

سیاست‌های مالی و پیشگیری از بحران‌های مالی در کشورهای با بازارهای نوظهور*

مترجم: دکتر محمد نادعلی**

چکیده

این مقاله به تشریح مجموعه‌ای از سیاست‌های مالی می‌پردازد که می‌تواند احتمال وقوع بحران‌های مالی در کشورهای با بازار نوظهور را کاهش دهد. در جهت تبیین سیاست‌های مالی، ابتدا مفهوم بحران مالی و سپس، عوامل ایجادکننده بحران مالی و پویایی بحران‌های مالی مورد بحث واقع شده است. در ادامه مقاله ۱۲ مجموعه سیاست اساسی از مجموعه سیاست‌های مالی برای جلوگیری از بحران مالی، بدین شرح مورد بررسی قرار گرفته است: (۱) نظارت احتیاطی، (۲) استانداردهای حسابداری و افشاسازی، (۳) نظام قانونی و قضایی، (۴) انضباط بازار محور، (۵) ورود بانک‌های خارجی، (۶) کنترل حساب سرمایه، (۷) کاهش نقش نهادهای مالی دولتی، (۸) ایجاد محدودیت در بدهی‌های خارجی، (۹) لغو سیاست کمک مالی به مؤسسات بزرگ در بخش شرکت‌های تجاری برای پیشگیری از ورشکستگی، (۱۰) سیاست توالی در آزادسازی مالی، (۱۱) سیاست پولی و ثبات قیمت‌ها و (۱۲) رژیم‌های نرخ ارز و ذخایر خارجی.

واژگان کلیدی: بحران مالی، سیاست‌های مالی، کشورهای با بازارهای نوظهور.

طبقه‌بندی JEL : F33, G28

*این متن ترجمه‌ای است از:

Mishkin, S. Frederic. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. NBER, Working Paper, No. 8087.

mohammadnadali@yahoo.com

** پژوهشگر بانک مرکزی

۱. مقدمه

در سال‌های اخیر، بحران‌های مالی به‌طور متداول در کشورهای مختلف با بازارهای نوظهور (و در حال گذار) اتفاق افتاده است که این بحران‌ها همراه با آثار مخربی برای اقتصادهای یادشده بوده است. به‌طور نمونه، بحران‌های مالی مکزیک (۱۹۹۴) و کشورهای آسیای شرقی (۱۹۹۷) به کاهش ۱۰ درصدی تولید ناخالص داخلی این کشورها منجر شده است. بحران‌های مالی روسیه (۱۹۹۸) و اکوادور (۱۹۹۹) نیز اثرات منفی مشابهی را بر روی تولید حقیقی داشته است. وقوع بحران‌های مالی نه تنها به افزایش سریع فقر منجر شده، بلکه بی‌ثباتی سیاسی را نیز در پی داشته است.

با توجه به اثرات زیان بار و افزایش توالی بحران‌های مالی در سال‌های اخیر در کشورهای با بازارهای نوظهور، مسأله اساسی سیاستگذاران دنیا، جلوگیری از این بحران‌هاست. به‌ویژه، شناسایی سیاست‌هایی که بتواند احتمال ایجاد بحران‌ها را کاهش دهد، از اولویت خاصی برخوردار است. در بررسی مسایل پیش‌گفته، ابتدا چارچوبی برای درک مفهوم بحران مالی در کشورهای با بازارهای نوظهور و فرایندهای پویایی که از طریق آنها بحران‌های مالی رخ می‌دهد، مطرح شده است. سپس، با استفاده از این چارچوب سیاست‌های مالی که می‌تواند به جلوگیری از رشد و گسترش بحران مالی کمک کند، مورد بررسی واقع شده است.

۲. تعریف بحران مالی^۱

هدف اصلی سیستم مالی، انتقال وجوه به افراد و بنگاه‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بهره‌وری بالاتر است. برای تأمین مطلوب این هدف، مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی باید توانایی ارزیابی و داوری صحیح فرصت‌های سرمایه‌گذاری را داشته باشند. بنابراین، سیستم مالی باید از مشکلات عدم تقارن اطلاعات^۲ جلوگیری کند. عدم تقارن اطلاعات وضعیتی است که در آن یک طرف قرارداد مالی اطلاعات صحیح کمتری نسبت به طرف دیگر دارد. به‌طور مثال، وام‌گیرندگان معمولاً اطلاعات بهتری نسبت به وام‌دهندگان در خصوص بازده بالقوه و ریسک مرتبط با پروژه‌های سرمایه‌گذاری و

1. Financial Crises

2. Asymmetric Information

برنامه‌ریزی شده، دارند. اطلاعات نامتقارن دو مشکل اساسی در سیستم مالی (و سیستم‌های دیگر) ایجاد می‌کند: یکی انتخاب نامناسب (معکوس)^۱ و دیگری مخاطره اخلاقی.^۲

انتخاب معکوس پیش از مبادله مالی اتفاق می‌افتد، زمانی که ریسک‌های اعتباری بالقوه بد - توسط کسانی که به شدت به دنبال دریافت وام هستند- به وقوع می‌پیوندد. به‌طور مثال، کسانی که ریسک‌های بزرگ را متعهد می‌شوند، احتمالاً برای گرفتن وام حتی با نرخ بهره بالا مشتاق‌ترند؛ زیرا این اشخاص کمتر نگران بازپرداخت وام هستند. بنابراین، وام‌دهنده باید نگران شرکایی باشد (کسانی که با احتمال زیاد برای اجرای پروژه‌های خود ریسک را بالا برمی‌دارند) که با احتمال زیاد ممکن است به عنوان وام‌گیرنده انتخاب شوند. بدین‌روی، ممکن است وام‌دهندگان از پرداخت وام با نرخ‌های بهره بالا جلوگیری کنند؛ چرا که آنها می‌دانند اطلاعات کامل در خصوص کیفیت وام‌گیرندگان ندارند و نیز هراس دارند کسانی که به وام‌گیری در نرخ‌های بهره بالا تمایل دارند، با احتمال بیشتری جزء وام‌گیرندگان با کیفیت پایین باشند، یعنی کسانی که احتمال پایینی دارد که وام‌ها را باز پرداخت کنند. وام‌دهندگان سعی می‌کنند مشکل اطلاعات نامتقارن را به‌وسیله غربال‌کردن^۳ ریسک‌های اعتباری خوب از بد، حل نمایند؛ اما فرآیند غربال‌کردن متقاضیان وام به‌طور اجتناب‌ناپذیری ناقص است و هراس از انتخاب نامناسب منجر می‌شود که وام‌دهندگان میزان وام‌های پرداختی خود را کاهش دهند.

مخاطره اخلاقی غالباً پس از انجام مبادله مالی رخ می‌دهد. این مشکل به این علت رخ می‌دهد که وام‌گیرنده - کسی که انگیزه سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا دارد- اگر موفق شود، آثار عملکرد موفقیت‌آمیزش بیشتر نصیب خودش می‌شود، اما اگر پروژه شکست بخورد، بیشترین زیان متوجه وام‌دهنده خواهد شد. همچنین، وام‌گیرنده‌ای که انگیزه تخصیص نادرست وجوه برای کسب منافع شخصی دارد، به کم‌کاری^۴ و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیر سودده می‌پردازد تا تنها منافع

1. Adverse Selection
 2. Moral Hazard
 3. Screening Out
 4. Shirk

را افزایش دهد. بنابراین، وام‌دهنده در معرض این خطر قرار دارد که وام‌گیرنده به فعالیت‌هایی بپردازد که مورد نظر وام‌دهنده نباشد. به بیان دیگر، در فعالیت‌هایی که احتمال بازپرداخت وام آن کم است، وام‌دهندگان اغلب محدودیت‌هایی را بر وام‌گیرندگان تحمیل می‌کنند تا آنها را از انجام رفتار نامناسبی که احتمال بازپرداخت وام را کم می‌کند، بر حذر دارند. به هر حال، ایجاد چنین محدودیت‌هایی برای اجرا و پایش^۱ هزینه‌بر بوده و به‌طور اجتناب‌ناپذیری دستیابی به اهداف را با محدودیت مواجه می‌کند. تضاد بالقوه میان منافع وام‌دهنده و وام‌گیرنده ناشی از مخاطره اخلاقی است که بار دیگر بر این موضوع دلالت دارد که تعدادی از وام‌دهندگان کمتر از میزانی که توانایی دارند وام پرداخت می‌کنند، بنابراین، وام‌دهی و سرمایه‌گذاری پایین‌تر از سطح بهینه آن خواهد شد.

با توجه به مشکلات عدم تقارن اطلاعات می‌توان تعریف زیر را برای بحران مالی ارائه کرد:^۲

"بحران مالی،^۳ فروپاشی^۴ بازارهای مالی است، شرایطی که در آن مشکلات انتخاب نامساعد و مخاطره اخلاقی بسیار بدتر شده و بازارهای مالی قادر نیستند وجوه را به کسانی انتقال دهند که دارای فرصت‌های با ظرفیت بهره‌وری بالاتر سرمایه‌گذاری هستند. بنابراین، بحران مالی نتیجه ناتوانی بازارهای مالی برای عملکرد کارا بوده که به انقباض شدید در فعالیت اقتصادی منجر می‌شود."

در حالت کلی بحران مالی به وضعیت‌هایی گفته می‌شود که در آن تعدادی از نهادهای مالی یا دارایی‌های مالی، ناگهان بخش بزرگی از ارزش خود را از دست بدهند. بحران مالی دارای مصادیقی به شرح بحران تراز پرداخت‌ها، بحران پول رایج، بحران بانکی، بحران ذخایر بین‌المللی و بحران بازار سهام است.

-
1. Monitor
 2. Mishkin .(2001).
 3. Financial Crisis
 4. Disruption

۳. عوامل ایجادکننده بحران مالی

برای روشن شدن چگونگی ایجاد بحران‌های مالی و بانکی و سازوکار اثرگذاری آن بر کاهش فعالیت اقتصادی لازم است عواملی که بحران مالی و بانکی را ایجاد می‌کنند، بررسی شود، سپس، نشان داده شود که چگونه این عوامل به‌طور پویا عمل کرده و به بروز بحران مالی و بانکی منجر می‌شوند. چهار عامل می‌تواند مشکلات عدم تقارن اطلاعات و در نتیجه احتمال بروز بحران‌های مالی و بانکی را افزایش دهد:^۱

- تضعیف وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌های بخش مالی،
- افزایش نرخ‌های بهره،
- افزایش نااطمینانی،
- تضعیف وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌های غیر مالی به دلیل تغییرات قیمت دارایی.

