

# زمینه‌های توسعه مالی اقتصاد

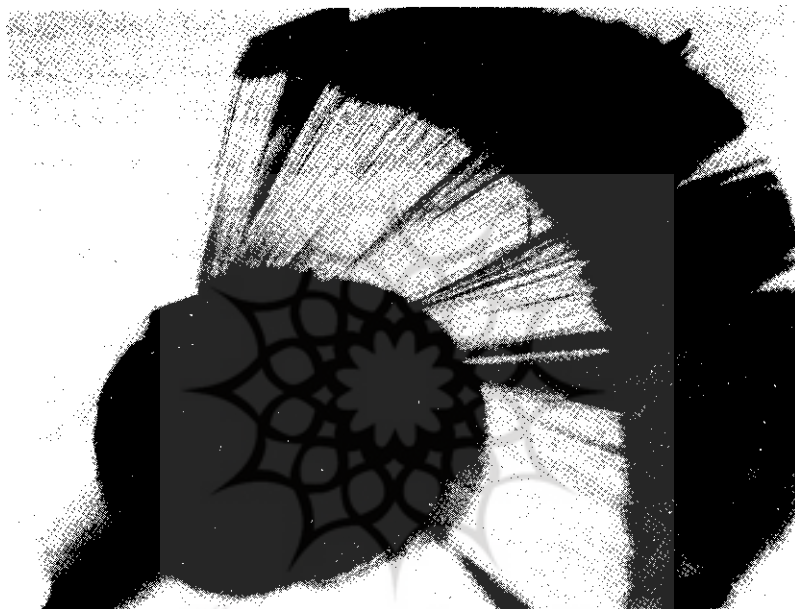
توسعه مالی ابزار، موسسات و بازارهای مالی را در برمی‌گیرد و در این میان، موسسات مالی، بخش اساسی و توسعه بخش بازار مالی را تشکیل می‌دهند.

دکتر حسین کدخدانی

موسسات مالی در دو گروه واسطه‌های مالی و موسسات تخصصی دسته‌بندی می‌شوند. در گروه واسطه‌های مالی می‌توان از بانکهای تجاری، اتحادیه‌های پولی، بانکهای پس‌انداز، موسسات پس‌انداز و وام، موسسات امانی، شرکتهای بیمه عمر، شرکتهای بیمه اموال،

صندوق‌های بازنشستگی، موسسات سرمایه‌گذاری مسکن و شرکتهای اجاره‌نامه برد و درگروه دوم که موسسات مالی تخصصی می‌باشند معامله‌گران و کارگزاران اوراق بهادار، بانکهای سرمایه‌گذاری، بانکهای رهنی موسسات متفرقه، ارائه‌دهنده یک نوع خاص یا تعدادی از خدمات مالی حضور دارند.

داراییهای مالی که در گروه مصارف موسسات مالی دیده می‌شود و در ترازنامه (نمودار ۱) خلاصه شده است در واقع سرمایه‌گذاری‌ها و داراییهای مالی و واقعی سایر فعالان اقتصادی محسوب می‌شود. از این دیدگاه واسطه‌های مالی ارائه‌دهنده



رشد اقتصاد بدون توسعه مالی امکان‌پذیر نیست. توسعه مالی ابزار، موسسات و بازارهای مالی را در برمی‌گیرد و در این میان، موسسات مالی، بخش اساسی و توسعه بخش بازار مالی را تشکیل می‌دهند. در واقع موسسات مالی زمینه‌ساز رشد ابزار و بازار مالی هستند.

برپایه تحقیقات

متعدد، که برخی از آنها در جدول شماره ۱ منعکس است، موسسات و ابزارهای مالی از یک رابطه مثبت با توسعه و رشد اقتصادی برخوردار می‌باشند و اغلب اقتصاددانان رشد مالی را مقدمه‌ای بر ایجاد جهش در فرایند توسعه اقتصادی می‌شمارند.

جهان توسعه یافته، رشد اقتصادی پایدار را در نتیجه گسترش موسسات مالی و تنوع‌پذیری ابزارها کسب کرده و روند توسعه انواع موسسات مالی (جدول شماره ۲) بیانگر این رشد تدریجی در یک اقتصاد توسعه یافته مانند امریکا می‌باشد.

