

### Financial System

وظیفه نظام مالی برقراری ارتباط و هدایت منابع مالی از افراد یا نهادهایی که مازاد منابع مالی دارند به نهادها یا افرادی که نیاز به آن دارد می‌باشد. در این راستا، نظام مالی ضمن تجهیز پس انداز و تخصیص بهینه منابع، اعمال کنترل مشارکتی، تسهیل مدیریت ریسک، تسهیل مبادلات کالا و خدمات را فراهم می‌کند. فرای (Fry, 1995) برای تمام نظام‌های مالی دو نقش ۱. مدیریت مکانیسم پرداخت‌های کشور ۲. واسطه‌گری میان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را معرفی می‌کند (فرای، ۱۳۹۰: ۳). شکل یک، اجزاء و روابط نظام مالی را نشان می‌دهد. همانگونه که ملاحظه می‌شود این نظام از دو بخش تأمین مالی مستقیم (از طریق بازار مالی) و تأمین مالی غیرمستقیم (توسط واسطه‌های مالی) تشکیل شده است. بازارهای مالی را به شکل‌های مختلف طبقه‌بندی می‌کنند که یک نوع طبقه‌بندی براساس مدت زمان سررسید ابزار بدهی (برای مثال گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام و ...) است. براین اساس، بازار معامله برای ابزار بدهی با سررسید بلندمدت را **بازار سرمایه** و بازار معامله برای ابزار بدهی کوتاه مدت را **بازار پول** می‌نامند (Fabozzi et al, 1389: 25). رایج‌ترین نوع بازار سرمایه، بازارهای سهام و اوراق قرضه هستند که در آن‌ها پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران ارتباط مستقیم دارند. بازارهای سرمایه به دنبال بهبود کارایی معاملات هستند. از ابزارهای رایج بازار پول نیز می‌توان اسناد خزانه، اوراق قرضه تجاری کوتاه‌مدت و گواهی سپرده را نام برد.

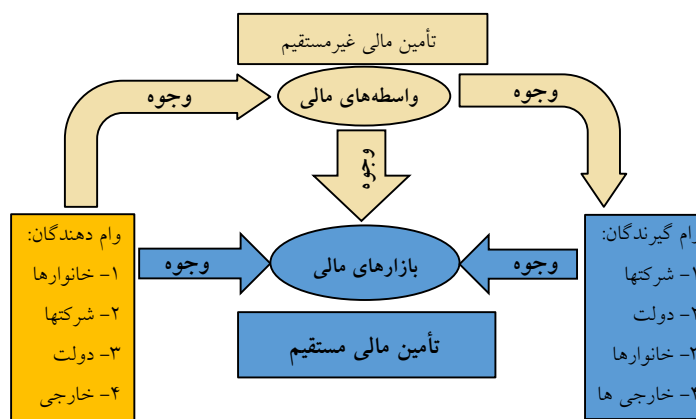
با توجه به اهمیت و نقش مهم تأمین مالی غیرمستقیم در نظام مالی بسیاری از کشورها از جمله ایران، در ادامه واسطه‌های مالی با جزییات بیشتری توضیح داده می‌شود و سپس توسعه مالی و شاخص‌های مربوطه به‌طور مختصر معرفی خواهند شد.