۳-۱. تضعیف وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌های بخش مالی

اهمیت ویژه بانک‌ها و واسطه‌های مالی دیگر در سیستم مالی برای این مسأله دلالت دارد که اگر توان وام‌دهی آنها آسیب‌پذیر شود، کل وام‌دهی کاهش می‌یابد و اقتصاد با رکود مواجه خواهد شد.^۲ در واقع، بدتر شدن وضعیت ترازنامه واسطه‌های مالی توانایی وام‌دهی آنها را کاهش می‌دهد و این موضوع عامل اصلی ایجاد بحران مالی تلقی می‌شود.^۳

اگر وضعیت ترازنامه‌ای بانک‌ها- و واسطه‌های مالی دیگر که اعطای تسهیلات می‌کنند- بدتر شود، آنگاه این مؤسسات با انقباض اساسی در سرمایه روبه‌رو می‌شوند. برای رفع این مشکل، بانک‌ها باید یکی از دو راه را انتخاب کنند؛ نخست قطع یا کاهش وام‌دهی و دیگری افزایش سرمایه جدید. به هر حال، زمانی که این نهادها یک وضعیت بد را در ترازنامه خود تجربه می‌کنند، برای آنها بسیار مشکل است که با هزینه معقولی سرمایه جدید را افزایش دهند. بنابراین، واکنش طبیعی نهادهای مالی با

1. Mishkin .(1999, 2001).

2. Gertler .(1988) and Bernake, Gertler and Gilchrist .(1998).

3. Rajas-Suarez and Weisbrod .(1994).

مشکل تضعیف ترازنامه، انقباض وام‌دهی است که نتیجه آن کندتر شدن فعالیت اقتصادی است. پژوهش‌های انجام شده در دهه اخیر نشان می‌دهد تضعیف ترازنامه واسطه‌های مالی به کاهش شدید سرمایه^۱ منجر می‌شود که این مسأله مانع رشد اقتصادی آمریکا در اوایل دهه ۱۹۹۰ بوده است.^۲

اگر بدتر شدن وضع ترازنامه بانک‌ها به اندازه کافی شدید باشد، این مسأله حتی می‌تواند به بحران بانکی (یا وحشت بانکی)^۳ منجر شود که ورشکستی همزمان نهادهای بانکی را به دنبال خواهد داشت. در واقع، در غیاب تور ایمنی^۴ دولت، ریسک گسترش سرایت ورشکستگی از یک بانک ورشکسته به بانک‌های دیگر وجود دارد و این موضوع حتی بانک سالم را به ورشکستگی می‌کشاند. منشأ سرایت در این موضوع باز هم مسأله عدم تقارن اطلاعات است. در شرایط وحشت بانکی، سپرده‌گذاران نگران سلامت سپرده هایشان هستند و اطلاعی از کیفیت سبد وام‌دهی بانک‌ها ندارند، بنابراین، به خروج سپرده‌های خود از سیستم بانکی مبادرت کرده و این موضوع موجب انقباض وام‌دهی و سپرده‌گذاری می‌شود که نتیجه آن ورشکستگی بانک‌های دیگر نیز خواهد بود. به این ترتیب به دلیل نبود اطلاع از عملکرد بانک‌ها، ورشکستگی یک بانک به زیان بانک‌های دیگر منجر می‌شود. پیامد این مسأله کاهش شدید وام‌دهی به سرمایه‌گذاران بهره‌ور است که به انقباض فعالیت اقتصادی منجر می‌شود.

۲-۲. افزایش نرخ‌های بهره

اطلاعات نامتقارن و نتیجه آن یعنی مشکل انتخاب نامناسب (معکوس)، می‌تواند به سهمیه‌بندی اعتبار^۵ منجر شود. در این وضعیت، برخی از متقاضیان وام از دریافت تسهیلات محروم می‌شوند؛ اگرچه برخی حاضر به پرداخت نرخ‌های بالاتر بهره نیز هستند؛^۶ زیرا هنگامی که نرخ‌های بهره افزایش یابد، وام‌گیرندگان محتاط با احتمال زیادی وام‌گیری را نامعقول تلقی می‌کنند، در حالی که وام‌گیرندگان با

1. Capital Crunch

2. Bernanke and Lown (1991), Berger, Udell (1994), Hancock, Laing and Wilcox (1995), Peek and Rosengren (1995).

3. Bank panic

4. Safety Net

5. Credit Rationing

6. Stiglitz and Weiss (1981).

پروژه‌های سرمایه‌گذاری پر ریسک‌تر اغلب تمایل دارند نرخ‌های بالاتر بهره را بپردازند. در چنین شرایطی، نرخ بهره بالاتر به ایجاد مشکل انتخاب نامناسب منجر می‌شود. به بیان دیگر، نرخ بهره بالاتر احتمال اعطای وام به متقاضیان با ریسک اعتباری بالا را افزایش می‌دهد. بنابراین، نرخ‌های بهره بالاتر یکی از عواملی است که به پیش‌بینی بی‌ثباتی مالی کمک کند؛ زیرا وام‌دهندگان تشخیص می‌دهند که نرخ‌های بهره بالاتر به مفهوم کاهش کیفیت بالقوه دارایی مالی است و احتمالاً با محدود کردن تعداد وام‌های پرداختی واکنش نشان می‌دهند.

همچنین، افزایش نرخ‌های بهره می‌تواند اثر منفی بر ترازنامه بانک داشته باشد. فعالیت سنتی بانک یعنی سپرده‌پذیری کوتاه‌مدت و پرداخت وام بلندمدت می‌تواند به بروز چنین حالتی منجر شود. در کوتاه‌مدت، دارایی‌های بانک در قیاس با تعهدات (بدهی‌های) آن به‌نوعی دارای بازدهی بلندمدت‌تر هستند. بنابراین، افزایش نرخ‌های بهره به دلیل قطعی شدن پرداخت بهره به سپرده‌گذاران، از طریق کاهش خالص بهره دریافتی بانک به تقلیل ارزش ویژه بانک منجر می‌شود. به بیان دیگر، نرخ بهره بالا ارزش حال دارایی‌های مالی بانک را بیش از ارزش حال بدهی‌های آن (سپرده‌ها) دچار کاهش می‌کند و این به دلیل دیرش^۱ بالاتر دارایی‌های مالی بانک به بدهی‌های آن است.

۳-۳. افزایش نااطمینانی

افزایش شدید نااطمینانی در بازارهای مالی، شرایط را برای وام‌دهندگان به‌منظور غربال کردن متقاضیان تسهیلات با ریسک اعتباری خوب از متقاضیان با ریسک اعتباری بالا، سخت‌تر می‌کند. کاهش قدرت وام‌دهندگان برای حل مشکلات انتخاب معکوس و مخاطره اخلاقی، تمایل آنها به اعطای وام را کاهش می‌دهد و نتیجه آن کاهش وام‌دهی، تقلیل سرمایه‌گذاری و فعالیت کلان اقتصادی است. این افزایش در نااطمینانی می‌تواند به علت ورشکستگی یک نهاد مالی یا غیرمالی بزرگ یا رکود اقتصادی ایجاد شود. در کشورهای با بازارهای نوظهور این نااطمینانی می‌تواند مستقیماً ناشی از بی‌اعتمادی به سیاست‌های آتی دولت باشد.

۳-۴. تضعیف وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌های غیرمالی

دشواری در وضعیت ترازنامه‌ای بنگاه‌های غیرمالی یکی از مهم‌ترین عوامل برای وخیم‌تر شدن مشکل اطلاعات نامتقارن در سیستم مالی است. اگر تضعیف ترازنامه مؤسسات غیرمالی در میان متقاضیان وام گسترش یابد، مشکل انتخاب معکوس و مخاطره اخلاقی در بازارهای مالی پیچیده‌تر می‌شود، در نتیجه، بی‌ثباتی مالی افزایش می‌یابد. این مشکل می‌تواند به شیوه‌های مختلفی رخ دهد. به‌طور نمونه، وام‌دهندگان اغلب از وثیقه^۱ به عنوان مهم‌ترین روش برای مقابله با مشکل عدم تقارن اطلاعات استفاده می‌کنند. وثیقه باعث می‌شود انتخاب نامناسب یا مخاطره اخلاقی کاهش یابد، زیرا زیان وام‌دهندگان را هنگام نکول وام کاهش داده و جبران می‌نماید. اگر وام‌گیرنده‌ای در بازپرداخت وام نکول کند، وام‌دهنده می‌تواند با فروش وثیقه، حداقل بخشی از زیان وام را جبران کند؛ اما اگر قیمت دارایی در اقتصاد کاهش یابد و در نتیجه آن ارزش وثیقه نیز کاهش یابد، آنگاه مشکلات عدم تقارن اطلاعات تشدید می‌شود.

ارزش ویژه^۲ می‌تواند نقشی مانند وثیقه ایفا کند. اگر بنگاهی دارای ارزش ویژه بالایی باشد، در صورت نکول در بازپرداخت وام، وام‌گیرنده می‌تواند با تملیک بخش‌هایی از ارزش ویژه بنگاه بدهکار بخشی از زیان وام را تأمین کند. همچنین، ارزش ویژه بالاتر به‌طور مستقیم انگیزه‌های وام‌گیرندگان را برای ارتکاب مخاطره اخلاقی کاهش می‌دهد، زیرا در چنین شرایطی اگر وام‌گیرندگان در بازپرداخت وام خود نکول کنند، در صورت ضرر کردن در معرض خطر بیشتری قرار خواهند گرفت. ارزش ویژه بنگاه‌ها توضیح می‌دهد که چگونه سقوط بازار سهام می‌تواند به بی‌ثباتی مالی منجر شود. کاهش شدید شاخص‌های بازار سهام باعث کاهش ارزش ویژه بازاری بنگاه شده، در نتیجه، می‌تواند مشکل مخاطره اخلاقی و انتخاب نامساعد را در بازار مالی افزایش دهد.^۳ از آنجا که کاهش ارزش بازار سهام باعث کاهش ارزش ویژه بنگاه می‌شود، انگیزه‌های مخاطره اخلاقی آنها را افزایش می‌دهد. در چنین

1. Collateral

۲. Net Worth، ارزش ویژه" یا "حقوق صاحبان سهام" به تفاوت مجموع دارایی‌های شرکت‌ها و مجموع بدهی آنها گفته می‌شود (م).

3. Bernanke and Gertler .(1989)., Calomiris and Hubbard .(1990).

شرایطی، وام‌دهندگان از مصونیت کمتری در مقابل انتخاب نامناسب برخوردارند؛ چرا که ارزش ویژه دارایی‌های بنگاه کمتر می‌شود و در نتیجه آن، وام‌دهی کاهش و فعالیت اقتصادی نیز تنزل می‌یابد. تغییرات غیرمنتظره نرخ تورم نیز می‌تواند ترازنامه وام‌گیرندگان را تحت تأثیر قرار دهد. در اقتصادهایی که تورم مدت زمانی طولانی ملایم بوده است، قراردادهای بدهی بلندمدت، نرخ بهره اسمی ثابتی ارزش‌گذاری شده است. زمانی که سطح تورم کمتر از میزان پیش‌بینی شده قرار گیرد (مانند تجربه کاهش تورم در اوایل دهه ۱۹۸۰ در آمریکا و تجربه اواخر دهه ۱۹۹۰ ژاپن) آنگاه ارزش بدهی‌های بنگاه بر حسب مقادیر واقعی افزایش پیدا می‌کند و بدین ترتیب ارزش خالص واقعی بنگاه دچار کاهش می‌شود. کاهش ارزش خالص سبب افزایش مشکل مخاطره اخلاقی و انتخاب معکوس برای وام‌دهندگان و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری و کندی فعالیت اقتصادی می‌شود.