نقش و سهم موسسات مالی موسسات مالی با هدفهای ارائه خدمات به جامعه، تامین رشد و سهم بازار و ایجاد حداکثر بازدهی به فعالیت می‌پردازند. در خدمات مورد ارائه، اعطای اعتبار، سیستم پرداخت، ایجاد و گسترش حجم پول و انجام پس‌انداز به عنوان وظایف اساسی موسسات مالی نام برده شده است. در واقع انواع خدمات مالی قابل ارائه توسط موسسات مالی (پس‌اندازی و غیرپس‌اندازی) طیف گسترده‌ای از نیازهای فعالان اقتصادی را پوشش می‌دهد که این نوع خدمات در (جدول شماره ۳) گردآوری شده است.

خدمات بازرگانی به جامعه هستند که در (نمودار ۲) مشهود می‌باشد.

بنابراین موسسات مالی یک نقش مهم و اساسی در تبدیل امکانات اقتصادی از قبیل زمین، نیروی انسانی، مدیریت و تخصص به اقسام مختلف داراییهای مالی را عهده‌دار هستند و ایفای این نقش علاوه بر اینکه داراییهای موجود در اقتصاد را نقدینگی و جریان بیشتر می‌بخشد تحول و توسعه اقتصادی را نیز امکان‌پذیر می‌سازد.

#### گستره بهینه موسسات مالی

موسسات مالی در بازار مالی و در سه گروه بازار پول<sup>۱</sup>، بازار سرمایه<sup>۲</sup> و بازار تامین اطمینان<sup>۳</sup> فعالیت دارند. در این مجموعه گسترده، فعالیت انواع موسسات مالی در تامین مالی، خدمات مالی و سرمایه‌گذاری و تقلیل و توزیع ریسک خلاصه می‌شود. طیف متنوع بازارهای مالی گستره فعالیت موسسات مالی در نمودار ۳ قابل ارائه می‌باشد.

موسسات بازار پول را بانکهای تجاری، بانکهای تخصصی، بانکهای سرمایه‌گذاری، صندوقهای بازنشستگی و موسسات مالی غیربانکی عمومی و تخصصی تشکیل می‌دهند. در بازار سرمایه شرکتی کارگزاری، معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، شرکتیهای سرمایه‌گذاری، بازارسازان، موسسات سرمایه‌گذاری با خدمات مدیریت پورتنوی<sup>۴</sup> و ... فعالیت دارند. بازار سوم یا بازار تامین اطمینان، در اختیار موسساتی از قبیل خریداران دیون و اسناد دریافتی، موسسات تامین استراتژی‌های تقلیل و توزیع ریسک، مشاوران مالی و سرمایه‌گذاری، شرکتیهای سرمایه‌گذاری با بازده ثابت و نسبی قرار دارد.

گستره بهینه موسسات مالی در یک ساختار مالی بهینه متصور و فراهم می‌باشد. ابعاد تکامل یافته این ساختار که

جدول شماره ۱- تاکید پژوهش‌ها بر نقش موسسات مالی

نتیجه تحقیق	پژوهشگران	زمان تحقیق
اولین نظریه اقتصادی بیانگر رابطه موسسات مالی و تحول اقتصادی	Schumpeter	۱۹۲۴
رابطه رشد اقتصاد با عرضه گسترده موسسات و خدمات مالی	Patrick	۱۹۶۶
رشد ضعیف داراییهای مالی در کل GNP (کمتر از ۱٪) در اثر تعداد محدود اوراق بهادار اولیه و توسعه ناکافی موسسات مالی	J.Gurley	۱۹۶۷
ارزیابی ابزارها و داراییهای مالی با نسبتهای داراییهای مالی و داراییهای مالی	Goldsmith & Gurley	۱۹۶۹
درآمدسراجه و ثروت ملی رابطه مثبت بین تعداد موسسات مالی و رشد اقتصادی	Cameron	۱۹۷۲
رابطه مثبت بین رشد مالی و توسعه اقتصادی	Drake & Stammer	۱۹۸۰

