های مردم، می‌توانند تابع رفاه اجتماعی را بیشینه‌سازی نمایند. اما مطالعات نشان می‌دهد^۱، دولت‌ها در مدیریت و نظارت بر بازارهای مالی پیش از اینکه به دنبال بیشینه‌سازی تابع رفاه اجتماعی باشند، به دنبال رسیدن به اهداف سیاسی و حکومتی خود با استفاده از ابزارهای مالی هستند.

نمودار (۷) نشان می‌دهیم که کشورهایی که در آنها سهم بانک‌های دولتی از کل سهم بانک‌ها بیشتر است از توسعه‌یافتگی کمتر مالی برخوردارند و سهم زیاد مالکیت دولتی بانک‌ها رابطه منفی به نسبت اعتبار به بخش خصوصی به تولید ناخالص دارد. تمرکز بیشتر وام‌ها روی فعالیت‌های موردنظر دولت نه تنها باعث افزایش ریسک عدم بازپرداخت وام‌ها و عدم تنوع‌سازی مناسب دارایی‌های بانک‌ها می‌شود، بلکه آسیب‌پذیری بانک‌ها را در بحران‌های مالی و شرایط رکود اقتصادی بیشتر می‌کند، که در نهایت می‌تواند خود به تشدید بحران‌های مالی و طولانی شدن آنها بیانجامد. به‌طور هم‌زمان، استفاده از حقوق مالکیت، اهرم‌های قانون‌گذاری و نیازهای مالی دولت به‌عنوان یک وام‌گیرنده بزرگ در اقتصاد عوامل اصلی به‌وجود آمدن کژمنشی و تضاد منافع است که دولت‌ها با آن روبرو هستند.

مؤسسه عالی بانکداری ایران
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

^۱ Barth et al. (۲۰۰۴)

نمودار ۷: اعتبار به بخش خصوصی و مالکیت دولتی بانک‌ها



مطالعات دینک (۲۰۰۴)^۱ در بین ۲۱ کشور در حال توسعه نشان می‌دهد سیاست-مداران از نفوذ سیاسی خود در بانک‌های دولتی، جهت استفاده از منابع بانک‌های دولتی برای اهداف مبارزات انتخاباتی خود استفاده می‌کنند. او در مقاله خود نشان می‌دهد که میزان وام‌ها در زمان انتخابات مخصوصاً در مناطق و شهرهای سرنوشت‌ساز و مؤثر در تغییر نتایج انتخابات افزایش پیدا می‌کند که در اغلب این موارد این نوع وام‌ها حتی با عدم بازپرداخت اصل وام به بانک‌ها نیز همراه هستند. این شرایط می‌تواند هزینه‌های مالی زیاد به دولت تحمیل کند و بحران‌های بانکی را در دوره‌های بعد به همراه داشته باشد.

شرایط بدتر از دولتی بودن بانک‌ها زمانی اتفاق می‌افتد که سیاست‌های خصوصی‌سازی با شکست روبرو شوند. طراحی نادرست ساز و کار خصوصی‌سازی و مدیریت ضعیف در حین اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی، نه تنها می‌تواند هزینه‌های مالی سرسام‌آور را به دولت تحمیل کند، بلکه زمینه‌ساز بحران‌های مالی

^۱ Dinc (۲۰۰۵)

نیز بشود. البته باید توجه داشت تجربیات کشورها در ۳۰ سال گذشته نشان می‌دهد^۱ خصوصی‌سازی اگر چه راه‌گشای مشکلات بانک‌های دولتی است و زمینه خروج دولت از بازارهای مالی را فراهم می‌کند ولی باید توجه داشت که اگر به‌طور کامل و جامع انجام نپذیرد تبدیل به تهدیدی برای اقتصاد می‌شود که به مراتب از دولتی بودن نهادها و بانک‌های دولتی مضرتر است، زیرا در چنین شرایطی برای فایق آمدن بر مشکلات و بحران‌های ایجاد شده، دولت مجبور به مداخله بیشتر و در نهایت حضور پررنگ‌تر از گذشته در بازارهای مالی می‌شود.