در اقتصادهای با بازارهای نوظهور، کاهش پیش‌بینی نشده در تورم اثر مستقیم نامطلوبی بر ترازنامه بنگاه‌ها همانند کشورهای صنعتی نداشته است؛ زیرا قراردادهای بدهی بنگاه‌ها در بیشتر کشورهای با بازارهای نوظهور دوره زمانی خیلی کوتاه‌مدت داشته و به‌طور پیوسته در واکنش به تورم انتظاری تعدیل شده است، بنابراین، کاهش غیرمنتظره تورم اثر واقعی اندکی بر ترازنامه بنگاه‌ها داشته است. در نتیجه، کاهش غیرمنتظره تورم یکی از سازوکارهایی است که در ایجاد بی‌ثباتی مالی در کشورهای صنعتی نقش ایفا می‌کند، ولی در بیشتر کشورهای با بازار نوظهور این اثر قابل توجه نیست. از سوی دیگر، اقتصادهای با بازار نوظهور با عاملی مواجه‌اند که بر روی ترازنامه مؤثر بوده و می‌تواند در پیش‌بینی بی‌ثباتی مالی مهم باشد، در حالی که این عامل در بیشتر کشورهای صنعتی اهمیت ندارد. این عامل کاهش ارزش یا تضعیف پیش‌بینی نشده به پول ملی این کشورهاست. نااطمینانی در خصوص ارزش آتی پول داخلی، برای بیشتر بنگاه‌های غیرمالی، بانک‌ها و دولت‌ها در کشورهای با اقتصاد نوظهور که بخش عمده‌ای از بدهی آنها به پول خارجی است، به سرعت تبدیل به مشکل بدهی‌ها می‌شود. در قراردادهای بدهی با پول خارجی، زمانی که کاهش ارزش پیش‌بینی نشده‌ای در پول داخلی به‌وجود می‌آید، مشکل بدهی بنگاه‌های داخلی افزایش می‌یابد. از آنجا که دارایی‌های بنگاه‌ها نوعاً بر حسب پول داخلی ارزش‌گذاری شده‌اند و ارزش آنها افزایش نمی‌یابد، با

کاهش ارزش پول ملی ارزش خالص بنگاه کاهش پیدا می‌کند. به این ترتیب، تضعیف ترازنامه بنگاه‌ها مشکل مخاطره اخلاقی و انتخاب معکوس را افزایش داده که نتیجه آن بی‌ثباتی مالی و کاهش سریع سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های اقتصادی است.

۴. پویایی بحران‌های مالی

بحران مالی در کشورهای با بازارهای نوظهور چندین مرحله را طی می‌کند. در مرحله اول، ترازنامه مؤسسات مالی و بنگاه‌های غیرمالی دچار تضعیف می‌شود و این مطلب موجب ایجاد فاز دوم بحران یعنی بحران پولی می‌شود. مرحله سوم، فاز تشدید وخامت ترازنامه مؤسسات مالی و بنگاه‌های غیرمالی در نتیجه بحران پولی و کمبود نقدینگی است. در این مرحله، اقتصاد کشور دچار یک بحران مالی تمام عیار می‌شود که نتایج مخربی به دنبال دارد.^۱

مرحله اول ایجاد بحران مالی در کشورهای با اقتصاد نوظهور به‌نوعی از فاز آزادسازی مالی آغاز می‌شود که شامل برداشتن محدودیت سقف نرخ بهره و نوع مجاز وام‌دهی بوده که در بیشتر موارد با سیاست خصوصی‌سازی سیستم مالی همراه است. در نتیجه اجرای این سیاست‌ها که غالباً با گسترش اعطای وام همراه با تشدید جریان ورودی سرمایه‌های بین‌المللی همراه است، بازارهای مالی و دارایی تحت فشار قرار می‌گیرند.

وخامت ترازنامه شرکت‌ها و مؤسسات بخش مالی و غیرمالی عامل کلیدی حرکت به سمت مرحله و فاز دوم بحران، یعنی بحران پولی است. سیستم بانکی ضعیف احتمال موفقیت اجرای سیاست

۱. بر اساس دیدگاه آلن (۲۰۰۱) نیز بحران مالی سه مرحله جداگانه دارد؛ مرحله اول بحران مالی با آزادسازی مالی یا با اجماع تصمیم‌گیران بانک مرکزی برای افزایش وام‌دهی، یا با برخی سیاست‌های مشابه شروع می‌شود. پیامد گسترش اعتبارات، افزایش قیمت دارایی‌هایی همچون املاک و قیمت سهام در بورس است. افزایش قیمت‌های یادشده مدت زمانی ادامه می‌یابد، حتی ممکن است چند سال طول بکشد، به‌طوری که حساب تورمی شکل می‌گیرد. در مرحله دوم بحران مالی، حساب ایجادشده ترکیده و قیمت دارایی‌ها سقوط می‌کند. این اتفاق اغلب در زمان کوتاهی رخ می‌دهد، مثلاً در چند روز یا حداکثر چند ماه اتفاق می‌افتد، اما گاهی اوقات نیز این اتفاق در یک دوره زمانی بلندتر رخ می‌دهد. ویژگی مرحله سوم قصور تعداد زیادی از بنگاه‌ها و کارگزاران دیگری است که برای خرید دارایی‌ها با قیمت‌های متورم شده پول قرض گرفته‌اند. مشکلات نکول‌ها و بحران بانکی و ارزی اغلب مشکلاتی در بخش حقیقی اقتصاد ایجاد می‌کند که می‌تواند چندین سال تداوم داشته باشد (م).

حمایت بانک مرکزی از پول داخلی را کاهش می‌دهد، زیرا اگر بانک مرکزی نرخ‌های بهره را افزایش دهد، احتمالاً ترازنامه بانک‌ها با وخامت بیشتری مواجه خواهد شد.

در مرحله سوم، هنگامی که یک هجوم سفته‌بازی تمام عیار رخ بدهد و باعث کاهش ارزش پول ملی شود، ساختار نهادی بازارهای بدهی به تشدید کاهش ارزش پول ملی، واکنش نشان داده و اقتصاد کشور را به سمت بحران مالی فراگیر سوق می‌دهد. از آنجا که در کشورهای در حال توسعه تعداد زیادی از بنگاه‌ها بدهی ارزی دارند، کاهش ارزش پول ملی سبب افزایش بدهی آنها به پول ملی می‌شود، در حالی که ارزش دارایی‌های آنها بدون تغییر باقی می‌ماند. در نتیجه، ترازنامه بنگاه‌ها در بخش حقیقی دچار یک ضربه منفی شده و این باعث می‌شود مشکل مخاطره اخلاقی و انتخاب معکوس افزایش یابد.

۵. سیاست‌های مالی و پیشگیری از بحران‌های مالی

در سال‌های اخیر، بحران‌های مالی به‌طور متداول در کشورهای مختلف توسعه‌یافته و در حال توسعه اتفاق افتاده و این بحران‌ها همراه با آثار مخربی برای این اقتصادها بوده است. به‌طور نمونه، بحران‌های مالی مکزیک (۱۹۹۴) و کشورهای آسیای شرقی (۱۹۹۷) به کاهش ۱۰ درصدی نرخ رشد تولید ناخالص داخلی این کشور و مناطق منجر شده است. به همین ترتیب، بحران‌های مالی روسیه (۱۹۹۸) و اکوادور (۱۹۹۹)، بحران مالی آمریکا در سال (۲۰۰۸) نیز اثرات منفی مشابهی را بر تولید حقیقی این کشورها برجای گذاشته است. بحران‌های مالی نه تنها به افزایش سریع فقر منجر شده، بلکه بی‌ثباتی سیاسی را نیز در پی داشته است.^۱

با توجه به اثرات زیان‌بار و افزایش توالی بحران‌های مالی در سال‌های اخیر در کشورهای با بازارهای نوظهور، مسأله اساسی سیاست‌گذاران اقتصادی، جلوگیری از این بحران‌ها، به‌ویژه شناسایی سیاست‌هایی است که بتواند احتمال ایجاد بحران را کاهش دهد. بر همین اساس، پس از درک دلایل نظری ایجاد بحران‌های مالی و بانکی، سیاست‌هایی مورد بررسی قرار خواهد گرفت که براساس آن

1. Mishkin. (2001).

بتوان از وقوع بحران‌ها جلوگیری کرد. در این بخش، ۱۲ مورد سیاست اصلاحی اساسی بخش مالی به شرح زیر برای جلوگیری از بروز بحران‌ها مورد بررسی قرار خواهد گرفت. این ۱۲ مورد به صورت خلاصه عبارت‌است از: (۱) نظارت احتیاطی، (۲) استانداردهای حسابداری و افشاسازی، (۳) نظام قانونی و قضایی، (۴) انضباط بازار محور، (۵) ورود بانک‌های خارجی، (۶) کنترل حساب سرمایه، (۷) کاهش نقش نهادهای مالی دولتی، (۸) ایجاد محدودیت در بدهی‌های خارجی، (۹) لغو سیاست کمک مالی به مؤسسات بزرگ در بخش شرکت‌های تجاری برای پیشگیری از ورشکستگی، (۱۰) سیاست توالی در آزادسازی مالی، (۱۱) سیاست پولی و ثبات قیمت‌ها و (۱۲) رژیم‌های نرخ ارز و ذخایر خارجی. در ادامه مقاله به طور کامل این سیاست‌ها ارایه خواهد شد.