مأخذ: زمینه‌های تحول مقررات بازار سرمایه‌های هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی؛

حسین کدخدائی ۱۳۷۶

جدول شماره ۲- رشد موسساتی در بازار مالی آمریکا

موسسات مالی	۱۹۴۰	۱۹۶۰	۱۹۸۰
Credit Unions	۹۲۰۲	۲۰۴۵۶	۲۱۴۶۷
Saving & Loan Associations	NA	۶۳۲۰	۴۵۹۲
Life Insurances	۱۳۴	۲۸۲	۴۰۲
Finance Companies	NA	۲۹۶۱	۲۳۷۶
Investment Companies	۷۳	۱۶۱	۱۰۷۱

مأخذ: Financial Institutions, Rose & Fraser, 1988

نمودار ۱- خلاصه ترازنامه یک موسسه مالی

منابع	مصارف
بدهیها (حساب مشتریان) xxx	داراییهای مالی xxx
سرمایه (ارزش ویژه) xxx	داراییهای غیرمالی (واقعی) xxx

بنابر نظریه اقتصاددانان معاصر بویژه ریبزنسکی (Rybczinski, 1985) در سه موقعیت تدریجی شکل می‌گیرد، در بیشتر

جوامع در حال توسعه با نارساییهای شدید مواجه می‌باشد. کشورها به تناسب توسعه مالی از موقعیت اول (بانک محوری) به

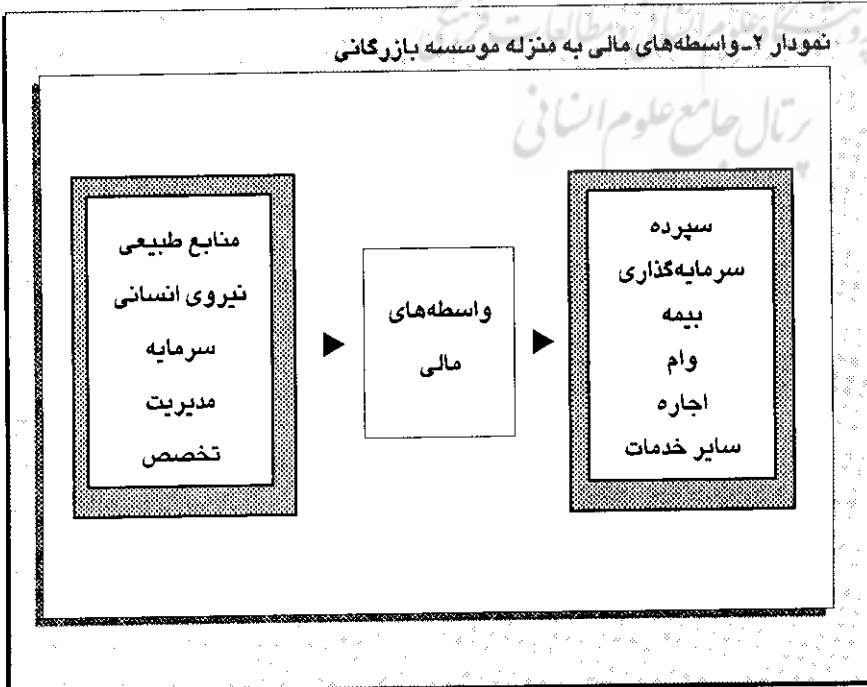
موقعیت میانی (بازار محوری) و سپس به موقعیت متکامل (کاملاً بازار محور) وارد می‌شوند.

