

معمای بازارهای نوظهور «شگفتی» نظام مند

• کارشناس ارشد مدیریت مالی از دانشگاه امام صادق
(ع) و کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
سازمان بورس و اوراق بهادار

کشورها/اقتصادهای سوسیالیستی پیشین (با
برچسب «کشورهای انتقالی»^۱) و بعضی از
کشورهای «توسعه یافته» که بازار سرمایه
توسعه یافته‌ای (عمدتاً به دلیل داشتن نظام
مالی بانک محور^۲) ندارند را نیز شامل می
شود.
امروزه، تعیین تمام کشورهایی که می‌توان ادعا
کرد کشورهای دارای بازار نوظهور هستند،
بسیار مشکل است. دامنه آنها واقعاً گسترده
و کشورهای دارای بازار نوظهور بسیار
متنوع هستند. نمی‌توان به راحتی مشابهت

مقدمه
از
ابتدای دهه ۱۹۸۰ که برای اولین
مرتبه واژه «بازارهای نوظهور»
توسط صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی
برای تشریح عملکرد کشورهای که
چارچوب نهادی آنها در حال تغییر بود،
مورد استفاده قرار گرفت، نظریات علمی
هنوز نتوانسته‌اند یک نظریه منسجم و نظام
مند در رابطه با بازارهای نوظهور ارائه کنند.
این واژه در طول زمان به یک واژه عمومی
تبدیل شده است، به طوری که در ابتدا تنها
شامل کشورهای در حال توسعه (عمدتاً در
آسیا و آمریکای لاتین) می‌شد، ولی اکنون

1 Transitional Countries
2 Bank-Based Financial System

زیادی بین بعضی از کشورهای انتقالی (مانند روسیه) و ستاره‌های جدید آسیا (مانند هند) پیدا کرد. کشورهای انتقالی دارای ساختار اقتصادی، نظام حقوق مالکیت و نظام سیاسی کاملاً متفاوتی هستند، در حالی که ستاره‌های جدید آسیا، نظام حقوقی قوی، نظام حقوق مالکیت نسبتاً با ثبات و نگرشی یکپارچه به قانون دارند. در ابتدا، اقتصادهای انتقالی بسیار نویدبخش بودند. بعضی از آن‌ها در طول زمان ثابت کردند که عملکرد خوبی دارند (کشورهای اروپای مرکزی)، ولی بعضی دیگر در بهره‌برداری از فرصتهای پیش آمده ناموفق بودند (کشورهای اروپای شرقی). به طور مشابه، بسیاری از بازارهای نوظهور نویدبخش در آمریکای لاتین نیز مجموعه ای از بحران‌های نظام مند را در دهه ۱۹۹۰ تجربه کردند که به شدت اعتبار آن‌ها را به عنوان مکان‌های بالقوه سرمایه‌گذاری خدشه دار کرد. ویژگی‌های اساسی بحران‌های مالی دهه ۱۹۹۰ که هم‌چون اثر دومینو در سرتاسر جهان منتشر شد و به بسیاری از اقتصادهای دارای بازار نوظهور آسیب وارد آورد، نواقص و مشکلاتی بود که در چارچوب نهادی و توانایی آن‌ها برای مقابله با نقص بازار، شکست بازار و چالش‌های مدیریت مخاطره وجود داشت.

ثابت شده است که مدل‌های کلاسیک توسعه یافته برای «کشورهای صنعتی»، برای کشف مشخصه‌های اقتصادهای نوظهور مفید نیستند. نظریات علمی به دو طریق با این چالش مقابله کرده‌اند: انطباق مدل‌های کلاسیک موجود و توسعه مدل‌های جدیدی که در پی شناسایی مشخصه‌های بازارهای نوظهور هستند. ادعا می‌شود بازارهای نوظهور در اوایل دهه ۱۹۹۰ که کشورهای در حال توسعه پس از یک دهه بحران بدی، مجدداً به سرمایه‌های خارجی دست پیدا کردند، با فرصت بزرگی مواجه شدند (Bekaert & Harvey, ۲۰۰۳). آزادسازی بازار^۳ معمولاً به عنوان اولین گام در انتقال نظام‌های مالی «منزوی» تلقی می‌شد (Sevc, ۱۹۹۹)، در حالی که روند جهانی سازی در انتهای دهه ۱۹۹۰ و اوایل دهه ۲۰۰۰، مساله ادغام بازارهای مالی را پررنگ‌تر کرد. به طور کلی، در صورت یکسان بودن مخاطره و بازدهی مورد انتظار دارایی‌ها، بدون توجه به کشور و منطقه جغرافیایی، ادغام انجام می‌شود. آزادسازی، موجب ورود سرمایه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی به بازارهای سرمایه

داخلی و افتتاح شعب بانک‌های خارجی در کشورهای در حال توسعه و انتقالی شد. عوامل سیاسی زیادی در برابر این روند (به اشتباه) مقاومت کردند زیرا اعتقاد داشتند که نفوذ بازار خارجی، حق حاکمیت (اقتصادی) ملی را از بین می‌برد و در نهایت نیز به اسارت کشور توسط کشورهای خارجی، به ویژه شرکت‌های چند ملیتی^۴ (MNCs) منجر می‌شود. بحران‌های آسیا و آمریکای لاتین نیز



کشورهای انتقالی دارای ساختار اقتصادی، نظام حقوق مالکیت و نظام سیاسی کاملاً متفاوتی هستند، در حالی که ستاره‌های جدید آسیا، نظام حقوقی قوی، نظام حقوق مالکیت نسبتاً با ثبات و نگرشی یکپارچه به قانون دارند

نشان داده‌اند که ورود سرمایه‌های بین‌المللی می‌تواند تأثیرات منفی داشته باشد و توانایی بانک مرکزی در هدایت سیاست‌های پولی و ثبات نرخ ارز را تحت تأثیر قرار داده و ناپایداری بازارهای مالی داخلی را افزایش دهد (به‌ویژه اگر وابستگی شدیدی به سرمایه‌گذاران خارجی پدید آمده باشد).



