

## مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران

محمد اخباری<sup>۱</sup>

### چکیده

تعمیق یا توسعه مالی یکی از پیش‌شرط‌های رشد و توسعه اقتصادی کشورها تصور شده است، به‌طوری‌که کشورهایی که بخش مالی آنها از عمق کمتری برخوردار است، لاجرم منابع مالی در آنها به‌صورت کارآ بین نیازها تخصیص داده نخواهد شد و یا در مواقعی با مشکل در دسترس نبودن ابزارهای تامین مالی مناسب مواجه می‌شوند که در این صورت منابع کافی جمع‌آوری نمی‌شود. در این مقاله هدف ارائه شاخصهای مختلفی است که هر یک از زاویه دید مخصوص به خود به بررسی وضعیت تعمیق مالی می‌پردازند. در مقاله حاضر تأکید می‌شود که هر چه شاخصها گسترده‌تر و جامع‌تر بوده به‌طوری‌که تمامی ابعاد توسعه مالی یک کشور را در بر گیرند، از دقت بالاتری برخوردار خواهند بود و تحلیل‌های اقتصادی که با این شاخصها صورت می‌گیرد، قابلیت اطمینان بیشتری خواهند داشت.

**کلید واژه‌ها:** ژرفای مالی، شاخصهای کمی، شاخصهای ساختاری، توسعه مالی

۱- محقق دایره موازنه پرداخت‌های اداره بررسیها و سیاستهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

## مقدمه

نظام پولی و مالی را می‌توان موتور محرکه هر اقتصادی تصور کرد. این نظام سعی دارد سرمایه کمیاب را میان مصارفی که با هم در رقابت هستند تخصیص دهد و این کار را از راه اختصاص منابع به مؤثرترین مصارف و به عبارت دیگر به مصارفی که بیشترین بازده را دارند، انجام می‌دهد. نظام پولی و مالی همچنین بر جریان وجوه نظارت دارند تا اطمینان حاصل شود در راه‌هایی که تعهد شده‌اند، مصرف می‌شوند.

آنچه که هم‌اکنون بر روی آن اتفاق نظر وجود دارد این است که هر چه این نظام‌های مالی و پولی توسعه یافته‌تر باشند، اقتصاد مورد نظر می‌تواند نرخ‌های رشد بالاتری را تجربه کند، در ادبیات اقتصاد مالی از واژه‌های دیگری نیز برای نشان دادن توسعه مالی استفاده شده است و یکی از اصطلاحاتی که کاربرد گسترده‌ای پیدا کرده است واژه تعمیق مالی<sup>۱</sup> است. در فرهنگ‌نامه مفاهیم پولی و بانکی (خلعبری ۱۳۷۷)، تعمیق مالی مترادف با تعمیق دارایی‌های مالی دانسته شده و این‌گونه تعریف شده است "به حالتی گفته می‌شود که سرعت افزایش دارایی‌های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی‌های غیرمالی باشد. در این حالت نسبت دارایی‌های مالی به دارایی‌های غیرمالی رو به افزایش می‌گذارد".

با توجه به اینکه تحلیلها و سیاست اقتصادی بدون استفاده از شاخصهایی که نشان‌دهنده وضعیت فعلی، روند حرکت و آینده پیش‌رو باشند به سختی امکان‌پذیر است، بنابراین تهیه شاخصهای مختلف اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و ... به یکی از مهمترین فعالیتهای پژوهشگران و محققان اقتصادی تبدیل شده است. همین موضوع در مورد با مبحث تعمیق مالی نیز مطرح است، به طوری که طی سالیان گذشته اندیشمندان

---

1 -Financial Deepening.

و محققان اقتصادی حوزه مالی در صدد دستیابی به شاخصهایی بوده‌اند تا روند حرکت اقتصادها را از منظر توسعه مالی مورد توجه قرار دهند، شاید از جهتی این تلاش مدیون نظریه "شومپیتر" باشد، که یکی از عوامل اصلی رشد اقتصادی را توسعه بخش مالی می‌داند.

به‌طور کلی به دلیل تحولات عمیق و پیوسته در بازارهای مالی و کالایی نیازمند شاخصهایی هستیم که درک مناسبی از این تحولات را فراهم سازند. به‌طوری‌که برای مثال شاخصهای سنتی تعمیق مالی، نظیر شاخصهایی که با استفاده از حجم پول و اعتبارات شکل گرفته‌اند، ممکن است که نتوانند توسعه مالی یک کشور را به‌طور دقیق مورد ارزیابی قرار دهند. برای نمونه، کشوری ممکن است دارای نرخ بالای نقدینگی به GDP باشد، اما از نظر توسعه سیستم مالی چندان توسعه یافته نباشد (لینچ، ۱۹۹۶). بنابراین ضروری است تا از شاخصهای دیگری نیز برای ارزیابی سطوح توسعه مالی کشورها استفاده شود.

در بخش ۲ به‌طور خلاصه به ارتباط بین توسعه مالی و برخی شاخصهای اقتصاد کلان نظیر رشد و تورم اشاره می‌شود. در ادامه در بخش ۳ دیدگاه‌های موجود در مورد آزادسازی مالی، تعمیق مالی و رشد اقتصادی اشاره می‌شود و در بخش ۴ طیفی از شاخصهای توسعه مالی ارائه می‌شوند. توسعه مالی را می‌توان به مفهوم یکپارچگی بازارهای مالی پراکنده<sup>۱</sup> تعبیر کرد و این شاخصها می‌توانند برای ارزیابی میزان یکپارچگی یا پراکندگی نظامهای مالی به‌کار برده شوند. در بخش ۵ نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

۱- منظور از بازارهای مالی پراکنده (Fragmented financial markets) بازارهایی هستند که در آنها بنگاه‌ها و خانوارها بسیار ایزوله هستند، به‌طوری‌که آنها با قیمت‌های موثر متفاوتی برای خدمات مالی مواجهند.

## تعمیق مالی، رشد و تورم

### تعمیق مالی و رشد اقتصادی

اقتصاددانان کلاسیک قرن نوزدهم از واسطه‌گریهای مالی که عامل مهم توضیح دهنده رشد اقتصادی است غفلت کرده بودند تا اینکه "باگوت"<sup>۱</sup> به اهمیت واسطه‌گریهای مالی اشاره کرد. باگوت برای اولین بار، مثالهای روشنی را در مورد اینکه چگونه توسعه بازار پولی در انگلستان توانسته منجر به جریان سرمایه در بین مناطق مختلف کشور شود ارائه داد که بر این اساس سرمایه در جستجوی بالاترین نرخ بازده به جریان می‌افتد، وی همچنین اشاره دارد که واسطه‌گرهای مالی توانستند شرایط و بسترهای مناسب را برای این جریان مهیا سازند (باگوت ۱۸۷۳ به نقل از سینها تاپن (۲۰۰۱)). اما تحلیلهای باگوت ناقص بود و شومپیتر در تکمیل آن به نقش بسیار مهم واسطه‌گریهای مالی در جریان توسعه اقتصادی اشاره کرد (شومپیتر، ۱۹۱۱). به عبارتی دیگر در حالیکه نظریه پردازان رشد اقتصادی شبیه "ریکاردو" بر کمبود عوامل واقعی تولید، شبیه زمین و سرمایه بعنوان محدودیتهای رشد اقتصادی تمرکز داشتند و هرگز نقش بازارهای مالی را در نظر نمی‌گرفتند، شومپیتر بر اهمیت خدمات واسطه‌گری مالی در نوآوری و رشد اقتصادی تاکید کرد (شومپیتر، ۱۹۶۱). بعدها، نظریه پردازان توسعه به میزان زیادی از سیستم مالی چشم پوشیدند. برای مثال، "چنری" و "استروت" (۱۹۶۶) عملکرد ضعیف رشد اقتصادی را به فقدان منابع بویژه به ارز خارجی مربوط دانستند. در یک پیشرفت قابل توجه، اهمیت نظام مالی مؤثر برای توسعه اقتصادی در مطالعات تاثیرگذار مک کینون (۱۹۷۳) و شاو (۱۹۷۳) به اثبات رسید.

هنگامی که صحبت از تعمیق مالی می‌شود دو دیدگاه در این خصوص مطرح

1 -Bagehot (1873).

می‌شود، یک دیدگاه از طرف تقاضا و دیدگاه دیگر از طرف عرضه، دیدگاه طرف تقاضا معتقد است که این رشد اقتصادی است که منجر به تعمیق مالی می‌شود. اما دیدگاه دوم بر این اعتقاد است که توسعه مالی که با افزایش عرضه خدمات مالی همراه است یکی از عوامل مهم و تعیین کننده رشد اقتصادی است، بر این اساس طرفداران آزادسازی بازارها معتقدند که با اصلاحات نهادین نظیر آزادسازی بازارهای مالی می‌توان رشد اقتصادی را تسهیل کرد. لوین (۱۹۹۷) زنجیره ارتباط بین توسعه و تعمیق مالی با رشد اقتصادی را مطابق شکل ۱ تدوین کرده است، به طوری که دیده می‌شود توسعه مالی با تسهیل مدیریت ریسک<sup>۱</sup>، کسب اطلاعات درباره سرمایه‌گذاران و تخصیص منابع، نظارت بر مدیران و اعمال کنترل، تجهیز سپرده‌ها، تسهیل مبادله می‌تواند شرایط را برای رشد اقتصادی هموار سازد<sup>۲</sup>. از حامیان طرف تقاضا می‌توان به رابینسون (۱۹۵۲) اشاره کرد، وی با توجه به بررسی که صورت داده است، نشان می‌دهد که توسعه مالی به روشنی معلول رشد اقتصادی می‌باشد، در جای دیگر لوکاس (۱۹۸۸) نیز معتقد است که اقتصاددانان بیش از حد اما به طور نادرست بر نقش سیستمهای مالی در فرآیند رشد اقتصادی تاکید داشته‌اند.

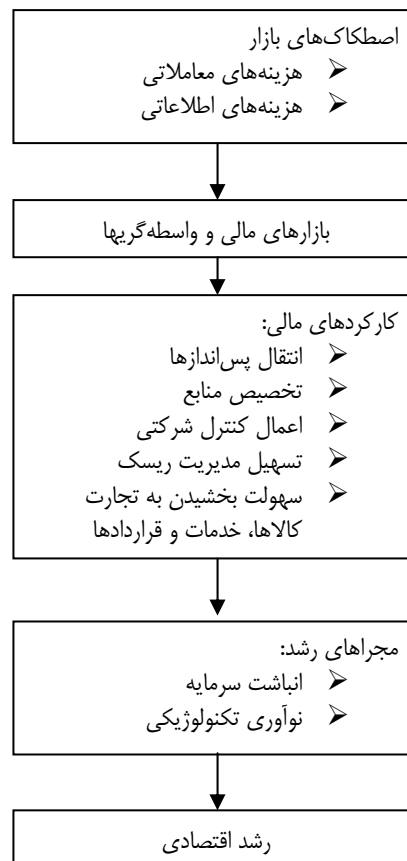
بنابراین با توجه به توضیحات ذکر شده دو سؤال مطرح می‌شود، اول اینکه آیا عملکرد بهتر واسطه‌گران مالی دارای تاثیر عالی بر رشد اقتصادی است؟ و سؤال دوم اینکه در صورتی که پاسخ به سؤال اول مثبت باشد، چه عواملی سطح توسعه واسطه‌گریهای مالی را توضیح می‌دهند؟

1 -Faciliate risk management.

۲- برای مطالعه بیشتر می‌توانید به مقاله لوین (۱۹۹۷) یا به مقاله مسعود نیلی (۱۳۸۲)، توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشورهای صادرکننده نفت و آسیای شرقی، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس پولی و بانکی رجوع کنید.

این دو پرسش از این جهت اهمیت دارند که پاسخ به آنها می‌تواند منجر به شناسایی نوع و نحوه اجرای سیاستهای ترغیب توسعه سیستمهای مالی شود و اگر عوامل و جنبه‌های مختلف تاثیرگذار بر توسعه واسطه‌گریهای مالی شناسایی شوند، سیاستگذاران می‌توانند سیاستهای اصلاحی مالی را طراحی کنند که دارای بیشترین تاثیر بر رشد اقتصادی باشد.