در موقعیت اول سیستم مالی به طور عمده محدود و منحصر به شبکه بانکی

جدول شماره ۳- توسعه خدمات مالی در مؤسسات مالی آمریکا

	Banks		Saving and Loans		Insurance Companies		Retailers		Security Dealers	
	1960	1984	1960	1984	1960	1984	1960	1984	1960	1984
Checking	x	x		x	x		x			x
Savings	x	x	x	x	x		x			x
Time deposits	x	x	x	x	x		x			x
Installment loans	x	x		x	x		x			x
Business loans	x	x			x		x			x
Mortgage loans	x	x	x	x	x		x			x
Credit cards		x		x	x		x	x		x
insurance					x	x		x		x
Stocks,bonds, brokerage		x		x		x		x	x	x
Underwriting									x	x
Mutual funds						x		x	x	x
Real estate				x		x		x		x
Interstate facilities		x		x		x		x		x

نمودار ۲- واسطه‌های مالی به منزله موسسه بازرگانی



در این وضعیت در افق محدود با شعاع عمل ضعیف و در قلمرو سیستم بانکی فعالیت می‌کند. در موقعیت دوم سیستم مالی مجهز به دو بازار پول و سرمایه می‌باشد و مؤسسات متعدد مالی و پولی و سرمایه‌گذاری، گردش عملیات مالی در گستره بازار را امکان‌پذیر می‌سازند.

برخلاف دو موقعیت اول و دوم، در موقعیت سوم یا در شرایط استقرار سیستم مالی کاملاً بازار محور، هر سه بازار فعال هستند و علاوه بر انواع مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری، مؤسسات و بازارهای تقلیل و توزیع ریسک، عمق و وسعت بازار مالی و افزایش ریسک‌پذیری و نقدشوندگی سریعتر سرمایه‌گذاری‌ها را تسهیل می‌کنند. نمودار ۴ توسعه تکاملی ساختار مالی

مبتنی بر دیدگاه ریبزنسکی را نشان می دهد.

### مؤسسات مالی و رشد پایدار

توسعه ابعاد فیزیکی و زیربنای اقتصاد متأثر از رشد مالی است و تحقق رشد مالی، به نوبه خود، بدون گسترش تامین مالی و افزایش درجه اطمینان سرمایه گذاری ها میسر و ممکن نمی باشد. نقش مؤسسات مالی در ایجاد رشد اقتصادی پایدار در نمودار ۵ قابل بیان است.

چگونگی نقش مؤسسات مالی در ایجاد رشد پایدار به ظاهر پیچیده به نظر می رسد در حالی که تعمق در اینکه رشد پایدار چگونه امکان پذیر می شود و رشد، نه به صورت یک پدیده مقطعی، بلکه در شکل یک وضعیت ماندگار در اقتصاد تداوم می پذیرد، به سادگی روشنگر مسئله است.

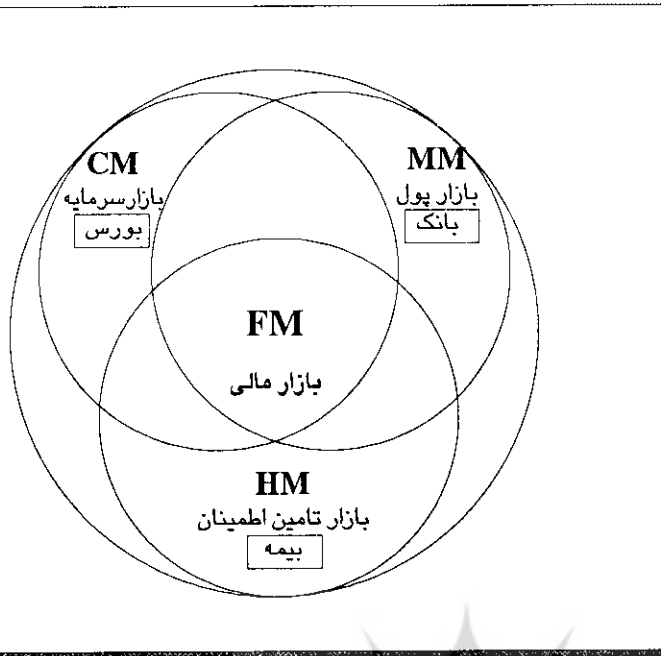
به نظر رابینسون (Rabinson, 1960)