۵-۱. نظارت احتیاطی

همان‌طور که در بخش‌های پیشین ملاحظه شد، بانک‌ها نقش مهم و ویژه‌ای در سیستم‌های مالی کشورهای با بازارهای نوظهور بازی می‌کنند و مشکلات بخش بانکی عامل مهمی در ایجاد بحران مالی در سال‌های اخیر بوده است. وخیم شدن وضعیت ترازنامه بانک‌ها که می‌تواند به بحران بانکی منجر شود، مشکلات عدم تقارن اطلاعات را نیز افزایش می‌دهد و نتیجه آن می‌تواند بحران مالی باشد. افزون بر این، مشکل بخش بانکی احتمال بحران ارزی را نیز افزایش داده (از طریق آسیب زدن به ترازنامه نهادهای غیرمالی) و به بحران مالی تمام عیار منجر می‌شود. از آنجا که سقوط بانکی دارای چنین آثار منفی بالقوه‌ای است، دولت‌ها همیشه برای نجات بانک‌ها به منظور جلوگیری از ورشکستگی، از تور ایمنی گسترده‌ای استفاده می‌کنند. وجود تور ایمنی خود سبب زیان‌های بالقوه ناشی از افزایش انگیزه‌های مخاطره اخلاقی و ریسک‌پذیری زیاد در بانک‌ها می‌شود که نتیجه آن افزایش احتمال وقوع بحران مالی خواهد بود. بدین‌روی، برای پیشگیری از بحران، دولت‌ها نیازمندند به منظور کاهش ریسک‌پذیری بالا در سیستم‌های مالی سیستم قوی مقرراتی/نظارتی بانکی ایجاد کنند.

به دلیل آنکه تور ایمنی دولت در کشورهای با بازارهای نوظهور به واسطه‌های مالی دیگر نیز گسترش می‌یابد، این نهادها انگیزه‌های زیادی برای ریسک‌پذیری بالا پیدا می‌کنند. در واقع، وخیم شدن ترازنامه نهادهای مالی، نقش مهمی در بحران مالی شرق آسیا در گذشته بازی کرده است.

ضمن آنکه نظارت احتیاطی کارا بر نهادهای مالی غیربانکی نیز برای ارتقای ثبات مالی ضروری است. در کل، سیستم نظارتی/مقرراتی قوی و مناسب برای سیستم مالی می‌باید دارای هفت ویژگی اساسی به شرح زیر باشد:

۵-۱. اقدام اصلاحی فوری^۱

یکی از اقدامات اصلاحی سریع از طریق نظارت‌های احتیاطی، متوقف کردن فعالیت‌های نامطلوب نهادهای مالی و تعطیل کردن نهادهای مالی بحران‌زاست. مقررات بازدارنده‌ای که نهادهای مالی ضعیف اما فعال در بازار را رها کند، فاجعه‌بار است، زیرا این‌گونه مقررات انگیزه مخاطره اخلاقی به منظور پذیرش ریسک‌های افراطی را به شدت افزایش می‌دهد. مؤسسات مالی ضعیف تمایل زیادی برای پذیرش ریسک بالا دارند، چرا که نهادهای درمانده چیزی ندارند که با پذیرش ریسک بالا از دست بدهند. اگر این نهادها خوش‌شانس باشند، بازده سرمایه‌گذاری ریسکی می‌تواند آنها را از درماندگی مالی نجات دهد، اما اگر سرمایه‌گذاری ریسکی صورت گرفته بازدهی نداشته باشد، نهادهای درمانده با زیان‌های زیادی مواجه می‌شوند که در نتیجه آن سیستم مالی بیشتر تضعیف شده و این مسأله به پرداخت مالیات بالاتر در آینده برای نجات نهادهای مالی دچار بحران منجر می‌شود. در واقع، این مسأله مصداق روشن بحران مؤسسات وام و پس‌انداز ایالات متحده آمریکا است، که با آنکه این مؤسسات دچار مشکلات مالی عمیق بودند، اما اجازه یافتند در دهه ۱۹۸۰ به فعالیت خود ادامه دهند. این موضوع در دهه ۱۹۹۰ در کشورهای مکزیک، آسیای شرقی و ژاپن نیز مصداق دارد.

یک شیوه مهم برای به‌دست آوردن اطمینان آن است که ناظران بانکی به جای تمسک به سیاست صبر و شکیبایی^۲ به دنبال تدارک اقدام اصلاحی فوری باشند. اجرای این سیاست نیازمند مداخله اولیه و قوی از سوی ناظران هنگام بروز مشکل برای نهاد مالی است. اقدام اصلاحی فوری برای جلوگیری از گسترش مشکلات بخش مالی اقدامی قاطعانه است، زیرا این قاطعیت برای نهادهای فعال

1. Prompt Corrective Action
2. Regulatory Forbearance

در بازار ایجاد انگیزه مثبت می‌کند و نه انگیزه منفی برای ریسک‌پذیری زیاد؛ چرا که نهادهای خطای می‌دانند در صورت انجام عمل خلاف به احتمال زیادی جریمه خواهند شد.

عنصر کلیدی برای انجام سیاست «اقدام اصلاحی فوری» آن است که ناظران بانکی وجوه دولتی کافی برای بستن نهادهای مالی درمانده، در اختیار داشته باشند. غالب اوقات سیاستمداران و قانونگذاران دچار این تصورند که هنگامی که سیستم‌های بانکی آنها با مشکل مواجه است، تزریق زیاد وجوه عمومی به سیستم بانکی غیرضروری خواهد بود.

در مجموع، باید گفت در این موارد لازم است نهادهای ضعیف مالی بسته شوند، اما در صورت تشخیص ضرورت کمک مالی به آنها باید اطمینان حاصل شود که این مؤسسات درست فعالیت می‌کنند. وجوه نباید به نهادهای بانکی ضعیف و درمانده عرضه شود تا آنها را در وضعیت تعلیقی نگه دارد؛ زیرا در بلندمدت وجوه عمومی تزریقی به بانک‌های ضعیف صرف ترمیم ترازنامه سیستم بانکی نمی‌شود، چرا که این بانک‌ها همچنان به فعالیت ضعیف و پرریسک خود ادامه داده و در پذیرش ریسک بالا انگیزه مخاطره اخلاقی قوی دارند. بنابراین، پرداخت وجوه عمومی به آنها به نوعی افزایش هزینه مالیات‌دهندگان در آینده محسوب می‌شود.

۵-۱-۲. تمرکز بر مدیریت ریسک

رهیافت سنتی برای نظارت بانکی، تمرکز بر کیفیت ترازنامه بانک بوده است. اگرچه این تمرکز برای کاهش ریسک‌پذیری بانک‌ها اهمیت دارد، اما ممکن است در بلندمدت کافی نباشد؛ زیرا اولاً، سنجش میزان سرمایه بانک بسیار مشکل است. ثانیاً، در دنیای امروزی، نوآوری‌های مالی، بازارها و ابزارهای جدیدی تولید کرده‌اند که شرط‌بندی‌های بزرگ (ریسک‌پذیری بالا) را برای نهادهای مالی و کارمندان آنها به سادگی و به سرعت امکان‌پذیر می‌سازد. در چنین محیط مالی جدیدی، نهاد مالی می‌تواند به سرعت با ریسک‌درماندگی مالی در تجارت مواجه شود که نمونه آن ورشکستگی بانک بارینگز آمریکا در سال ۱۹۹۵ است. بنابراین، تنها تمرکز بر وضعیت ترازنامه بانک‌ها و نهادهای مالی دیگر کافی نیست، چرا که بانک ممکن است با ریسک‌پذیری بالا در آینده‌ای نزدیک با مخاطرات جدی مواجه شود، اگر چه وضعیت ترازنامه‌ای آن در زمان خاصی مناسب ارزیابی شود.

۵-۱-۳. محدود کردن ورشکستگی نهاد مالی بزرگ

از آنجا که شکست یک نهاد مالی بزرگ احتمال شکست و شوک سیستمی را افزایش می‌دهد، به‌طور طبیعی ناظران مالی و بانکی مانع ورشکستگی نهادهای مالی بزرگ می‌شوند. این سیاست، انضباط بازار را در نهادهای مالی بزرگ کاهش داده، بنابراین، انگیزه مخاطره اخلاقی را برای ریسک‌پذیری بالا افزایش می‌دهد. کاهش مخاطره اخلاقی در نهادهای بزرگ مالی کشورهای در حال توسعه، مشکل جدی برای نظارت احتیاطی است. بنابراین، ناظران باید به دقت نهادهای بزرگ را بازرسی کرده - حتی نسبت به نهادهای کوچک نظارت آنها با شدت بیشتری صورت گیرد- تا در هنگام درماندگی و ضعف مالی نهادهای بزرگ، زیان حداقلی متوجه سهامداران و مدیران آنها شود.

۵-۱-۴. منابع و قدرت قانونی کافی برای مقررات احتیاطی / ناظران

در بیشتر کشورهای با اقتصادهای نوظهور، ناظران منابع یا قدرت قانونی کافی برای انجام کارای وظایف محوله خود را در اختیار ندارند. بدون منابع و انگیزه کافی، ناظران نخواهند توانست بانک‌ها را به اندازه کفایت پایش نموده و جلوی فعالیت‌های ریسکی آنها را بگیرند. در واقع، ضعف در پایش کافی نهادهای بانکی تنها در کشورهای در حال توسعه (مانند مکزیک، اکوادور و آسیای شرقی) رخ نمی‌دهد، بلکه در کشورهای صنعتی نیز این ضعف قابل مشاهده است.

۵-۱-۵. استقلال مقام تنظیمی / نظارتی

از آنجا که اقدامات اصلاحی فوری از اهمیت بالایی برخوردار است، بنابراین، مقام تنظیمی / نظارتی بانکی باید از فرایندهای سیاسی حاکم بر کشور استقلال کافی داشته باشد. یکی از شیوه‌های مطمئن پیشگیری و اجتناب از سیاست شکیبایی و صبر در نظارت بر بانک‌ها- استقلال سیاسی بانک مرکزی است^۱؛ اما مشکل آنجاست که مؤسسات ناظر اگر محتاج منابع مالی باشند، به اندازه کافی استقلال نخواهند داشت. اگر مؤسسات ناظر نیازمند منابع و وجوه دولتی برای تعطیلی نهادهای ضعیف مالی

1. Mishkin. (1991).

باشند، آنگاه برای سیاست پیشگیرانه، تحت فشار سیاسی قرار خواهند گرفت. بنابراین، ناظران باید منابع مالی کافی در اختیار داشته باشند تا بتوانند به موقع مانع از بروز بحران شوند.

۵-۱-۶. حسابدگی ناظران

یک مانع مهم برای موفقیت در نظارت بر سیستم مالی، ارتباط میان مالیات‌دهندگان از یک سوی و ناظران از سوی دیگر است که نوع خاصی از مشکل مخاطره اخلاقی به نام مشکل کارفرما-کارگزار^۱ را ایجاد می‌کند. این مشکل به این دلیل بروز می‌کند که کارگزار (ناظر) دارای انگیزش‌های یکسان همانند کارفرما (مالیات‌دهنده‌ای که در نهایت کارفرمای اوست) نیست، بنابراین، تصمیم‌گیری‌های کارگران غالباً بر اساس منافع او انجام می‌شود تا منافع کارفرما (مالیات‌دهنده).

