

Banking System Challenges, Risk Accumulation in the Banking Network, Credit Crunch and its Real Effects - A Review of the Literature and Evidence from Iran

Seyyed Ahmadreza Jalali Naeini¹ | a.jalali@imps.ac.ir
Soroush Bagheri²

Received: 06/Feb/2026 | Accepted: 19/Apr/2026

Abstract Statistical evidence from the Iranian economy indicates that the banking system has been significantly affected by macroeconomic cycles driven by exogenous shocks, particularly terms-of-trade fluctuations and economic sanctions. These shocks have intensified long-standing banking sector problems, including adverse selection and moral hazard. The condition of banks' balance sheets has been further weakened by illicit practices, risk concentration through connected lending, and deficiencies in lending procedures. The lack of effective monitoring and regulatory oversight has contributed to the persistence and deepening of balance-sheet imbalances. As a result, high levels of non-performing and rescheduled loans have become structural characteristics of the banking system. At the same time, the accumulation of illiquid assets - particularly in bank-owned holding companies and real estate investments - has expanded considerably. In addition, increasing claims on the government have intensified banks' cash-flow constraints and balance-sheet pressures. Collectively, these developments have not only weakened banking soundness indicators but have also substantially reduced the banking system's ability to fulfill its essential role in credit provision and financial intermediation. This article reviews the major challenges facing Iran's banking system in light of the relevant theoretical literature. It also examines empirical evidence on risk accumulation and credit crunch conditions within the Iranian banking sector and evaluates their implications for the real economy.

Keywords: Macro-Financial Linkages; Oil Shocks; Banking Soundness; Credit Crunch.

JEL Classification: E44, Q41, G21.

1. Professor, Department of Economics and Systems, Institute for Management and Planning Studies (IMPS), Tehran, Iran (Corresponding Author).

2. Ph.D. Student of Economics, Institute for Management and Planning Studies (IMPS), Tehran, Iran.

چالش‌های نظام بانکی، انباشت ریسک در شبکه بانکی، تنگنای اعتباری و آثار حقیقی آن؛ مروری بر ادبیات و شواهدی از ایران

a.jalali@imps.ac.ir

سید احمد رضا جلالی نائینی

استاد گروه اقتصاد و سیستم‌ها، موسسه عالی آموزش و پژوهش
برنامه‌ریزی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

سروش باقری

دانشجوی دکتری اقتصاد، موسسه عالی آموزش و پژوهش برنامه‌ریزی،
تهران، ایران.

مقاله پژوهشی

پذیرش: ۱۴۰۵/۰۱/۳۰

دریافت: ۱۴۰۴/۱۱/۱۷

چکیده: شواهد آماری از اقتصاد ایران نشان می‌دهد که شبکه‌بانکی به طور قابل توجهی تحت تأثیر چرخه‌های کلان اقتصادی ناشی از تکانه‌های خارجی حقیقی برون‌زا به شکل تکانه‌های رابطه مبادله یا تحریم قرار گرفته است. این امر مشکلات بومی پیش روی بانک‌ها مانند انتخاب نامطلوب و مخاطرات اخلاقی را تشدید کرده است. ترازنامه شبکه بانکی به دلیل اقدامات غیرقانونی و غیرمجاز و نیز تمرکز ریسک از طریق تسهیلات‌دهی به «اشخاص مرتبط» و فرآیندهای تسهیلات‌دهی غیرقانونی، بیش از پیش رو به وخامت گذاشته است. فقدان سازوکارهای نظارتی و نظارتی مؤثر توسط نهادهای نظارتی، به تداوم و تعمیق عدم تعادل ترازنامه انجامیده است. در نتیجه، نسبت بالای مطالبات غیرجاری و تسهیلات امهالی، به ویژگی‌های ساختاری سیستم بانکی تبدیل شده است. این در حالی است که انباشت دارایی‌های غیرنقدی در شرکت‌های هلدینگ متعلق به بانک‌ها و تملک املاک و مستغلات گسترش یافته است. علاوه بر این مطالبات بانک‌ها از دولت و مشکلات جریان نقدی و فشارهای ترازنامه‌ای افزایش یافته است. روی هم رفته، این عوامل نه تنها منجر به وخامت شاخص‌های سلامت ترازنامه شبکه‌بانکی شده‌اند، بلکه ظرفیت شبکه بانکی برای ایفای نقش خود در تأمین اعتبار و تأمین مالی را به شدت محدود کرده‌اند. هدف از این مقاله، بررسی چالش‌های رایج شبکه‌بانکی در ایران با تکیه بر ادبیات نظری مربوطه است که گذشته از موانع ذکر شده، با کنترل قیمت و نظارت ضعیف نیز مواجه است. این مقاله شواهد تجربی مربوط به انباشت ریسک و تنگنای اعتباری در شبکه بانکی ایران و تأثیر آن بر بخش حقیقی را بررسی خواهد کرد.

کلیدواژه‌ها: اقتصاد کلان مالی، تکانه‌های نفتی، سلامت بانکی، تنگنای اعتباری.

طبقه‌بندی JEL: E44, Q41, G21

مقدمه

شواهد متعددی ازجمله بحران مالی بزرگ^۱ سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹ و ایجاد رکود عمیق متأثر از آن بیانگر اهمیت درک پیوند بین بخش حقیقی اقتصاد کلان با بخش مالی آن است. درواقع بحران مذکور حاکی از آن است که چگونه یک نوسان در قیمت دارایی‌ها^۲، اعتبار^۳ و جریان سرمایه^۴ بر روی موقعیت مالی خانوارها، بنگاه‌ها، انتظارات و اقتصاد کشورها اثرگذار است. پیوندهای میان اقتصاد کلان و بازارهای مالی^۵، تعامل دوطرفه بین بخش حقیقی و بخش مالی اقتصاد را ایجاد می‌کند. تکانه‌ای که در بخش حقیقی اصابت می‌کند در ترازنامه‌های بانکی و اعتباری منعکس می‌شود و بعضاً قابلیت تعمیق، گسترش و تشدید آن از طریق بازارهای مالی وجود دارد و منجر به ادوار اعتباری^۶ می‌گردد. بالعکس، بازارهای مالی می‌توانند منبعی از تکانه‌های مختلف باشند که پیامدها و آثاری را در چرخه‌های تجاری^۷ اقتصاد کلان و بخش حقیقی اقتصاد به‌دنبال داشته باشند (Claessens & Kose, 2018). وقوع بحران مالی مجادله مسبوق به سابقه را در محافل علمی و نیز در دستگاه‌های سیاست‌گذاری در رابطه با ارتباط میان اقتصاد کلان و بخش مالی را دوباره زنده نمود. بروز بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹ نشان داد که دانش اقتصاددانان پیرامون پیوندهای میان بخش مالی و حقیقی اقتصاد و تبعات افزایش ناطمینانی و مخاطرات در بازارهای مالی ناقص بوده و نیازمند شناخت بیشتر در این زمینه است. در پی بحران مالی و رکود اقتصادی یاد شده اجماع و وفاقی میان اقتصاددانان راجع به اهمیت بررسی و بازبینی تعامل میان نظام مالی و اقتصاد کلان در الگوهای تعادل عمومی اقتصادی به‌وجود آورد. تعجب‌آور نیست که رفتار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تا قبل از این اتفاق به‌عنوان موضوع مهمی در ادبیات ادوار تجاری و اعتباری درک نشده بود؛ اما در پرتو رکود بزرگ، محققان بسیاری به مطالعات گسترده و عمیق‌تر نظام مالی و بخش حقیقی و تعامل میان این دو در طول ادوار تجاری و اعتباری روی آوردند.