مطالعات بین‌کشوری نشان می‌دهد^۲، افزایش قدرت نظارت بر بازارهای مالی و دخالت در امور آنها نه تنها باعث افزایش کارایی و ثبات مالی در این بازارها نمی‌شود بلکه با خود، سطح وسیعی از فساد مالی را در طبقات مختلف دستگاه‌های اجرایی و اداری دولت به‌همراه می‌آورد.

از طرف دیگر اگر راهبردهای نظارتی و مداخله‌گرانه‌ی دولت بر پایه توانمندسازی و دادن اختیارات به بخش خصوصی باشد، نه تنها باعث افشای دقیق اطلاعات و کاهش فساد در بازارهای مالی می‌شود بلکه موانع دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی را کمتر می‌کند و زمینه‌های رشد و توسعه‌ی مالی اقتصادی را فراهم می‌سازد^۳.

۳-۳- دیدگاه توانمندسازی بازار

به‌جای جای‌گزین کردن شکست‌های بازارهای مالی با شکست‌های مالی دولت باید به‌دنبال سیاست‌هایی بود که با تخصیص صحیح عوامل شکست بازارها، به کاهش اصطکاک‌های بازار^۴ کمک کند.

در دیدگاه توانمندسازی بازار، استدلال می‌کند که نه بازار را، تنها به حال خود رها - کنیم و نه اجرای تمام امور را بر دوش دولت گذاریم، بلکه قدم اول در این دیدگاه درک صحیح و ایجاد شناخت عمیق نسبت به تمامی عوامل محدودکننده و ایجادکننده اصطکاک در بازار است که از تشکیل بازار در مرحله اول و یا عمل کرد صحیح و کارآمد

^۱ Clarke, Cull & Shirey (۲۰۰۵)

^۲ Beck et.al (۲۰۰۶)

^۳ Barth, caprio & Levine (۲۰۰۴)

^۴ market frictions

بازارهای مالی در مراحل بعد جلوگیری می‌کنند. قدم بعدی جای‌گزین کردن حلقه‌های ضعیف و یا اضافه کردن حلقه‌های مفقوده‌ی زنجیره‌ی وظایف بازارهای مالی نیست، بلکه به‌جای تعمیر و مرمت بازار، به‌دنبال ایجاد شرایطی هستیم که بازار خود به سمت تصحیح عمل‌کرد خود برود و این بدین معنی است که ساختار انگیزشی لازم را برای فعالیت بخش خصوصی به‌نحوی فراهم آوریم که انگیزه‌ی لازم را برای ارائه‌ی خدمات مالی به‌صورت کارآمد و مؤثر، داشته باشد. این ساختار انگیزشی برای فعالیت بخش خصوصی چیزی نیست جز ایجاد تضمین‌های لازم برای بخش خصوصی که بتواند با اطمینان از عدم تغییر چارچوب و مبانی حقوقی قراردادها و دست‌یابی به اطلاعات و در شرایط با ثبات اقتصادی به فعالیت خود ادامه دهد.

در چنین شرایطی دولت‌ها ارائه‌دهنده‌ی مستقیم خدمات مالی نیستند، بلکه نقش کلیدی آنها به‌وجود آوردن شرایط رقابتی در بازارهای مالی و آزاد گذاشتن ورود و خروج واسطه‌گری‌های مالی به بازارهای مالی است. تمام مطالعات بین کشورهای نشان می‌دهد^۱ کشورهایی که موانع ورود کمتری برای حضور در بازارهای مالی دارند، محدودیت‌های قانونی بر عملیات بازارهای مالی کمتر است و سهم فعالیت نهادهای مالی خارجی در بازارها بیشتر است. این کشورها از رقابت، کارایی و ثبات بیشتری در بازارهای مالی برخوردار هستند.

چارچوب‌های حقوقی نیز باید شرایط عدم وابستگی سیاسی، سطح بالای پاسخ-گویی و حمایت از حقوق مدیران را فراهم سازد و از به‌وجود آمدن شرایط محکوم کردن و در تنگنا گذاشتن مدیران بخش خصوصی با ابزار قانونی و سیاسی جلوگیری کند.