برای تصمیم‌گیری بر اساس منافع کارفرما، مقام نظارتی دارای چندین وظیفه است. مقام ناظر می‌باید برای نگهداری دارایی‌های با ریسک بالای بانک‌ها محدودیت ایجاد کند، ذخایر سرمایه‌ای کافی بالایی را به نهادها تحمیل و نهادهای ضعیف و درمانده مالی را تعطیل نماید. به هر حال، به دلیل مخاطره اخلاقی کارفرما-کارگزار، ناظران انگیزه دارند که رفتاری خلاف رویه یادشده اعمال نمایند و در برخی موارد سیاست صبر و شکیبایی را دنبال کنند.^۲ ناظران باید مسئولیت‌پذیر و حسابدگی باشند تا بتوانند وظیفه خود را به خوبی انجام دهند.

۵-۱-۷. ایجاد محدودیت در اعطای تسهیلات به اشخاص وابسته

یک مشکل ویژه در بخش مالی- به خصوص در اقتصادهای با بازارهای نوظهور- وام‌دهی به اشخاص وابسته، مالکان و مدیران نهادها یا همکاران هم صنف است. نهادهای مالی در کنترل‌های داخلی به وضوح، انگیزه‌های کمی برای پایش وام‌های پرداختی به مالکان و مدیران خود دارند و به این ترتیب اعطای وام و تسهیلات بانک‌ها به اشخاص وابسته مخاطره اخلاقی برای ریسک‌پذیری بالاتر را تشدید می‌کند که نتیجه آن مواجه ساختن نهاد مالی با زیان بالقوه در وام پرداختی است. در مجموع، وام‌دهی

1. Principal-agent Problem

2. Kane. (1989).

به اشخاص وابسته مثلاً به شکل اعطای وام‌های بزرگ به شرکت‌ها و مؤسسات در یک حرفه یا بخش خاص می‌تواند باعث کاهش تنوع سبد وام‌دهی نهاد مالی شود و ریسک پورتفوی دارایی مالی بانک را افزایش می‌دهد. نظارت احتیاطی، وام‌دهی به اشخاص وابسته را محدود کرده و ریسک بانک را کاهش می‌دهد.

۵-۲. استانداردهای حسابداری و افشاسازی

استانداردهای حسابداری و الزامات افشاسازی اغلب در نهادهای مالی کشورهای در حال گذار و بازارهای نوظهور و حتی در برخی از کشورهای صنعتی غایب است. بدون اطلاعات مناسب، ناظران توانایی پایش کافی نهادهای مالی برای ممانعت از ریسک‌پذیری بالای آنها را نخواهند داشت.^۱ نمونه برجسته در این زمینه قواعد گزارش‌دهی و نظارتی در برخی کشورهاست که به بانک‌ها اجازه می‌دهد برای به‌هنگام نگهداشتن مطالبات بد و وام‌های معوقه و پرهیز از سوخت شدن این مطالبات به‌طور مستمر وام بیشتری در اختیار این گونه بدهکاران و مشتریان بانک‌ها قرار دهند. نتیجه این کار پنهان‌سازی حساب‌ها و برآورد بسیار پایین مطالبات سوخت شده است که برقراری انضباط بازار در نهادهای مالی را بسیار دشوار ساخته و اتخاذ تصمیم برای بستن نهادهای مالی در مانده و ضعیف را برای ناظران سخت‌تر می‌کند. ضمن آنکه این مسأله در برخی کشورها ارائه گزارش درباره داده‌های کلیدی نهادهای مالی مشکل‌دار را سخت می‌کند و به این ترتیب تفکیک و جداسازی بانک‌ها و مؤسسات سالم و ناسالم از یکدیگر بسیار دشوار خواهد بود. بنابراین، اجرای صحیح استانداردهای حسابداری و الزامات افشاسازی اطلاعات گام نخست و اساسی در ارتقای سلامت سیستم مالی است.^۲

۵-۳. نظام قضایی و قانونی

نظام قانونی و قضایی برای ارتقای کارایی عملکرد سیستم مالی بسیار مهم است؛ زیرا نارسایی‌های سیستم قانونی در برخی کشورها مشکل جدی برای بازارهای مالی ایجاد می‌کند. اگر قوانین ناظر بر

1. Garber and Lall. (1996).

2. Goldstein and Turner. (1996). and Goldstein. (1997).

حقوق مالکیت غیرشفاف باشد و در مرحله اجرا دچار مشکل شود، آنگاه فرآیند واسطه‌گری مالی می‌تواند به شدت با مانع روبه‌رو شود. وثیقه می‌تواند سازوکاری کارا برای کاهش مشکلات انتخاب نامناسب و مخاطره اخلاقی در بازارهای اعتباری باشد، زیرا وثیقه زیان وام‌دهنده را در هنگام نکول وام کاهش می‌دهد. به هر حال، در برخی از کشورهای در حال توسعه سیستم قانونی مانعی برای استفاده از اقلام خاصی از دارایی‌های حقیقی به عنوان وثیقه ایجاد کرده و در بیشتر موارد تملیک قانونی وثیقه فرآیندی زمان‌بر و پرهزینه است. بنابراین، کارایی وثیقه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعات کاهش داده است.^۱ به‌طور مشابه، روبه‌ورشکستگی بانک در کشورهای در حال توسعه غالباً پرزحمت است، زیرا وقفه‌های طولانی در حل اختلافات مربوط به مطالبات وجود دارد. در بیشتر موارد فیصله ورشکستگی تدریجی بانک می‌تواند در اصلاح بحران مالی و رجعت رشد اقتصادی تأخیر ایجاد کند، زیرا تنها زمانی که فیصله ورشکستگی بانک‌ها به اتمام رسیده باشد اطلاعات کافی در مورد سلامت مالی سیستم در اختیار قرار می‌گیرد و فاز تقویت بهبود اقتصادی شروع می‌شود.

۵-۴. تشویق انضباط بازار محور

دو مشکل بر سر راه ناظران برای کنترل ریسک‌پذیری نهادهای مالی وجود دارد؛ اول، نهادهای مالی سعی می‌کنند اطلاعات را از بازرسان بانک دور نگه دارند، زیرا نمی‌خواهند بازرسان در فعالیت‌هایشان محدودیت ایجاد کنند. بنابراین، حتی اگر ناظران وظیفه‌شناس باشند، به دشواری قادر خواهند بود مانع فعالیت‌های ریسکی نهادهای مالی شوند. دوم، به دلیل مشکل کارفرما-کارگزار، ممکن است ناظران با اغماض و اعمال سیاست صبر و شکیبایی وظیفه خود را به درستی انجام ندهند. یک راه حل برای این مشکلات، ایجاد انضباط بازار محور برای نهادهای مالی است. ضرورت افشاسازی اطلاعات توسط نهادهای مالی ضمن کمک به پایش آنها می‌تواند به افزایش انضباط بازار کمک کند. برای این منظور لازم است که نهادهای مالی دارای رتبه‌بندی اعتباری باشند.

1. Rojas-suarez and Weisbrod. (1996).

شیوه دیگر تحمیل انضباط بازاری بر بانک‌ها، الزام آنها به انتشار جزئیات بدهی‌های غیرممتاز مؤسسه تحت نظرشان است (بدهی‌هایی که نسبت به سپرده‌های بیمه شده مؤسسه غیرممتاز است، اما نسبت به سرمایه و حقوق صاحبان سهام ممتاز تلقی می‌شود). جزئیات بدهی‌های غیرممتاز بانک به‌ویژه اگر نرخ بهره اینگونه بدهی‌ها حاشیه‌ای زیاد نسبت به نرخ سود اوراق دولتی داشته باشد، می‌تواند یک طرح انضباطی کارآ در بازار تلقی شود. اگر بانکی از این روش‌ها ریسک‌های بالایی پذیرفته باشد، آنگاه به دشواری می‌تواند بدهی‌های غیرممتاز خود را به فروش برساند.

۵-۵. ورود بانک‌های خارجی

کشورهای زیادی برای ورود بانک‌های خارجی محدودیت دارند. به جای نگرش به بانک‌های خارجی به عنوان تهدید می‌توان ورود بانک‌های خارجی را به عنوان فرصتی برای تقویت سیستم بانکی در نظر گرفت. در کل، در برخی از کشورهای بزرگ، بانک‌های داخلی قادر به تنوع‌گرایی نیستند، زیرا وام‌دهی آنها در کشور خودشان متمرکز است. در مقابل، بانک‌های خارجی دارای سبد دارایی متنوع‌تری هستند و دسترسی بهتری به منابع مالی در عرصه جهانی دارند. این نوع تنوع‌گرایی به مفهوم آن است که بانک‌های خارجی با ریسک و شوک‌های منفی کمتری در کشور مبدأ خود مواجه‌اند. از آنجا که ثبات اقتصادی در کشورهای با بازار نوظهور و در حال گذار پایین‌تر از ثبات اقتصادی در کشورهای صنعتی است، اعطای سهم بالاتری از بخش بانکی به بانک‌های خارجی ارزشمند خواهد بود، زیرا که بانک‌های خارجی به پوشش سیستم بانکی در مقابل شوک‌های داخلی کمک می‌کند. بنابراین، تشویق بانک‌های خارجی برای حضور در صنعت بانکداری داخلی احتمالاً به شکنندگی کمتر سیستم مالی و بانکی و بحران کمتر آن منجر خواهد شد.

دلیل دیگر ضرورت تشویق ورود بانک‌های خارجی آن است که این اقدام می‌تواند به تشویق بانک‌های داخلی به عملکرد بهتر در صنعت بانکداری بیانجامد. بانک‌های خارجی دارای کارشناسان خیره‌مدیریت ریسک هستند. بنابراین، وجود بانک‌های خارجی امکان دسترسی به آخرین تکنیک‌های

مدیریت ریسک را فراهم می‌سازد که می‌تواند باعث ارتقای کنترل ریسک در سیستم بانکداری داخلی شود.