برای کشورهایی نظیر ایران با ویژگی‌هایی چون اقتصاد کوچک و باز، صادرکننده کالاهای خام با بازارهای مالی کم‌عمق و ساختار تولیدی-صنعتی وابسته (به واردات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای)

1. The Great Financial Crisis (GFC)
2. Asset Prices
3. Credit
4. Capital Flows
5. Macro-financial Linkages
6. Credit Cycles
7. Business Cycles

ارتباط میان بخش‌های حقیقی و مالی با پیوند بخش خارجی پررنگ است. پیوندهای میان بخش مالی و اقتصاد کلان در کشورهای صادرکننده نفت می‌تواند دامنه و شدت اثرهای نوسانات قیمتی و یا مقداری نفت و یا تحریم را در چرخه‌های مالی به‌طور قابل‌توجهی تشدید کند. نوسانات بازار جهانی نفت و همچنین نحوه تنظیم سیاست‌های مالی دولت، سازوکارهای بازخوردی میان قیمت دارایی‌ها و عرضه تسهیلات و اعتبارات را ایجاد می‌کنند؛ سازوکارهایی که در صورت تشدید، امکان شکل‌گیری آسیب‌پذیری‌های نظام‌مند در نظام مالی را فراهم می‌سازند. افزایش قیمت نفت معمولاً با رشد درآمدهای نفتی منجر به نوسانات اقتصادی ناقرینه می‌شود (Sadeghzadeh, et al., 2020). به علت هم‌چرخگی قیمت نفت و سیاست‌های مالی و پولی، قیمت نسبی کالاهای داخلی افزایش می‌یابد (Frankel, 2011) و سیاست‌های مالی و پولی که هر کدام می‌توانند نقشی در کاهش نوسانات ناشی از شوک‌های تجاری بزرگ که کشورهای صادرکننده کالا را تحت تأثیر قرار می‌دهند، داشته باشند، اغلب اوقات، به‌جای اینکه ضدچرخه‌ای باشند، موافق چرخه هستند، به‌عبارتی بی‌ثبات‌کننده هستند. تکانه‌های مثبت رابطه مبادله باعث بهبود چشم‌انداز رشد ناشی از گسترش مخارج دولت می‌شوند و در کوتاه/ میان‌مدت انتظار سودآوری بنگاه‌ها، سرمایه‌گذاران را ترغیب به فعالیت بیش‌تر می‌کند. افزایش هزینه‌های دولت، به‌نوبه‌خود، سبب رشد بالاتر بخش غیرنفتی و انبساط تقاضای اسمی، و رشد قیمت دارایی‌هایی همچون املاک و مستغلات می‌شود؛ تحولاتی که می‌تواند به بهبود ترازنامه بانک‌ها نیز کمک کند. تقویت قیمت دارایی‌ها، علاوه‌براین، آثار مثبتی از مسیر اثر ثروت بر مصرف و فعالیت اقتصادی بر جای می‌گذارد. در صورت افت قیمت نفت یا اصابت تکانه منفی رابطه مبادله یا تحریم‌ها (تکانه منفی خارجی حقیقی)، این تحولات می‌توانند معکوس شوند و به کاهش ارزش حقیقی دارایی‌های داخلی، محدودیت اعتباری و تضعیف ترازنامه بانک‌ها بی‌انجامند. با توجه به اندازه قابل‌توجه مخارج دولت در تقاضای کل در بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت نظیر ایران، و بی‌ثباتی ذاتی قیمت‌ها و حجم صادرات نفت، بروز آسیب‌پذیری‌های نظام‌مند در نظام مالی می‌تواند پیامدهای نامطلوب و قابل ملاحظه‌ای برای بخش حقیقی اقتصاد به همراه داشته باشد. همراه با ساختار اقتصادی اشاره شده، نارسایی حکمرانی اقتصادی، از دیگر عوامل بروز و تشدید ناترازی در شبکه بانکی بوده است. پدیده موسسات مالی و اعتباری غیرمجاز در ایران نمونه‌ای کم‌نظیر از تلفیق و تجمع اثر چند جریان و وضعیت بود. رقابت گروه‌های همسود و تشکلهای سیاسی در بازار پول برای دسترسی به منابع مالی، ناترازی و اعوجاج قیمت‌ها در بازار پول و اعتبار، مشخص و منفک نبودن مأموریت دستگاه‌های ذی‌ربط، خلأهای قانونی و عدم شفافیت مقررات و درنهایت حکمرانی ناهماهنگ

مشهود بود.^۱ رد پای برخی از مشکلات مؤسسات غیرمجاز، مانند عدم کفایت سرمایه و تمرکز ریسک اعتباری در شبکه بانکی نیز مشاهده شده است.

شبکه بانکی طی دهه‌های گذشته ستون فقرات نظام مالی و یکی از پایه‌های اصلی گردش درآمد و بازتولید اقتصادی است. شبکه بانکی با اعطای تسهیلات و یا ایجاد اعتبارات، زمینه مبادلات اقتصادی را بین خانوار و بنگاه فراهم و انتقال درآمد در طول زمان را میان بخش‌های مختلف ممکن می‌سازد. ضعف در عملکرد نظام بانکی، به‌ویژه در تخصیص منابع و مدیریت ریسک‌های متنوعی که متوجه کسب و کار آن است، می‌تواند منجر به تنگنای اعتباری^۲، رکود سرمایه‌گذاری، بحران بانکی و افت رشد اقتصادی شود. در ایران، نظام تأمین مالی به‌طور سنتی بانک‌محور بوده و بخش عمده‌ای از تأمین مالی مورد نیاز خانوارها و بنگاه‌های اقتصادی از طریق اعطای تسهیلات بانکی و استفاده از ظرفیت‌های اقلام زیرخط نظیر ایجاد اعتبارات نظیر صدور ضمانت‌نامه‌ها و اعتبارات اسنادی ریالی و ارزی انجام می‌شود. بررسی داده‌های رسمی منتشرشده از سوی بانک مرکزی نشان می‌دهد که در یک دهه اخیر، به‌طور متوسط بیش از ۹۰ درصد از کل تأمین مالی اقتصاد ایران از طریق شبکه بانکی صورت گرفته است.^۳ وابستگی شدید به شبکه بانکی در تأمین مالی آحاد اقتصادی، در شرایط عادی ممکن است کارآمد به نظر برسد؛ اما در مواجهه با تکانه‌های بیرونی (مانند تحریم‌ها، افت قیمت نفت و یا کاهش صادرات آن) و در بستر ضعف سلامت ترازنامه‌ای بانک‌ها متأثر از انباشت ریسک‌های بانکی^۴، می‌تواند زمینه‌ساز بروز و تشدید تنگنای اعتباری گردد. در چنین شرایطی، بانک‌ها توان و یا تمایل لازم برای

۱. رشد این مؤسسات در بستر سیاسی-اجتماعی رخ داد که دینفعان آن‌ها با استعانت از برخی محافل قدرت محلی، منطقه‌ای و نیز نهادهای انتظامی و قضائی توانستند خارج از حوزه نظارتی بانک مرکزی مجوز فعالیت بگیرند و به علت داشتن پشتیبان‌های سیاسی در نزدیک به دو دهه نظارت‌پذیر و شفاف نبودند و مقررات متعارف بانکی در حوزه فعالیت خود را رعایت نمی‌کردند.

2. Credit Crunch

در ادبیات اقتصاد کلان و مالی، تنگنای اعتباری وضعیتی است که در آن، شبکه بانکی علی‌رغم وجود تقاضای مؤثر برای تسهیلات، به‌دلیل ضعف در توان اعطای تسهیلات و یا ایجاد اعتبارات و یا تمایل به ریسک‌پذیری، عرضه اعتبارات را کاهش می‌دهند. این پدیده می‌تواند مستقل از تغییرات در نرخ بهره نیز رخ دهد (Bernanke & Lown, 1991).
۳. گزارش تحولات بخش واقعی اقتصاد، بانک مرکزی و سخنان ریاست کل بانک مرکزی در همایش «تأمین مالی تولید؛ از بنگاهداری به بنگاه‌سازی»؛

<https://cbi.ir/showitem/31217.aspx>

۴. مهم‌ترین ریسک‌های بانکی عبارت‌اند از: ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک عملیاتی و ریسک بازار.