آزادسازی، موجب ورود سرمایه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی به بازارهای سرمایه داخلی و افتتاح شعب بانک‌های خارجی در کشورهای در حال توسعه و انتقالی شد

به طور کلی، بازارهای نوظهور یک معمای در حال پیشرفت، هم برای دانشمندان و هم برای سیاست‌گذاران هستند. مشکل دانشمندان، عملی نبودن مدل‌ها و مشکل سیاست‌گذاران، به نتیجه نرسیدن سیاست‌هایشان است. بنابراین شایسته است تحقیق بیشتری در رابطه با بازارهای نوظهور انجام شود. دامنه موضوعات تحقیق، واقعاً گسترده است: از قیمت‌گذاری حقوق صاحبان سهام، مخاطره و بازدهی و حفظ نقدینگی گرفته تا حل مساله (تکراری) وام‌های بانکی نکول شده^۵. ارزش بررسی کلیه این موضوعات به یک اندازه است و به

ترتیب در مورد آن‌ها بحث خواهد شد.

خطرهای ناشی از بازارهای نوظهور

همه با این مطلب موافق هستند که بازارهای نوظهور، بسیار خاص بوده و پی بردن به همه ویژگی‌های آن‌ها، اگر نگوییم غیر ممکن، مشکل است. حتی هنگامی که محققان، کشورهای دارای بازارهای نوظهور (بزرگ) را برمی‌شمارند (Garten, ۱۹۹۶)، طبقه بندی مشترکی ارائه نمی‌شود و در نتیجه گمانه زنی‌ها برای تعیین معیار طبقه بندی‌ها (عاملی که باعث می‌شود یک بازار نوظهور، جزء بازارهای نوظهور بزرگ به حساب آید) شروع می‌شود. به نظر می‌آید بازارهای نوظهور، منابع فراوانی دارند، دارای ساختار نهادی ضعیفی هستند، از کمبود قوانین رنج می‌برند و ثبات سیاسی آن‌ها زیر سوال است، ولی کسی نیست بگوید که آیا همه این معیارها در یک بازار نوظهور به طور یک‌جا جمع می‌شوند و آیا یک بازار نوظهور باید حتماً چنین ویژگی‌هایی داشته باشد.

بحران‌های (مالی) اوایل دهه ۱۹۹۰، مقیاس مساله اطلاعات نامتقارن^۶ در اقتصادهای نوظهور را نشان دادند. هم خطر اخلاقی^۷ و هم انتخاب معکوس^۸ به شدت در اقتصادهای دارای بازار نوظهور وجود دارند و بانک مرکزی و سایر مراجع قانونی به علت ضعف نهادی نمی‌توانند این مسائل را به خوبی حل کنند و روند موجود را تغییر دهند. نظریات علمی به علامت‌های اخطار دهنده‌ای برای مسائل پیش آمده اشاره کرده‌اند که ممکن است (البته حتماً) به بحران منجر شود: (۱) عدم اعتبار ترانزنامه بخش مالی، (۲) افزایش نرخ بهره، (۳) افزایش عدم اطمینان و (۴) عدم اعتبار ترانزنامه بخش غیرمالی به علت تغییر قیمت دارایی‌ها (Mishkin, ۱۹۹۶). با توجه به این‌که واسطه‌گری‌های مالی نقش مهمی در بازارهای نوظهور ایفا می‌کنند، علامت اول بسیار حساس است. هرچند نمی‌توان (به علت کمبود تحقیقات جامع) اظهار نظر کرد، ولی به نظر می‌آید با وجود این‌که قدرت‌های استعماری پیشین که بر کشورهای دارای بازار نوظهور حکومت می‌کردند، خود دارای نظام مالی بازار محور یا عملکرد خوب بودند، بخش عمده کشورهای دارای بازار نوظهور دارای نظام مالی بانک محور هستند. بانک‌ها نقش مهمی در کاهش پدیده عدم تقارن

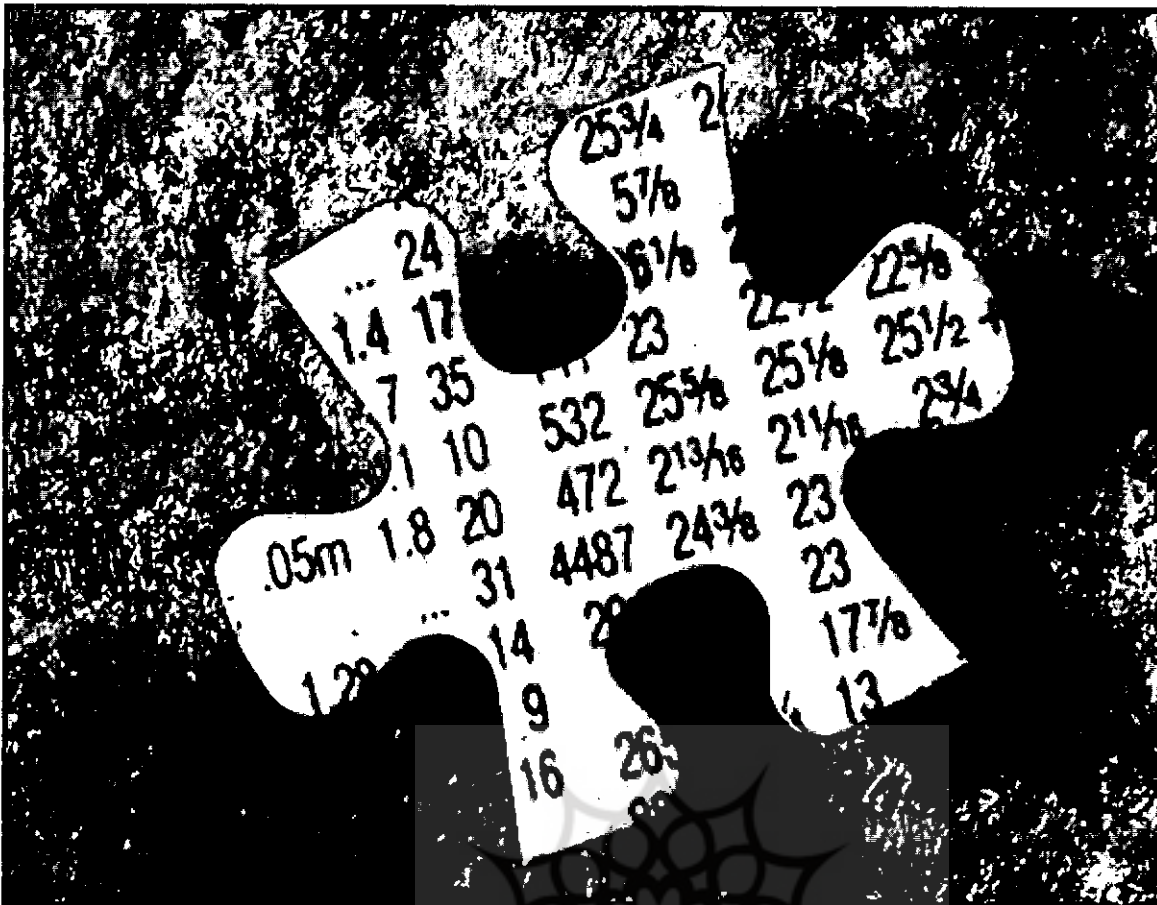
۶ Asymmetric Information
7 Moral Hazard
8 Adverse Selection

۴ Multi-National Corporations
۵ Non-Performing Bank Loans

۳ Market Liberalisation



بازارهای نوظهور یک معمای در حال پیشرفت، هم برای دانشمندان و هم برای سیاست‌گذاران هستند



خواهد گذاشت.