۵-۶. کنترل حساب سرمایه

در آسیب‌شناسی بحران‌های مالی کشور مکزیک و کشورهای آسیای شرقی - کشورهای بحران‌زده‌ای که جریان ورود سرمایه را پیش از بحران و جریان عظیم خروج سرمایه را پس از بحران تجربه کرده‌اند - اغلب توجه‌ها بر موضوع جریان‌های سرمایه بین‌المللی به عنوان یکی از دلایل اصلی بی‌ثباتی مالی تمرکز یافته است. استفاده از تحلیل عدم تقارن اطلاعات برای تفسیر بحران بیان می‌کند که حرکات بین‌المللی سرمایه می‌تواند نقش مهمی در ایجاد بی‌ثباتی مالی داشته باشد، اگرچه این مسأله به دلیل نبود تور ایمنی^۱ دولت کشور میزبان و نظارت ناکافی نهادهای بانکی مشوق ورود سرمایه است که باعث رونق وام‌دهی و افزایش ریسک‌پذیری می‌شود.^۲ در تأیید این دیدگاه، گاوین و هاسمن (۱۹۹۶) و کامینسکی و رینهارت (۱۹۹۹)^۳ تحلیل کرده‌اند که رونق وام‌دهی می‌تواند یک عامل پیش‌بینی‌کننده بحران بانکی ارزیابی شود، اگرچه هنوز معلوم نیست که جریان ورودی سرمایه خود ایجادکننده رونق وام‌دهی است یا خیر که نتیجه آن بدتر شدن وضعیت ترازنامه بانک‌ها باشد. در این مطالعات، خروج سرمایه منبع بحران ارزی عنوان شده است که می‌تواند سبب افزایش بی‌ثباتی مالی در کشورهای در حال توسعه شود، زیرا خروج سرمایه توسط خارجی‌ان از کشور به کاهش ارزش پول داخلی منجر می‌شود؛ اما پژوهش‌های بسیار وسیع‌تری وجود دارد که نشان می‌دهد ضعف در نظام مالی و آزادسازی زود هنگام بخش مالی ممکن است دلیل قوی نسبت به جریان سرمایه در این زمینه ارزیابی شود.^۴

به هر صورت، کنترل سرمایه ابزار نامطلوبی برای جلوگیری از بحران تلقی می‌شود؛ زیرا ممکن است مانع ورود سرمایه‌ای شود که می‌تواند برای فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. اگرچه این کنترل‌ها ممکن است رونق وام‌دهی و اثرگذاری بر بحران مالی را از طریق جریان‌های

1. Safety Net

2. Calvo, Leiderman and Reinhart. (1994).

3. Gavin and Hausman. (1996). and Kaminsky and Reinhart. (1999).

4. Kaminsky, Lizondo and Reinhart. (1997).

سرمایه محدود کند، اما در طول زمان به تخصیص نادرست منابع توسط خانوارها و بنگاه‌های کسب و کار برای فرار از این کنترل‌ها منجر می‌شود. در واقع، مباحثی جدی وجود دارد که آیا کنترل‌های سرمایه می‌تواند در شرایط امروزی که تجارت آزاد و ابزارهای مالی زیادی برای فرار از این کنترل‌ها وجود دارد، مؤثر واقع شود؟

به بیان دیگر، موارد روشنی وجود دارد که با ارتقای امر نظارت و تنظیم بهتر مقررات بانکی، جریان سرمایه با احتمال کمی ایجادکننده رونق وام‌دهی و ریسک‌پذیری نهادهای مالی خواهد شد. کنترل‌های احتیاطی را می‌توان به شکل کنترل‌های سرمایه اجرا کرد، اما این شیوه با کنترل‌های ارزی متفاوت است. کنترل‌های ارزی بر روی شکنندگی مالی متمرکز هستند نه نشانه‌های بحران، ضمن آنکه کنترل‌های نظارتی بدین شکل می‌تواند به جای ایجاد مانع برای سیستم مالی، کارایی آن را افزایش دهد.

۵-۷. کاهش نقش نهادهای مالی دولتی

ویژگی سیستم‌های مالی بسیاری از کشورها، به‌ویژه کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار، مداخله دولت در اعتبارات بانکی به نهادهای دولتی یا افراد و بخش‌های غیردولتی در اقتصاد است. دولت‌ها این نوع مداخله را از طریق پایین نگه‌داشتن دستوری نرخ بهره وام‌ها، خلق نهادهای مالی توسعه‌ای برای ایجاد نوع خاصی از وام‌دهی، تأسیس بانک دولتی برای اعطای وجوه به بخش‌های خارجی، یا هدایت نهادهای خصوصی به منظور وام‌دهی‌های خاص، انجام می‌دهند. نهادهای مالی و بانک‌های خصوصی برای حل مشکل مخاطره اخلاقی و انتخاب معکوس به دنبال وام‌دهی به وام‌گیرندگان دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهره‌ور هستند. دولت‌ها انگیزه کمتری برای تخصیص اعتبار با این سازوکار دارند، زیرا به دنبال انگیزه‌های کسب سود نیستند. بنابراین، برنامه‌های اعطای مستقیم وام یا ایجاد بانک‌های دولتی با احتمال کمتری وجوه را به وام‌گیرنده‌هایی انتقال می‌دهد که

به رشد بالای اقتصادی کمک می‌کنند. نتیجه این شیوه مداخله دولت در بازارهای اعتباری، کارایی کمتر سرمایه و رشد اقتصادی آهسته‌تر است.^۱

نبود انگیزه کسب سود در بانک‌های دولتی به مفهوم احتمال کمتر مدیریت صحیح ریسک و یقیناً کارایی کمتر است. بنابراین، وجود بانک‌های دولتی می‌تواند سیستم بانکی را تضعیف نماید. ناکارآمدی بانک‌های دولتی و زیان‌های بالاتر وام‌دهی آنها، بحث خصوصی‌سازی بخش بانکی دولتی را در این کشورها تقویت می‌کند. به هر حال، حتی خصوصی‌سازی نیز در این کشورها باید به درستی مدیریت شود، چرا که در غیر این صورت می‌تواند ایجاد مشکل نماید. اگر خریداران بانک‌ها افرادی بدون صلاحیت، بسیار ریسک‌پذیر یا حتی فریبکار باشند، ممکن است مشکلات خصوصی‌سازی بانکی بیشتر شود.

۵-۸. ایجاد محدودیت در بدهی‌های خارجی

دیدگاه عدم تقارن اطلاعات درباره بحران مالی آن است که ساختار بدهی به صورت اعطای تسهیلات ارزی - که در بسیاری از اقتصادهای با بازار نوظهور و کشورهای در حال گذار مشاهده می‌شود - سیستم مالی را شکننده‌تر می‌سازد. در کشورهای با بدهی عظیم خارجی بحران ارزی و کاهش ارزش پول ملی، بحران مالی تمام عیاری ایجاد می‌کند، در حالی که این مورد در کشورهای با بدهی مسلط به پول داخلی با احتمال کمتری قابل مشاهده است. همچنین، وجود بدهی‌های سنگین خارجی اصلاح بحران مالی را برای کشور مشکل‌تر می‌سازد. کشورهای صنعتی با بدهی مسلط ارزش‌گذاری شده به پول ملی می‌توانند از طریق اجرای سیاست پولی انبساطی - به وسیله تزریق نقدینگی به سیستم مالی - سیستم مالی را بهبود بخشند.^۲

1. Gaprio and Honohan. (2000).

2. Mishkin. (1996, b).

دومین شیوه برای بانک مرکزی برای ارتقای بهبود بحران مالی، اجرا و تعقیب سیاست وام‌دهنده نهایی است. این سیاست از طریق تزریق و اعطای نقدینگی به بخش مالی انجام می‌شود و به بهبود ترازنامه سیستم مالی کمک می‌کند.^۱

به هر حال، اگر سیستم مالی دارای بدهی خارجی زیادی باشد، این مسأله ممکن است مشکلات بیشتری را برای بانک مرکزی به‌منظور ارتقای بهبود و رهایی سیستم مالی از بحران مالی ایجاد نماید. با چنین ساختار بدهی بانک مرکزی نمی‌تواند برای مدتی طولانی از سیاست پولی انبساطی برای ارتقای بهبود و رهایی سیستم مالی از بحران مالی استفاده کند. در کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار با بدهی سنگین خارجی نتیجه خالص اجرای سیاست پولی انبساطی آسیب رساندن به ترازنامه خانوارها، بنگاه‌ها و بانک‌هاست. به دلایل مشابه فعالیت وام‌دهنده نهایی بانک مرکزی در اقتصادهای با بار سنگین بدهی‌های خارجی دارای مشکلات ماهوی خواهد بود.

اعطای وام و تزریق نقدینگی از سوی بانک مرکزی به سیستم مالی در زمان بحران مالی که ماهیت اعتبار داخلی دارد، در کشورهای با بدهی سنگین ارزی باعث کاهش ارزش پول داخلی می‌شود، و این موضوع به بدتر شدن وضعیت ترازنامه بانک‌ها منجر شده و احتمال پوشش‌دادن و رهایی از بحران مالی را کاهش می‌دهد. در مجموع، اقتصادی می‌تواند کمتر با بحران مالی مواجه شود یا آنکه بحران مالی را سریع‌تر اصلاح و بهبود بخشد که دارای بدهی سنگین خارجی نباشد. ضمن آنکه کروگر (۲۰۰۰)^۲ پیشنهاد می‌کند که نهادهای مالی کشورهای صنعتی و توسعه‌یافته نیز باید محدودیت‌هایی اعمال کنند تا میزان وام‌دهی خود را به کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار که از پول کشورهای صنعتی استفاده می‌کنند، محدود نمایند.

1. Mishkin .(1991).

2. Krueger .(2000).

۵-۹. لغو سیاست کمک مالی به مؤسسات بزرگ در بخش شرکت‌های تجاری برای پیشگیری

از ورشکستگی

در بخش‌های پیشین توضیحاتی ارائه شد، مبنی بر اینکه چرا سیاست جلوگیری از ورشکستگی نهادهای مالی بزرگ باعث افزایش ریسک‌پذیری نهادهای مالی می‌شود. انگیزه‌های یکسانی نیز در خصوص شرکت‌های بزرگ وجود دارد، مشروط بر آنکه به عنوان نهاد بزرگ از سوی دولت در نظر گرفته شوند. وام‌دهندگان به شرکت‌های بزرگ می‌دانند اگر شرکت با مشکل مالی مواجه شود، بعید است زیان کنند، بنابراین، فعالیت شرکت را به خوبی پایش نکرده و در صورت ریسک‌پذیری بالای شرکت، وجوه خود را از آن خارج نمی‌کنند. در بسیاری از کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار، دولت‌ها تکیه‌گاه شرکت‌های بزرگ بوده و از نظر سیاسی با آنها در ارتباط‌اند و هنگام بحران مالی به آنها کمک می‌کنند. در نتیجه، این مسأله منبع افزایش ریسک‌پذیری شرکت‌های یادشده بوده است.

وجود انگیزه‌هایی برای بخش شرکتی به منظور افزایش نسبت اهرمی و ریسک‌پذیری بالا که سبب آسیب‌پذیری آنها در مواجهه با شوک‌های معکوس می‌شود، لغو سیاست جلوگیری از ورشکستگی شرکت‌های بزرگ را ضروری می‌سازد. اگرچه این سیاست به مفهوم جدایی بزرگتر میان دولت و بخش شرکتی است، گاهی اوقات برای اجرای آن به تغییر فرهنگ کسب و کار در بسیاری از کشورهای در حال توسعه احتیاج است.