اعطای تسهیلات متناسب با رشد اقتصادی را ندارند و این موضوع به‌طور مستقیم موجب اختلال در متغیرهای سرمایه‌گذاری، تولید و اشتغال در بخش حقیقی اقتصاد می‌گردد (Bernanke & Lown, 1991; Gertler & Kiyotaki, 2010).

در اقتصاد ایران، شبکه بانکی به‌طور قابل‌توجهی تحت تأثیر تکانه‌های خارجی حقیقی (مانند کاهش قیمت نفت یا کاهش مقدار صادرات و یا محدودیت‌های ناشی شده از تحریم‌ها) قرار داشته است. تبعات منفی این شرایط همراه با مشکلات ساختاری بازار اعتبار چون کُزگزینی و کُزمنشی و تمرکز ریسک ناشی از ضعف حکمرانی شرکتی بانک‌ها تشدید شده است. نبود سازوکارهای قوی پایش و نظارت نیز به تحدید این نارسایی‌ها منتج نشده است. در نتیجه، نسبت بالای مطالبات امهالی و مطالبات غیرجاری به یکی از ویژگی‌های پایدار شبکه بانکی تبدیل شده است. همچنین، انباشت دارایی‌های نقدناشونده در حوزه بنگاه‌داری و املاک و مستغلات گسترش یافته است. افزون بر این، مطالبات انباشته شبکه بانکی از دولت فشار مضاعفی بر ترازنامه بانک‌ها وارد کرده است. مجموع این عوامل به تضعیف شاخص‌های سلامت ترازنامه‌ای بانک‌ها منجر شده است. این وضعیت، توان بانک‌ها را در ایفای نقش واسطه‌گری مالی و انتقال وجوه میان آحاد اقتصادی به‌طور معناداری محدود کرده است. سلامت شبکه بانکی که از آن به‌عنوان پایداری مالی بانک‌ها نیز یاد می‌شود، به توانایی آن‌ها در ایفای تعهدات بستگی دارد. این مفهوم همچنین ناظر بر مقاومت بانک‌ها در برابر شوک‌ها است. حفظ جریان مستمر تأمین مالی برای بخش واقعی نیز بخشی از این تعریف به‌شمار می‌رود. در صورت افزایش مطالبات غیرجاری، کاهش سرمایه نظارتی یا منجمد شدن دارایی‌ها، قدرت تسهیلات‌دهی بانک‌ها تضعیف می‌شود. در چنین شرایطی، ثبات مالی کل اقتصاد در معرض مخاطره قرار می‌گیرد (Čihák et al., 2012).

بررسی شاخص‌های سلامت بانکی نشان می‌دهد که با وجود ناهمگنی بانک‌ها در میزان تنگنای اعتباری، وخامت شاخص‌های سلامت بانکی پدیده‌ای فراگیر در اقتصاد ایران است. کاهش سلامت و ثبات مالی با گذر از آستانه‌های تحمل متناسب با ساختار مالی کشورها می‌تواند به توقف ارائه تسهیلات و ایجاد اعتبارات توسط شبکه بانکی بی‌انجامد و کارکردهای این نهاد مالی را منقطع و زمینه ایجاد، تعمیق و گسترش تکانه‌های مالی و حقیقی را فراهم نماید. در ادامه این مقاله، نخست چالش‌های نظام بانکی و ویژگی‌های بازار اعتبار در ایران به‌طور اجمالی مرور می‌شود. در قدم بعدی، شواهد آماری مبنی وضعیت سلامت و ثبات مالی نظام مالی در اقتصاد ایران بررسی و آسیب‌شناسی گردیده، سپس با مروری بر مبانی نظری تعامل میان بخش حقیقی و مالی، مدل مفهومی اثرگذاری و

اثربخشی آنها بر یکدیگر و کانال‌های انتقال تکانه‌های نفتی بر بخش حقیقی و مالی به‌عنوان نوآوری پژوهش حاضر ارائه خواهد شد.

چالش‌های نظام بانکی و ویژگی‌های بازار اعتبار در ایران

بازار اعتبار در ایران طی چند دهه گذشته با مجموعه‌ای از نارسایی‌های ساختاری، مداخلات قیمتی، ضعف زیرساخت‌های اطلاعاتی، رفتارهای پرریسک در سمت بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و ضعف نظارت و پایش از سوی نهاد ناظر بانک مرکزی مواجه بوده است. نتیجه این شرایط، شکل‌گیری اضافه تقاضای مزمّن برای اعتبار، جیره‌بندی گسترده و انحراف منابع مالی از فعالیت‌های مولد به سمت فعالیت‌های پرریسک، غیرشفاف و تمرکز اعتبار به افراد حقیقی و حقوقی مرتبط بوده است. در حالت ایده‌آل، واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری، تخصیص منابع بهتری را امکان‌پذیر می‌کنند، زیرا می‌توانند قراردادهای تسهیلاتی بهتری ارائه دهند. با نظارت تفویضی، واسطه‌های مالی متنوع باید منابع را به درستی تخصیص دهند (Diamond & Dybvig, 1983). در دنیای واقعی، عملکرد بانک‌ها در ایران (و شمار کثیری از کشورهای دیگر) نشانگر انحراف از این ایده‌آل است. تسهیلات‌دهی مرتبط از مصادیق این انحرافات است. بانک‌ها ممکن است بر اساس این واقعیت که برخی از وام‌گیرندگان مرتبط هستند، یا قدرت سیاسی و اقتصادی دارند به آنها تسهیلات بدهند و ویژگی‌های تسهیلات‌گیرنده را نادیده بگیرند. حسینی و همکاران (۲۰۲۵) نشان داده‌اند که مالکیت بانک در یک بنگاه احتمال دریافت تسهیلات، حجم اعتبارات دریافتی را افزایش می‌دهد. به علاوه، بنگاه‌های مرتبط با ریسک بالاتر به میزان بیشتری از تسهیلات بانکی بهره‌مند شده‌اند که شواهدی تجربی در تایید فرضیه چپاول گرایانه در تسهیلات‌دهی ارتباطی ارائه می‌کند.

سرکوب مالی و قیمت‌گذاری دستوری، جیره‌بندی‌های غیرکارآیی اعتبارات، ضعف زیرساخت‌های اطلاعاتی، ناکارآمدی فرآیندهای اعتبارسنجی، اتکال بانک‌ها به روابط و وثایق سنگین، و هزینه بالای نظارت، باعث تشدید کژگزینی^۱، کژمنشی^۲ و محدود ماندن دسترسی بنگاه‌ها و خانوارها به تسهیلات گردیده است. در کنار این‌ها، ساختار نهادی نامنسجم، خلأهای مقرراتی، تضعیف حاکمیت شرکتی، نفوذ گروه‌های همسود، و عمق محدود بازارهای مالی موجب شد تخصیص منابع از مسیر تعادلی خارج شود و بازار پول عملاً کارکرد کارای خود را از دست بدهد.

1. Adverse Selection
2. Moral Hazard

در سطح شبکه بانکی، ترکیب نسبت پایین سرمایه، اتکا به منابع سپرده‌ای گران، انباشت دارایی‌های کم‌نقدشونده، ضعف مدیریت نقدینگی و انگیزه بانک‌ها برای ورود به فعالیت‌های پرریسک، زمینه‌ساز ناترازی مزمن و افزایش ریسک نظام‌مند شده است. مؤسسات غیرمجاز با رفتارهای پانزی، نرخ‌های سود غیرممتعارف و اتکای افراطی بر سپرده‌های کوتاه‌مدت، بحران نقدینگی را تشدید کرده و آثار آن را به شبکه رسمی سرایت دادند. حاصل این شرایط، تضعیف نظم بازار، فرسایش ترازنامه‌ها، تشدید چرخه‌های نکول و شکل‌گیری ورشکستگی پنهان در بخشی از شبکه بانکی است؛ وضعیتی که امروز نیز ریشه بسیاری از ناکارآمدی‌های بازار اعتبار و چالش‌های پایداری مالی کشور را تشکیل می‌دهد. در ادامه مبانی نظری، برخی از چالش‌های نظام بانکی و ویژگی‌های بازار اعتبار که در بالا مختصراً اشاره شد، ارائه خواهد گردید. در این مقاله به چند مورد از موارد فوق با نگاهی به ادبیات نظری مرتبط پرداخته خواهد شد.