### شکل ۱- رویکرد نظری لوین به تامین مالی و رشد اقتصادی



مأخذ: لوین (۱۹۹۷)

### تعمیق مالی و تورم

تورم می‌تواند مانع توسعه بخش مالی شده و منجر به سرکوب مالی<sup>۱</sup> شود. همچنین تورم بالا مانع از انعقاد قراردادهای مالی بلندمدت می‌شود و واسطه‌گریهای مالی تمایل می‌یابند تا پورتفوی با ویژگی نقدشوندگی بالا را نگهداری کنند. از این‌رو، در یک محیط تورمی، واسطه‌گری‌های مالی علاقه کمتری برای تامین مالی بلندمدت برای تشکیل سرمایه و رشد دارند؛ همچنین قرض دهندگان و قرض‌گیرندگان تمایل اندکی برای وارد شدن به قراردادهای اسمی بلندمدت دارند. تورم بالا اغلب با شکل‌های مختلفی از سرکوب مالی مرتبط است به طوری که دولت‌ها اقداماتی را برای محافظت از بخشهای مشخصی از اقتصاد صورت می‌دهند. برای مثال، برقراری سقف نرخ بهره و هدایت تخصیص اعتبارات توسط دولت در یک محیط تورمی معمول می‌باشند. در برخی از موارد، سرکوب مالی یک تلاش خام برای محافظت از بخشهای خاص در برابر تورم می‌باشد. در سایر موارد، سرکوب مالی که برای کمک به دولت جهت تامین مالی فعالیتهای خود صورت می‌گیرد، می‌تواند منجر به تخصیص نامناسب منابع شود.

بعلاوه، تورم دارای اثرهای هم‌زمان بر روی نرخهای تامین مالی است که برای توسعه بخش مالی مورد استفاده قرار می‌گیرند. تورم بالا هزینه‌های فرصت نگهداری پول را افزایش داده و باعث می‌شود تا عاملان، در نگهداری پول صرفه‌جویی کنند. از این‌رو، نسبت پول به GDP ممکن است از جهت پیامد مستقیم تورم کاهش پیدا کند. دیگر اینکه، نسبت دارایی‌های مالی به GDP ممکن است در یک محیط با تورم بالا در صورتی که بدهی‌های اسمی به سرعت GDP افزایش پیدا نکنند، کاهش پیدا کنند. این

۱- Financial Depression: به عمل برهم زدن نظام مالی با استفاده از نرخ بهره منفی (پایینتر از نرخ تورم)، کمک مالی در خصوص نرخ بهره به برخی از وام‌گیرندگان ممتاز، تخصیص انتخابی اعتبارات و اعمال کنترل توام با دولت‌سالاری بیش از حد بر نظام مالی، سرکوب مالی اطلاق می‌شود (کرمی قهی، ۱۳۶۵).

بویژه محتمل است که سرکوب مالی معمول در مقاطع با تورم بالا، نرخهای بهره را در سطحی پایین و حتی منفی نگاه دارد.

راسیو و واچل (۲۰۰۱الف) نشان می‌دهند که تورم بر تعمیق مالی تاثیر دارد و دارای اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی نیز می‌باشد. راسیو و واچل (۲۰۰۱ب) در مطالعه دیگری نشان می‌دهند که تورم توانایی واسطه‌گریهای مالی برای بهبود تخصیص منابع را کاهش می‌دهد. از این‌رو، آنها بیان می‌دارند که اثر تعمیق مالی بر روی رشد اقتصادی هنگامی که تورم بالا باشد، کاهش پیدا می‌کند.

## آزادسازی مالی، تعمیق مالی و رشد اقتصادی

### سرکوب گرایان (پارادایم مک کینون و شاو)

مک کینون (۱۹۹۱) و شاو (۱۹۷۳) به محدودیتهایی که به واسطه یک سیستم مالی غیرمؤثر برای توسعه اقتصادی بوجود می‌آیند و همچنین منافعی که آزادسازی مالی برای اقتصادهای در حال توسعه به همراه دارد، اشاره داشته‌اند. به اعتقاد آنها به‌طور کلی، مشکل اصلی اقتصادهای در حال توسعه به تمام اقتصاد آنها ارتباط می‌یابد نه فقط به بخش مالی این اقتصادها. از این‌رو، آزادسازی بخش مالی بعنوان بخشی از یک مجموعه اصلاحات گسترده‌تر مطرح می‌باشد و با این اصلاحات گسترده مانع‌الجمع نمی‌باشند. در اینجا بر پراکندگی بازارهای مالی توجه می‌شود که از تصمیم‌سازی متمرکز بویژه در بازارهای مالی ناشی می‌شوند. در صورت پراکندگی بازارهای مالی، قیمتها در بین بازارها با هم اختلاف خواهند داشت، یا بازارها از هم مجزا می‌شوند، و جریان متعادل کننده منابع مالی رخ نمی‌دهند یا اینکه از رخداد آنها جلوگیری می‌شود. دخالت دولت در بازارهای مالی، معمولاً به‌صورت کنترل نرخهای بهره، لازم‌الاجرا کردن



حفظ ذخایر بالای بانکی، یا دستورهای تخصیص اعتبار سختگیرانه، از منابع مهم سرکوب مالی برشمرده می‌شوند. عدم قطعیتی که از پراکندگی بازارهای مالی منتج می‌شود، ظرفیت کارآفرینی را کاهش داده و افق زمانی سررسید را محدود می‌نماید که منجر به پس‌اندزهای پست (درجه دوم) و فضای سرمایه‌گذاری نامناسب می‌شود به طوری که رشد اقتصادی نیرومند غیرممکن می‌شود.

تحلیلهای مک کینون و شاو دیدگاه‌های ارزشمندی را در مورد نقش بخش مالی در اقتصادهای در حال توسعه ارائه می‌دهد. اینها به ماهیت پراکندگی اقتصادها ارتباط می‌یابند، به طوری که در مقایسه با مدل‌های نئوکلاسیک سنتی که بر اساس فروض اطلاعات کامل و هزینه‌های معاملاتی صفر استوار می‌باشند، بعنوان یک پیشرفت قابل توجه مطرح می‌باشند. بخشهای مالی در محیطی که عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های معاملاتی حداقل می‌باشند تکامل پیدا می‌کنند و کشورهای در حال توسعه از این منظر به واسطه نظارت غیرمتمرکز (Divisive Regulation) به معنی وجود ساختار تنظیمی و نظارتی غیرمتمرکزی است که به دلیل عدم جامعیت مقررات و نگاه بخشی آنها پدید آمده است)، زیرساختار ناکافی و کنترل اقتصاد کلان و عملکرد ضعیف در حداقل توسعه‌یافتگی قرار دارند.

تحلیلهای مک کینون-شاو حیاتی دوباره به مباحث توسعه مالی بخشید و منجر به مطرح شدن نظریات فراوانی در این خصوص شد که اکثر این نظریات از نظریه این دو حمایت می‌کردند. برای مثال، بورکت و وگل مدل مک کینون را مورد بررسی مجدد قرار دادند و آنرا برای بررسی نقش مدیریت نقدینگی در عملکرد مناسب یک بنگاه و نیز برای نشان دادن اهمیت هزینه‌های معاملاتی مورد اقتباس قرار دادند (بورکت و وگل (۱۹۹۲)). رابطه بین میزان سرمایه‌گذاری و آزادسازی بازار مالی توسط

کاپور (۱۹۷۶) و متینسون (۱۹۸۰) مورد بررسی قرار گرفت. گالپیس (۱۹۷۷) به موضوع کیفیت سرمایه‌گذاری پرداخته است. و گرین وود و جووانویچ (۱۹۹۰) و کینگ و لوین (۱۹۹۳) مدل‌های رسمی را که بر اساس آنها خدمات بخش مالی (بویژه مدیریت مؤثر عدم تقارن اطلاعات، تنوع ریسک، مدیریت نقدینگی) به‌طور درون‌زا منجر به رشد اقتصادی می‌شدند را توسعه داده‌اند. البته نتیجه‌گیری کلی در این خصوص که یک اجماع همگانی در مورد بدون ضرر بودن اصلاحات بخش مالی برای فرآیند توسعه اقتصادی وجود دارد، اشتباه است. اکثر نظریه‌پردازان از جمله مک‌کینون (۱۹۷۳)، در مورد ریسک‌های آزادسازی بخش مالی در شرایط نامناسب تاکید داشته‌اند. اما، برخی به مانند دورنبوش و رینوسو (۱۹۸۹) در مورد منفعت آزادسازی مالی مشکوک می‌باشند و برخی دیگر، به مانند نئوساختارگرایان (برای مثال، ون و یجینبرگ (۱۹۸۳) و تیلور (۱۹۸۳)) نشان می‌دهند که آزادسازی بخش مالی می‌تواند در عمل مانع توسعه اقتصادی شود.

### نظریه پساکینزی

نظریه پساکینزی‌ها، نظریه منابع وام دادنی که در آن پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به‌طور مستقل تعیین می‌شوند، اما نرخ بهره آنها را متعادل می‌سازد را به چالش می‌کشد و معتقد است که تامین مالی سرمایه‌گذاری در نظام‌های کمتر توسعه یافته عموماً به‌وسیله بانکها و نه پس‌اندازکنندگان صورت می‌گیرد. نظریه منابع وام دادنی که ایجاد اعتبارات را با پس‌انداز اجباری و سایر اشکال عدم تعادل پیوند می‌دهد، تنها هنگامی صادق است که فرض اشتغال کامل را داشته باشیم، در این صورت در نقطه اشتغال کامل رشد ایجاد شده به‌وسیله اعتبارات با فشار تورمی همراه نخواهد بود. همچنین، نظریه پساکینزی‌ها بر این باور است که افزایش نرخ بهره موجب کاهش سرمایه‌گذاری شده،

تقاضای مؤثر را کاهش و خطر شکنندگی مالی را افزایش می‌دهد؛ و این درحالی است که باور الگوی آزادسازی مالی عکس باور پساکینزیها است.

نظریه پساکینزی یک چشم‌انداز بدیل از رابطه بین توسعه مالی و توسعه اقتصادی ارائه می‌دهد و از آن پیشنهادهای سیاستی را نتیجه می‌گیرد. از یک طرف، در نظریه پساکینزیها در دسترس بودن منابع مالی برای سرمایه‌گذاری می‌تواند هم سرعت و هم مسیر رشد را تغییر دهد. نقش پول در این میان نقش مهمی است. در واقع، خلق اعتبار برای رشد سریع ضروری است. زیرا رشد به معنای خرج کردن بیش از منابع انباشت شده است و از این گذشته وابستگی به اعتبارات با افزایش نرخ رشد، شدیدتر خواهد شد؛ و از طرف دیگر، رشد همراه با ثبات مالی نه تنها نیازمند دسترسی به منابع مالی است، بلکه به دو دلیل به تامین مالی نیز وابسته است (خلیلی عراقی (۱۳۸۴)):

الف) تامین مالی سرمایه‌گذاری به وجود منابع وابسته است. اگر مکانیزم‌هایی برای تامین مالی سرمایه‌گذاری وجود نداشته باشد، منابع عرضه شده به سمت وام‌های کوتاه‌مدت حرکت خواهد کرد و سرمایه‌گذاران تمایلی به سرمایه‌گذاری بیشتر از آنچه که منابع داخلی بنگاه‌ها اجازه می‌دهد نخواهند داشت. در این صورت نرخ رشد کمتر از نرخ رشد بالقوه خواهد بود و منابع بدون استفاده خواهند ماند.

ب) منابع موجود بدون استفاده از آنها برای تامین مالی سرمایه‌گذاری خطر عدم ثبات تامین مالی را بوجود می‌آورد و فرآیند رشد را تهدید می‌کند.