به‌طور خلاصه می‌توان گفت هدف اصلی یک سیستم پویا و سازگار برطرف کردن مسأله‌ی شکست بازارهای مالی، حمایت همه‌جانبه از همه‌ی فعالان در بازارهای مالی از جمله؛ وام‌دهندگان، وام‌گیرندگان و واسطه‌گری‌های مالی است، به شرط کم‌کردن هزینه‌های مبادلاتی، اطلاعاتی و عملیاتی برای رسیدن به هدف، تخصیص بهینه‌ی منابع مالی، بدون اینکه استثنایی در نظر گرفته شود و منافع گروه خاصی از عرضه و

^۱ Claessens and Leaven (۲۰۰۴), Beck, Demirgüç – Kunt, and Maksimovic (۲۰۰۴)

تقاضاکنندگان وجوه و نهادهای مالی منظور شود. به عبارت دیگر دست‌یابی به تخصیص بهینه‌ی منابع مالی به شرط کم‌کردن هزینه‌های مبادلاتی، اطلاعاتی و عملیاتی و حمایت همه‌جانبه از حضور بلندمدت همه افراد و بنگاه‌ها، هدف نهایی این دیدگاه است.

۴- توالی اصلاحات و سیاست‌های نوسازی بازارهای مالی

بدون شک دست‌یابی به یک بازار مالی کارآمد در یک شب میسر نیست بلکه نیازمند تغییر سیاست‌ها در کوتاه‌مدت، اصلاح فراگردها در میان‌مدت و ساختن نهادهای لازم در بلندمدت است.

مواردی چون حذف کردن سقف و کف برای نرخ تسهیلات اعطایی و سپرده‌ها، حذف تسهیلات تکلیفی به بخش‌ها، صنایع، بنگاه‌ها یا افرادی خاص از جامعه و بالابردن شفافیت عملیات در بازارهای مالی می‌توانند با تنظیم قانون و مقررات به سرعت در کوتاه‌مدت به اجرا گذاشته شوند. خصوصی کردن بانک‌ها و سایر نهادهای مالی متعلق به دولت و پی‌ریزی یک ساختار متشکل و همه‌گیر برای در اختیار گذاشتن اطلاعات اعتباری مشتریان حقیقی و حقوقی، در میان‌مدت قابل اجرا خواهند بود و تأسیس نهادهای غیردولتی ناظر و قانون‌گذار بر بازارهای مالی در بلندمدت باید مورد توجه قرار گیرد.

بسیاری از کشورهایی که تجربه خصوصی‌سازی و آزادسازی اقتصادی را در بازارهای مالی در دو دهه ۸۰ و ۹۰ تجربه کرده‌اند، به نتایج بسیار متفاوتی رسیدند. در غیاب تکمیل حلقه‌های مفقوده‌ی زنجیره‌ی نهادهای مالی و یا تأخیر در تأسیس نهادهای ناظر و قانون‌گذار مناسب در بازارهای مالی، برخی از کشورها با بحران‌های مالی جدی و برخی دیگر با سال‌های بسیار پر افت و خیزی روبرو شده‌اند. مقررات و دستورالعمل‌های ضعیف خصوصی‌سازی، تضمین‌های بدون پشتوانه دولت در جریان عملیات خصوصی‌سازی، استفاده نادرست دولت از منابع مالی خود و بانک‌ها برای اصلاح ساختار مالی بنگاه‌های قابل واگذاری به بخش خصوصی و نبودن ساختارهای حقوقی و اطلاعاتی کارآمد از جمله‌ی عواملی بوده‌اند که دست به دست هم دادند تا کشورهایی مانند آرژانتین، شیلی و مکزیک در دهه‌های ۸۰ و ۹۰ با بحران‌های بسیاری جدی در بازارهای مالی

خود روبرو شوند. از سوی دیگر در این کشورها رشد بی‌رویه وام‌های اعطایی در برهه-ای با نوسان‌های اقتصادی روبرو شد که به همراه افزایش ریسک عدم بازپرداخت، نه تنها باعث تشدید بحران‌های مالی شد بلکه مشکلات جدی نیز در بازارهای مالی این کشورها به وجود آورد.