سرکوب مالی و قیمت‌گذاری دستوری

سرکوب مالی در اغلب اوقات و اضافه تقاضای مزمن در بازار اعتبار طی نیم‌قرن اخیر باعث بروز گسترده جیره‌بندی اعتبار در اقتصاد ایران بوده است. این اضافه تقاضا، زمینه و توجیهی برای ورود مؤسسات غیرمجاز بوده و بازار آماده‌ای برای آنها به بازار اعتبار ایجاد کرد. انتظارات تورمی و رشد قیمت دارایی‌ها، استمرار محدودیت در دسترسی به اعتبارات شبکه بانکی و مؤسسات مالی و اعتباری مجاز و قیمت بالای دسترسی به پول نقد عوامل انگیزشی دیگری برای ورود به بازار پول در نقش واسطه‌گر اعتباری در اقتصاد ایران بوده است. امکان اخذ مجوز از مجاری مختلف و هزینه ورود پایین به این بازار این تمایل بالقوه را بالفعل کرد.

از دید مک‌کینون^۱ مجموعه‌ای از نرخ‌های بالای تورم، نسبت‌های بالای ذخیره سپرده قانونی، تسهیلات تکلیفی و سقف بر نرخ سود سپرده و تسهیلات موجب سرکوب مالی و محدودیت عرضه اعتبارات در کشورهای درحال توسعه است. مصادیقی از نکات مطرح شده در اقتصاد ایران نیز قابل‌مشاهده است که در بخش شواهد آماری به تفصیل بدان پرداخته شده است. نرخ حقیقی سود سپرده و تسهیلات در اغلب بازه‌های زمانی منفی بوده و چنین اتفاقی معمولاً به علت کاهش سیاستی در نرخ سود سپرده یا نرخ تسهیلات نبوده بلکه موج‌های تورمی عامل اصلی در کاهش نرخ‌های حقیقی بوده است. نسبت سپرده قانونی در ایران به‌طور قابل‌توجهی از شمار زیادی از کشورها بالاتر است. به‌علاوه، عملیات شبه‌مالی در ایران کمابیش همواره وجود داشته، به‌ویژه در دوران‌هایی که درآمد نفت

1. McKinnon, 1973

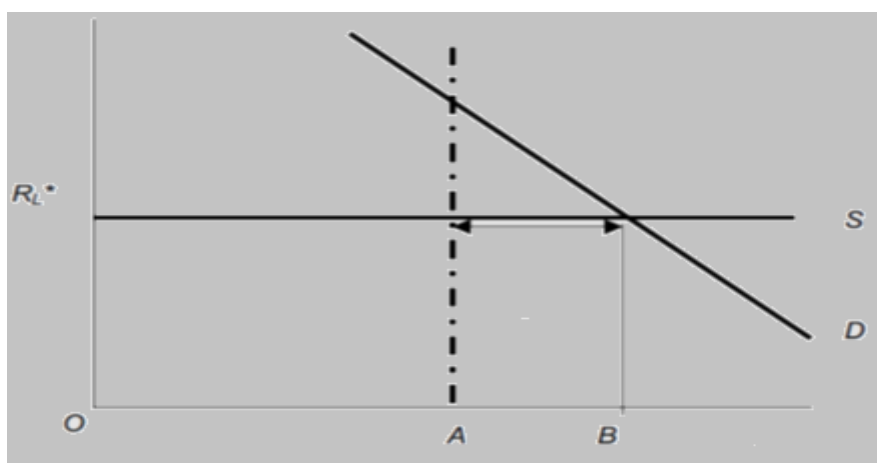
افت داشته است. ظرفیت اعتباری بانک‌های دولتی که بیش‌ترین سهم در سپرده‌ها و تسهیلات بانکی را دارند، به علت ناکارایی تخصیص‌های اداری و نرخ‌های رسمی مخدوش محدود است و به جیره‌بندی اعتبار مزمن کمک کرده است. به‌زعم **رینهارت و همکاران (۲۰۱۱)**، سرکوب مالی زمانی رخ می‌دهد که دولت‌ها سیاست‌هایی را برای هدایت وجوهی که در یک محیط بازار آزاد به‌جای دیگری می‌رفتند، به سمت خود اجرا می‌کنند. سیاست‌های سرکوب مالی شامل تسهیلات‌دهی مستقیم به دولت توسط نهادهای داخلی و تحت سیطره دولت (مانند صندوق‌های بازنشستگی یا بانک‌های داخلی)، تعیین سقف صریح یا ضمنی برای نرخ بهره یا سود، ارتباط تنگاتنگ‌تر بین دولت و بانک‌ها، چه از طریق مالکیت عمومی برخی از بانک‌ها و چه از طریق فشارهای سیاسی، و به اصطلاح «ترغیب اخلاقی» شدید، می‌شود (Reinhart et al., 2011).

جیره‌بندی ساختاری اعتبارات

جیره‌بندی اعتبار را در دو سطح مختلف، کل اقتصاد و در سطح خرد می‌توان تعریف کرد. در سطح کلان، مراد از جیره‌بندی اعتباری وضعیت فزونی تقاضای اعتبار نسبت به عرضه آن از سوی شبکه بانکی در نرخ‌های جاری است. **جافی و مدیگلیانی (۱۹۶۹)** جیره‌بندی اعتبار را وضعیتی می‌دانند که تقاضا برای تسهیلات تجاری بیش از عرضه آن در قیمت جاری بانک‌های تجاری برای این تسهیلات باشد. در این تعریف جیره‌بندی به علت کمبود عرضه و بی‌کشش بودن آن است. جیره‌بندی اعتبار را در دو حالت می‌توان توضیح داد. چنانچه نرخ‌های تسهیلات بانکی کنترل‌شده و سقف‌دار باشند و این سقف کم‌تر از نرخ تعادلی بازار باشد، تقاضای تسهیلات در آن نرخ بیش از عرضه آن خواهد بود (Jaffee & Modigliani, 1969).

حالت دوم وضعیتی است که به‌علت وجود کنترل قیمتی نرخ بازار (RL) چسبنده و عرضه تسهیلات در آن نرخ پرکشش است. این نکته را با کمک شکل زیر می‌توان توضیح داد. اگر سیاست پولی تحت سلطه سیاست‌گذار مالی باشد و سیاست‌گذار مالی با انتشار اوراق قرضه و فروش آن به بانک‌ها یا با تخصیص اداری منابع بانکی به شرکت‌های دولتی مبادرت به عملیات شبه مالی^۱ کند، در عمل مقام پولی نوعی سقف بر دسترسی (مقدار اعتبارات به) بخش خصوصی اعمال می‌کند. در نمودار AB مقدار منابعی است که به بخش دولت یا شرکت‌های دولتی تخصیص داده شده این شرایط باعث می‌شود که بانک‌ها منابع کافی برای ارایه تسهیلات به بخش خصوصی نداشته باشند و مازاد تقاضا برای بخش خصوصی AB واحد باشد. اگر نرخ RL دستوری باشد و بانک‌ها از سپرده‌های جمع‌آوری

شده برای خود سرمایه‌گذاری کنند وضعیت مازاد تقاضا تشدید می‌گردد. در این محیط فقط با سیاست پولی انبساطی و تزریق ذخایر به بانک‌ها می‌توان عرضه تسهیلات به بخش خصوصی را افزایش داد. در این حالت، قیمت تسهیلات نیست که باعث می‌شود تعدادی از متقاضیان بخش خصوصی موفق به اخذ تسهیلات نشوند بلکه محدودیت مقداری یا عدم دسترسی به اعتبار است که باعث جیره‌بندی در بازار می‌گردد.^۱ در هر دو حالت فوق‌الذکر، جیره‌بندی اعتبار به واسطه عوامل برون‌زا و نه بر اساس انتخاب بنگاه‌های اعتباری (که هدف آن‌ها به حداکثر رساندن سود است) اتفاق می‌افتد. این وضعیت بی‌شباهت به تجربه چند دهه گذشته در اقتصاد ایران که در بالا به آن اشاره شد نیست.