### توسعه سیستم مالی و اندازه‌گیری آن

آنچه برای توسعه بخش مالی در اقتصادهای در حال توسعه اهمیت دارد عبارت است از کاهش پراکندگی بازارهای مالی، به‌طوری‌که در بازارهای مالی به‌تدریج قیمت‌های درست‌تر و سازگارتری برقرار شوند به گونه‌ای که این قیمت‌ها، کمیابی منابع

را منعکس سازند. "مک کینون" و "شاو" اشاره دارند که برقراری نرخهای بهره واقعی مثبت اولین گام در این جهت است، یعنی فراهم سازی زمینه‌ای که سیستم مالی بتواند بر مبنای قیمت‌های صحیح‌تر توسعه یابد.

در اقتصادهای در حال توسعه، بازده دارایی‌های مالی به دلیل پراکندگی بازار (با پروژه‌های بسیاری که عواید منفی واقعی دارند) دارای اختلاف‌های قابل توجهی نسبت به یکدیگر هستند و به اعتقاد بسیاری دامنه پراکندگی قیمت در صورت توسعه سیستم مالی کاهش خواهد یافت. توسعه مکانیسم‌هایی (شبه قوانین و مقررات صنعت بیمه و شرکتی مؤثر) برای حذف عدم تقارن اطلاعات، ایجاد نهادهای جدید (مانند موسسات رتبه‌بندی اعتباری) برای تولید اطلاعات با کیفیت بالاتر (شامل قیمت‌ها)، اقتباس فعالیت‌های تجاری مؤثر و سازماندهی بازار در بخش مالی به همراه مقررات‌زدایی، توسعه‌های بعدی را طی زمان تسهیل می‌سازند و این در حالی است که بازارهای مربوط به ابزارهای مالی پیچیده، نظیر بازارهای مشتقه، که نیازمند زیرساخت‌های پیشرفته‌ای می‌باشند در صورتی که برنامه توسعه پیشرفت نماید، مطرح می‌شوند.

بانکها نقطه اتکای سیستم مالی می‌باشند، اما طی زمان اهمیت نسبی بازارهای مالی مربوط به ابزارهایی نظیر اوراق قرضه، سهام، و اوراق تجاری<sup>۱</sup> افزایش یافته است. مقررات‌زدایی از بخش مالی، بخش دیگری از مجموعه گسترده‌تر اصلاحات اقتصادی را در کشورهای در حال توسعه تشکیل می‌دهد. حذف کنترل‌های متمرکز بر قیمت‌ها، توزیع منابع و جریان‌های تجاری و آزادسازی نرخهای بهره اسمی و نرخهای ارز به‌طور بنیادی ریسک اقتصادی و مالی مربوط به نهادهای مالی و شرکتها را تعدیل نموده و به‌کارگیری ابزارهای مختلف مدیریت مؤثر ریسک در نهادهای مالی و نیز مشتریان آنها را ضروری

---

1- commercial bills.

می‌سازند. اما تنها سیستمهای مالی پیشرفته دارای چنان زیرساختی هستند که بتوانند این‌گونه سیستمهای مدیریت مؤثر ریسک را فراهم آورند.

همچنین ابزارهای مختلف مدیریت مؤثر ریسک، پراکندگی قیمت بین بازارهای مالی را با اتصال بازارها در ابعاد مکانی و زمانی کاهش خواهند داد.

### اندازه‌گیری توسعه بخش مالی

شاخصهای توسعه بخش مالی بایستی وضعیت واسطه‌گریهای مالی، مدیریت نقدینگی و مدیریت ریسک سیستم مالی را پوشش دهند. مضافاً اینکه مکانیسمهای قیمت‌گذاری مالی نیز بایستی برای ارزیابی توسعه سیستم مالی مد نظر قرار گیرند، با بررسی تمامی موارد مذکور می‌توان میزان پیشرفت صورت گرفته در روند یکپارچگی بازارهای مالی، توسعه و ژرفای مالی را ارزیابی نمود.

### شاخصهای کمی

شاخصهای کمی مبتنی بر حجم پول، تسهیلات، شاخصهای سنتی توسعه و تعمیق مالی هستند. این شاخصها، نماینده واسطه‌گریهای پس‌اندازی و اعتباری در یک اقتصاد هستند و انتظار می‌رود که در عکس‌العمل نسبت به بهبود علامت‌دهی قیمت، که عمدتاً با برقراری نرخهای بهره واقعی مثبت نشان داده می‌شوند، افزایش پیدا کنند. ساده‌ترین شاخص نسبت نقدینگی به GDP می‌باشد که درجه پولی شدن اقتصاد را اندازه‌گیری می‌کند. پول، عهده‌دار وظایف مهمی نظیر وسیله پرداخت و ذخیره ارزش است، حجم پول به بهترین شکلی وظیفه پرداخت و نقدینگی وسیله ذخیره ارزش را منعکس می‌سازند. مانده حجم پول بایستی در امتداد با معاملات اقتصادی افزایش پیدا کند (صرف‌نظر از توسعه‌های فنی)، اما حجم نقدینگی در شرایط تعمیق مالی بایستی با

آهنگ سریعتری افزایش یابد. در صورتی که سپرده‌های بانکی، اعتبارات پرداختی بانکها را تامین مالی کنند، می‌توانند شاخص وضعیت واسطه‌گری مالی در یک اقتصاد باشند. اما ترجیح این است که به‌طور مستقیم اعتبارات بخش خصوصی، که عمدتاً اعتبارات پرداختی به بخش مولد می‌باشد، مورد استفاده قرار گیرد.

در نمودارها و جداول صفحات بعد برخی از شاخصهای کمی توسعه بخش مالی ایران به تصویر کشیده شده است، همان‌طور که دیده می‌شود نسبت نقدینگی به GDP در دوره مورد بررسی بیشترین مقدار را در دهه ۱۳۶۰ داشته است، میزان این نسبت نشان دهنده این است که دارائیهای نقدی جامعه به میزان متناسب رشد نیافته و سیستم بانکی کشورمان در زمینه تجهیز منابع در مقایسه با بسیاری از کشورهای جهان ضعیف‌تر عمل نموده است. در مورد نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP نیز دیده می‌شود که این نسبت طی دهه ۱۳۶۰ نسبت به دهه ۱۳۷۰ از مقادیر بیشتری برخوردار بوده است، هر چند در کل دوره مورد بررسی در دهه ۱۳۵۰ بیشترین مقدار را به خود اختصاص داده است. (پیوست ۱)

آنچه که از این نسبتها قابل استخراج است اینکه به‌درستی نمی‌توان تعمیق و توسعه مالی را با استفاده از شاخصهای مزبور برای اقتصاد ایران متصور بود. در مطالعاتی که با استفاده از این نسبتها صورت گرفته است می‌توان به مطالعه ختایی (۱۳۷۸) اشاره کرد، وی ارتباط معنادار اما منفی را بین نسبت نقدینگی به GDP با رشد اقتصادی گزارش می‌کند، وی این رابطه معکوس را این‌گونه توصیف می‌کند: برای تبیین نتیجه بدست آمده باید به متغیر BM (نقدینگی) و ساختار اقتصاد ایران توجه کنیم. متغیر BM جانشین M3 و متغیر جامع مالی، شامل پول و انواع سپرده‌ها در موسسات مالی بانکی و غیربانکی است. با نگاهی به اقتصاد ایران بویژه از سالهای نیمه دوم دهه ۱۳۵۰

به بعد در می‌یابیم که افزایش BM و در نتیجه افزایش نسبت BM به GDP بیشتر حاصل افزایش پایه پولی و به علت کسریهای مزمن بودجه دولت بوده است تا تعمیق و گسترش کاربرد ابزارهای مالی در اقتصاد ایران. وی در ادامه توضیح می‌دهد که با اینکه افزایش BM با افزایش شاخص ضمنی GDP موجب تورم GDP اسمی نیز شده است، اما به‌طور قطعی اثر این افزایشها متناسب نبوده است، در غیر این صورت می‌توانستیم امیدوار باشیم که در نهایت این شاخص، شاخص مناسبی برای نشان دادن جایگاه و روند گسترش ابزارهای مالی در اقتصاد ایران باشد. دیگر اینکه، BM موسسات مالی غیربانکی را پوشش نمی‌دهد، لذا به دلایل مذکور استفاده از این شاخص تحت نام شاخص توسعه مالی در ایران مورد تردید جدی قرار دارد (همان، ص ۱۳۰). ختایی نهایتاً از دو شاخص حجم اعتبارات پرداختی به بخش غیرمالی خصوصی به کل اعتبارات و به GDP استفاده می‌کند و نتیجه می‌گیرد که هر دو اثر مثبت و معناداری بر رشد اقتصادی داشته‌اند.

نظیفی (۱۳۸۳) در مطالعه‌ای که در مورد توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران داشته است نیز از شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به GDP بعنوان شاخص تعمیق مالی استفاده کرده است و اظهار می‌دارد که عمده توجه سیاست‌گذاران اقتصادی برای گسترش و توسعه مالی، معطوف به سیستم بانکی بوده است و ابداعات و نوآوریهای در خارج از سیستم بانکی برای ایجاد تحول و تغییر در نظام مالی کشور محسوس نبوده است. به عبارت دیگر تعداد قابل توجهی از اهداف طراحی شده در کشور برای تحقق هدف گسترش بازارهای مالی، بانکها و سیستم بانکی را مد نظر داشته‌اند، بنابراین شاخص مورد انتخاب، باید تحولات و تغییرات سیستم بانکی را در این جهت در نظر بگیرد. مزیت دیگر شاخص مورد نظر خود را این می‌داند که اعتبارات تخصیص داده شده به بخش دولتی را شامل نمی‌شود و از این‌رو نقش واسطه‌های مالی را در کانالیزه

کردن وجوه به بخش خصوصی و جذب مشارکت بیشتر بخش خصوصی، بهتر نشان می‌دهد. وی در نهایت رابطه منفی را بین متغیر تعمیق مالی و رشد اقتصادی به دست می‌آورد و در توجیه این رابطه بیان می‌دارد که به دلیل تمایل دولت به نجات بانکها و سیستم مالی در دوران بحران مالی، گسترش ابزارهای مالی که توسط اعطای تسهیلات بانکها به بخش خصوصی اندازه‌گیری شده است، می‌تواند به طور مثبت با کارایی کمتر سرمایه‌گذاری همراه باشد و شکنندگی بیشتر سیستم مالی را موجب شود. در نتیجه، این نوع بررسی توضیح می‌دهد که چرا در وضعیتی که آزادسازی سیستم مالی در شرایط کم انسجام و محیط بی‌ثبات و بدون مقررات انجام می‌گیرد، گسترش واسطه‌های مالی، ممکن است اثر منفی بر رشد داشته باشد.

اما آیا اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی می‌تواند شاخصی مناسب از توسعه مالی باشد، یعنی هر چه سهم اعتبارات بخش خصوصی افزایش پیدا کند توسعه مالی نیز بالطبع افزایش می‌یابد، آنچه از نتیجه مطالعه "نظیفی" و همچنین به نوعی دیگر از اطلاعات مندرج در جداول زیر می‌توان استنباط کرد این است که به دلیل وجود ساختار اقتصادی نامناسب و ضعف بخش خصوصی در جذب و مدیریت منابع در نهایت این اعتبارات در جهت سرمایه‌گذاری، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی طی مسیر ننموده است. آنچه که بسیار دارای اهمیت است این است که در کشورهای توسعه یافته اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی می‌تواند شاخصی از تعمیق و توسعه مالی باشد، اما در کشورهای توسعه نیافته به دلیل عدم وجود نظام تدبیر شایسته<sup>۱</sup> اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی حتی می‌تواند تاثیرات منفی بر رشد اقتصادی داشته باشد، چرا که انگیزه‌های فساد و رشوه در چنین اقتصادهایی قابل توجه می‌باشند. بنابراین صرف اعطای تسهیلات به بخش خصوصی نمی‌تواند متضمن تعمیق مالی باشد، بلکه نحوه

---

1- Good Governance.