از جمله می‌توان به تجربه‌ی بعضی از کشورهای آفریقایی مانند کنیا اشاره کرد. در قدم اول چون در عملیات خصوصی‌سازی ناموفق بودند، درهای بازارهای مالی خود را برای ورود بانک‌ها و سایر نهادهای مالی خارجی گشودند و تعیین نرخ‌های بهره و تخصیص اعتبارات را کاملاً آزاد کردند. بدین ترتیب کارایی و کارآمدی قابل توجهی را در بازارهای مالی تجربه کردند، ولی از طرف دیگر ضعف ساختارهای اقتصادی و ریسک بالای اعطای تسهیلات در این کشورها باعث شد که بانک‌های خارجی، برای کاهش ریسک اعتباری خود به جای ارایه‌ی خدمات به بخش خصوصی در اوراق بهادار دولتی و یا پروژه‌های دولتی با مشارکت سایر کشورها سرمایه‌گذاری کنند. به این ترتیب دست‌یابی بخش خصوصی به منابع مالی بسیار محدود شد و در نهایت بخش خصوصی دخالت مستقیم دولت را در بازارهای مالی درخواست کرد. در نتیجه تجربه تلخ خصوصی‌سازی را برای این کشورها به یادگار گذاشت.

دست‌آوردهای محدود و کوچک اصلاحات در بازارهای مالی لزوماً به معنی شکست این اصلاحات نیست، بلکه حاوی تجربیات و درس‌های ارزشمندی است که اهمیت سازگاری این اصلاحات و نوسازی با ظرفیت‌های قانون‌گذاری و نظارتی را نشان می‌دهد. همین عدم موفقیت مهم‌ترین پیامد نادیده گرفتن نقش کلیدی دولت در این تحولات است. البته باید در نظر داشته باشیم عدم موفقیت در اصلاحات و نوسازی بازارهای مالی، معمولاً منجر به دعوت مجدد از دولت برای دخالت در ساز و کار بازارهای مالی با استفاده از ابزارهای جدید قانونی و نظارتی و یا تأسیس مجدد نهادهای مالی دولتی با تکیه بیشتر بر نقش دولت خواهد شد. وقوع این امر، جز بازگشت به دولتی بودن با تأکید بیشتر بر نقش دولت در اقتصاد و به خصوص دخالت مستقیم‌تر در بازارهای مالی نخواهد بود.