شکل ۱: محدودیت مقداری و جیره‌بندی اعتبارات

منبع: Matthews and Thompson, 2008

جدا از عوامل فوق‌الذکر، ایکرلاف^۲ (۱۹۷۰) هزینه‌های اطلاعات و کزگزینی را مشکل توسعه بازارهای مالی می‌داند. بازار اعتبار با مشکل عدم قرینگی اطلاعات میان وام‌گیرنده و وام‌دهنده مواجهه است. چون وام‌دهندگان اطلاعات کافی برای قیمت‌گذاری تسهیلات متناسب با ریسک وام‌گیرنده ندارند آن را نمی‌توانند درست قیمت‌گذاری کنند؛ بنابراین با هزینه شناسایی و انتخاب وام‌گیرنده خوب

۱. این استنتاج نزدیک به دکترین دسترسی (Availability Doctrine) است. برای توضیحات بیش‌تر رجوع

کنید به ماتپوز و تامپسون (۲۰۰۸). شکل‌های (۱) و (۲) نیز از این منبع اقتباس شده‌اند.

2. Akerlof, 1970

از بد از طریق گزینش (یا سرنده)^۱ و مانیتور کردن مشتریان مواجه‌اند و بدین‌خاطر این هزینه‌ها را به نرخ تسهیلات اضافه می‌کنند. افزایش قیمت نتیجه‌شده باعث می‌شود که تعدادی از وام‌گیرندگان خوب از بازار بیرون بروند چون این نرخ‌های بالاتر را متناسب با ریسک خود نمی‌دانند (Stiglitz & Weiss, 1981) و موجب خودانتخابی^۲ مشتریان پرریسک‌تر شود. گرفتن وثایق و تضامین و مانیتور وام‌گیرنده این ریسک را کاهش می‌دهد ولی هزینه مبادله واسطه‌گری را افزایش می‌دهد. این هزینه‌ها حجم واسطه‌گری اعتبار را کم‌تر از مقدار بهینه اجتماعی می‌کند و سرعت رشد و توسعه بازار مالی را محدود می‌سازد.

در مقایسه با اثر ناترازی‌های ناشی‌شده از ساختارهای ناکارآ و سیاست‌های دولت که در بالا مطرح شد، نحوه دیگر جیره‌بندی اعتبار (درون‌زا) بر اساس انتخاب بانک‌ها و واسطه‌های اعتباری رخ می‌دهد که جدا از بحث قبلی در این زمینه است. قبل از پرداختن به این موضوع اول باید دو نوع جیره‌بندی اعتبار را تمیز داد. جیره‌بندی نوع اول که در آن یک متقاضی تسهیلات نمی‌تواند هر آنچه تسهیلات می‌خواهد دریافت کند هر چند که حاضر به پرداخت نرخ رایج بازار باشد. نوع دوم آن است که از یک مجموعه همگن از متقاضیان تسهیلات برخی در نرخ رایج بازار می‌توانند تسهیلات دریافت کنند ولی بقیه جیره‌بندی می‌شوند، هر چند که حاضرند نرخ رایج را بپردازند. **هاجمن^۳ (۱۹۶۰)** نشان داد که رفتار یک بانک با هدف به حداکثر رسانیدن سود خود می‌تواند منجر به جیره‌بندی اعتبار شود. بازدهی انتظاری پورتهفوی دارایی یک بانک میانگین وزنی از دارایی‌های مختلف است. با هدف ساده‌سازی، اگر دارایی بانک شامل تسهیلات و اوراق قرضه (دولتی یا با درجه اعتباری اعلا) باشد، افزایش سهم تسهیلات در پورتهفوی دارایی، بانک را در معرض ریسک بالاتر قرار می‌دهد. نرخ بازدهی مجموعه وام‌ها به‌طور مثبت تابعی از نرخ بهره تسهیلات و به‌طور منفی تابعی از ریسک وام‌ها است. به‌طوری‌که در سمت راست شکل زیر نشان داده شده با افزایش نرخ (R) بهره ابتدا سود انتظاری $E(\pi)$ افزایش ولی بعداً به‌واسطه افزایش نکول وام‌ها کاهش می‌یابد؛ بنابراین حتی در یک بازار رقابتی با افزایش نرخ بهره بانک‌ها حاضر به افزایش حجم اعتبارات بیش از یک حد معین نیستند. با استناد

1. Screening
2. Self selection
3. Hodgman, 1960

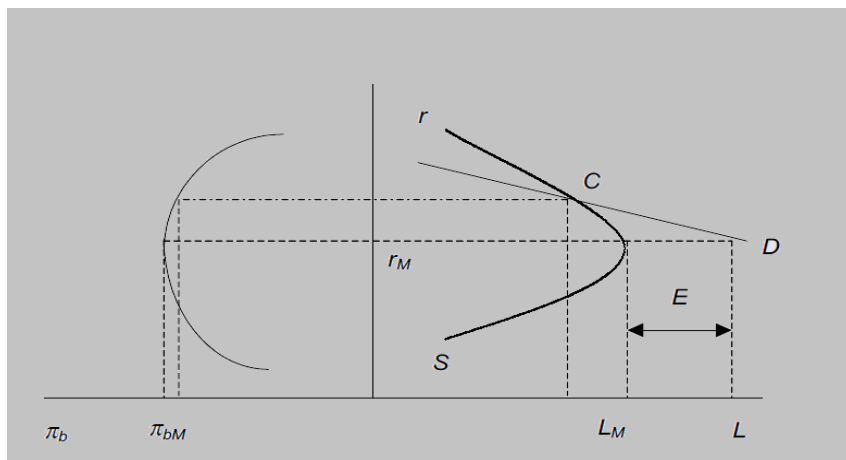
۴. این‌جا برای ساده‌سازی با فرض همگن بودن تسهیلات موضوع مدیریت ریسک از مجرای تنوع پورتهفوی تسهیلات در نظر گرفته نمی‌شود.

به وجود هزینه اطلاعات، به‌طور دقیق‌تر نامتقارن بودن اطلاعات جافی و راسل^۱ (۱۹۷۶) الگویی برای تبیین جیره‌بندی از نوع اول ارائه دادند. استیگلیتز و ویس (۱۹۸۱) با تلفیق کُزگِزینی^۲ و کُزمنشی (بد انگیزشی)^۳ توانستند نوع دوم جیره‌بندی اعتبار را به‌طور درون‌زا تبیین کنند. نرخ بهره هم اثر مستقیم مثبت بر سودآوری بانک و هم دو اثر غیرمستقیم منفی دارد. نرخ‌های بهره بالاتر ریسک وام‌ها را افزایش می‌دهد؛ زیرا که مشتریان پرریسک را جذب می‌کند. نرخ‌های بالاتر انگیزه برای انجام پروژه‌های پرخطرتر را افزایش می‌دهد و انگیزه برای بازپرداخت یا کُزمنشی را موجب می‌شود. اثر افزایش نرخ سود در شکل زیر نشان داده شده است. سمت چپ نمودار توضیحی مانند هاجمن (۱۹۶۰) که در بالا اشاره شد، دارد. سمت راست نمودار عرضه و تقاضای تسهیلات بانکی را نشان می‌دهد. نکته اصلی رفتار عرضه تسهیلات است که در نرخ فراتر از نرخ r که سود بانک را به حداکثر می‌رساند تقاضا را قطع می‌کند. عرضه تسهیلات تا به آنجایی که سود بانک (سمت چپ) افزایش می‌یابد صعودی است و پس از r_m که سود با افزایش نرخ بهره نزولی است تابع عرضه معکوس می‌شود. همان‌طور که مشاهده می‌شود در نرخ r_m میزان تقاضا برای تسهیلات بیش‌تر از عرضه تسهیلات توسط بانک‌ها می‌باشد؛ بنابراین در این نرخ، اضافه تقاضایی به اندازه E خواهیم داشت. این اضافه تقاضا برای تسهیلات باعث افزایش قیمت تسهیلات (که همان نرخ آن است) می‌شود؛ بنابراین نرخ تسهیلات بالاتر رفته و از آنجایی که در نرخ‌های بالاتر از r_m عرضه تسهیلات توسط بانک‌ها کم‌تر می‌شود پس در تعادل (یعنی در محل برخورد منحنی تقاضا و عرضه) میزان عرضه تسهیلات حتی کم‌تر از مقدار L_m می‌شود. در نتیجه هم سود بنگاه کاهش یافته و هم اضافه تقاضای تسهیلات تشدید می‌شود و این تفاوت مقدار اعتباری است که جیره‌بندی شده است.