### واسطه‌های مالی (Financial Intermediaries)

واسطه‌های مالی نهادهایی هستند که منابع و وجوه را از وام‌دهندگان دریافت و به وام‌گیرندگان پرداخت می‌کنند. چون واسطه مالی (برای مثال بانک) میان تأمین‌کننده وجوه و وام‌گیرنده **واسطه‌گری** می‌کند به این روش تأمین مالی، تأمین مالی غیرمستقیم می‌گویند (شکل یک). علت تشکیل واسطه‌های مالی را به‌طور خلاصه، وجود هزینه‌های معاملاتی و عدم تقارن اطلاعات میان پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران در بازار مالی می‌دانند. منظور از هزینه معاملاتی، هزینه اعطای وام و همچنین هزینه نظارت بر وام‌گیرندگان است (Diamond, 1984: 393). عدم تقارن اطلاعات نیز به معنی یکسان نبودن اطلاعات پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان درخصوص میزان موفقیت یا عدم موفقیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری است. در چارچوب اطلاعات نامتقارن، نظارت می‌تواند به‌طور آشکارا، راهی برای بهبود کارایی باشد (فریکزاس و چارلز روچت، ۱۳۹۳: ۵۲). واسطه‌های مالی به‌دلیل حجم بالای اعتبارات اعطایی، تخصص لازم در انتخاب پروژه برای تأمین مالی را کسب نموده و با بهره‌گیری از کارشناسان حقوقی مربوطه ریسک **گزینه نادرست** (Adverse Selection) پروژه را کاهش می‌دهند. از آنجا که این واسطه‌ها در حجم بالایی اعطای وام دارند لذا میانگین هزینه‌های عملیات اعطای وام به‌دلیل صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس نیز کاهش می‌یابد. هزینه‌های معاملاتی را کاهش می‌دهند. لازم به توضیح است که عدم تقارن اطلاعات پیش از اعطای وام موجب **گزینه نادرست** یا انتخاب نامناسب می‌شود. این درحالی است که عدم تقارن اطلاعاتی پس از معامله (اعطای وام) موجب وقوع **خطرات اخلاقی** (Moral Hazard) می‌شود. خطرات اخلاقی به شرایطی اطلاق می‌شود که وام‌گیرنده به فعالیت‌هایی بپردازد که از دیدگاه وام‌دهنده نامطلوب و ناپسند است و طبق قرار و تفاهم نیست. این امر می‌تواند موجب کاهش احتمال بازپرداخت وام شود.

مالی با تأکید بر آزاد سازی نرخ بهره بود. اما بحران‌های پولی و بانکی موجب شد تا ابعاد و سیع‌تری از توسعه مالی مورد توجه قرار گیرد (کمیجانی و همکاران، ۱۳۸۹: ۷) و در برخی مطالعات از جمله مطالعه (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1999)، (Chinn & Ito, 2006)، کمیجانی و پوررستمی (۱۳۸۷) و کمیجانی و همکاران (۱۳۸۷)، نقش نهادهای قانونی و تنظیمی در توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نقش توسعه بخش مالی در فعالیتهای اقتصادی و همچنین با توجه به نقش نهادهای حکمرانی و تنظیمی در تعیین سطح توسعه مالی، می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که " توسعه مالی، فرآیند طولانی مدت ساخت نهادهایی است که پایه‌های اطلاعاتی و ظرفیتهای تحلیل نظام مالی را تعمیق می‌بخشد و همچنین قدرت نفوذ نهادهای مالی را با خلق ارزش در درون آنها و از طریق گسترده‌تر کردن ابزارها، توافقات و قراردادهای، در پاسخ به تغییرات محیطی و نیازهای بنگاه‌ها، خانوارها و دیگر عاملان اقتصادی افزایش می‌دهد." (UN, ESCAP, 1998: 5).

با در نظر گرفتن این تعریف، عموماً برای تبیین سطح توسعه مالی برای دو بخش واسطه‌های مالی و بازارهای مالی از شاخص‌های زیر استفاده می‌شود. شاخص‌های توسعه مالی در بخش واسطه‌های مالی چهار شاخص عمق مالی، بانک، شاخص سهم مطالبات بخش خصوصی به کل اعتبارات و شاخص سهم مطالبات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. از شاخص‌های معرفی شده برای بازارهای سرمایه، می‌توان به شاخص درجه باز بودن بازار سرمایه (Chinn & Ito, 2006) و شاخصهای سرمایه‌گذاری در بازار سهام به GDP و سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه خصوصی به GDP (Beck, et al., 2010) اشاره کرد. در ضمن، شاخص‌های نهادی مختلفی برای تعیین وضعیت توسعه مالی معرفی شده‌اند که در برخی مطالعات از شاخص‌های حکمرانی مانند: معیار کنترل فساد (Corruption)



شکل یک - جایگاه و نقش بازارها و واسطه‌های مالی در نظام مالی (پوررستمی، ۱۳۸۷).