افزایش عدم اطمینان در اقتصاد تاثیر منفی بر ترانزنامه بنگاه‌های اقتصادی غیر مالی دارد و ارزش ویژه آن‌ها را به شدت کاهش می‌دهد. در اعطای وام، ارزش ویژه غالباً جایگزین یک وثیقه خوب می‌شود. اگر شرکت ارزش ویژه بالایی داشته باشد، وام دهنده تمایل بیشتری به افزایش مقسدر وام پیدا خواهد کرد یا در صورت نکول، شرکت می‌تواند دارایی‌های خود را برای پوشش هزینه‌هایش بفروشد. ولی کاهش شدید در بازار سهام، ارزش روز ارزش ویژه شرکت را کاهش و در نتیجه خطر اخلاقی و انتخاب معکوس را افزایش می‌دهد (Bemanke and Gertler, 1989). کاهش در بازار سهام و در نتیجه کاهش ارزش ویژه، ارتکاب وام گیرندگان به خطر اخلاقی را افزایش می‌دهد که به نوبه خود، وام دهندگان را محتاط تر، حجم اعطای وام را کمتر و رشد فعالیت‌های اقتصادی را کندتر می‌کند. ولی تجربه نشان داده است که در بازارهای نوظهور، به ندرت به عملکرد بازار سهام به عنوان علامت قابل اتکاء سلامت اقتصاد نگریسته می‌شود، زیرا فعالیت‌های سفته بازی در این بازارها بسیار زیاد است.



هم خطر اخلاقی و هم انتخاب معکوس به شدت در اقتصادهای دارای بازار نوظهور وجود دارند و بانک مرکزی و سایر مراجع قانونی به علت ضعف نهادی نمی‌توانند این مسائل را به خوبی حل کنند و روند موجود را تغییر دهند

باشد. در بازار اعتباری محدود، در صورت افزایش نرخ بهره، تنها سفته بازان و کسانی که با سوءاستفاده‌های مالی فعالیت می‌کنند قادر به پرداخت هزینه بالای استقراض خواهند بود. آن‌ها حاضر به پرداخت هر قیمتی هستند و احتمالاً هم باورشکستگی مواجه می‌شوند. این امر به افزایش عدم اطمینان منجر می‌شود که به نوبه خود دوباره منجر به افزایش قیمت خدمات مالی می‌شود. سوال متبادر به ذهن این است که آیا واسطه‌های مالی هنگامی که عدم اطمینان به مخاطره تعبیر می‌شود می‌توانند باز هم قضاوت کنند یا نه. ناتوانی در مواجهه با تغییر، به بازاری ساکن منجر می‌شود و تاثیر منفی بر کل اقتصاد و رشد اقتصادی کشور

اطلاعات دارند هم دیاموند (1983) و هم استیگلتز و ویس (1983) نشان داده‌اند که بانک‌ها نسبت به اشخاص، هزینه‌های نظارتی کمتری دارند و چون توانایی تهدید به تحمیل مجازات و عدم اعطای وام در آینده دارند، می‌توانند انضباط بیشتری حاکم کنند. همچنین بانک‌ها مزایایی نیز در جمع آوری اطلاعات و برقراری ارتباط برای کسب اطمینان از رعایت مقررات دارند (Mishkin, 1998). در واقع، نقش بانک‌ها در جمع آوری اطلاعات مالی (تجاری) در بازارهای نوظهور، مهم‌تر از کشورهای توسعه یافته است (Pejas-Suarez & Weltsbrod, 1994). ولی مانند همه صنایع بسیار قانونمند، (علیرغم بعضی از علامت‌های انحصار طبیعی) نظارت و کنترل رعایت قوانین از اهمیت بالایی برخوردار است. اگر رعایت قانونمند مقررات تضمین نشود، علاوه بر پدید آمدن ترانزنامه‌های بی اعتبار و شایعاتی در مورد فقدان اعتماد به نهادها، به راحتی نظام بانک محور غالب می‌شود و آشفتگی کامل بازارها را فرامی‌گیرد.

در بازارهای شکستنده با عمق کم، افزایش (به ویژه افزایش شدید) در نرخ‌های بهره می‌تواند علامت یک بحران قریب‌الوقوع



ناتوانی در مواجهه با تغییر، به بازاری ساکن منجر می‌شود و تاثیر منفی بر کل اقتصاد و رشد اقتصادی کشور خواهد گذاشت

در نتیجه وام دهندگان ارزش ویژه را برای اعطای وام کافی نمی‌دانند و بیشتر به سمت وثیقه متمایل می‌شوند. هرچند این امر منطقی است ولی بدان معنا نیست که همیشه در عمل چنین اتفاقی می‌افتد. بازارهای نوظهور با ظرفیت نهادی محدود، غالباً با مساله فساد مواجه هستند و غالب اعتبارها تحت فشارهای سیاسی و اجتماعی اعطا می‌شود و نه بر اساس معیارهای صحیح اقتصادی.