1. Jaffee & Russell, 1976

2. Adverse selection

3. Adverse incentive or moral hazard



شکل ۲: چیره‌بندی اعتبار

منبع: Matthews and Thompson, 2008

ضعف زیرساخت‌های اطلاعاتی و نظام اعتبارسنجی

دیاموند و دیبویگ^۱ (۱۹۸۳)، الگوهای نظری را توسعه دادند که توضیح می‌دهد چرا بانک‌ها وجود دارند. به‌زعم ایشان توجیه اصلی برای وجود واسطه‌های مالی تجاری و نهادهای اعتباری تخصص در تولید کالایی است که در آن مزیت نسبی دارند: اطلاعات و دانش مرتبط با حوزه فعالیت. وظیفه تبدیل سررسید، نقدینگی و ریسک بانک‌ها را می‌توان به‌عنوان مبادله بین وجوه و اطلاعات تفسیر کرد که سپرده‌گذاران اول عرضه وجوه در ازای بازدهی بعدی ارائه می‌کنند. بازدهی که تولید آن بر اساس اطلاعات پردازش شده توسط دانش و فناوری بانک‌ها است. براین‌اساس بانک‌ها نه فقط الزام به ایجاد اطلاعات و پایه‌های اطلاعاتی بلکه نیز ملزم به اقتباس روش‌هایی برای گردآوری و نشر شفاف اطلاعات، به‌طورمثال استانداردهای گزارش‌گری مالی بین‌المللی (IFRS)، هستند. به این دلایل بانک‌های تجاری معمولاً در پردازش و مدیریت اطلاعات مربوط به جذب منابع مالی، اعطای اعتبارات و سرمایه‌گذاری وجوه جذب‌شده نسبت به سپرده‌گذاران مزیت دارند.

چالش محدودیت اطلاعات در بازار اعتباری ایران مانند بسیاری دیگر از کشورهای در حال توسعه وجود دارد. نهادهای اعتبارسنجی در ایران قدمت و گستردگی ندارند و اطلاعات مربوط به مؤدیان

1. Diamond-Dybvig, 1983

مالیاتی برای اعتبارسنجی مشتریان چندان شفاف نیست. استفاده از سامانه‌های رتبه‌بندی ریسک اعتباری افراد حقیقی و حقوقی برای بررسی تقاضای تسهیلات در کشور از اواخر سال ۱۳۸۶ پی‌ریزی شد ولی استفاده از اطلاعات سامانه اعتبارسنجی برای بررسی تقاضاهای تسهیلات در بانک‌ها نسبتاً محدود بوده است. شرکت رتبه‌بندی اعتباری ایرانیان که به این جهت تأسیس شد نتوانسته این نقیصه را به‌طور قابل‌توجهی کاهش دهد. بانک‌های بزرگ‌تر دفاتر اعتبارسنجی در داخل سازمان‌های خود دارند ولی شبکه‌ای نشده و مؤسسات غیرمجاز کم‌ترین دسترسی به آن‌ها را داشتند. در شرایط اطلاعات محدود و پرهزینه منطقی است که بانک‌ها بر اساس عملکرد گذشته و در حلقه مشتریان شناخته شده مبادرت به عرضه تسهیلات کنند. مطالعه انجام شده توسط **مدنی‌زاده و همکاران (۲۰۱۸)** نشان می‌دهد که پایین‌تر بودن ریسک نقدینگی و بهبود نسبت‌های مالی امکان دسترسی بهتری به تسهیلات بانکی با هزینه کم‌تر به شرکت‌های فهرست‌شده در بورس می‌دهد. پژوهش مذکور به‌طور غیرمستقیم اشاره به شیوه انتخاب مشتریان دارد و چنین استنتاج می‌کند که بانک‌ها تمایل به ارائه تسهیلات به مشتریان خوش حساب و نگهداری این رابطه دو سویه دارند؛ اما از این مطالعه و دیگر مطالعات انجام‌شده گستردگی جیره‌بندی اعتبار در سطح بنگاه‌ها که در نظرسنجی‌ها و شاخص‌های اخذ اعتبار به آن اشاره می‌شود، را نمی‌توان تخمین زد.

اطلاعات ناقص، خصلت فرصت‌طلبانه و هزینه واسطه‌گری مالی

به‌طور کلی، راهبرد رشد در بانک‌ها و مؤسسات مالی در ایران راهبرد ارگانیک نبوده بلکه رویکرد آن‌ها رشد از مجرای انبساط ستون بدهی ترازنامه (سپرده‌ها) بوده است. راهبرد اتکای مؤسسات به منابع سپرده‌ای گران از دو جهت مخاطره‌زا است. در وضعیتی که هدف مؤسسه اعتباری کسب سود از فعالیت‌های واسطه‌گری است (با فرض آن که فساد و تبانی در عملیات مالی غایب است)، منابع گران منجر به اعطای تسهیلات گران‌تر می‌شود که از دو مجرای مختلف می‌تواند بر سودآوری مؤسسه اعتباری تأثیر گذارد. اول، نرخ‌های بالاتر باعث پریسک شدن وام‌ها می‌گردد ("کژگزینی"). دوم، نرخ‌های بالاتر باعث افزایش انگیزه برای برداشتن پروژه‌های پرمخاطره‌تر می‌شود (کژمنشی). با ثابت بودن سایر عوامل، این دو اثر بالقوه منجر به افزایش نرخ نکول تسهیلات می‌شود. کژگزینی و مخاطره اخلاقی سودآوری بانک یا مؤسسه اعتباری را از ناحیه مشتریان تحت تأثیر قرار می‌دهد. از جهت دیگر، اگر مدیریت مصارف به نحوی باشد که مؤسسات از محل سپرده فقط به پرداخت تسهیلات اکتفا نکنند و بخشی از منابع را برای خرید دارایی برای سهامداران تخصیص دهند، نرخ‌های بالای تأمین

منابع به مدیریت بانک انگیزه می‌دهد که به‌دنبال پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازدهی بالا و ریسک بالاتر رود، به‌ویژه اگر نسبت سرمایه به بدهی در مؤسسات پایین باشد. در این حالت تمایل به تقبل پروژه‌هایی با ریسک بالاتر و بنابراین قابلیت نقدشوندگی پایین‌تر است. اگر مدیریت مصارف با مدیریت صحیح نقدینگی همراه نباشد، در چرخه‌های اقتصادی ترکیب دارایی‌های ریسکی و مشکل نقدینگی به تهدیدی جدی برای پایداری مالی مؤسسات اعتباری تبدیل می‌شود.