### توسعه مالی Financial Development

برای درک بهتر تعریف توسعه مالی و ارائه تعریفی جامع از توسعه مالی لازم است تصویری کلی از نقش و جایگاه بخش مالی در اقتصاد داشته باشیم. مطالعات زیادی در خصوص نقش و تأثیر بخش مالی بر متغیرهای کلان اقتصادی صورت گرفته که در این میان، بخش گسترده‌ای از مطالعات به بررسی نقش و جایگاه بخش مالی در رشد اقتصادی کشورها پرداخته است. (King and Levine, 1993: 513) معتقدند « نظام‌های مالی بهتر، احتمال ابداعات موفق را بهبود و بنابراین به رشد اقتصادی شتاب می‌بخشند». استیگلیتز (۲۰۰۳) بخش مالی و اعتبار در مفهومی وسیع را تسهیل‌کننده فعالیت‌های اقتصادی می‌داند و سال‌ها پیش از او شومپتر (۱۹۱۲: ۷۴) بانکداران را عامل محوری در فرایند توسعه معرفی کرده است (Fry, 1988: 22). با گسترش مدل‌های رشد درونزا، بخش مالی به‌عنوان نهاد (Input) وارد تابع تولید شد. بگونه‌ای که در نسل دوم مدل‌های رشد درونزا، به نقش توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی تأکید شده است. در این گروه از مدل‌ها، که متأثر از مباحث مک‌کینون - شاو (۱۹۷۳) بودند، عمدتاً مقوله توسعه مالی محدود به آزادسازی

غیر مالی خصوصی به کل اعتبارات تخصیصی داخلی (بدون احتساب اعتبار به بانک‌های تجاری).

**شاخص سهم بخش خصوصی از GDP:** این شاخص معادل نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش غیر مالی خصوصی به GDP است. این یک شاخص استاندارد در ادبیات مالی و رشد است. مطالعات نشان داده است که رشد اقتصادی کشورهایی که سهم بالاتری از تولید ناخالص داخلی به بخش خصوصی اختصاص داده‌اند، سریعتر و سرعت کاهش فقر در آن کشورها سریع تر بوده است. (King and Beck, 1993; Beck, Levine, and Loayza 2000; Demirgüç-Kunt, and Levine 2007 نقل از Beck, et al. 2010: 81).

#### ثبات مالی: *Financial Stability*

ثبات مالی به معنی آن است که نظام مالی به اندازه‌ای قدرتمند باشد که در شرایط شوک اقتصادی، توانایی واسطه‌گری مالی و انجام پرداخت‌ها و توزیع مجدد ریسک را داشته باشد. تجربه کشورها حاکی از آن است ریشه بی‌ثباتی مالی، در رشد شدید بدهی‌ها و افزایش قیمت دارایی‌ها قرار دارد. بانک‌ها نقش مهمی را در افزایش اعتبار و واسطه‌گری پرداخت‌ها و در نتیجه در ایجاد ثبات مالی دارند. (Čihák, 2009: 9)

ثبات مالی بر حسب توان نظام مالی در انجام امور زیر تعریف می‌شود (Shinasi, 2006: 26):

- ۱- تسهیل در تخصیص بهینه منابع اقتصادی (در درون اقتصاد، میان بخش‌های اقتصادی و در طی زمان)، قیمت‌گذاری و تخصیص ریسک مالی و اقتصادی؛
- ۲- تسهیل و بهبود فرآیندهای اقتصادی مانند انباشت ثروت و رشد اقتصادی که منشاء سعادت اجتماعی است؛
- ۳- ایفای نقشی کلیدی از طریق پاسخگویی به شوک‌های خارجی و یا اجرای مکانیسم خود اصلاح، در شرایط افزایش تدریجی عدم توازن‌های اقتصادی.

حاکمیت قانون و نظم عمومی (Law and order)، معیار ثبات دولت (Government Stability) و کیفیت روال‌های اداری (Bureaucracy Quality) مورد استفاده قرار گرفته است. دمیرگیچ کانت و دترآگیاش (۱۹۹۸) تأثیر حاکمیت قانون (Rule of Law)، فساد، الزامات مناسب اجرای قراردادها (Contract Enforcement) را بر روی سطح توسعه مالی و از آن طریق بر رشد اقتصادی بررسی نموده‌اند (پوررستمی، ۱۳۹۰: ۵۷).

با توجه به اهمیت واسطه‌های مالی، در ادامه توضیح این شاخص‌ها بطور مختصر ارائه می‌شود.