پول و تسهیلات مالی در عمل خدماتی به منظور تبدیل وضعیت جاری به شرایط بهتر و مطلوبتر می باشند. در این تعریف جایگاه پول و خدمات مالی که اهرم عملیاتی مؤسسات مالی شناخته می شوند به طور آشکار بیان شده است. در شرایطی که مؤسسات مالی محدود به شبکه بانکی باشند و این شبکه در شکل عمده در اختیار یک بخش از اقتصاد قرار گیرد حتی با فرض بازدهی نسبتاً زیاد، مخاطرات مورد انتظار و ریسک کل فعالیت به ویژه تحت تاثیر نوسانات چرخه اقتصادی افزایش می یابد و قرار گرفتن بار مالی سنگین ناشی از فعالیتهای اقتصاد در حالتی که یک بخش به طور عمده عهده دار و متولی امور اقتصادی است خطر مواجهه با بحران مالی را تشدید می کند. برخلاف این وضعیت، در شرایطی که طیف متنوعی از مؤسسات مالی دولتی

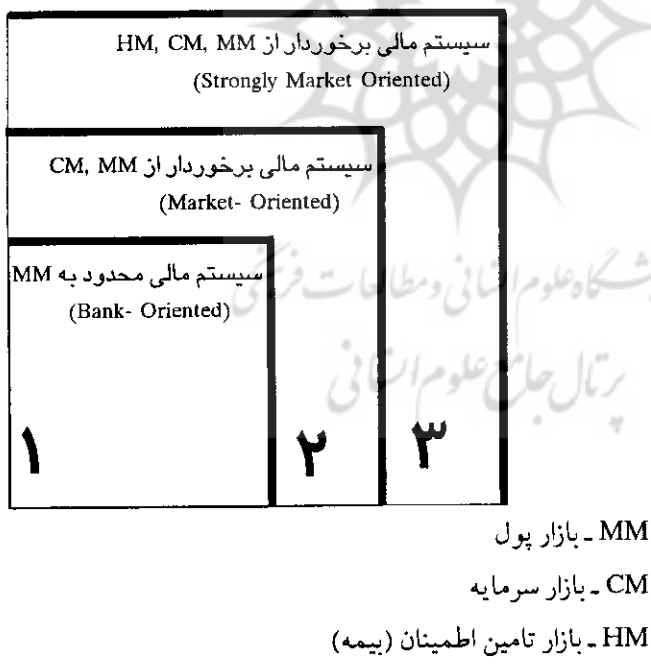
و خصوصی بانکی و غیربانکی تغذیه فعالیتها و تامین مالی آنها را عهده دار هستند، ساختار اقتصاد به مرور زمان تعدیل شده و بار مالی در بخشهای مختلف

سال سیزدهم شماره صد و سی و یک

### نمودار ۳- بازارهای گسترده مؤسسات مالی



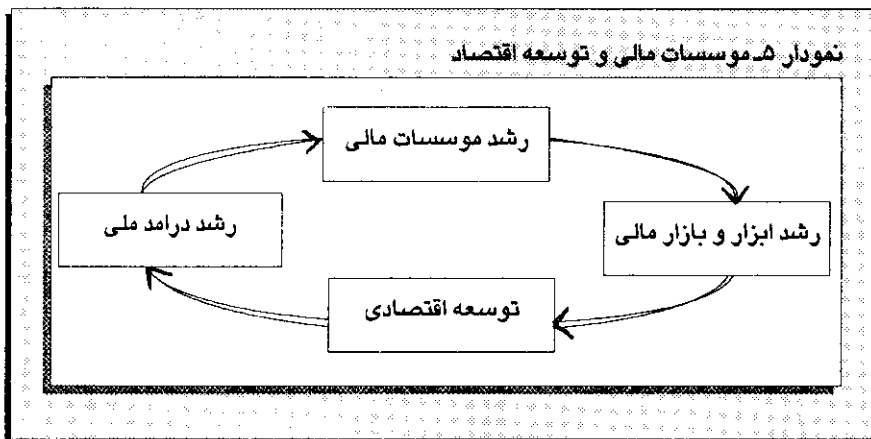
### نمودار ۴- توسعه تکاملی ساختار مالی - دیدگاه ریبزنسکی (۱۹۸۵)