۵-۱۰. رعایت توالی در آزادسازی مالی

مقررات‌زدایی و آزادسازی سیستم مالی در سال‌های اخیر در بیشتر کشورها جریان داشته است. اگر چه مقررات‌زدایی و آزادسازی هر دو اهداف مطلوبی به نظر می‌رسند، اما اگر این فرآیندها به درستی مدیریت نشوند، می‌توانند آسیب‌های جدی به نظام مالی وارد کنند. اگر ساختار نظارتی/مقرراتی بانکها، الزامات حسابداری و افشاسازی، محدودیت بر وام‌دهی خویشاوندی و سیستم‌های قضایی و قانونی کارا، به خوبی تعریف نشده باشند، آنگاه با آزادسازی مالی، فشارهای لازم برای محدودکردن

رفتارهای ریسک‌پذیر بسیار ضعیف خواهد شد. در نتیجه، احتمال اعطای وام‌های بد وجود خواهد داشت که پیامد آن فاجعه برای ترازنامه بانک در آینده خواهد بود.

در مجموع، پیش از وقوع آزادسازی، ممکن است بانک‌ها مهارت‌های لازم برای اعطای منطقی وام را نداشته باشند، بنابراین، با گشایش پس از آزادسازی و اعطای وام به فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری پرریسک، دارای پرتفوی دارایی با کیفیت پایین شوند. همچنین، تجربه نشان داده که آزادسازی مالی و مقررات‌زدایی باعث رونق وام‌دهی می‌شود و به این ترتیب در شرایط نبود تفاوت‌های لازم با سرعت‌گرفتن وام‌دهی بانک، کیفیت دارایی‌ها دچار افول می‌شود. اگرچه در بلندمدت عمق مالی، یک توسعه مثبت برای اقتصاد ملی محسوب می‌شود، اما در کوتاه‌مدت ممکن است رونق وام‌دهی، با تساهل نسبت به منابع اطلاعاتی موجود در سیستم مالی به گسترش سقوط مالی در آینده کمک کند. خطرات مقررات‌زدایی و آزادسازی مالی به معنی آن نیست که کشورها استراتژی آزادسازی را دنبال نکنند، برعکس، آزادسازی مالی واکنشی نسبت به عملکرد ناکارای بازارهای مالی است. بنابراین، آزادسازی مالی می‌تواند وجوه را به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بهره‌وری بالاتر انتقال دهد.

به هر حال، توالی صحیح آزادسازی مالی و مقررات‌زدایی برای موفقیت و سلامت و اصلاح نظام بانکی لازم است. فراهم‌سازی ساختار درست نهادی پیش از آزادسازی سیستم مالی باید برای سیاست‌گذاران مهم باشد، به‌ویژه اگر محدودیت‌هایی برای نهادهای مالی که به دنبال تأمین وجوه مالی از خارج یا دارای بدهی‌های عمده ارزی‌اند، پیشتر وجود نداشته باشد. پیش از آنکه بازارهای مالی کاملاً آزاد شوند، لازم است که ساختار نهادی مناسب آماده باشد. مواردی همچون تدارک منابع و قدرت کافی برای ناظران بانکی، پذیرش تدارکات اقدام اصلاحی فوری، تمرکز مناسب بر مدیریت ریسک، استقلال ناظران بانکی از فشارهای سیاسی کوتاه‌مدت، افزایش مسئولیت‌پذیری ناظران بانکی، محدود کردن سیاست جلوگیری از ورشکستگی نهادهای مالی بزرگ، پذیرش استانداردهای حسابداری و الزامات افشاسازی کافی، ایجاد محدودیت‌های کافی بر اعطای وام‌های اشخاص وابسته، ارتقای سیستم قانونی و قضایی، تشویق انضباط بازارمحور و تشویق ورود بانک‌های خارجی را از جمله اقداماتی است که می‌باید پیش از آزادسازی بخش مالی انجام شده باشد.

۵-۱۱. سیاست پولی و ثبات قیمت‌ها

علاوه بر سیاست مالی غیرمستقیم، سیاست پولی نیز می‌تواند نقش مهمی در ارتقای ثبات مالی داشته باشد. ثبات قیمت‌ها به خودی خود هدف ارزشمندی است. نه تنها از دیدگاه عموم مردم تورم دشمن بزرگی است، بلکه شواهد قوی اقتصادسنجی وجود دارد که نشان می‌دهد تورم برای اقتصاد مضر است.^۱

تحلیل عدم تقارن اطلاعات بحران‌های مالی دلایل بیشتری برای اهمیت ثبات قیمت‌ها بیان می‌کند. هنگامی که کشورها دارای پیشینه تاریخی با تورم بالا باشند، اغلب قراردادهای مالی و اسناد بدهی در کشور، بر حسب پول خارجی منعقد می‌شوند. این ویژگی در انعقاد قراردادهای مالی و اسناد بدهی، سیستم مالی را شکننده‌تر می‌کند، زیرا با کاهش ارزش پول ملی، کشور دچار بحران مالی عمیق می‌شود. دستیابی به ثبات قیمت‌ها، شرط لازم داشتن پول ملی سالم است و با سلامت پول ملی، افزایش سرمایه از طریق بدهی ارزش‌گذاری شده به پول ملی توسط بانک‌ها، بنگاه‌های غیرمالی و دولت‌ها آسان‌تر می‌شود. بدین ترتیب، شیوه دیگر کاهش وابستگی اقتصاد به بدهی مالی خارجی و افزایش ثبات مالی، موفقیت در پیگیری سیاست ثبات قیمت‌ها در اقتصاد ملی است.

افزون بر این، بانک‌های مرکزی کشورهایی که در پیگیری ثبات قیمت‌ها موفق بوده‌اند، دارای اعتبار کافی هستند. این اعتبار سبب شده است اتخاذ سیاست پولی انبساطی یا عملیات وام‌دهنده نهایی بانک‌های مرکزی در مواجهه با بحران مالی با احتمال کمتری باعث افزایش انتظارات تورمی و کاهش شدید ارزش پول ملی - که به ترازنامه آسیب می‌رساند - شود. بنابراین، کشورهایی که در پیگیری ثبات قیمت‌ها موفق بوده‌اند، توانایی بالاتری برای استفاده از ابزارهای سیاست پولی به‌منظور بهبود اقتصادی، پیشگیری و حل بحران‌های مالی داشته‌اند.

۵-۱۲. رژیم‌های نرخ ارز و ذخایر ارزی

همان‌طور که ملاحظه شد، پیگیری سیاست ثبات قیمت‌ها می‌تواند ثبات مالی اقتصاد ملی را افزایش دهد. یکی از شیوه‌های رایج برای دستیابی به ثبات قیمت‌ها، تثبیت و برابری ارزش پول ملی به پول کشوری بزرگ با تورم پایین است. در برخی موارد، این استراتژی شامل تثبیت نرخ ارز با ارزش ثابتی

1. Anderson and Gruen. (1995). and Fischer. (1993).

به پول کشور لنگر دیگری است که سبب می‌شود نرخ تورم متناسب با تورم کشور صاحب ارز جهانی حرکت کند. در مواردی دیگر، این استراتژی به صورت تثبیت خزنده یا هدف‌گذاری بر روی پول یک کشور انجام می‌گیرد، به طوری که کاهش ارزش پول ملی در نرخ ثابتی در مقابل پول کشور دیگر مجاز بوده که در این حالت نرخ تورم بالاتر از کشوری است که پول ملی به پول آن کشور تثبیت شده است. اگرچه رژیم نرخ ارز ثابت یا تثبیت‌شده برای کنترل تورم می‌تواند استراتژی خوبی باشد، اما این سیاست در عین حال می‌تواند برای کشورهای در حال توسعه با میزان بالای بدهی خارجی خطرناک تلقی شود. در رژیم ارزی تثبیت‌شده، هنگامی که هجوم سفته‌بازی در عملیات سوداگرانه روی پول ملی اتفاق می‌افتد، کاهش ارزش پول ملی معمولاً بسیار زیاد، سریع و غیرمنتظره است و این نوسانات در قیاس با رژیم‌های ارزی شناور بسیار بالاتر است. خطر بالقوه دیگر رژیم ارزی تثبیت‌شده، آن است که با ارزش‌گذاری بیش از حد متعادل روی پول ملی و کاهش ریسک برای سرمایه‌گذاران خارجی، حجم بزرگی سرمایه کوتاه‌مدت خارجی به کشور وارد شود. ورود سرمایه ممکن است به سمت سرمایه‌گذاری بهره‌ور سوق داده شود و محرک رشد باشد، اما می‌تواند به افزایش وام‌دهی ارزی منجر شود، زیرا واسطه‌گران مالی داخلی مانند بانک‌ها نقش کلیدی در واسطه‌گری این جریان ورودی سرمایه بازی می‌کنند.^۱ به علاوه، اگر فرایندهای نظارت بانکی ضعیف باشد - که اغلب در کشورهای در حال گذار و با اقتصادهای نوظهور این چنین است - تور ایمنی دولت برای نهادهای بانکی و مالی ایجاد انگیزه‌هایی برای ریسک‌پذیری بالای واسطه‌گران مالی آنها می‌کند، بنابراین، احتمال اینکه ورود سرمایه سبب رونق وام‌دهی ارزی شود، بسیار زیاد است. با نظارت بانکی ناکافی، پیامد احتمالی رونق وام‌دهی ارزی، زیان وام‌ها و وخیم‌شدن ترازنامه بانک و امکان وقوع بحران مالی بسیار بالا خواهد بود.^۲

در مجموع، رژیم ارزی تثبیت‌شده بی‌ثباتی مالی را در کشورهای در حال توسعه افزایش می‌دهد. به هر حال، این نتیجه‌گیری به مفهوم آن نیست که رژیم ارزی ثابت یا تثبیت‌شده برای کنترل تورم همیشه نامناسب است. بررسی تجربه کشورهای با پیشینه تاریخی همراه با تورم پایین

1. Calvo, Leiderman and Reinhart. (1994).

2. Gavin and Hausman. (1996). and Kaminsky and Reinhart. (1999).

نشان می‌دهد که تنها با تعهد بسیار قوی به رژیم ارزی تثبیت‌شده (مانند سیاست هیأت پولی^۱ یا دلاری شدن کامل اقتصاد) می‌توان تورم را کنترل کرد.^۲ به هر حال، این تحلیل نشان می‌دهد کشورهایی که از این استراتژی برای کنترل تورم استفاده می‌کنند باید سیاست‌های فعالی را دنبال نمایند تا سلامت سیستم بانکی را بهبود بخشند. افزون بر این، اگر کشور ساختار نهادی و سیستم بانکی شکننده و بدهی‌های بالای خارجی داشته باشد، استفاده از رژیم ارزی تثبیت‌شده - به‌ویژه در شرایط سازوکار تعهد ضعیف - برای کنترل تورم سیاست خطرناکی ارزیابی می‌شود.^۳