**شاخص عمق مالی:** یکی از روش‌های رایج برای محاسبه اندازه واسطه مالی، میزان عرضه خدمات واسطه‌های مالی است. این روش با فرض اینکه عرضه خدمات مالی بیشتر به معنی وجود واسطه‌های مالی بزرگتر است تعریف شده است (ختائی و خاوری نژاد، ۱۳۷۵، ۴۵۵). این شاخص از نسبت بدهی‌های نقد به تولید ناخالص داخلی بدست می‌آید. بدهی‌های نقد (M3) مفهوم وسیع پول است که شامل اسکناس و مسکوک خارج از سیستم بانکی بعلاوه حساب‌های جاری و سایر بدهی‌های بهره دار بانک‌ها و واسطه‌های غیربانکی می‌شود. در برخی کشورها مانند ایران که داده‌های (M3) محاسبه نمی‌شود از داده‌های (M2) که همان پول بعلاوه شبه پول است استفاده می‌شود. شاخص عمق مالی در واقع شاخص توانایی واسطه‌گری مالی است (Beck, et al. 2010: 79).

**شاخص بانک:** این شاخص معادل نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی‌های سیستم بانکی (شامل بانک‌های تجاری و بانک مرکزی) است (ختائی و خاوری نژاد، ۱۳۷۵، ۴۵۶).

**شاخص سهم بخش خصوصی از اعتبارات بانکی:** این شاخص و شاخص بعدی برای ارائه تصویری از نحوه توزیع دارایی‌های داخلی بانک‌ها طراحی شده‌اند. مقدار این شاخص برابر است با نسبت مطالبات سیستم بانکی از بخش

رابطه مبهم بین نرخ بهره حقیقی و نرخ رشد در جانب تولید وجود دارد؛ این رابطه در مدل رومر بصورت یک رابطه منفی نشان داده شده است.

رابطه رشد اقتصادی و سرکوب مالی در ایران نیز مورد توجه بسیار از محققین قرار گرفته است که از جمله آنها می توان به مطالعه کمیجانی و سیفی پور (۱۳۸۵) و کمیجانی و پوررستمی (۱۳۸۷) اشاره کرد.

#### کتابشناسی

- پوررستمی، ناهید (۱۳۸۷). نقش نهادهای قانونی و مالی در توسعه مالی و رشد اقتصادی، رساله دکتری، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- پوررستمی، ناهید (۱۳۹۰). نقش نهادهای قانونی (عمومی) و تنظیمی در توسعه مالی با تأکید بر بخش بانکی، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال شانزدهم، شماره ۴۸، صص ۵۵-۸۵.
- ختایی، محمود و خاوری نژاد، ابوالفضل (۱۳۷۷). «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاست های پولی و ارزی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی «پژوهشکده»، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، صص ۴۴۹-۴۸۲.
- فرای، مکسول (۱۳۹۰). پول، بهره و بانکداری در توسعه اقتصادی، ترجمه اکبر کمیجانی، محمود مهدی احمد و ناهید پوررستمی، تهران: انتشارات موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.
- فریکزاس، خاویر و چالز روچت، ژان (۱۳۹۳). اقتصاد خرد بانکداری، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- فیوزی، فرانک؛ مودیلیانی، فرانکو و فری، مایکل (۱۳۸۹). مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، تهران: انتشارات پیشبرد.
- کمیجانی، اکبر؛ پوررستمی، ناهید (۱۳۸۷). تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه اقتصادهای کمتر توسعه یافته و نوظهور)، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال دوازدهم، شماره ۳۷، صص ۳۱-۵۱.
- کمیجانی، اکبر؛ عبادی، جعفر و پوررستمی، ناهید (۱۳۸۷). آزادسازی مالی و نقش آن در توسعه مالی با توجه به توسعه نهادی و قانونی (مقایسه کشورهای کمتر توسعه یافته و نوظهور)، مجله نامه مفید، دوره ۲۴، شماره ۶۹ (اقتصاد)، صص ۳-۳۰.