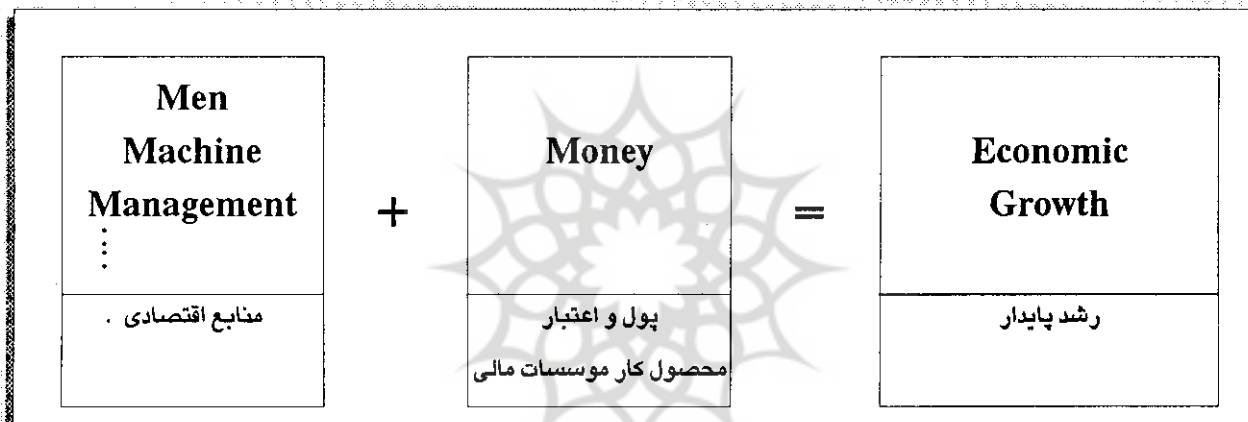
نظر می رسد ریسک سیستماتیک اقتصاد مالی در شرایط استقرار سیستم مالی بانک محور و براساس تئوری پورتفوی در حداکثر و در وضعیت کاملاً بازار محور در

سرشکن و توزیع می شود و در تحت چنین شرایطی نه فقط رشد تداوم می یابد بلکه مخاطرات گرایش اقتصاد به شرایط بحران مالی به حداقل ممکن می رسد. بنابراین به

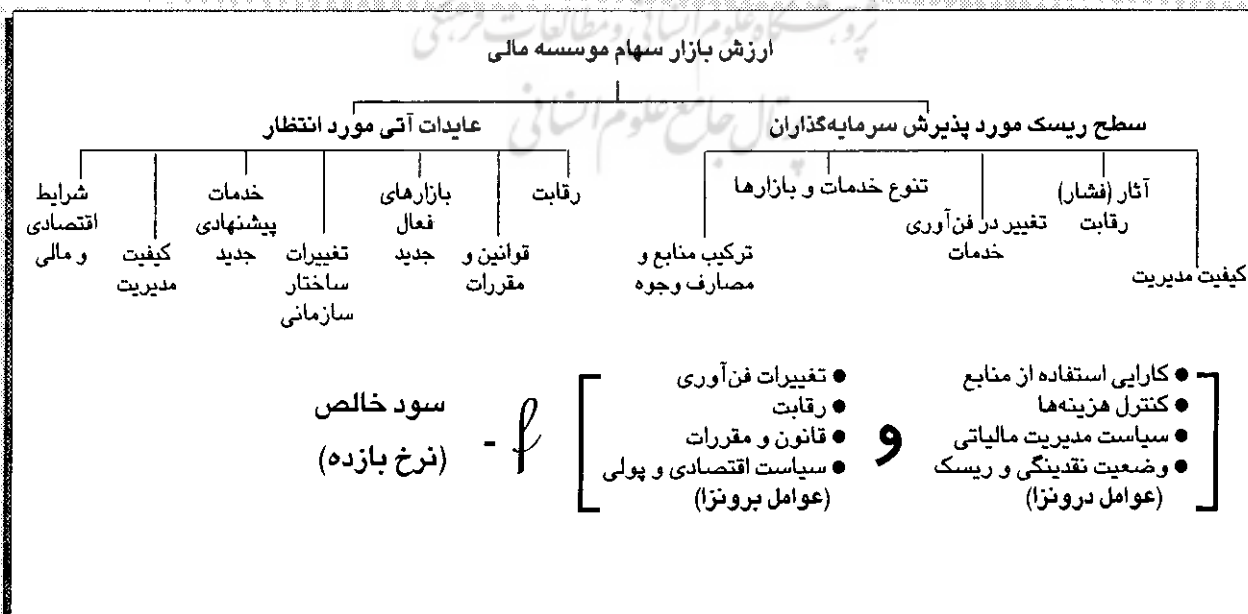
حداقل قرار می‌گیرد. در وضعیت کاملاً بازار محور موسسات مالی در گستردگی و تنوع بی‌شماری قرار دارند و تحول فیزیکی اقتصاد را امکان‌پذیر می‌کنند. این تنوع و گستردگی موسساتی به بازار مالی امکان می‌دهد که در مقابله با آثار منفی شرایط رکود، کساد و بحران، سازو کارهای متناسب با شرایط را مورد استفاده قرار دهد و آثار رشد اقتصادی مورد هجوم زمینه‌های منفی رکود یا بحران قرار نگیرد. این تحلیل را می‌توان در نمودار ۶ تجسم کرد.