ویژگی‌های بازارهای نوظهور

ویژگی کشورهای دارای بازار نوظهور، ظرفیت نهادی پایین است. نهادها در ظاهر وجود دارند ولی یا کارکرد آنها در حد مورد انتظار نیست یا این که در جهت نامناسبی قرار گرفته است. نتیجه هر دو به یک اندازه بد است. در حالت اول، نهادها به سادگی در حیات اجتماعی وارد نمی‌شوند و نقش مثبتی ایفا نمی‌کنند. این مساله نشان می‌دهد که چارچوب نهادی در عمل یک پوسته توخالی است. در حالت دوم نهاد به ظاهر وارد حیات اجتماعی می‌شود ولی این نقش آفرینی یا ناقص است یا نامناسب. مثال این حالت، گشت پلیس راهنمایی و رانندگی است که نقض قوانین راهنمایی و رانندگی را مشاهده می‌کند ولی راننده را به علت نداشتن مدارک مربوطه جریمه می‌کند. مساله دیگر، فساد و بی‌توجهی به قانون است. در واقع، شکاف موجود بین نظام حقوقی (مجموعه منطقی هنجارهای حقوقی) و نظم حقوقی (آنچه که به عنوان رفتار اجتماعی در بکارگیری هنجارها استنباط می‌شود) بسیار زیاد است که در حالت شدید خود به حالت کلاسیک شکست نظام حقوقی منجر می‌شود. مثال چنین «انفجار درونی» در نهادها، نیروی پلیس آلبانی شمالی است که بنابر گزارش‌ها در دهه ۱۹۹۰، به جای اهتمام به نظم عمومی، در برابر ملیت‌های خارجی مرتکب جرم می‌شد. فساد گسترده هرگونه نظم نهادی را از بین می‌برد و این امر تنها مساله موجود در شرایطی است که کل نظام به سمت «انفجار درونی» پیش می‌رود.

برای مدتی کشورهای دارای بازار نوظهور، درگیر فرآیند ظرفیت‌سازی شده بودند. معمولاً به این مساله به عنوان توسعه نهادی نگریسته می‌شود و کلیه فعالان کلیدی را در اجرای بهتر وظایف توانمند می‌سازد. این کشورها با مسائل اساسی چون کارایی و

اثربخشی نظام حقوقی و فرآیندهای قضایی، الزامات حسابداری و افشاء، انضباط بازار، کنترل و نظارت عقلایی (اقدام بازدارنده)، سیاست پولی و توانایی بانک مرکزی در حفظ ثبات قیمت‌ها، نظام نرخ ارز و غیره مواجه هستند. مسائل دیگری نیز در ارتباط با اقتصاد دارای بازار نوظهور در هدایت سیاست‌های مربوط به مسائل مرتبط وجود دارد: آزادسازی بازار مالی سرمایه، کنترل سرمایه، ثبت منظم



در بازار اعتباری محدود، در صورت افزایش نرخ بهره، تنها سفته‌بازان و کسانی که با سوءاستفاده‌های مالی فعالیت می‌کنند قادر به پرداخت هزینه بالای استقراض خواهند بود

فعالیت‌های موجودیت‌های خارجی (عمدتاً واسطه‌های مالی)، تغییر ساختار اقتصاد (از طریق خصوصی‌سازی و فعالیت‌های مرتبط) و غیره.

اگر به معماری نهادی توجه شود، اولین مساله ای که بی‌تردید نظرها را جلب می‌کند، نظام حقوقی و توانایی دستگاه قضایی در اجرای



کاهش در بازار سهام و در نتیجه کاهش ارزش ویژه، ارتکاب وام‌گیرندگان به خطر اخلاقی را افزایش می‌دهد که به نوبه خود، وام‌دهندگان را محتاط‌تر، حجم اعطای وام را کمتر و رشد فعالیت‌های اقتصادی را کندتر می‌کند

قانون است. قانون باید آزادی‌های اساسی را تضمین و نظام حقوق مالکیت را به درستی تعریف کند. اگر در این زمینه در نظام حقوقی کشوری ثبات وجود نداشته باشد، بعید است سرمایه‌گذار خارجی به این کشور وارد شود و با کشوری مواجه شود که از بازارهای سرمایه بین‌المللی دور مانده است. با توجه به این که تعداد بسیار کمی از اقتصادهای بزرگ خودکفا هستند، این کشورهای منزوی شکست می‌خورند و اقتصادهایشان به شدت غیر رقابتی شده و نمی‌توانند در برابر رقابت (در حال افزایش) بازار بین‌المللی دوام بیاورند. هرچند کره شمالی، کوبا و بلاروس، مثال‌های خوبی از نظام‌هایی هستند که هم از

نظر اقتصادی و هم از نظر سیاسی از جهان خارج به دور مانده‌اند، ولی به تصویر کشیدن این کشورهای منزوی مشکل است. هم‌چنین مسائل حل‌نشده حقوق مالکیت، واسطه‌گری مالی را به شدت با مشکل مواجه می‌سازد. بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، حتی در کشورهای دارای بازار نوظهور تمایل ندارند در کسب و کارهای مخاطره‌آمیز مورد تردید و «آشفته» سرمایه‌گذاری کنند، زیرا وضعیت مالکیت در این شرایط بسیار مبهم است. حقوق مالکیت خوب (یا به طرز شایسته) تعریف شده، به بانک‌ها امکان می‌دهد برای اعطای وام وثیقه دریافت نمایند. البته این بدان معنا نیست که نظام حقوقی سالم، موقعیت اعتباردهنده را ایمن می‌سازد.

بررسی اثربخشی نظام قضایی نیز لازم است. اگر بررسی دعاوی در دادگاه بیش از حد طول بکشد، حکم دادگاه ارزش خود را از دست خواهد داد. تناسب قانون در نظام قضایی برای رسیدگی به دعاوی، مساله مهمی برای ارزیابی اعتبار کشور است. اغلب هم نظام حقوقی و هم نظام قضایی مشکل دارند. برای مثال، رویه‌های ورشکستگی در کشورهای در حال توسعه غالباً دست و پاگیر و بی‌جهت پیچیده است و منجر به تاخیر در حل دعاوی می‌شود که منشا تعارض اند. حال اگر کسی (به دلیل استنباط ویژه حقوق اجتماعی) مساله حمایت از حقوق وام‌دهندگان را نیز همان‌طور که در نظام سنتی حقوقی اروپا وجود داشت به این نظام اضافه کند، وضعیت پیچیده‌تر خواهد شد. فرآیند ظرفیت‌سازی در مورد نظام حقوقی و قضایی، غالباً با اصلاح حقوقی پیچیده و گسترده‌ای شروع می‌شود. غالباً قوانین مکتوب هستند و از مدل موفق یک کشور توسعه یافته استفاده می‌کنند.