در فضایی که اطلاعات ناقص و ناقص وجود دارد یا به‌بیان دیگر اطلاعات محدود و خصوصی است و به‌طور عمومی در دسترس نیست و اشخاص از وضعیت و اهداف خود خبر دارند (اطلاعات عمومی نیست و خصوصی است) رفتار اشخاص خصلت فرصت‌طلبانه خواهد داشت و واسطه‌گری مالی ابعاد پیچیده‌تری از کسب و کار در یک بازار رقابتی کامل پیدا می‌کند. در این راستا نیاز به ایجاد سازوکارهای اضافی برای شناسایی نوع مشتریان و کنترل ریسک‌های واسطه‌گری مالی پرهزینه می‌شود. واسطه‌گری مالی در دنیای واقعی که اطلاعات همگانی نیست، اعمال قراردادهای پرهزینه است؛ زیرا که افراد نسبت به قول و تعهدات خود التزام عملی ندارند. در این شرایط، واسطه‌گری مالی فعالیت پرهزینه‌ای است. واسطه‌های مالی با هزینه‌های چهارگانه شامل هزینه‌های کارگزاری، ارزیابی، نمایندگی و اعمال قراردادهای کنترل مشکلاتی چون شناسایی و جور کردن طرفین قراردادهای اعتباری، مدیریت مشکل ناقص بودن اطلاعات و کُزگزینی، مسئله کارفرما و کارگزار برای کنترل مشکل مخاطره اخلاقی و هزینه‌های اعمال قراردادهای در صورت تخطی تسهیلات گیرندگان از اجرای قرارداد اعتباری، مواجه‌اند. برای مقابله با چنین مشکلاتی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نیازمند ایجاد دوایر و مدیریت‌های مختلف، به‌کارگیری کارکنان و ابزار، و اعمال اصول متعارف مدیریت بانکی در ابعاد مختلف چون شناسایی مشتریان، مدیریت منابع و مصارف، رعایت نسبت و شکاف نقدینگی و کنترل ریسک هستند که با راهبرد رشد از مجرای جذب منابع گران در فضای نامطمئن با اطلاعات ناکامل و ناقص چندان سازگار نیست.

نارسایی نظارت، خلأهای قانونی و حکمرانی نامنسجم

اگر به علت نارسایی زیرساخت‌های مؤسسات اعتباری و وجود نااطمینانی در اقتصاد، هزینه‌های چهارگانه فوق‌الذکر گزاف باشد و این مؤسسات تمایل به توسعه زیرساخت‌ها و پرداخت هزینه آن‌ها را نداشته باشند، انگیزه برای تغییر در نحوه مصرف یا مدیریت منابع ایجاد می‌شود. در اینجا لازم است که تفکیک میان تخلف و فساد قائل شد. به‌علت فقدان زیرساخت‌های لازم و متعارف و ضعف

محدودیت‌های مقرراتی انگیزه (اقتصادی) و اقدام برای کاهش ریسک می‌تواند منجر به تخلف شود. ریسک‌گریز بودن مدیران (یا سهامداران) مؤسسات اعتباری، انتظارات تورمی (افزایش قیمت دارایی‌ها) و هزینه‌دار بودن اعمال مقررات برای تسهیلات گیرندگان، انگیزه اقتصادی برای داخلی کردن ریسک‌های بالقوه از طریق خرید دارایی و اعطای تسهیلات کلان به ذینفعان خودی با نرخ‌های رایج را می‌تواند توضیح دهد. این نحوه رفتار و عملکرد با مقررات بانکی سازگار نیست؛ اما چنانچه در جهت منافع سهامداران و سپرده‌گذاران باشد تخلف (عدول از مقررات) محسوب می‌شود. ولی اگر اعطای تسهیلات به زیرمجموعه‌ها، افراد مرتبط با هیئت‌مدیره و مدیران، گروه‌های همسود یا جهت معاوضه نفع یا بده‌بستان یا سازوکاری برای انتقال درآمد به غیر از طریق خرید غیرشفاف دارایی، پرداخت سودهای نامتعارف به سپرده‌ها و تسهیلات کلان با نرخ سودهای اندک (یا بدون وثیقه) باشد، رفتار و عملکردی مفسدانه است. احتمال بروز این نوع رفتار در محیطی که نظارت بر عملیات مالی مؤسسات اعتباری یا بانک‌ها ضعیف است و انتظار این است که هزینه این نوع تخلفات بالا نباشد، افزایش می‌یابد چون هزینه انتظاری برای این‌گونه رفتارها به‌قدر کفایت بالا نیست.

ترکیب عدم شفافیت، فقدان نظارت مؤثر و نسبت کفایت سرمایه پایین علامت آزمون شده نهادهای پریسک است. در کشورهایی که نهادهای رگولاتوری و نظارتی کارکرد مناسب و مؤثری ندارند، نسبت بالای سرمایه می‌تواند عامل مهمی در کنترل ریسک باشد.^۱ در شبکه بانکی و مؤسسات اعتباری ایران این نسبت در اکثر بانک‌ها پایین است. نسبت پایین سرمایه همراه با آزاد بودن در تغییر یا تعدیل سرمایه، تمایل به مخاطره اخلاقی و بعضاً فساد را تقویت می‌کند، به‌خصوص اگر نسبت سپرده به سرمایه بالا و نسبت اهرمی بالا باشد. مراد ما در اینجا از مخاطره اخلاقی شرایطی است که یک طرف قرارداد، معامله یا موافقت‌نامه مبادرت به رفتار مخاطره‌آمیز می‌کند ولی طرف دیگر یا طرف ثالث متحمل خسارات ناشی از آن رفتار می‌شود. واسطه‌گرهای مالی که سرمایه قابل توجهی از خود در شرکت سرمایه‌گذاری نکرده و با سپرده عموم مبادرت به فعالیت‌های مالی/سرمایه‌گذاری می‌کنند، انگیزه دارند که با پول دیگران به فعالیت‌های مخاطره‌آمیز روی آورند. این نوع رفتار به مصداق راهبرد یک‌طرفه در یک شرط‌بندی پرتاب سکه (شیر یا خط) قابل تفسیر است: اگر شیر آمد من برنده‌ام و اگر خط آمد تو بازنده. این روش بازی هنگامی که بازیگر قدرتی فراتر از بازار دارد (پشتیبانی سیاسی)، ناظر (مقام نظارتی) توان نظارت و پایش عملکرد ندارد و داور (هیئت انتظامی یا مراجع دیگر) بر تنبیه تخلف‌گر مصر نباشد، محتمل‌تر می‌شود؛ زیرا که هزینه خلاف و بزه کاهش می‌یابد. همه این زنجیره

۱. برای توضیحات بیش‌تر و آزمون تجربی برای شماری از کشورها رجوع کنید به: Anginer et al., 2018

عواملی در افزایش ریسک نظام‌مند هستند. هنگامی که ذخیره سرمایه نازل است درون‌سازی ریسک هم در بهترین شرایط به‌طور جزئی اتفاق می‌افتد. در خصوص مؤسسات غیرمجاز، درون‌سازی ریسک سپرده‌گذاران از ترازنامه بانک مرکزی هزینه شد.