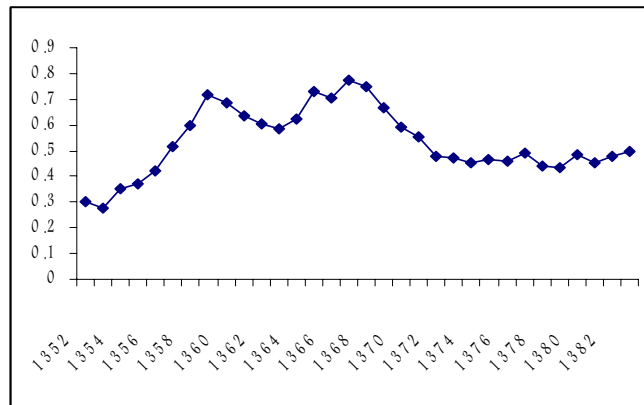
صرف و هزینه کرد این منابع در جهت رشد و توسعه اقتصادی است که تعمیق مالی را نشان خواهد داد، به بیانی دیگر با توجه به اظهارات شومپیتر که بانکهای کارآمد، نوآوری در فن آوری را با تشخیص و تامین مالی کارآفرینانی که از بیشترین شانس برای موفقیت در اجرای تولیدات نو و فرآیندهای تولید برخوردارند، تحریک می کنند، به نظر می رسد که عملکرد بانکهای ایران این گونه نبوده است. شاخص دیگر در مورد تعمیق مالی را می توان سهم اعتبارات بخش خصوصی از کل اعتبارات پرداختی بانکها در نظر گرفت که در جدول ۳ و شکل ۴ نشان داده شده اند، تقریباً همان توضیحاتی که در مورد نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP داده شد، در مورد این شاخص نیز مصداق دارند.

جدول ۱- نسبت نقدینگی به GDP در ایران (به درصد)

متوسط دوره			سال ۱۳۸۰	سال ۱۳۸۱	سال ۱۳۸۲	سال ۱۳۸۳
دهه ۱۳۵۰	دهه ۱۳۶۰	دهه ۱۳۷۰				
۴۴/۳۶	۶۷/۶۶	۴۸/۴۲	۴۸/۲۹	۴۵/۵۶	۴۸/۰۶	۴۹/۵۹

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۲- روند نسبت نقدینگی (M2) به GDP در ایران

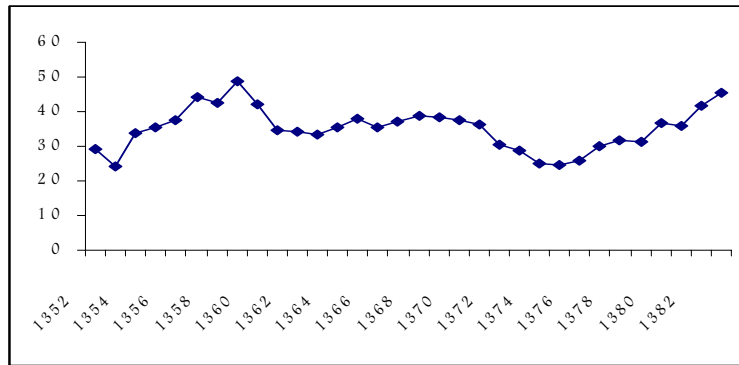


جدول ۲- نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP (به درصد)

متوسط دوره			سال			
دهه ۱۳۵۰	دهه ۱۳۶۰	دهه ۱۳۷۰	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
۳۶/۸۶	۳۶/۶۶	۳۰/۱۷	۳۶/۴۹	۳۵/۶۹	۴۱/۵۱	۴۵/۲۶

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۳- نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP

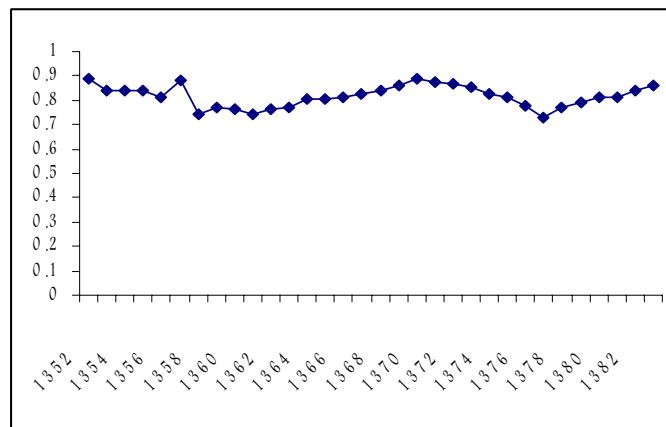


جدول ۳- سهم اعتبارات بخش خصوصی از کل اعتبارات (درصد)

دهه	دهه	دهه	سال	سال	سال	سال
۱۳۵۰	۱۳۶۰	۱۳۷۰	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
۶۶/۱۹	۷۹/۸۸	۸۱/۹۵	۸۱/۲۲	۸۱/۴۲	۸۴/۱۲	۸۵/۸۰

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۴- سهم اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی به کل اعتبارات بانکها (درصد)



### شاخصهای ساختاری

شاخصهایی که در این بخش مورد توجه قرار می‌گیرند برای کمک به تحلیل ساختار سیستم مالی و تعیین اهمیت عناصر مختلف آن طراحی شده‌اند. در این خصوص سه شاخص پیشنهاد شده است، اولی، نسبت نقدینگی به حجم پول (BM/NM) است. این نسبت به‌طور مثبت با توسعه مالی رابطه دارد؛ در صورتی که سیستم مالی توسعه پیدا کند، سپرده‌های پس‌انداز از مانده‌های معاملاتی سریعتر رشد می‌کنند. دومی، نسبت موجودی بازار اوراق به نقدینگی (SEC/BM) است. این شاخص وضعیت تعادلی بین بازارهای واسطه‌گری و اوراق قرضه در سیستم مالی را نشان می‌دهد. در رابطه مذکور، SEC نشان‌دهنده مجموع موجودی سهام، اوراق قرضه و اوراق بدهی کوتاه مدت می‌باشد، در مورد این شاخص نیز انتظار می‌رود که رابطه مثبتی با تعمیق مالی داشته باشد؛ به عبارت دیگر در صورتی که سیستم مالی بلوغ پیدا کند اهمیت بازارهای مالی نسبت به بانکها افزایش می‌یابد.

در نهایت، نسبت حجم معاملات مشتقه به معاملات بازارهای ابزاری (DT/UT) مورد استفاده قرار می‌گیرد. این نسبت اهمیت ابزارهای مدیریت ریسک را به تجارت نقدی (یا فیزیکی) بر اساس ابزارهایی که بر پایه ابزارهای مشتقه می‌باشند، اندازه‌گیری می‌کند. ابزارهای مشتقه نیازمند بازارهای باثبات و کارآ در مورد ابزارهای مورد استفاده می‌باشند و در صورتی که بازارهای مربوطه توسعه پیدا کنند از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شوند، بنابراین رابطه مثبتی بین توسعه استفاده از این ابزارها و توسعه مالی وجود دارد. حجم معاملات مشتقه با تجمیع معاملات نرخ بهره بازاری<sup>۱</sup> و معاملات آتی سهام<sup>۲</sup> و قراردادهای اختیار معامله<sup>۳</sup> اندازه‌گیری می‌شود.

با توجه به اینکه معاملات بازارهای مشتقه در بازار مالی ایران وجود ندارد، لذا تنها دو شاخص نسبت نقدینگی به حجم پول و نیز شاخص معاملات سهام به نقدینگی اکتفا می‌شود. (پیوست ۲)

بر خلاف شاخصهای پیشین که در آنها جملگی شاخصهای توسعه مالی دهه ۱۳۶۰ نسبت به دهه ۱۳۷۰ نشانگر تعمیق بیشتر مالی بودند، با توجه به نسبت BM/NM دیده می‌شود که شاخص مذکور در دهه ۱۳۷۰ افزایش یافته است و این روند در سالهای بعدی نیز ادامه داشته است، به طوری که بیشترین میزان آن در سال ۱۳۸۳ به رقم ۲/۷۱ رسیده است (جدول ۴ و شکل ۵). اما در مورد شاخص SEC/BM قابل ذکر است که روند صعودی این شاخص از سال ۱۳۷۴ آغاز و در سال ۱۳۷۶ با افت مواجه شد و بعد از یک دوره افزایش و افت در سال ۱۳۸۰، بار دیگر روند صعودی خود را از سال ۱۳۸۰ دنبال کرده است (شکل ۶ و جدول ۵).

1 -Exchange-traded interest rate.

2 -Equity futures.

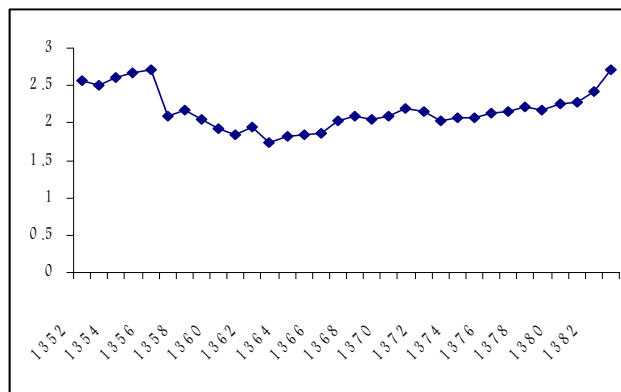
3 -Option contracts.

جدول ۴- نسبت نقدینگی به حجم پول

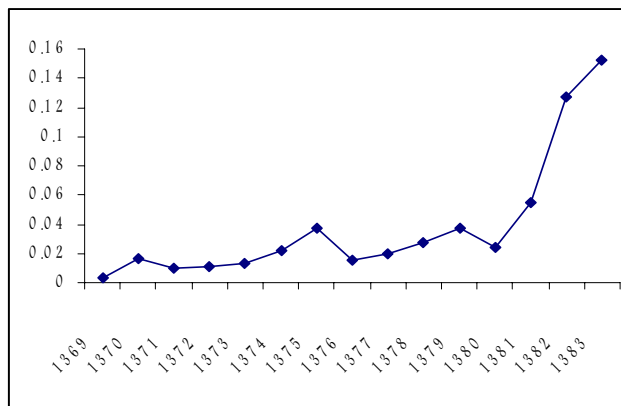
متوسط دوره			۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
دهه ۱۳۵۰	دهه ۱۳۶۰	دهه ۱۳۷۰				
۲/۴۲	۱/۹۲	۲/۱۳	۲/۲۵	۲/۲۹	۲/۴۲	۲/۷۱

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۵- نسبت نقدینگی به حجم پول



شکل ۶- نسبت معاملات سهام به نقدینگی



## جدول ۵- نسبت معاملات سهام به نقدینگی

۱۳۶۹	۰/۰۰	۱۳۷۷	۰/۰۲
۱۳۷۰	۰/۰۲	۱۳۷۸	۰/۰۳
۱۳۷۱	۰/۰۱	۱۳۷۹	۰/۰۴
۱۳۷۲	۰/۰۱	۱۳۸۰	۰/۰۲
۱۳۷۳	۰/۰۱	۱۳۸۱	۰/۰۵
۱۳۷۴	۰/۰۲	۱۳۸۲	۰/۱۳
۱۳۷۵	۰/۰۴	۱۳۸۳	۰/۱۵
۱۳۷۶	۰/۰۲		

مأخذ: سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

## قیمت داراییهای مالی

سیستمهای مالی توسعه یافته تماماً نرخهای بهره واقعی مثبتی را تولید می‌کنند، به طوری که این نرخها نرخ مثبت ترجیح زمانی و فرصتهای رشد را در یک اقتصاد منعکس می‌نمایند، آن‌گونه که مدل‌های رشد اقتصاد نئوکلاسیک و اخیراً مدل‌های رشد درون‌زای بخش مالی نیز به همین نتیجه‌گیری رسیده‌اند. این موضوع همچنین استدلال کلیدی پیشکسوتان نظریه‌پردازی در مبحث مالی نظیر "مک کینون" و "شاو" است. به اضافه اینکه نرخهای بهره بایستی به ارقام واقعی مثبت باشند، و به اندازه کافی انتظارات اقتصادی را نیز منعکس نمایند. برای مثال، نرخهای بهره اسمی بایستی قادر باشند تا تغییرات در تورم انتظاری را تصفیه (اصلاح) کنند. از این‌رو، ضروری است که نرخهای بهره اسمی انعطاف‌پذیر باشند.