نمودار ۷: تحلیل رشد پایدار متکی به عملکرد موسسات مالی



نمودار ۸: عوامل موثر بر سودآوری و ارزش بازار سهام موسسات مالی





چرخه اقتصادی را امکان پذیر می کند و تسهیل کننده رشد اقتصادی پایدار می باشد. راهکارهای توسعه موسسات مالی را می توان در خصوصی سازی شبکه مالی، ایجاد موسسات مالی صنفی و گسترش بازار و ابزار تشکیل دهنده بازار مالی خلاصه کرد.

## پی نوشت

- 1- Money Market, (MM)
- 2- Capital Market, (CM)
- 3- Risk Hedging Market, (HM)
- 4- Portfolio management
- 5- Prediction model
- 6- Relative price
- 7- Relative nonprice term
- 8- Economic conditions
- 9- Demographic factors

## منابع

- 1- Cameron, R., Banking & Economic Development Some Lessons of History, ch.1, Oxford, 1972.
- 2- Drake, Money, Finance & Development, Oxford, 1980
- 3- Goldsmith, R.W., Financial Structure & Development, New Haven, Yale, 1969.
- 4- Gurley, Financial Structures in Developing Economics in Fiscal & Monetary Problems in Developing States, New York, 1967.
- 5- Patrick, Financial Development & Economic Growth, 1966
- 6- Rabinson, Boehmler, Gane & Farwell, Financial Institutions, Richard Irwin Inc, USA, 1960
- 7- Rose, P.& Fraser, D., Financial Institutions, Business Publication Inc, Tokyo, 1988.
- 8- Rybczinski, Financial System, Risk & Public Policy, The Royal Bank of Scotland Review, 1985.
- 9- Stammer, Financial Development & Economic Growth in Underdeveloped Countries ; 1972.
- 10- Shumpter, The Theory of Economic Development, Oxford University Press, London, 1934.

۱۱- کدخدائی، حسین، توسعه سهامداری در سیستم بانکداری اسلامی، مجموعه سخنرانیها و مقالات هشتمین سمینار بانکداری اسلامی، شهریور ۱۳۷۶، صص ۲۵۶- ۲۴۵