البته این الگوبرداری معمولاً در حد مبانی است و بومی‌سازی می‌شود و در نهایت نیز به نتایج مشابهی منجر می‌شود. البته همیشه چنین نیست. برای مثال، شیلی، مصلح جوان دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ از نظام قانونگذاری آمریکا تقلید کرد و به دستیابی به نتایج مشابه نتایج آمریکا انتظار داشت دست پیدا نکرد. شیلی، اگر چه عملکرد نسبتاً بهتری نسبت به سایرین داشته ولی هنوز یک کشور در حال توسعه (یک بازار نوظهور) است. هرچند شرایط تغییر کرده است ولی رعایت مقررات و احترام به قانون، عموماً مشکل بزرگ بازارهای نوظهور



شیلی، مصلح جوان دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ از نظام قانونگذاری آمریکا تقلید کرد و به دستیابی به نتایج مشابه نتایج آمریکا امید داشت، ولی به آنچه که انتظار داشت دست پیدا نکرد



تضمین حسن اجرای کار مطالبه نمایند، اصلاح نظام حسابداری می تواند هم از درون و هم از برون انجام شود (Krzywda, Bailey &)



ویژگی کشورهای دارای بازار نوظهور، ظرفیت نهادهای پایین است. نهادها در ظاهر وجود دارند، ولی یا کارکرد آنها در حد مورد انتظار نیست یا این که در جهت نامناسبی قرار گرفته است

Schroeder (1995). یک تجربه جالب توجه، کشور نیوزلند است که در آن مدل مبتنی بر الزامات افشا (که از بازار به عنوان ابزار کنترل رفتار بانک ها استفاده می کند) جایگزین مدل نظارتی کلاسیک شد (Moortock, 1996); Nicholl (1996). بانکها و سایر نهادهای مالی و اعتباری به ارائه صورت های مالی فصلی ملزم شدند که حداقل اطلاعات لازم در مورد کیفیت دارایی ها، وضعیت کفایت سرمایه، فعالیت های وام دهی، سودآوری و رتبه فعلی آنها (که توسط مؤسسه رتبه بندی خصوصی مشخص شده است) را ارائه می دهد. غالباً بانک هایی که از یک اندازه معین بزرگ تر هستند، باید حداقل توسط دو



بازارهای نوظهور با ظرفیت نهادهای محدود، غالباً با مساله فساد مواجه هستند و غالباً اعتبارات تحت فشارهای سیاسی و اجتماعی اعطای می شود و نه بر اساس معیارهای صحیح اقتصادی

مؤسسه رتبه بندی اعتباری رتبه بندی شوند. الزام به شفاف سازی معمولاً همراه با الزامات حسابرسی جزئی تر و مفصل تر مطرح می شود. برای مثال در نیوزلند، بانکها باید دفاتر قانونی خود را قبل از ارسال به بانک مرکزی حداقل دو مرتبه حسابرسی کنند. البته همان طور که جهت تهیه یک نسخه خلاصه برای عموم مردم الزاماتی وجود دارد (در نیوزیلند باید یک خلاصه دو صفحه ای از هر ترازنامه ای منتشر شود) باید سازوکاری برای ارتباط با عموم مردم نیز طراحی و مستقر شود.

مطمناً سیستم نظارتی مبتنی بر بازار یک نوآوری مبارک است ولی هم چنان این سؤال

است. متون علمی به خوبی اهمیت حمایت از حقوق سرمایه گذاران و نقش قانون در تسهیل توسعه مالی را مستند کرده اند (LaPorta, Shleifer and Vishny, 1997; 2000). ولی متون علمی حقوقی کمی راجع به رعایت مقررات وجود دارد. عدم کارایی نظام حقوقی غالباً به سابقه ضعیف حاکمیت شرکتی کشورهای دارای بازار نوظهور استناد داده می شود (Earle, Frydman, 1993; Frydman and Rapaczynski, 1996; Gray, and Rapaczynski, 1997; Vishny). بنابراین اصلاح نظام حقوقی غالباً به عنوان سنگ بنای اصلاح ظرفیت سازی نهادهای، به ویژه در کشورهایی که نظام سیاسی شان به طور ناگهانی تغییر یافته است، تلقی می شود (Verheijen and Coombes, 1998; Verheijen & 1999).

مانع مهم دیگر در برابر اقتصادهای دارای بازار نوظهور، استانداردهای نامناسب حسابداری است. سازمان های بین المللی مالی (IMF)، بانک جهانی، OECD، EBRD، ADB و غیره) به کارگیری استانداردهای بین المللی حسابداری / استانداردهای بین المللی گزارش دهی مالی (IFRS/IAS) را به عنوان ابزار بهبود شفافیت و کیفیت گزارش های مالی در کشورهای در حال توسعه و انتقالی توسعه می دهند. هر چند مساله استانداردهای حسابداری منحصر به کشورهای در حال توسعه نیست و بعضی از کشورهای صنعتی نیز علیرغم برخورداری از قواعد حرفه ای و قوانین حسابداری قوی و منظم (مانند ژاپن)، با چنین مساله ای درگیر هستند. بنابراین در این مورد هم نهادهای کردن چارچوب صحیح حسابداری، اولین اقدامی است که باید انجام شود.

اقدامات بعدی باید تضمین کند که الزامات افشا هم انتظارات سرمایه گذاران و هم انتظارات ناظران را برآورده می کند و هم چنین عملیات حسابداری موجود می تواند کاربرد مؤثر استانداردهای حسابداری (یا قوانین حسابداری) را موجب شود. گلدستین و ترنر (1996) و گلدستین (1997) این مساله را بررسی کردند و اقداماتی را جهت بهبود استانداردهای حسابداری و اطمینان از اثربخشی الزامات افشا به خصوص در نهادهای مالی، پیشنهاد دادند. تجزیه و تحلیل تغییرات حسابداری در اقتصادهای انتقالی نشان داده است هنگامی که سرمایه گذاران بین المللی برای اجرای تغییراتی که سود آنها را تضمین می کند فشار بیاورند و ناظران داخلی نیز الزامات افشای بهتری را برای



مانع مهم دیگر در برابر اقتصادهای دارای بازار نوظهور، استانداردهای نامناسب حسابداری است

باقی است که آیا این سیستم برای کشورهای با ظرفیت نهادهای کم و نهادهای شان ظرفیت جذب کمی دارند، مناسب است یا نه؟ این مدل واقعاً پیشرفته نیازمند سپرده گذاران مطلع و آموزش دیده ای است که بتوانند از مزایای اطلاعات منتشر شده استفاده کنند. هم چنین این مدل می تواند برای کشوری مناسب باشد که اکثر بانک های آن تحت تملک شرکتها خارجی است و در واقع همان طور که نظارت اصلی در کشورهای خارجی بر آن شرکتها انجام می شود، کشور دارای بازار نوظهور نیز از یک نظارت برون سپاری شده برخوردار می شود. بنابراین در مراحل اولیه توسعه بازار نوظهور، باید بر شیوه قانون گذاری کلاسیک تأکید شود که مستلزم کاربست قوانین صحیح حسابداری و گزارش دهی است. کشورهای دارای بازار نوظهور با مشکل جدی