بعد دیگر بحران مالی/ارزی سال‌های اخیر آن است که کشورهای با میزان ذخایر بین‌المللی پایین و تعهدات و بدهی‌های ارزی کوتاه‌مدت زیاد، آسیب‌پذیری بیشتری به بحران دارند. پژوهش‌های موجود نشان می‌دهد که افزایش نگهداری ذخایر ارزی و خارجی، کشور را از بحران مالی مصون نگه می‌دارد.^۴ بسیاری از کشورهای در حال توسعه این پیشنهاد را پس از وقوع بحران مالی پذیرفته‌اند. اگرچه انباشت میزان زیاد ذخایر بین‌المللی ممکن است سبب آسیب‌پذیری کمتر به بحران ارزی شود، اما اگر بخش مالی و بانکی آن کشور ضعیف باشد، بعید است که صرف وجود ذخایر ارزی کشور را از بحران مالی مصون نگه دارد. انباشت بالای ذخایر بین‌المللی آرامش بالقوه‌ای برای کشورهای در حال توسعه ایجاد می‌کند تا با آسودگی خاطر مراحل اعتمادسازی، ایمن‌سازی و سلامت سیستم مالی و بانکی خود را دنبال نموده و در نتیجه، بتوانند سیستم مالی با خطرات محدودی داشته باشند.

۶. نتیجه‌گیری

در سال‌های اخیر، اخبار بد مربوط به افزایش وقوع بحران‌های بانکی و مالی در کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار با وقوع آثار مخرب برای اقتصاد کشورهای یادشده همراه بوده است. به‌هرحال، اخبار خوب نیز مربوط به درک بهتر دلایل وقوع بحران‌های مالی در کشورهای با بازارهای نوظهور و در حال گذار و نیز طرح ایده‌های بهتر برای پیشگیری از وقوع بحران‌ها بوده است. این مقاله به تشریح

1. Currency Board

2. Mishkin .(1998, b). and Mishkin and Savastano .(2000).

3. Obstfeld and Rogoff .(1995).

4. Radelet and Sachs .(1998).

مجموعه‌ای از سیاست‌های مالی و بانکی پرداخته که می‌تواند احتمال وقوع بحران‌های مالی در کشورهای با بازار نوظهور و در حال گذار را کاهش دهد. اگر اراده سیاسی برای اتخاذ این سیاست‌ها در کشورهای با بازارهای نوظهور به وجود آید، آنگاه در آینده شاهد سیستم مالی سالم‌تر در این کشورها، همراه با دستاوردهای قابل توجه در رشد اقتصادی بالاتر و نوسانات اقتصادی پایین‌تر، خواهیم بود.

منابع

- Adams, Charles., Mathieson, Donald, J and Schinasi, Gary.(1999). International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. (International Monetary Fund: Washington, D.C., September).
- Anderson, P., and Gruen, David. (1995). Macroeconomic Policies and Growth. in Anderson, Palle Dwyer Jacqui and Gruen, David eds., Productivity and Growth (Reserve Bank of Australia: Sydney): pp 279-319.
- Banco Central de la Republica Argentina. (1997). Main Features of the Regulatory Framework of the Argentine Financial System. mimeo. (April).
- Berger, Allen N., and Udell, Gregory. (1994). Do Risk-Based Capital Requirements Allocate Bank Credit and Cause a 'Credit Crunch' in the United States? Journal of Money, Credit and Banking, 26, pp 585-628.
- Bernanke, Ben S. and Gertler, Mark. (1989). Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations. American Economic Review, 79: pp14-31.
- Bernanke, Ben S. and Gertler, Mark. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. Journal of Economic Perspectives, Fall, 9: pp 27-48.
- Bernanke, Ben S., Gertler, Mark, and Gilchrist, Simon. (1998). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. NBER Working Paper 6455, March.
- Bernanke, B.S. and Lown, C. (1991). The Credit Crunch. Brookings Papers on Economic Activity, 2, pp. 205-39.
- Burnside, Craig, Eichenbaum, Martin and Sergio Rebelo .(September 1998). Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis. Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper-98-5.
- Calomiris, Charles W. and Hubbard, R. Glenn. (1990). Firm Heterogeneity, Internal Finance, and Credit Rationing. Economic Journal, 100: pp 90-104.
- Corsetti, Giorgio., Pesenti, Paolo and Roubini, Noriel. (1998). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I and II. NBER Working Papers, No. 6833 and 6844.

- Calomiris, Charles W. (1998). Evaluation of Argentina's Banking Sector, 1991-1998. mimeo.
- Calomiris, Charles W. and Powell, Andrew. (2000). Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992-99, in Frederic S. Mishkin, ed., Prudential Supervision: What Works and What Doesn't (University of Chicago Press: Chicago, forthcoming).
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo, and Reinhart, Carmen .M. (1994). The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. Contemporary Economic Policy 12, July: pp 54-66.
- Caprio, Gerald. and Klingbiel, D. (1999). Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises. mimeo. World Bank, October.
- Caprio, Gerald and Honohan, Patrick. (2000). Finance in a World of Volatility. World Bank, mimeo.
- Diamond, Douglas. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. Review of Economic Studies, Vol. 51, pp. 393-414.
- Federal Reserve Bank of New York. (1993). The Role of the Credit Slowdown in the Recent Recession. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Spring, 18, no1.
- Fischer, Stanley. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. Journal of Monetary Economics 32: pp 485-512.
- Folkerts-Landau., Schinasi, David., Gary, J., Cassard, M., Ng, V.K., Reinhart, C.M., and Spencer, M.G. (1995). Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sectors in APEC Developing Countries. in M.S. Khan and C.M. Reinhart, eds. Capital Flows in the APEC Region (International Monetary Fund: Wash. D.C. 1995): pp 31-57.
- Garber, Peter M. and Lall, Subir. (1996). The Role and Operation of Derivative Markets in Foreign Exchange Market Crises. mimeo. February.
- Gavin, Michael and Hausman, Ricardo. (1996). The Roots of Banking Crises: the Macroeconomic Context. in Ricardo Hausman and Liliana Rojas-Suarez, eds., Banking Crises in Latin America (Interamerican Development Bank and Johns Hopkins University Press: Baltimore): pp 27-63.

- Goldstein, Morris. (1997). The Case for an International Banking Standard (Institute for International Economics: Washington, D.C.)
- Goldstein, Morris. (1998). The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications (Institute for International Economics: Washington, D.C.)
- Goldstein, Morris and Turner, Philip. (1996). Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options, BIS Economic Papers No. 46, October (Bank for International Settlements: Basle).
- Hahm, Joon-Ho, and Mishkin, Frederic, S. (2000). The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective. Emerging Markets Review.
- Hancock, D., Laing, A.J. and Wilcox, J.A. (1995). Bank Capital Shocks: Dynamic Effects on Securities, Loans and Capital. Journal of Banking and Finance 19, 3-4: pp 661-77.
- International Monetary Fund. (1998). World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment. (International Monetary Fund: Washington, D.C., December.)
- Ito, Takatoshi, (1998). The Development of the Thailand Currency Crisis: A Chronological Review. Hitotsubashi University, mimeo, September 9.
- Kaminsky, Graciela, Lizondo, S. and Reinhart Carmen M., (1997). Leading Indicators of Currency Crises. International Monetary Fund Working Paper WP/97/79.
- Kaminsky, Graciela L. and Reinhart, Carmen, M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. American Economic Review, 89, 3, pp 473-500.
- Kane Edward J. (1989). The S&L Insurance Mess: How Did it Happen? Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Krivoy, Ruth. (2000). Challenges in Reforming National Bank Supervision. Federal Reserve Bank of Boston Annual Conference, forthcoming.
- Krueger, Anne, (2000). Conflicting Demands on the International Monetary Fund. American Economic Review, 90 (2): pp 38-42.
- Krugman, Paul. (1979). A Model of Balance of Payment Crises. Journal of Money, Credit and Banking, 11, pp 311-325.

- Levine, Ross. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* (June), 35 (2): pp 688-726.
- Mishkin, Frederic S. (1991). Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. in Hubbard, R.G. (ed.) *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, Chicago. pp. 69-108.
- Mishkin, Frederic S. (1996, a). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *Annual World Bank Conference on Development Economics*, pp 29-62.
- Mishkin, Frederic S. (1996, b). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *Banque De France Bulletin Digest No. 27* (March 1996): pp 33-44.
- Mishkin, Frederic S. (1997). Evaluating FDICIA. in Kaufman, George ed., *FDICIA: Bank Reform Five Years Later and Five Years Ahead* (JAI Press: Greenwich, Conn.): pp17-33.
- Mishkin, Frederic S. (1998, a). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5th Edition (Addison Wesley Longman: Reading, Mass.).
- Mishkin, Frederic S. (1998, b). The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries. *International Finance*, Vol 1, no 1 (October): pp 81-101.
- Mishkin, Frederic S. (1999). Financial Consolidation: Dangers and Opportunities. *Journal of Banking and Finance*, February, vol. 23, Nos 2-4: pp 675-91.
- Mishkin, Frederic S. and Savastano, Miguel A. (2000). *Monetary Policy Strategies for Latin America*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7617, March.
- Mortlock, G. (1996). A New Disclosure Regime for Registered Banks. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, March.
- Nicholl, P. (1996). Market-Based Regulation. paper presented to IBRD Conference on Preventing Banking Crises, April.
- Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives* Fall, 9,? 4, pp. 73-96.

- Peek, J. and Rosengren, E.S. (1995). Bank Regulation and the Credit Crunch. *Journal of Banking and Finance* 19, 2-4, pp. 679:92.
- Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey. (1998). The Onset of the East Asian Crisis. NBER Working Paper No. 6680, August, Cambridge, MA: NBER.
- Rojas-Suarez, Liliana and Weisbrod, Steven, R. (1994). Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges. IMF Working Paper WP/94/117, October.
- Rojas-Suarez, Liliana and Weisbrod, Steven. (1996). Building Stability in Latin American Financial Markets. in Ricardo Hausman and Reisen, Helmut eds., *Securing Stability and Growth in Latin America* (Paris: OECD Development Center and Inter-American Development Bank).
- Sprong, Kenneth, (1994). *Banking Regulation* (Federal Reserve Bank of Kansas City: Kansas City, Mo.)
- Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 393-410.
- Stiglitz, Joseph E., and Weiss, Andrew. (1983). Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor markets. *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 912-27.