۱۲- کدخدائی، حسین، زمینه های تحول مقررات بازار سرمایه ایران، مجموعه مقالات هشتمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی، صص ۴۱۸-۳۹۹

$$VF_{int} = F [RP_{it}, RNP_{it}, EC_{mt}, DF_{mt}]$$

حجم وجوه قابل پیشبینی موسسه  $i$  در بازار  $m$  و زمان  $t$

قیمت بازخ بهره پیشنهادی موسسه  $i$  در زمان  $t$

شرایط مستقل از قیمت

شرایط اقتصادی

عوامل آماری

تشریح و تحلیل این رابطه، پیچیدگی و وظیفه جذب وجوه و استفاده از آن در افزایش سودآوری موسسات مالی را مشخص می کند و نشان دهنده انواع مخاطرات و نوسانات فراراه موسسات مالی است. عوامل کلیدی موثر در سودآوری و ارزش بازار سهام موسسات مالی نیز دشواریها و موانع این گونه موسسات را ارائه می دهند. در سودآوری، برخی پدیده های درونزا مانند کارایی استفاده از منابع، کنترل هزینه، خط مشی مدیریت مالیات، موقعیت نقدینگی و وضعیت ریسک در کنار پدیده های برونزا همچون تغییرات فن آوری، رقابت، قانون و مقررات، سیاستهای اقتصادی و پولی دولت بر این اساس نرخ بازده موسسات مالی تاثیر می گذارد. ارزش سهام موسسات مالی نیز به دو پدیده کلیدی عایدات آتی و سطح ریسک وابسته است که عایدات آتی مورد انتظار و ریسک در نوع خود از مجموعه ای از عوامل تاثیر می پذیرند. سودآوری و ارزش موسسه مالی در نمودار  $V$  نشان داده شده است.

## خلاصه: راهکارهای توسعه مالی

موسسات مالی در ایجاد و افزایش رشد اقتصادی نقش کلیدی دارند. ایفای این نقش مستلزم استقرار گستره بهینه این گونه موسسات در مجموعه بازار مالی متشکل از سه بازار پول، بازار سرمایه و بازار تامین اطمینان می باشد.

تعدد موسسات مالی به دلیل تقلیل و توزیع ریسک، به افزایش توان پیشگیری و مقابله با بحرانهای مالی کمک می کند، تغذیه مالی اقتصاد در شرایط مختلف

## موانع رشد موسسات مالی

یکی از موانع اساسی توسعه موسساتی بازار مالی، را ساختار نامتعادل و غیربهرینه به وجود می آورد. ساختار متمرکز و برخوردار از توزیع نامتناسب فعالیت های اقتصادی، رشد موسسات مالی به ویژه موسسات مالی خصوصی را با محدودیت شدید مواجه می کند. بنابر یک پژوهش، علاوه بر موانع ساختاری، تنگناهای زیربنایی، نارساییهای مستقیم مالی، مسائل ارزی و نوسانات پولی نیز موانع رشد موسسات مالی را تشکیل می دهند. افق کم رنگ و نقش ضعیف موسسات مالی محدود به عوامل اقتصادی اشاره شده نیست و به عوامل مزبور باید زمینه های دیگری همچون توسعه نیافتگی فرهنگ اقتصادی، نبود توسعه کافی ابزارهای مالی و رشد ضعیف و ارتباط محدود بازارهای مالی را نیز اضافه کرد. در فضای اقتصادی که زمینه های رقابت، سودآوری و همگرایی با دشواریهایی همراه باشد توسعه فعالیت های اقتصادی در ابعاد ضعیف و با رشد کم ادامه می یابد و در نتیجه رشد موسسات مالی کند صورت می گیرد. موسسات مالی مانند یک بنگاه اقتصادی در پی سودآوری هستند و در صورتی که این عواید با تشدید هزینه ها آن گونه که در رابطه زیر منعکس است همراه باشد ابعاد سودآوری، ضعیف خواهد بود.

$$P = I - O - F - D$$

$$P = \text{Profit,}$$

$$I = \text{Interest return,}$$

$$O = \text{Operating costs,}$$

$$F = \text{The cost of fund,}$$

$$D = \text{Expected default loss}$$

از سوی دیگر در مدل های پیش بینی<sup>۵</sup>

حجم پول موسسات مالی تابعی از عوامل مختلف مانند نرخ بهره مربوطه<sup>۶</sup>، شرایط مستقل از قیمت<sup>۷</sup>، شرایط اقتصادی<sup>۸</sup> و پدیده های آماری<sup>۹</sup> است که در رابطه زیر منعکس است و نشان دهنده تاثیر متغیرهای اقتصادی در جذب منابع مالی است.