## میزان نرخ سود

نرخ سود واقعی سپرده‌ها مهمترین قیمت مالی می‌باشد. پیش‌شرط بنیادی برای تعمیق مالی عبارت است از اینکه نرخ سود مثبت باشد. بازارهای پراکنده در اقتصادهای در حال توسعه اغلب نرخهای سود منفی برای سپرده‌ها تولید می‌کنند، به طوری که موجب دلسردی در انتقال پس‌اندازها به داراییهای مالی می‌شوند. اگر چه شواهد تجربی در مورد وجود رابطه قدرتمند بین نرخهای سود واقعی و مجموع پس‌اندازها قطعی نیست، بین نرخهای سود واقعی و پس‌اندازهای مالی رابطه مثبتی وجود دارد. نرخهای سود واقعی مثبت تسهیلات نیز از اهمیت بسیاری برخوردارند. چرا که نرخهای سپرده از محل این وامها تامین می‌شوند و بدین وسیله تنها از پروژه‌هایی حمایت می‌شود که دارای نرخ بازده واقعی مثبت باشند.

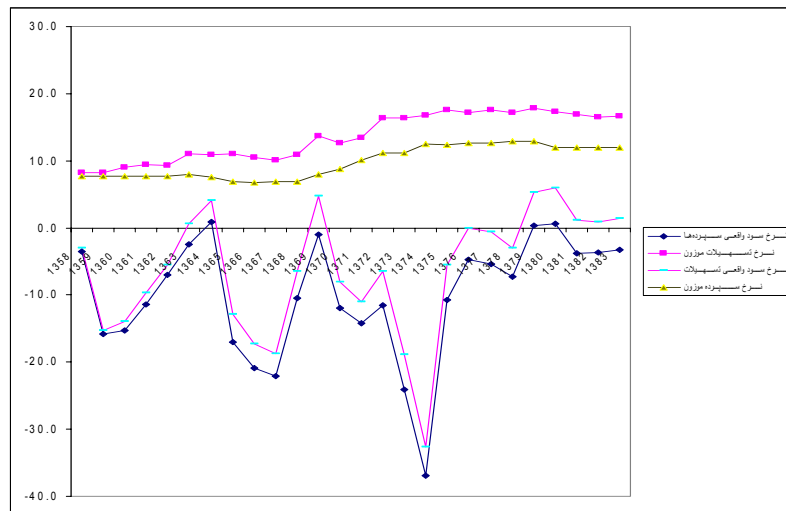
همان‌گونه که در جدول ۶ و شکل ۷ دیده می‌شود، نرخهای سود جذب سپرده و تسهیلات طی دهه ۶۰ و ۷۰ هر دو منفی بوده‌اند. در سالهای اخیر نرخ سود واقعی جذب سپرده همچنان منفی باقی مانده و در مقابل نرخ سود واقعی تسهیلات مثبت شده است که اولی بیانگر متضرر شدن سپرده‌گذاران و دومی می‌تواند نشان دهنده این موضوع باشد که با توجه به پایین بودن نرخ واقعی تسهیلات، مازاد تقاضا در بازار تسهیلات همچنان ادامه دارد.

## جدول ۶- نرخ سود واقعی جذب سپرده و تسهیلات در ایران

تسهیلات				جذب سپرده							
دهه	دهه	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	دهه	دهه	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳
۱۳۶۰	۱۳۷۰					۱۳۶۰	۱۳۷۰				
-۷/۵	-۸/۱	۵/۹۷	۱/۰۸	۰/۸۶	۱/۴	-۱۰/۷	-۱۲/۷	۰/۶	-۳/۸	-۳/۶	-۳/۳

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۷- نرخ سود واقعی و اسمی موزون سپرده‌ها و تسهیلات



### انعطاف پذیری نرخ سود

مسئله مهمی که بایستی مد نظر داشت عبارت است از حساسیت قیمت‌ها نسبت به تغییر شرایط اقتصادی. بازارهای مالی کارآ، تعدیل انتظارات را با توجه به شرایط اقتصادی، تسهیل می‌سازند، اما کنترل نرخ بهره مانع این تعدیلات می‌شود. کنترل شدید نرخ بهره منجر به تثبیت نرخ بهره اسمی می‌شود، و این در حالی است که در صورت تغییر تورم، تنها به هزینه بی‌ثباتی نرخ بهره واقعی این کار عملی است. تنها راه برای دستیابی به نرخ بهره پایین اسمی و با ثبات، بدون بروز نوسان در نرخ بهره واقعی، عبارت است از دستیابی به نرخ پایین و باثبات تورم.

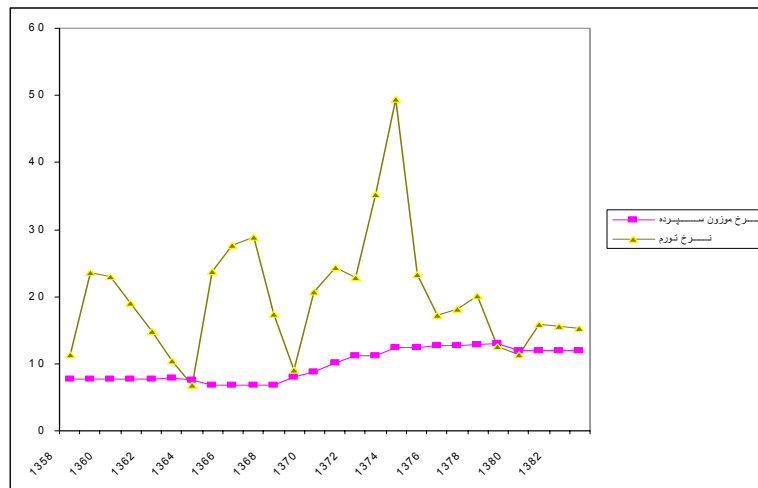
سیستم‌های مالی بازاری بایستی نوسان کمتر نرخ بهره واقعی و نوسان بیشتر نرخ بهره اسمی را نسبت به سیستم‌های با نرخهای کنترل شده با فرض ثابت بودن سایر شرایط، نشان دهند. در عمل، تورم به شکل قابل توجهی در بین کشورها و طی زمان



متفاوت و متغیر است که این مسئله مقایسه‌های بین کشوری و بین زمانی را دشوار می‌سازد. اما، با در نظر گرفتن این محدودیتها، محتمل است در صورتی که کارآیی قیمت‌گذاری مالی بهتر شود، نوسان نرخ بهره اسمی تا حدودی از نوسان نرخ سود واقعی تجاوز خواهند کرد. نوسان زیاد نرخ بهره واقعی ارزیابی پروژه‌ها را مشکلتر ساخته و ریسک سرمایه‌گذاری مالی را افزایش می‌دهد. کشورهایی که دارای تنظیمات شدیدتر بازار مالی و سطح تورم بالا هستند، تفاوت بین نوسان نرخ بهره اسمی و واقعی در آنها بیشتر می‌باشد.

همان‌طور که در شکل ۸ دیده می‌شود علی‌رغم نوسان تورم، نرخ سود روند بدون نوسانی را طی کرده است، و این از شاخصهای منفی عدم ژرفای مالی شناخته شده است.

شکل ۸- نرخ موزون سود سپرده و تورم در ایران



۱- نرخ موزون سود تسهیلات و سپرده‌ها به ترتیب از میانگین وزنی انواع تسهیلات و سپرده‌ها به دست می‌آید.

گفته شد که سیستمهای مالی بایستی از نوسان نرخ بهره واقعی کمتر و نوسان نرخ بهره اسمی بیشتری برخوردار باشند، اما با توجه به داده‌های مربوط به اقتصاد ایران طی دوره ۱۳۸۳-۱۳۵۸ دیده می‌شود (جدول ۷) که این روند معکوس بوده است به طوری که نوسان نرخهای سود واقعی بیشتر از نوسان نرخهای سود اسمی بوده است (نوسان نرخهای سود با استفاده از انحراف معیار محاسبه شده‌اند).

بنابراین با توجه به داده‌های این جدول نیز می‌توان نتیجه گرفت که بخش مالی از عمق مناسبی در ایران برخوردار نمی‌باشد.

جدول ۷- نوسان نرخ سود (۱۳۸۳-۱۳۵۸)

نوسان نرخ سود تسهیلات		نوسان نرخ سود سپرده		اختلاف بین نوسان نرخ اسمی و نرخ واقعی	
واقعی	اسمی	واقعی	اسمی	نرخ تسهیلات	نرخ سپرده
۹/۳۱	۳/۵۰	۹/۰۱	۲/۳۷	-۵/۸۱	-۶/۶۴

#### ابزارهای مختلف تامین مالی

در صورتی که سیستم مالی توسعه پیدا کرده و پراکندگی بازار مالی کاهش پیدا کند، به طور عمده به دلیل اینکه در این شرایط ریسکهای بازار مالی با دقت بسیاری ارزیابی می‌شوند، و نیز به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعات، ابزارهای مالی از تنوع و توسعه بیشتری برخوردار می‌شوند. دیگر اینکه در این شرایط حق انتخاب قرض گیرنده و سرمایه‌گذار گسترده‌تر شده و ابزارهایی که با نیازمندیهای خاص آنها انطباق بهتری داشته باشند، احتمالاً پیدا خواهند شد، که در نتیجه اینها، استفاده بیشتر از بخش مالی را تشویق می‌نمایند. به اضافه، ابزارهای مالی، نظیر ابزارهای با بازده بازاری (برای مثال، اوراق قرضه دولت)، ابزارهای مشتقه (نظیر بازارهای مالی آتی)، و ابزارهای بازار ارز،

آربیتراژ را تسهیل کرده که در نتیجه قیمت‌ها طی زمان، در بازارها و کشورها به هم مرتبط می‌شوند. بنابراین، طیف ابزارهایی که در یک کشور وجود دارد می‌تواند یک بینش مفید را در مورد سطح ثبات (سازگاری) قیمت (یا سطح پراکندگی) و توسعه مالی آن کشور ارائه دهد، بویژه در کشورهایی که قیمت‌های درست بازاری قابل مشاهده نمی‌باشند.<sup>۱</sup>

به‌طور کلی سه دسته ابزار مالی وجود دارند: ابزارهای تامین مالی تجاری، ابزارهای سرمایه‌گذاری و ابزارهای بازار ارز و مدیریت ریسک. این ابزارها طیف گسترده‌ای از ابزارهای واسطه‌گری اعتباری، پس‌اندازها و مدیریت ریسک از ابزارهای اولیه و بنیادی گرفته تا ابزارهای بسیار پیشرفته را پوشش می‌دهند.

ابزارهای مختلف تامین تجاری، پس‌انداز با بازده‌های بازاری، و همچنین مدیریت ریسک مالی در ایران از وضعیت مناسبی برخوردار نمی‌باشند. به‌طوری‌که در زمینه بازارهای سرمایه خارجی، به دلیل محدودیتهای مختلف برای مثال وجود تحریم‌های اقتصادی آمریکا و نیز عدم عضویت ایران در سازمان تجارت جهانی و نیز وجود قوانین و مقررات داخلی موجب عدم تامین منابع مالی با استفاده از این ابزار شده است، در زمینه تامین مالی از طریق اوراق قرضه شرکتی نیز قابل ذکر است که طی سالهای گذشته نوعی ابزار مالی با نام اوراق مشارکت در اقتصاد ایران توسعه پیدا کرده است که توانسته جانشین خوبی برای اوراق قرضه باشد، این اوراق تماماً از سوی شرکتهای دولتی با تضمین وزارت امور اقتصادی و دارایی و نیز از سوی بانک مرکزی برای مدیریت نقدینگی منتشر می‌شوند. در زمینه پس‌انداز در بازارهای خارجی نیز موانع و قوانین

۱- گفتنی است که چنانچه توسعه ابزارهای مالی صرفاً با کنارگذاشتن تنظیم (Regulation) حاصل شود، این وضعیت لزوماً نشانگر تعمیق مالی نیست (لینچ، ۱۹۹۶).