بحث ثبات مالی در سال های اخیر مورد توجه سازمان ها و نهادهای مالی بین المللی قرار گرفته است. بانک های مرکزی و نهاد های مالی، برای نشان دادن میزان ثبات مالی، گزارش های منظمی را منتشر می نمایند. تا پایان سال ۲۰۱۷ بیش از ۶۰ کشور گزارش های ثبات مالی (Financial Stability Reports) را منتشر کردند (سایت مرکز گزارش های ثبات مالی). در این گزارش ها به تعریف شاخص هایی عینی در خصوص ابزارهای بانک های مرکزی برای کسب سلامت سیستم مالی، ثبات مالی، اطلاعات و ... پرداخته می شود. (Čihák, 2009). این گزارش ها از ابعاد مختلف مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند که به عنوان نمونه می توان از مطالعه کورا و همکاران (۲۰۱۷) نام برد (Correa, et al. 2017).

#### سرکوب مالی: Financial Repression

مداخله دولت ها در بازارهای مالی از طریق تعیین سقف نرخ سود سپرده های بانکی، نرخ های بالای ذخایر قانونی، دخالت در نحوه توزیع اعتبارات بانکی، وضع قوانین و مقررات محدودکننده حساب جاری و حساب سرمایه، باعث پایین آمدن نرخ سود بانکی به سطحی کمتر از نرخ تورم و در نتیجه نرخ بهره حقیقی منفی می شود (Demetrides and Andrianova, 2004: 49) و (کمیجانی و پوررستمی، ۱۳۸۷: ۳۲). این شرایط، که در متون اقتصادی به شرایط سرکوب مالی موسوم است، اولین بار توسط مک کینون (McKinnon, 1973) مطرح شد. تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی ابتدا توسط رویینی و سلا-ای-مارتین (Roubini and Sala-i-Marti, 1992) ، و سپس در مطالعات زیادی از جمله مطالعه کینگ و لوین (King and Levine, 1993: 523-527) و در مدل رومر (Romer, 1990) مورد بررسی قرار گرفت. کینگ و لوین نشان داده اند که در تعادل عمومی یک

<sup>1</sup> <http://www.centerforfinancialstability.org/fsr.php?> , 5 July, 2020.

ناهید پوررستمی

گروه مطالعات جنوب و شرق آسیا و اقیانوسیه، دانشکده مطالعات

جهان، دانشگاه تهران، تهران، ایران

کمیجانی، اکبر؛ متوسلی، محمود و پوررستمی، ناهید (۱۳۸۸). چارچوب نظری تعیین عوامل موثر بر توسعه مالی. فصلنامه پژوهشها و سیاست‌های اقتصادی، سال هفدهم، شماره ۵۰: ۳۰-۵.

کمیجانی، اکبر و رؤیا سیفی‌پور (پاییز ۱۳۸۵). «بررسی اثرات سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران»، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2010). Financial institutions and markets across countries and over time: The updated financial development and structure database. *The World Bank Economic Review*, 24(1), 77-92.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

Čihák, M. M. (2006). *How Do Central Banks Write on Financial Stability?* (No. 6-163). *International Monetary Fund*.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). *Benchmarking financial development around the world*. *World Bank policy research working paper*, 6175, 1-54.

Correa, R., Garud, K., Londono, J. M., & Mislav, N. (2017). *Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports*. Available at SSRN 3091943.

Demetrides, P. and Andrianova, (2004). "Finance and Growth: What We Know And What We Need To Know", *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Palgrave Macmillan, pp. 38-65.

Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1999). Financial liberalization and financial fragility. The World Bank.

Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393-414.

Fry, M. J. (1995). *Money, interest, and banking in economic development*. Johns Hopkins University Press.

King, Robert G. and Levine, L. (1993). "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of monetary Economics*, 32, pp. 513-542.

Romer, P. M. (1990). Endogenous technological change. *Journal of political Economy*, 98(5, Part 2), S71-S102.

Roubini, Nouriel and Sala-i-Martin, Xavier (1992). "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 34.

Shinasi, G. (2006). *Financial Stability-Theory and Practices*. IMF, Washington DC, USA.

Stiglitz, Joseph, E., and Greenwald, Bruce (2003). *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge University Press.

United Nations, Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (1998), "Financial Sector Reform, Liberalization and Management for Growth and Stability in the Asian and the Pacific Region: Issues and Experiences".