تجزیه و تحلیل تغییرات حسابداری در اقتصادهای انتقالی نشان داده است هنگامی که سرمایه گذاران بین المللی برای اجرای تغییراتی که سود آن‌ها را تضمین می‌کند فشار بیاورند و ناظران داخلی نیز الزامات افشای بهتری را برای تضمین حسن اجرای کار مطالبه نمایند، اصلاح نظام حسابداری می‌تواند هم از درون و هم از بیرون انجام شود

رقبا منجر می‌شود بنابراین کشورهای دارای بازار نوظهور باید به سرعت حیطة کنترل قوانین را مشخص کنند و از ظرفیت نهادی دستگاه‌های نظارتی و قانون‌گذاری جهت اجرای قوانین مطمئن شوند. در شرایطی که قانون قابلیت اجرا ندارد نهادهای تحت نظارت تمایلی به افشای اطلاعات به ناظران و عموم ندارند و اطلاعات را نزد خود نگه می‌دارند. هم‌چنین اگر کسی برای قانون و مقررات احترام قایل نشود، ناظران نیز ممکن است از انجام وظیفه طفره روند، یا این‌که به علت تطمیع یا عدم رضایت



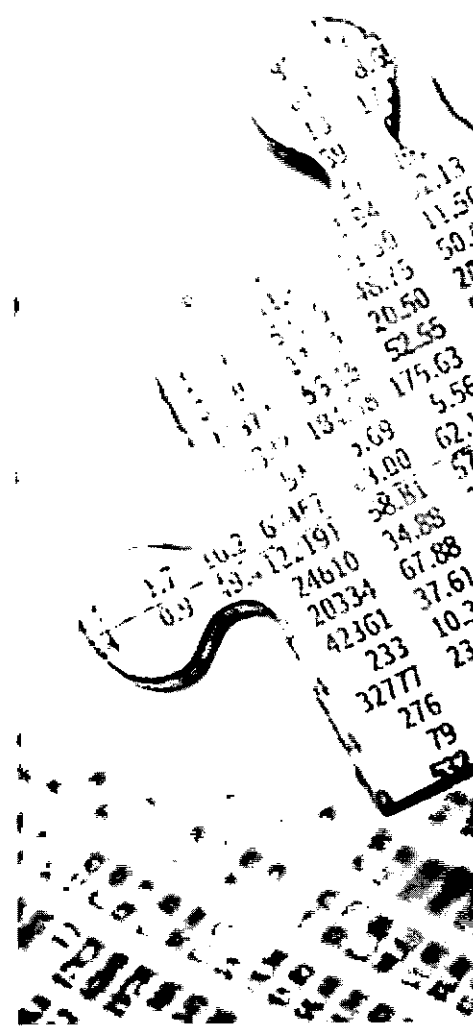
مطمئن‌آسیستم نظارتی مبتنی بر بازار یک نوآوری مبارک است ولی هم‌چنان این سؤال باقی است که آیا این سیستم برای کشورهای با ظرفیت نهادی کم که نهادهای شان ظرفیت جذب کمی دارند، مناسب است یا نه؟

شغلی، تمایلی به انجام وظایف خود به نحو صحیح نداشته باشند. اقدامات دیگر می‌تواند شامل معرفی الزامات تهیه اطلاعات درباره رتبه‌بندی اعتباری و الزام سازمان‌ها به تهیه امتیازهای رتبه‌بندی اعتباری قبل از ورود یا ادامه فعالیت در بازار باشد. البته این چیزی است که می‌تواند از نهادهای تحت نظارت خواسته شود. این در حالی است که در بازارهای توسعه‌یافته‌تر، حمایت از پدیده خود انتظامی سیاست مؤثری برای الزام کلیه فعالان بازار به درگیر شدن در فعالیت‌های قانون‌گذاری و اطمینان یافتن از تفکیک صحیح بین قانون‌گذاری و نظارت

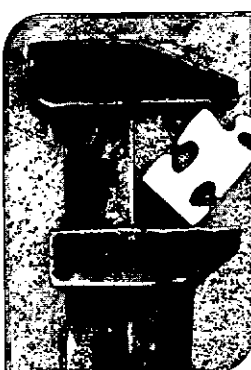
است. تردیدهای زیادی وجود دارد که آیا خودانتظامی می‌تواند در مراحل اولیه فرآیند انتقال در کشورهای دارای بازار نوظهور مؤثر باشد یا نه (به Sevic ۱۹۹۷ مراجعه شود) در کشورهای توسعه یافته، عوامل قانون‌گذاری می‌توانند از طریق ترغیب اخلاقی عمل کنند و به‌طور غیرمستقیم بر گزینه‌های مورد اتخاذ عوامل بازار تأثیر گذارند. در کشورهای دارای بازار نوظهور، نهادها اعتماد اجتماعی نسبتاً کمی دارند و بنابراین مجبورند از سیاست‌های توصیه‌ای استفاده کنند البته ممکن است این توصیه‌ها پیش از حد لازم شود. برای مثال، گزارش‌هایی وجود دارد (مراجعه شود: Sevic, ۱۹۹۹) که در آن بانک مرکزی به بانک‌ها توصیه کرده است سبد اوراق بهادار دولتی خود را افزایش دهند و حتی پارا از این نیز فراتر نهاده و اجازه استفاده از اوراق بهادار دولتی را برای مقاصد داده است که معمولاً به بانک‌ها مربوط نیست (برای مثال، پرداخت تعهدات مالیاتی همراه با تخفیف زیاد).