داخلی اینگونه پس اندازها را محدود ساخته‌اند. برای مثال می‌توان به قانون قاچاق کالا و ارز اشاره داشت، که بر این اساس نقل و انتقال ارز در شمول عمل قاچاق قرار می‌گیرد. در زمینه ابزارهای مختلف مدیریت ریسک بازارهای مختلف نیز تاکنون اقدام عملی قابل توجهی صورت نگرفته است. اما در خصوص بازار سهام به نظر می‌رسد، با توجه به روند گذشته آن نیاز شدیدی به ابزارهای مختلف مدیریت ریسک احساس می‌شود.

#### جدول ۸- انواع ابزارهای تامین مالی تجاری

بازارهای سرمایه خارجی	سهام پذیرفته شده در بورس	اوراق قرضه شرکتی	اوراق تجاری	براتهای تجاری	وامهای بانکی
×	*	×	×	×	*

\*=یک بازار معمولی وجود دارد.

×=بازار وجود ندارد، یا اینکه از نظر نظری وجود دارد اما در عمل وجود ندارد.

#### جدول ۹- ابزارهای پس انداز با بازدههای بازاری

بازارهای خارجی	اوراق مشارکت دولتی		سپردههای بانکی	
	بلندمدت	کوتاه مدت	بزرگ	کوچک
×	*	*	*	*

## جدول ۱۰- ابزارهای مدیریت ریسک

سهام			نرخ بهره			بازار ارز		
اختیار معامله	آتی	سوآپ	اختیار معامله	توافق‌های نرخ سلف <sup>۲</sup>	آتی	آتی	سلف <sup>۱</sup>	آتی (نقدی)
×	×	×	×	×	×	×	×	×

## هزینه‌های معاملاتی

نظریه سنتی نئوکلاسیک بر این اعتقاد است که مکانیسمهای معامله بدون هزینه هستند. اما بر خلاف اندیشه سنتی نئوکلاسیک برخی نظریه‌پردازان اقتصاد نهادگرا معتقد بر هزینه‌دار بودن معاملات هستند، برای مثال نورث (۱۳۷۸) تحلیل‌های مفیدی را در مورد انواع مختلف هزینه‌های معامله در یک اقتصاد ارائه داده است. اینها در پیش‌شرطهای بازارهای مالی کارآ منعکس شده‌اند که شامل یک زیربنای نهادی قدرتمند می‌شوند. سیستمهای مالی نیازمند هزینه‌های معاملاتی پایین (بویژه هزینه‌های واسطه‌گری اعتباری پایین) برای پشتیبانی از تعمیق مالی بهینه در بخش مالی هستند.

۱- دو عبارت نقل و انتقالات سلف (forward) و نقل و انتقالهای آتی (futures) در بیشتر موارد بجای یکدیگر به کار می‌روند اما تفاوتی اصولی بین این دو وجود دارد: (۱) قراردادهای سلف به صورت خصوصی به امضا می‌رسند و تعهداتی بین دو طرف ایجاد می‌کنند. بنابراین خطر پایین بودن درجه اعتباری و سرباز زدن از قرارداد در هر صورت وجود دارد. در قراردادهای آتی این مشکلات اصلاً وجود ندارد. (۲) قراردادهای آتی همه به شکل استاندارد شده‌اند و برخلاف قراردادهای سلف می‌توانند بدون حق مراجعه به ضامن خود را از طریق خنثی شدن قرارداد بیوشانند. (۳) در هر صورت معاملات آتی به نسبت معاملات سلف، جدیدترند، اولین معامله آتی در سال ۱۹۷۲ در شیکاگو صورت گرفته است.

۲- forward rate agreement (FRA) نرخ سلف، قیمتی را بیان می‌کند که در مورد نقل و انتقالهای وعده‌دار به کار می‌رود.

بنابراین یکی از اهداف مهم توسعه بخش مالی عبارت است از حداقل کردن هزینه وصولی سپرده‌های پس‌انداز و انتقال آنها به دریافت کنندگان وام از بانکها که مایل به پرداخت سود علی‌الحساب، با احتمال پایین نکول قابل قبول هستند. هزینه‌های معاملاتی واسطه‌گری مالی را نمی‌توان به صورت دقیق به آسانی در کشورهای منفرد ارزیابی کرد، و بویژه این هزینه‌ها را نمی‌توان به آسانی در مورد کشورها، به دلیل وجود تفاوتها در متغیرهایی نظیر طراحی بخش مالی، پراکندگی جمعیتی و غیره مقایسه کرد. اختلافهای نرخ بهره بانکی اغلب برای تخمین این هزینه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. به‌طور ایده‌آل، هزینه‌های واسطه‌گری بایستی تمامی تعاملات بین هزینه‌های عملیاتی بانکی و اسپردهای نرخ بهره<sup>۱</sup> را در میان عوامل دیگر مورد توجه قرار دهد. این موضوع، مبحث پیچیده‌ای است که نیازمند داده‌های زیاد و تحلیل‌های عمیق می‌باشد. اما، این نیز امکان پذیر می‌باشد تا یک طرح کلی در مورد هزینه‌های واسطه‌گری طی زمان با استفاده از داده‌های اسپرد نرخ بهره که در بانک جهانی و دیگر سازمانها وجود دارند، ارائه داد.

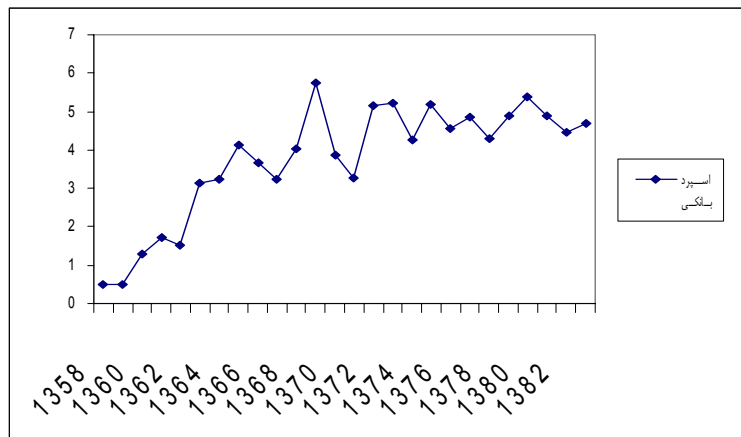
آن‌گونه که در شکل ۹ دیده می‌شود نرخ اسپرد بانکی<sup>۲</sup> طی دوره مورد بررسی از افزایش قابل توجهی برخوردار بوده است، این روند نمی‌تواند بیانگر روند خوشایندی از توسعه مالی باشد، همان‌گونه که دیده می‌شود متوسط اسپرد بانکی از ۳،۱۷ در دهه ۱۳۶۰ به ۴،۶۴ در دهه ۱۳۷۰ افزایش پیدا کرده است (جدول ۱۱). به عبارتی بر خلاف روند جهانی در کاهش اسپرد بانکی، اقتصاد ایران شاهد افزایش آن در دهه ۱۳۷۰ بوده است. از جمله دلایلی که برای افزایش اسپرد بانکی نام برده می‌شود می‌توان به بالا بودن

1- interest rate spreads.

۲- اسپرد نرخ سود بانکی با تفریق متوسط موزون نرخ اعطای تسهیلات از متوسط موزون نرخ سود جذب سپرده محاسبه شده است.

نسبت ذخیره قانونی، سهم بالای مطالبات مشکوک الوصول، کارآیی پایین بانکهای دولتی به دلیل اعطای تسهیلات تکلیفی، تبصره‌ای و ترجیحی، بالا بودن هزینه‌های غیر ضروری در بانکها اشاره داشت.

شکل ۹- اسپرد نرخ سود بانکی (۱۳۵۸-۱۳۸۳)



جدول ۱۱- متوسط اسپرد نرخ سود بانکی

۳/۱۷	دهه ۱۳۶۰
۴/۶۴	دهه ۱۳۷۰
۵/۳۷	۱۳۸۰
۴/۸۸	۱۳۸۱
۴/۴۶	۱۳۸۲
۴/۷	۱۳۸۳

عمدتاً بازارهای مالی فعال در مناطقی وجود دارند که عملکرد بازارهای پولی آنها در سطح بهینه می‌باشد. در بازارهای مالی، اسپردهای مالی اهمیت زیادی در تعیین

هزینه‌های معاملاتی این بازارها دارند. همچنین این نکته را نیز بایستی مد نظر داشت که اسپردهای بازار مالی امکان مقایسه بین کشوری بهتری را نسبت به اسپردهای نرخ بهره بانکی فراهم می‌آورند.

هزینه معاملاتی اجرای یک معامله با تجمیع حق کمیسیونها(اغلب در اسپرد خرید/فروش<sup>۱</sup> مشهود می‌باشد) و تاثیر قیمتی تجارت<sup>۲</sup> محاسبه می‌شود (بوردتا (۱۹۸۷) و لینچ (۱۹۹۶) صفحه ۲۲ را ببینید). اگر چه هزینه‌های کمیسیون براحتی قابل مشاهده هستند، هزینه تاثیر قیمتی (اختلاف بین قیمت معامله شده و قیمت در غیاب تجارت) عملاً قابل مشاهده نمی‌باشد، و این در حالی است که در بازارهای کوچک، این هزینه، رقم بزرگی می‌باشد.

### تاثیر قیمت + (اسپرد خرید/فروش) $\times \frac{1}{2}$ = هزینه‌های معاملاتی

تاثیر قیمتی به‌طور منفی با نقدینگی بازار همبستگی دارد. بنابراین، یک نشانه قابل قبول از هزینه‌های تبادل بازار با تعیین اسپرد خرید/فروش و نقدینگی بازار به دست می‌آید. یک رابطه قدرتمند بین حجم معاملات و اندازه اسپردهای خرید/فروش در بین کشورها انتظار می‌رود. این دو پارامتر یک شاخص ترکیبی از توسعه بازار مالی شامل کارآیی سیستمهای انتشار اطلاعات، تنظیمات، و عملیاتهای فنی هستند. حجم معاملات همچنین یک شاخص مفید از تسهیلات(امکانات) مدیریت نقدینگی برای نهادهای مالی

۱- bid-offer spread اختلاف بین قیمت فروش (bid) و قیمت خرید (offer) می‌باشد.

۲- تاثیر قیمتی یک معامله عبارت است از میزانی که قیمت اوراق قرضه منحصراً در نتیجه انجام یک معامله تغییر می‌کنند. برای مثال، یک بانک ممکن است ۱۰۰ میلیون دلار ترانش(قسط) اوراق قرضه در قیمت بازار ۱۰۰ خریداری نماید، اما بایستی ۱۱۰ دلار برای خرید ترانش دوم ۱۰۰ میلیون دلاری بپردازد؛ معامله اول قیمت بازار را افزایش داده است. از این‌رو، قیمت بازار اولیه ۲۰۰ میلیون دلار نمی‌باشد، بلکه بایستی تاثیر قیمتی را نیز در نظر گرفت که در مجموع برای هر ترانش ۱۰۵ میلیون دلار می‌شود.



و شرکتهای است.

حق کمیسیون سهام یک هزینه حق العمل کاری اتصال خریداران به فروشندگان است. که هزینه معاملاتی این بازار محسوب می‌شود، این هزینه از اسپردهای عرضه/ تقاضای دیگر بازارها کاملاً متفاوت می‌باشد چرا که دلالت این بازار با ریسکهای بازاری سایر بازارها مواجه نمی‌شوند. چرا که در بازار سهام تنظیم و رقابت، میزان حق کمیسیون را تعیین می‌کند و نوسان قیمتی بازار سهام در تعیین حق کمیسیون مطرح نمی‌باشد. در میان کشورهای مختلف، حق کمیسیونها در بازار کشورهای که دارای بیشترین حجم معاملات و سرمایه‌سازی هستند، یعنی از نظر فنی پیشرفته‌ترین بازارها هستند، از کمترین رقم برخوردار است.