نتیجه‌گیری

پی‌ریزی یک ساختار با ثبات و مؤثر در بازارهای مالی نیازمند تغییر سیاست‌ها در کوتاه‌مدت، اصلاح فراگردها در میان‌مدت و ساختن نهادهای لازم در بلندمدت است. مطالعات بین‌کشوری و یافته‌های تجربی در این مقاله به اهمیت ثبات اقتصادی و چارچوب و مبانی حقوقی قراردادهای و دست‌یابی به اطلاعات اشاره دارد. تجربیات سایر کشورها هم در اصلاح ساختار بازارهای مالی حاوی نکات بسیار ارزشمندی درباره نقش دولت در سازوکار این اصلاحات است. این تجربیات برای کشور ما هم که در ابتدای راه نوسازی و اجرای سیاست‌های اصلاحی است، بسیار آموزنده است. نقش کلیدی دولت در ایجاد رقابت و شرایط حضور در این بازارها و فراهم آوردن انگیزه برای ادامه فعالیت وام‌دهندگان، وام‌گیرندگان و واسطه‌گری‌های مالی در بازارهای مالی غیرقابل انکار است. حتی داشتن تعریف دقیقی از فعالیت‌های دولت بسیار مهم‌تر از مسایلی مانند آزادسازی ورود و خروج سرمایه و خصوصی‌سازی است. اگرچه استفاده از تجربیات سایر کشورها راه درست و اصولی به‌نظر می‌رسد، اما باید همچنان هر تصمیمی با توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی همان کشور اتخاذ شود، زیرا در ادبیات نوسازی و اصلاح ساختار بازارهای مالی هیچ الگوی یکسانی که مناسب شرایط همه کشورها باشد وجود ندارد. اما در اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی می‌توان با در نظر گرفتن نکات زیر به نتایج بهتری دست یافت: اول این‌که، ظرفیت‌های نظارتی و قانون‌گذاری باید همراه با اندازه اصلاحات به نوعی هماهنگ باشد که حداقل بی‌ثباتی و نوسان را برای بازارهای مالی به‌همراه داشته باشد. دوم، باید انگیزه لازم به نهادها و مجریان سیاست‌های کلی داده شود که تا به سرانجام رساندن اصلاحات به فعالیت خود ادامه دهند و سوم، این اصلاحات باید با شفافیت و پاسخ‌گویی دولت در هر مرحله همراه باشد، به‌خصوص در شرایطی که اتخاذ تصمیمات اقتصادی دولت تحت تأثیر اهداف سیاسی قرار می‌گیرد. در پایان برای مقایسه تطبیقی دقیق‌تر بازارهای مالی کشورهای مختلف به اطلاعات خرد بازارهای مالی برای مقایسه ساختار خرد این بازارها نیاز است، که اگر دسترسی به این اطلاعات امکان‌پذیر باشد شرایط لازم برای مطالعات عمیق‌تر را به‌همراه نتایج قابل اتکاء فراهم می‌آورد.



مؤسسه عالی بانکداری ایران
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

منابع و مأخذ

Barth, J., G. Caprio and R. Levine, ۲۰۰۴, "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?" *Journal of Financial Intermediation* ۱۳, ۲۰۵-۲۴۸.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt and R. Levine, ۲۰۰۶, "Bank Supervision and Corruption in Lending", *Journal of Monetary Economics*, forthcoming.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt and R. Levine, ۲۰۰۵. "Law and Firms' Access to Finance", *American Law and Economics Review* ۱۷, ۲۱۱-۲۵۲.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt and R. Levine, ۲۰۰۴, "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence", *World Bank Policy Research Working Paper* ۳۳۳۸.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic, ۲۰۰۴, "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence", *Journal of Money, Banking, and Credit* ۳۶, ۶۲۷-۶۴۸.

Caprio, G. and D. Klingebiel, ۱۹۹۷, "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", in: Bruno, M. and Pleskovic, J. (Eds.), *Annual Bank Conference on Development Economics ۱۹۹۶*, The World Bank, ۲۹-۶۲.

Claessens, S. and L. Laeven, ۲۰۰۴, "What Drives Bank Competition? Some International Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking* ۳۶, ۵۶۳-۸۲.

Clarke, G., R. Cull, and M. Shirley, ۲۰۰۵, "Bank Privatization in Developing Countries: A Summary of Lessons and Findings" *Journal of Banking and Finance* ۲۹, ۱۹۰۵-۳۰.

Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache, ۱۹۹۹, "Financial Liberalization and Financial Fragility", In: Pleskovic, B, and Stiglitz, J. (eds.), *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, Washington, DC.

Dinc, S., ۲۰۰۵, "Politicians and Banks. Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Countries", *Journal of Financial Economics W*, ۴۵۳-۴۷۹.

Dgankov, S., C. McLiesh and A. Shleifer, ۲۰۰۵, "Private Credit in ۲۹ Countries", *NBER Working Paper* ۱۱۰۷۸.

Honohan, P., ۲۰۰۴, "Financial Development, Growth and Poverty: How Close are the Links", In: Goodhart, C. (ed.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, London: Palgrave.

Levine, R., ۲۰۰۵, "*Finance and Growth: Theory and Evidence*", In: Aghion, P and Durlauf, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*. Elsevier Science, The Netherlands.

Levine, R., N. Loayza and T. Beck, ۲۰۰۰, "Financial Intermediation and Economic Growth: Causes and Causality", *Journal of Monetary Economics* ۴۶, ۳۱-۷۷.