هم‌چنین کشورهای دارای بازار نوظهور هنگام اجرای نظارت مؤثر سرمایه، با مشکل مواجه‌اند، زیرا اکثر ابزارهای مورد استفاده آن‌ها برای نظارت تغییرات سرمایه، ابزارهای مدیریتی (البته نه صرفاً مدیریتی) هستند نه اقتصادی (Sevic & Sevic, ۱۹۹۸). در صورت وجود یک بحران، دولت (و/یا بانک مرکزی) معمولاً به وضع محدودیت‌هایی برای انتقال سرمایه متوسل می‌شود و انتظار دارد برائس این کار از نرخ فعلی ارز حمایت شود البته تحقیقات تجربی (مراجعه شود: Kaminsky, Lizondo & Reinhart, ۱۹۹۷) نشان داده‌اند که این امر تنها یک مورد (اتفاق) نیست. نظارت سرمایه عموماً عاملی است که از ورود سرمایه‌ها به کشور جلوگیری می‌کند، به‌خصوص سرمایه‌هایی که برای مقاصد تولیدی قابل استفاده هستند بنابراین، کشورهای دارای بازار نوظهور باید حتی در شرایط بحرانی نیز در پی یافتن حالت تعادل بین تمایل به جلوگیری از فرار سرمایه‌ها از طریق کنترل سرمایه‌ها و نیازهای توسعه کشور باشند.

ویژگی مهم دیگر کشورهای دارای بازار نوظهور حضور فعال شرکت‌ها و نهادهای دولتی است. سیاست‌های اعتباری فعال دولت غالباً یا از طریق وام‌دهی مستقیم توسط دولت (و/یا توسط بانک مرکزی به نیابت از دولت) یا از طریق سیاست‌هایی



در پیاده‌سازی انضباط بازار مواجه‌اند. آن‌ها هنگام اجرای قانون‌واستناداردهای حسابداری و افشاء اطلاعات، مطمئن نیستند که فعالان بازار قبل از ورود به فعالیت‌های تجاری آگاهی زیادی در باره مخاطره‌های موجود از خود نشان می‌دهند. مخاطره‌پذیری زیاد، همراه با تعداد در حال ازدیاد ورشکستگی‌ها، ثبات بازار را تهدید می‌کند. قانون‌گذاران و ناظران، مسئول پیاده‌سازی انضباط بازار هستند. البته در حالت ایده‌آل، فعالان بازار نیز مشتاق برقراری انضباط در بازار هستند زیرا آن‌ها نیز از انضباط بازار منتفع می‌شوند. هر چند در بازارهای با مقررات ضعیف و ناظران ناکارآمد، فعالان بازار (نگاه‌های اقتصادی) تمایل به اتخاذ اقدامات ناهمسو با مقررات و قوانین هستند، ولی به هر حال کسب سود زیاد توسط آن‌ها، به زیان مشتریان و/یا سایر



ویژگی مهم دیگر کشورهای دارای بازار نوظهور حضور فعال شرکت‌ها و نهادهای دولتی است



تلاش ادبیات مربوط به بازارهای نوظهور، طبقه‌بندی کشورهای دارای بازار نوظهور به گروه‌های عملکردی و ارزیابی عملکرد هر گروه است. به نظر می‌آید که این گروه‌ها مدت زمان زیادی به‌خصوص در زمان بحران، عمر نمی‌کنند. برای مثال، در اروپای مرکزی، مجموعه‌ای از کشورها (مجارستان، لهستان و چکاسلوواکی) وجود دارد که غالباً به عنوان «اقتصادهای پیشرفته انتقالی» تحسین می‌شوند. هرچند این کشور در اواخر دهه ۱۹۹۰ که بحران‌ها بر غالب آن‌ها تأثیر گذاشتند، الگوهای عملکردی بسیار متنوعی به نمایش گذاشتند و مسائل خود را به روش‌های مختلف حل کردند.

هرچند ویژگی‌های مشترکی بین کشورهای دارای بازار نوظهور وجود دارد ولی تفاوت‌های موجود بین آن‌ها بسیار زیاد است. به‌خصوص هنگامی که مسأله ادغام و چالش‌های جهانی سازی و رقابت بین‌المللی مطرح می‌شود. این مقاله نگرانی‌های اصلی درباره کشورهای دارای بازار نوظهور و ویژگی‌های نهادی مشترک آن‌ها را مد نظر قرار می‌دهد. مسأله اصلاح حقوقی و قانونی هم چنان مسأله مهمی باقی می‌ماند و حتی کشورهای توسعه‌یافته نیز به اصلاحات محدودی برای حفظ توان رقابت‌پذیری خود نیاز دارند (مراجعه شود: Sevcik, 1997). هم‌چنین مسأله کنترل سرمایه‌ها

کل فرآیند آزادسازی حاکم کرد. بنابراین، تشریح موفقیت و یا عدم موفقیت آزادسازی، وظیفه دولت‌های ملی است. البته طبق آخرین نظریات، آزادسازی همراه با جهانی‌سازی و ادغام بین‌المللی مطرح می‌شود (برای تحقیق



بنابراین در مراحل اولیه توسعه بازار نوظهور، باید بر شیوه قانون‌گذاری کلاسیک تأکید شود که مستلزم کاربست قوانین صحیح حسابداری و گزارش‌دهی است

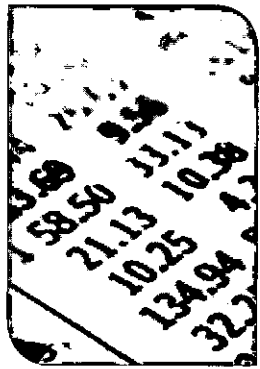
به (Bekaert & Harvey, 2003 مراجعه شود).

نتیجه‌گیری

تحقیقات راجع به بازار نوظهور در دهه ۱۹۹۰ بسیار رایج شده است. به‌خصوص هنگامی که بحران‌های ناگهانی پیش آمدند و به لزوم پاسخ‌گویی به چالش‌های انتقال، نه تنها در اقتصادهای کم‌نویس قبلی و متمرکز و اقتصادهای در حال توسعه، بلکه در اقتصادهای صنعتی نیز پی برده شد. هم‌چنین باید توجه داشت مدل‌های کلاسیکی که در تشریح روند کشورهای توسعه‌یافته و صنعتی خوب بوده‌اند، در تشریح ویژگی‌های بازارهای نوظهور لزوماً اثربخش نیستند.

که وام‌دهندگان تجاری را به اعطای وام به صنایع و/یا بخش‌های صنعتی مورد حمایت سیاست‌های صنعتی دولت سوق می‌دهد، اجرا می‌شود. هرچند روند خصوصی‌سازی در کشورها بعضی از این مسائل را مدنظر قرار می‌دهد، ولی در درازمدت به نتیجه‌ای نمی‌رسد. البته خصوصی‌سازی در کشورهای دارای بازار نوظهور سازمان یافته است ولی فرآیندی است که در طولانی مدت به تغییر در ساختار اقتصادی منجر می‌شود (مراجعه شود: Sevcik, 2000). به علاوه، حضور فعال و تسلط تصاحب بازار توسط نهادهای دولتی به‌خصوص در بخش مالی، به شدت نظام بانک‌داری و مالی را تضعیف می‌کند.