اسپردهای بازار ارز در نظامهای آزادسازی شده با بازارهای توسعه یافته داخلی نرخ بهره از کمترین مقدار برخوردارند، که این موضوع نشان دهنده ارتباط عملیاتی خوب بین بازارها است. در مورد اسپردهای بازار پول داخلی نیز قابل ذکر است که یکی از مهمترین دلایل اختلاف اسپردهای بانکی بین کشورها وجود اختلاف در هزینه‌های معاملاتی در بازارهای مالی می‌باشد، از دیگر عوامل می‌توان از مالیات بندی، بازارهای مشتقه، و تکنولوژی نام برد که اسپردهای پیشنهادی بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند. عوامل غیر قیمتی که لازم است مورد مطالعه قرار گیرند شامل سیستمهای تسویه حساب و بازرگانی (تجارت)، حقوقی و کنترل‌های تنظیمی و نوآوری می‌شوند. بررسی این عوامل خارج از حوزه مورد بررسی این مقاله قرار دارند.

در جداول ۱۲ و ۱۳ و همچنین شکل ۹ میزان اسپرد بازارهای مالی و نیز حق کمیسیون بازار سهام نشان داده شده‌اند. همان‌طور که دیده می‌شود حق کمیسیون در بازار سهام ۲ درصد می‌باشد که تقریباً بیشتر از نرخ بازارهای سهام دیگر کشورها است،

این شاخص نیز می‌تواند نشان دهنده عدم توسعه یافتگی بازار مالی کشور باشد. همچنین با توجه به اینکه اوراق مشارکتی که در ایران منتشر می‌شوند بدون ریسک بوده و در سال ۱۳۸۳ تماماً با نرخ سود علی‌الحساب ۱۷ درصد بدون کارمزد به فروش رسیده‌اند، بنابراین نمی‌توان اسپردی برای این اوراق منظور داشت.

#### جدول ۱۲- اسپرد بازارهای مالی و حق کمیسیون بازار سهام (۱۳۸۳)

بازار سهام (حق کمیسیون درصد)	بازار ارز خارجی (اسپرد به درصد)	بازار اوراق مشارکت دولتی
۲	۰	۰

مأخذ: سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

#### جدول ۱۳- حجم معاملات بازار مالی<sup>۱</sup> (حجم گردش سپرده‌های دولتی و غیردولتی سالانه به صورت درصدی از GDP)

بازار بانکی (۱۳۸۳)	بازار اوراق مشارکت دولتی (۱۳۸۳)	بازار ارز خارجی (۱۳۸۳)	بازار سهام (۱۳۸۳)
۱۱/۴	۲/۸	۱/۳	۷/۵۴

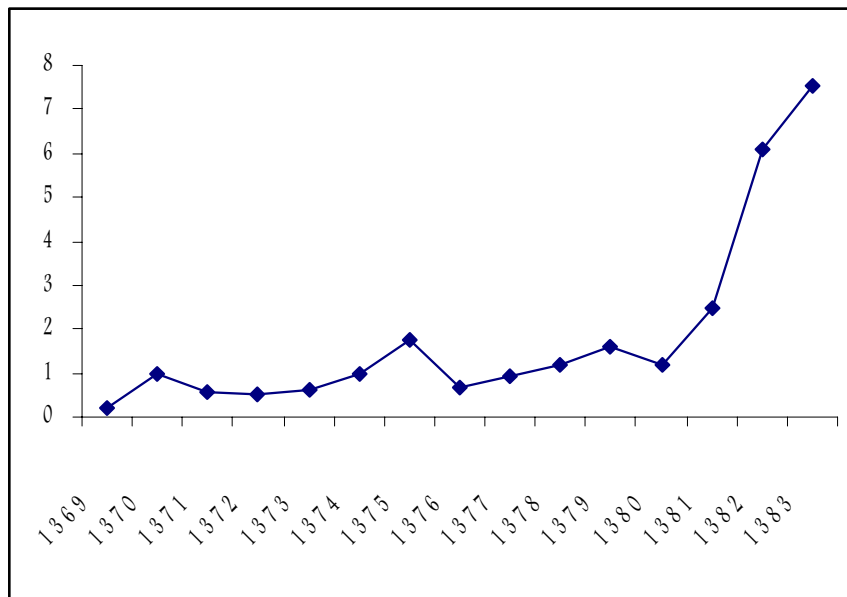
مأخذ: سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

در جدول ۱۳ حجم گردش بازار مالی ایران نشان داده شده است، آن گونه که دیده می‌شود نسبت حجم معاملات بازار سهام به تولید ناخالص داخلی معادل ۷/۵۴ درصد است، که در مقایسه با دیگر کشورها رقم بسیار ناچیزی می‌باشد (برای مثال

۱- در مورد بازار بانکی و بازار ارز به ترتیب از نسبت گردش سپرده‌های دولتی و غیردولتی به تولید ناخالص داخلی و نسبت گردش سپرده‌های ارزی دولتی و غیردولتی به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است.

نسبت مزبور برای کشورهای مالزی، تایوان، تایلند و کره در سال ۱۹۹۳ به ترتیب ۱۳۷، ۱۳۷، ۷۰ و ۵۱ درصد می‌باشد) روند این شاخص در شکل ۹ و جدول ۱۴ ترسیم شده است، که همگی روند صعودی این شاخص را نشان می‌دهند، اما نبایستی از این مسئله نیز غافل بود که سهم معناداری از معاملات جاری بازار سهام به صورت معاملات سفته‌بازی بوده و ناشی از تبدیل سهام شرکتهای مختلف به یکدیگر بوده، که در این صورت نمی‌تواند شاخص مطمئنی برای تعمیق مالی محسوب شود. اما در بازار بانکی در سال ۱۳۸۳ معادل ۱۱/۴ درصد تولید ناخالص داخلی معامله صورت گرفته است. همان‌طور که دیده می‌شود، بازار بانکی همچنان دارای سهم قابل توجهی در میان معاملات مختلف بازارهای مالی بوده است (شکل ۱۰).

شکل ۹- روند نسبت معاملات بازار سهام به GDP

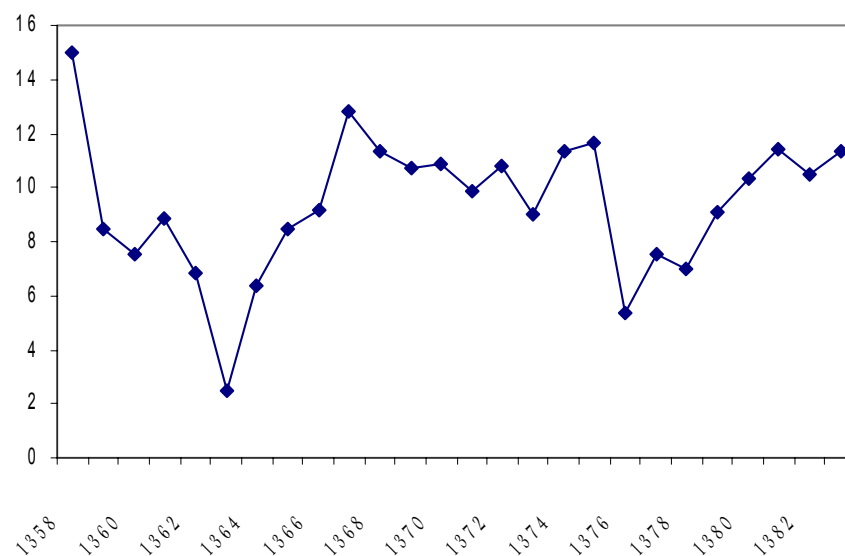


جدول ۱۴- نسبت معاملات بازار سهام به GDP

۱۳۶۹	۰/۱۹	۱۳۷۴	۱	۱۳۷۹	۱/۵۹
۱۳۷۰	۰/۹۹	۱۳۷۵	۱/۷۶	۱۳۸۰	۱/۱۸
۱۳۷۱	۰/۵۵	۱۳۷۶	۰/۶۹	۱۳۸۱	۲/۴۹
۱۳۷۲	۰/۵۲	۱۳۷۷	۰/۹۵	۱۳۸۲	۶/۱
۱۳۷۳	۰/۶	۱۳۷۸	۱/۲۱	۱۳۸۳	۷/۵۴

مأخذ: سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

شکل ۱۰- نسبت معاملات بازار بانکی (گردش سالانه سپرده‌های دولتی و غیر دولتی) به GDP



### نتیجه‌گیری

یکی از تعاریفی را که می‌توان در مورد توسعه بخش مالی ارائه داد عبارت است از حرکت به سوی یکپارچگی بازارهای مالی. عموماً یکپارچگی نیز به صورت یک مجموعه قیمت‌های سازگار داخلی بین تمامی بازارهای مالی نشان داده می‌شود. از آنجا که در مراحل اولیه توسعه مالی عمدتاً اختلاف قیمت بین بازارهای مختلف مالی زیاد می‌باشند، بنابراین هدف اصلی توسعه مالی در اقتصادی که از نظر مالی کمتر توسعه یافته است، عبارت خواهد بود از برقراری قیمت‌های مالی در یک سطح صحیح؛ که این نیز به معنای تعیین نرخهای بهره واقعی سپرده و تسهیلات در سطح مثبت است. این مهمترین مکانیسمی است که از طریق آن توسعه بخش مالی می‌تواند رشد اقتصادی را در یک اقتصاد سرکوب شده افزایش دهد. این کار با توسعه طیفی از ابزارهای مالی با ویژگیهای ارزشمندی چون مدیریت نقدینگی و ریسک که سهم بخش مالی را در عملکرد اقتصادی افزایش داده و به تدریج قیمت‌های مالی را متعادل می‌سازند، میسر می‌شود.

مجموعه‌ای از شاخصها در این مقاله پیشنهاد شدند که بی‌شبهت با شاخصهای مقداری سنتی، ارزیابی توسعه بخش مالی را دقیقتر نمایان می‌سازند. شاخصهای ارائه شده در این مقاله جهت بررسی و مقایسه ژرفای مالی می‌توانند به طراحی سیاستهای مناسب جهت توسعه بخش مالی و نیز تهیه مجموعه‌ای از شاخصهای عملکرد برای ارزیابی سیاستهای اقتصادی کمک کنند.

اما آنچه که از شاخصهای مختلف تعمیق مالی محاسبه شده برای ایران گفتنی این است که وضعیت توسعه مالی بازار مالی ایران از وضعیت مناسبی برخوردار نیست، همچنین در بعد شاخصهای ساختاری دیده شد که هنوز بسیاری از ابزارهای تامین مالی و مدیریت ریسک در فضای تامین مالی اقتصاد ایران تعریف نشده‌اند.

## پیوست ۱- برخی از شاخصهای توسعه مالی کشورهای منتخب

کشور	نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی	نسبت بدهی بخش غیردولتی به تولید ناخالص داخلی	کشور	نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی	نسبت بدهی بخش غیردولتی به تولید ناخالص داخلی
کانادا	۰/۷۷	۰/۶۵	کرواسی	۰/۳۱	۰/۳۵
ایرلند	۰/۸۱	۰/۷۴	مجارستان	۰/۲۱	۰/۴۴
مالزی	۱/۱۵	۰/۹۳	آرژانتین	۰/۲	۰/۹۰
پاکستان	۰/۴۵	۰/۲۴	برزیل	۰/۲۷	۰/۸۰
سنگاپور	۱/۱۱	۰/۹۷	شیلی	۰/۵۰	۰/۳۹
تایلند	۰/۹۰	۰/۹۹	کلمبیا	۰/۱۹	۰/۳۲
انگلستان	۰/۸۲	۱/۱۶	مصر	۰/۳۷	۰/۷۸
آمریکا	۰/۵۶	۰/۶۳	فرانسه	۰/۸۲	-
آلمان	۰/۷۶	۱/۱	ایتالیا	۰/۵۴	۰/۵۵
ژاپن	۱/۸۷	۱/۱۱	اردن	۰/۶۷	۰/۹۵
کره	۰/۷۷	۰/۵۹	کویت	۰/۴۱	۰/۸۲
سوئیس	۱/۶	۱/۶۶	مکزیک	۰/۳۸	۰/۲۷
دانمارک	۰/۵۸	۰/۳۱	هلند	۱/۰۱	۰/۸۰
سوئد	۰/۵۳	۰/۳۵	عمان	۰/۳۱	۰/۳۰
بلغارستان	۰/۳۴	۰/۱۲	فیلیپین	۰/۵۰	۰/۶۱
چین	۱/۱۴	۰/۹۵	ترکیه	۰/۱۷	۰/۲۷
تونس	۰/۴۸	۰/۴۸	متوسط کشورها	۰/۴۸	۰/۵۷

ماخذ: دک، دمیرگوک و لوین (۲۰۰۰).

## پیوست ۲

در ارتباط با شاخص‌های بازار سهام و بانک بایستی به یک نکته بسیار مهم یعنی نحوه تامین مالی کشورها توجه داشت. به طوریکه شاخصهای توسعه مالی مبتنی بر این دو را بایستی با دقت بررسی نمود. چرا که رویکرد تامین مالی کشورها از یکدیگر متفاوت بوده و لذا این مساله در تحلیلهای مقایسه‌ای مسائلی را ایجاد می‌نماید.

اقتصاددانان مالی نزدیک به یک قرن است که در خصوص اهمیت مقایسه‌ای سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک و بازار سهام نظرات متفاوت و گاه متضادی را ابزار می‌دارند (گلداسمیت ۱۹۶۹، بوت و تاکور ۱۹۹۷، آلن و گیل ۲۰۰۰، دمیرگوت-کانت و لوین ۲۰۰۱). در برخی از کشورها تامین مالی مبتنی بر بازار سهام است و در برخی دیگر مبتنی بر بانک. برای مثال آمریکا نماد کشورهای سهام محور و آلمان نمونه کشورهای بانک محور است. بطوریکه نسبت دارایی بانک‌ها به تولید ناخالص داخلی در آلمان ۱۵۳ درصد و در آمریکا ۵۳ درصد است. به عبارت دیگر این نسبت در آلمان تقریباً سه برابر آمریکاست. گستردگی دارایی بانک‌ها بیانگر نقش و توان بانک‌ها در نظام مالی و صنعتی یک کشور است. این توان به بانک‌ها اجازه ارائه خدمات مالی مختلف از جمله تامین منابع مالی شرکت‌ها را می‌دهد. از سوی دیگر در آمریکا ارزش سرمایه شرکت‌های موجود در بازار سهام به تولید ناخالص داخلی تقریباً ۳/۴ برابر آلمان است. این نسبت بیانگر تفاوت نقش و اهمیت بازار سهام در این دو کشور است.

بازار سهام و بانک دو شیوه متفاوت تامین مالی هستند. دارندگان وجود مازاد یا پس‌اندازکنندگان می‌توانند بطور مستقیم در بازار سهام وجوه خود را در اختیار شرکت‌ها قرار دهند یا آنکه از طریق یک واسطه (بانک) منابع مازاد خود را به استقراض کنندگان داده و پاداش آن را دریافت کنند. هر یک از این دو شیوه یا بطور کلی هر یک از این دو نظام مالی، نقاط ضعف و قوت جداگانه‌ای دارند.

## ادامه پیوست ۲

تقریباً در تمام کشورهای جهان بانک‌ها و بازار سهام بطور توأم و همزمان وجود دارند. اما سیاست‌گذاران اقتصادی با ابزارهای مختلف یکی از این دو شیوه را محور قرار داده و شیوه دیگر را به عنوان ابزاری فرعی انتخاب می‌کنند. نظام مالی تعداد بسیار محدودی از کشورها سهام محور است و اکثر کشورها را می‌توان در الگوی بانک محور جای داد. علت گستردگی نظام بانک محور بر بازار سهام محور مقدمات و پیامدهای نظام مالی سهام محور است. رشد سالم بازار سهام نیازمند نظام حسابداری و حسابرسی توانمند، نظام حقوقی و قضایی دقیق، به هنگام و فراگیر و بازار شفاف مدیریت و نیروی انسانی و همچنین امکان جذب شرکت‌های ورشکسته توسط شرکت‌های رقیب است.

هر یک از مقدمات نظام مالی سهام محور، نیازمند تمهیدات گسترده است و هیچ یک در کوتاه‌مدت قابل وصول نیستند. استانداردهای حسابداری و حسابرسی را شاید بتوان در طول یک یا دو سال تدوین کرد اما تربیت نیروی انسانی برای اجرای آن و اداره اجرایی آن در شرکت‌های دولتی و خصوصی امری دیرپاب است. نظام حقوقی و قضایی دقیق، به هنگام و فراگیر که اختلافات میان مالکان و مدیران را رفع و رجوع کند و به مالکان اعتماد دهد که حقوق آنها توسط مدیران پایمال نخواهد شد ثمره توسعه بلندمدت است. کارکرد خوب بازار سهام نیازمند ورشکستگی شرکت‌های ناکارآمد است، در کشورهای سهام محور به ویژه آمریکا و انگلستان میزان ادغام و تملک شرکتها بسیار گسترده و غیرقابل مقایسه با سایر کشورهای پیشرفته است.

در نظام مالی بانک محور، تامین کنندگان منابع مالی بر اساس وضعیت کوتاه‌مدت و نوسانات بازار تصمیم به تغییر دارایی نمی‌گیرند. در نوسانات کوتاه‌مدت صبر می‌کنند و سعی خواهند کرد با ابزارهای مختلف شرکت را به وضعیت بهتر سوق دهند. بانک‌ها مالک بلندمدت شرکت محسوب شده و از همین رو با کاهش سود شرکت را منحل نمی‌سازند. در حالی که در نظام مالی سهام محور سهام‌داران مالک کوتاه‌مدت محسوب شده و با کاهش سود به فکر انتقال دارایی خود می‌افتند. در نتیجه ورشکستگی در نظام سهام محور بسیار گسترده‌تر از بانک محور است. البته ورشکستگی فی‌نفسه امری نامطلوب نیست. ورشکستگی به معنای حذف واحدهای غیرکارآمد است.



## ادامه پیوست ۲

در صحنه رقابت، واحدهای ضعیف جای خود را به واحدهای توانمندتر می‌دهند یا جذب آنها می‌شوند. نظام صنعتی که در آن شرکت‌ها ورشکست نمی‌شوند نظام بقاء ناکارآمد است. در واقع ورشکستگی، یکی از علائم حیاتی نظام اقتصادی است. اما باید توازنی میان ورود واحدهای کارا و ورشکستگی واحدهای ناکارآمد برقرار باشد.

فرض کنید شرکت‌های زیادی در بازار سهام ورشکست شوند و به دلایل متعدد از جمله فقدان دانش مدیریتی یا موانع قانونی یا محدود بودن ظرفیتهای انسانی و اداری، امکان ادغام و تملک این شرکت‌ها توسط شرکت‌های کارآمد میسر نباشد، در این صورت، خروج واحدهای غیرسودآور و عدم جایگزینی واحدهای تولیدی کارآمدتر به کاهش تولید ناخالص داخلی می‌انجامد. این چنین وضعیتی مشابه بیماری است که بدون جذب مواد مغذی، مواد زائد آن به سرعت دفع می‌شود. این وضعیت می‌تواند به مرگ فرد یا اقتصاد بیانجامد.

رمز موفقیت نظام بازار در چیزی است که شومپیتر آن را تخریب خلاق می‌خواند. واحدهای کارآمد، واحدهای غیرکارآمد را از صحنه بیرون می‌کنند اما تخریب واحدهای قبلی با خلق واحدها، فعالیت‌ها و اشتغال جدید و رشد اقتصادی همراه است.

## فهرست منابع و مآخذ

- ۱- مجموعه مقالات همایش نقش نهادهای مالی در توسعه اقتصادی، پژوهشکده پولی و بانکی، سال ۱۳۸۲
- ۳- خلعتبری، فیروزه. مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی، انتشارات شبابویز، سال ۱۳۷۱.
- ۳- خلیلی عراقی، مریم. عوامل مؤثر بر سرکوب مالی و سلسله مراتب ...، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، شماره ۲۲، سال ۱۳۸۴.
- ۴- ختایی، محمود، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، موسسه تحقیقات پولی و بانکی، سال ۱۳۷۸
- ۵- نظیفی، فاطمه، توسعه مالی و رشد اقتصادی در ایران، پژوهشنامه اقتصادی، ۱۳۸۳
- ۶- نورث، داگلاس، نهادها و تغییر نهادی، ترجمه محمد رضا معینی، انتشارات سازمان برنامه و بودجه، سال ۱۳۷۸.
- 7-Bagehot, Walter. [1873] 1991. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Philadelphia: Orion Editions.
- 8-BODURTHA, S. "Measuring Transactions Costs: The Brokers View," in *Trading Strategies and Execution Costs*, by Institute of Chartered Financial Analysts (New York: Institute of Chartered Financial Analysts, 1987).
- 9- beck,t., cemirguc-kunt, A. and Lerine, R. (2000) "A new database on the strocture and development of the financial sector" *The World Bank Economic Review*, Vol. 14,N.3, PP.597-605.
- 10-URKETT, P., and VOGEL, R. "Financial Assets, Inflation Hedges, and Capital Utilization in Developing Countries: An Extension of McKinnon's Complementarity Hypothosis," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 2 (May 1992).

- 
- 11-CHENERY, H., and STROUT, A. "Foreign Assistance and Economic Development," *American Economic Review*, Vol. 4, No. 1 (September 1966).
- 12-DORNBUSCH, R., and REYNOSO, A. "Financial Factors in Economic Development," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2 (May 1989).
- 13-GALBIS, V. "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach," *Journal of Development Studies*, Vol. 13, No. 2 (January 1977).
- 14-GREENWOOD, J., and JOVANOVIC, B. "Financial Development, Growth and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, Part 1 (October 1990).
- 15-KAPUR, B. "Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies," *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 4, Part 1 (August 1976).
- 16-KING, R., and LEVINE, R. "Finance, Entrepreneurship, and Growth—Theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3 (December 1993).
- 17-Levine Ross, Financial Development and Economic Growth, *Journal of Economic Literature*, June 1997
- 18-Lucas, Robert (1988). "On the Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics*.
- 19-Lynch, D. Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries, *The Developing Economies*, March 1996, in internet
- 20-MATHIESON, D. "Financial Reform and Stabilization in a Developing Economy," *Journal of Development Economics*, Vol. 7, No. 3 (September 1980).

- 21-MCKINNON, R. *Money and Capital in Economic Development* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973).
- 22-—————. *The Order of Economic Liberalization* (Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press, 1991).
- 23-Mina Baliamoune-Lutz, FINANCIAL LIBERALIZATION AND ECONOMIC GROWTH IN MOROCCO: A TEST OF THE SUPPLY-LEADING, [www.rh.edu/lsm/jbdn/jbdnv702.pdf](http://www.rh.edu/lsm/jbdn/jbdnv702.pdf)
- 24-Robinson J. (1952) *The Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan.
- 25-Rousseau, P. L., Wachtel, P. (الف), 2001. Inflation, financial development and growth. In: Negishi, T., Ramachandran, R., Mino, K. (Eds.), *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*. Kluwer Academic Publishers, Boston, MA, pp. 309-324.
- 26-Rousseau, P. L., Wachtel, P., 2001 (ب)  
[www.economia.uniroma2.it/ceis/conferenze\\_convegna/banking2001/papers/mercoledi/Rousseau-Wachtel.pdf](http://www.economia.uniroma2.it/ceis/conferenze_convegna/banking2001/papers/mercoledi/Rousseau-Wachtel.pdf)
- 27-Schumpeter, Joseph. [1911] 1934. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- 28-SCHUMPETER, J. *The Theory of Economic Development*, trans. R. Opies (London: Oxford University Press, 1961).
- 29-SHAW, E. *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).
- 30-TAYLOR, L. *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World* (New York: Basic Books, 1983).
- 31-VAN WIJNBERGEN, S. "Interest Rate Management in LDCs," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 3 (September 1983).