وقتی کشورهای دارای بازار نوظهور فرآیند آزادسازی را شروع کردند، عضوی از آن گروه شدند. هرچند آزادسازی باید یک فرآیند خوب مدیریت شده باشد ولی ممکن است خود به یک فاجعه منجر شود. اگر آزادسازی بد سازمان‌دهی شود، یا همراه با یک مدیریت ضعیف باشد، توسط عموم به عنوان گشودن غیر ضروری درها به سوی سرمایه و نفوذ خارجی و در نتیجه منجر به از دست رفتن استقلال (اقتصاد) و تسلیم منافع ملی کشور به سرمایه‌گذاران و شرکت‌های خارجی تلقی می‌شود. برای اطمینان یافتن نسبت به نتایج آزادسازی، لازم است عوامل سیاسی و اجتماعی مشخصی را از قبل بر



وقتی کشورهای دارای بازار نوظهور فرآیند آزادسازی را شروع کردند، عضوی از آن گروه شدند

Sevic, Z. (1997), "Law and Economics of (Economic) Policy Reform", in: Z. Sevic and G. Wright, eds. *Transition in Central and Eastern Europe*. Belgrade: YASF. Vol. 1, pp. 152-172.

Sevic, Z. (1999), *Bank Restructuring in Central and Eastern European Countries as a Part of Macroeconomic Changes towards Market Oriented Economies*. Belgrade: BCPFRS and Cigolja Štampa.

Sevic, Z. (2000), "Problems of Institutional Design in Economic Development: Economic Structure and Financial System Concepts Revisited", *Naše gospodarstvo/Our Economy*, 46(4), pp. 467-486.

Sevic, Z. and A. Sevic (1998), "Monetary Policy in a Transitional Economy: Some Open Questions and the Experience", *Economic Systems*, 22(3), September 1998, pp. 299-304.

Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-784.

Stiglitz, J.E. and A. Weiss (1983), "Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets", *American Economic Review*, 73, pp. 912-927.

Theriou, N.G., P. Chatzoglou, D. Maditinos and V. Aggelidis (2004a), "The Cross-Section of Expected Stock Returns: An Empirical Study in the Athens Stock Exchange", *Accounting and Finance in Transition*, 1, pp. 529-551.

Theriou, N., V. Aggelidis and T. Spiridis (2004b), *Empirical Testing of Capital Asset Pricing Model*, paper presented at the 2nd International Conference on Accounting and Finance in Transition, 9-11th July, 2004, Kavala, Greece.

Verheijen, T. ed. (1999), *Civil Service Systems in Central and Eastern Europe*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Verheijen, T. and D. Coombes (1998), *Innovations in Public Management: Perspectives from East and West Europe*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

(1997), *Leading Indicators of Currency Crises*. IMF Working Paper WP/97/79. Washington, D.C.: The International Monetary Fund.

Krzywdia, D., D. Bailey and M. Schroeder (1995): "A Theory of European Accounting Development Applied to Accounting Change in Contemporary Poland", *The European Accounting Review*, 4(4), pp. 625-657.

LaPorta, R. F. Lopezde Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (1997), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155.

LaPorta, R. F. Lopezde Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3-27.

Maditinos, D., Z. Sevic and N. Theriou (2004), "Users' Perception and Investment Strategies Employed at the Athens's Stock Exchange", paper presented at the 2nd International Conference on Accounting and Finance in Transition, 9-11th July, 2004, Kavala, Greece.

Mishkin, F. S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *Annual World Bank Conference on Developing Economies*, pp. 29-62.

Mishkin, F. S. (1998), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Reading: Addison Wesley Longman. Volume 31 Number 12, 2005.

Mortlock, G. (1996), "A New Disclosure Regime for Registered Banks", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 59(1), pp. 21-29.

Nicholl, P. (1996), "Market Based Regulation", paper presented on IERD Conference on Preventing Banking Crises, April.

Rojas-Suarez, L. and S. R. Weisbrod (1994), *Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges*. IMF Working Paper, No. WP/94/117, Washington, D.C.: The International Monetary Fund.

نیز مهم است، به خصوص اگر بانک مرکزی کشور دارای بازار نوظهور ظرفیت نهادی کمی داشته باشد و در مدیریت چالش‌های بین‌المللی با ابزارهای مبتنی بر بازار ناتوان باشد و به ابزارهای مدیریتی متوسل شود. مسائل قانون‌گذاری، خودانتظامی و نظارت نیز باید بدون نسخه‌برداری از مدل‌های مورد استفاده توسط کشورهای صنعتی، بلکه با تکامل آن مدل‌ها و توجه به نیازهای کشور دارای بازار نوظهور، مورد توجه قرار گیرد.

منابع:

Bekaert, G. and C. R. Harvey (2003), "Emerging Market Finance", *Journal of Empirical Finance*, 10, pp. 3-55.

Bernanke, B. S. and M. Gertler (1989), "Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79, pp. 14-31.

Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp. 394-414.

Earle, J. R. Frydman and A. Rapaczynski, eds. (1993), *Privatisation in the Transition to a Market Economy: Studies of Preconditions and Policies in Eastern Europe*. London: Pinter.

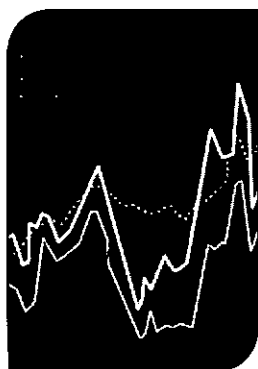
Frydman, R. C. W. Gray, and A. Rapaczynski, eds. (1996), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Budapest: Central European University Press.

Garsten, J. E. (1996), *The Big Emerging Markets*. *The Columbia Journal of World Business*, Summer, pp. 6-31.

Goldstein, M. (1997), *The Case for an International Banking Standard*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Goldstein, M. and P. Turner (1996), *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. BIS Economic Papers No. 46. Basle: Bank for International Settlements.

Kaminsky, G. L. S. Lizondo and C. M. Reinhart



هر چند ویژگی‌های مشترکی بین کشورهای دارای بازار نوظهور وجود دارد ولی تفاوت‌های موجود بین آنها بسیار زیاد است. به خصوص هنگامی که مسأله ادغام و چالش‌های جهانی سازی و رقابت بین‌المللی مطرح می‌شود