ریسک نقدینگی، ناترازی و چرخه‌های ورشکستگی پنهان

از مهم‌ترین وظایف مؤسسات اعتباری تبدیل سررسیدها است. سپرده‌ها بدهی‌های کوتاه/ میان‌مدت و در عمل عندالمطالبه هستند، درحالی‌که تسهیلات و سرمایه‌گذاری‌ها به‌سرعت قابل وصول شدن و نقد شدن نیستند. علی‌الاطلاق، چنانچه مؤسسات سپرده‌پذیر مدیریت صحیح در کنترل نقدینگی نداشته باشد (مثلاً میان‌دارایی و بدهی دیرش مناسب برقرار نکند) ابتدا با ریسک نقدینگی و در صورت استمرار با مشکل عدم توانایی پرداخت دیون و درنهایت با ورشکستگی مواجه خواهند شد. پس از تحریم دوره اول که اقتصاد ایران در وضعیت رکود اقتصادی گرفتار شد، فقدان مدیریت نقدینگی مناسب و گردش نداشتن منابع در مؤسسات غیرمجاز آثار خود را ظاهر ساخت. از مهم‌ترین وظایف مؤسسات اعتباری تبدیل سررسیدها است. سپرده‌ها، بدهی‌های کوتاه/ میان‌مدت و در عمل عندالمطالبه هستند درحالی‌که تسهیلات و سرمایه‌گذاری‌ها به‌سرعت قابل وصول شدن و نقد شدن نیستند. علی‌الاطلاق، چنانچه مؤسسات سپرده‌پذیر مدیریت صحیح در کنترل نقدینگی نداشته باشد (مثلاً میان‌دارایی و بدهی دیرش مناسب برقرار نکند)^۱ ابتدا با ریسک نقدینگی و در صورت استمرار با مشکل عدم توانایی پرداخت دیون و درنهایت با ورشکستگی مواجه خواهند شد. برای برخی از مؤسسات غیرمجاز وصول بخش قابل‌توجهی از دارایی‌ها در زمانی که نیاز به وجوه نقد داشتند، میسر نشد.^۲ مؤسسات مزبور، بر خلاف بانک‌های مجاز، دسترسی به بازار بین‌بانکی یا منابع بانک مرکزی برای پوشش شکاف نقدینگی خود را نداشتند و عدم مدیریت نقدینگی برای آن‌ها پرمخاطره‌تر بود. در شرایط رکود اقتصادی پس از اعمال دوره اول تحریم‌ها، دیرکرد و نکول تسهیلات اعطایی افزایش یافته بود، مؤسسات غیرمجاز نتوانستند به‌موقع از فروش سرمایه‌گذاری‌هایی که به‌سرعت و سهولت نقدشونده نبودند^۳، جریان نقد خود و سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را جور کنند؛ بنابراین برای پرداخت

۱. برابر کردن میانگین موزون مدت زمان سررسید سپرده‌ها با مدت زمان تسهیلات پرداخت شده.

۲. به‌طورنمونه مؤسسه اعتباری میزان.

۳. به‌دلیل محدود بودن عرضه اوراق بدهی دولت مؤسسات غیرمجاز این نوع دارایی که نقدینگی بالایی دارند در پورتفوی مؤسسات کمیاب یا نایاب بود.

سود سپرده‌ها و تراز کردن جریان نقد خود مجبور به افزایش قابل توجه نرخ سود برای جذب سپرده بیش‌تر و بازی پانزی^۱ شدند. بدین سبب رقابت قیمتی با شبکه بانکی از اوایل دهه ۱۳۹۰ افزایش یافت و به تدریج شدیدتر شد و باعث تخریب ترازنامه این مؤسسات و نیز شبکه بانکی شد. این ترفند برای پوشش شکاف نقدینگی نه فقط برای خود این مؤسسات بلکه نیز به طور غیرمستقیم و از مجرای افزایش هزینه تأمین منابع بر صورت‌های مالی و ترازنامه شبکه بانکی مجاز تبعات منفی داشت. اگرچه مؤسسات مزبور مدیریت تجهیز منابع صحیح نداشتند؛ اما مدیریت مصارف آن‌ها پرریسک بود و نیز در عین مخاطره‌آمیز بودن فعالیت‌ها فاقد کفایت سرمایه و "پشت بند" بودند.

یکی از عوامل مهم ایجاد و انباشت ریسک اعتباری در شبکه بانکی، تمرکز بر تسهیلات و تعهدات کلان است که عموماً با شکل‌گیری ذی‌نفع واحد در مشتریان همراه بوده است. ارتباطات وسیع مؤسسات اعتباری و بانک‌ها با افراد حقیقی و حقوقی از طرفین مقابل یا ذی‌نفعان می‌تواند به ریسک تمرکز برای بانک‌ها بینجامد. در این جا لازم است که میان ریسک‌های کلان که ریشه در عملکرد بودجه و سیاست پولی و نیز تکانه‌های رابطه مبادله و تحریم‌ها دارند و ریسک ایجاد شده به واسطه عملکرد در سطح بنگاه (خرد) تفاوت قائل شویم، هر چند که این دو اثر متقابل بر یکدیگر دارند. تضعیف حاکمیت شرکتی در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از یک سو و تضعیف حاکمیت شرکتی، ضعف مدیریت و سوء استفاده در بنگاه‌های دولتی و خصوصی نه فقط تخصیص نامناسب اعتبار، تمرکز ریسک و فساد از جانب مؤسسات اعتباری را تقویت کرده^۲ بلکه ضعف حاکمیت شرکتی، گماشتن مدیران بدون اهلیت و صلاحیت در بنگاه‌ها^۳ باعث تخریب ترازنامه آن‌ها شده که به نوبه خود در

۱. به طور مثال، در زمانی که مشکلات مؤسسات غیرمجاز در فضای عمومی انتشار یافته بود یکی از مؤسسات به برخی از سپرده‌گذاران که می‌خواستند سپرده‌هایشان را بیرون بکشند، تسهیلات به نرخ پایین‌تر از نرخ سود سپرده‌ای که در همان مؤسسه داشتند، اعطا می‌کرد.

۲. نمونه‌های متعددی چون بانک سرمایه، موسسه مالی و اعتباری ملل و مؤسسات اعتباری غیرمجاز منحل شده و نیز برخی از بانک‌ها.

۳. علی‌نقی مشایخی و همکاران (۲۰۱۹) با تحلیل و آسیب‌شناسی دلایل شکست حکمرانی شرکتی در شرکت‌های دولتی ایران، یکی از ریشه‌های بروز این پدیده در سطح کلان را انتصابات سیاسی مدیران و اعضای هیات مدیره این شرکت‌ها دانسته و در مقاله خود از قول وزیر وقت رفاه چنین نقل قول می‌کنند که: وزیر سابق رفاه طی دستوری به سازمان‌های تابعه درباره «عدم بکارگیری منسوبین سیاسی» (۱۳۹۶) با اشاره به تخلفاتی که با اجرای مناسب اصول حکمرانی شرکتی می‌توان از آنها جلوگیری کرد، در این باره می‌گوید: با وجود تأکیدات مکرر و صدور بخشنامه‌های متعدد، گزارش‌هایی درخصوص به کارگیری منسوبین به افراد سیاسی،

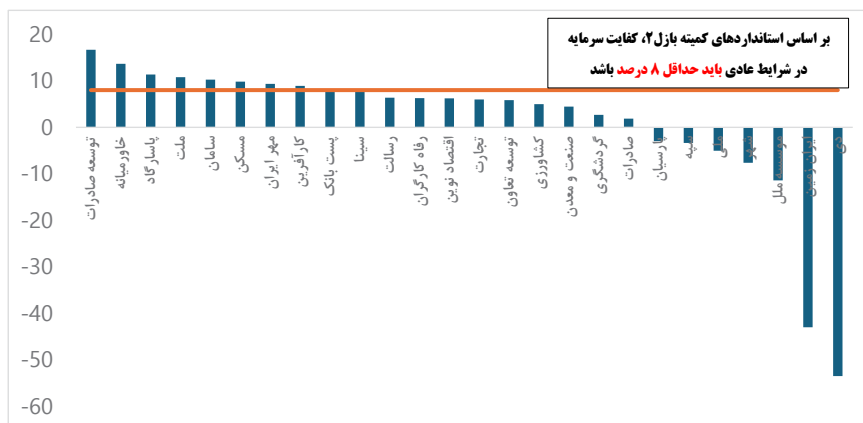
ترازنامه بانکها و موسسات اعتباری منعکس می شود و آثار چرخه های تکانه های اقتصاد کلان را تقویت می کند.

برخی از بانک های به شدت ناتراز، مانند بانک آینده سابق به علت تمرکز در اعطای اعتبار مدیریت مصارف پریسک داشتند و برای تراز کردن ورودی و خروجی جریان نقد مجبور به جذب سپرده با نرخ های بالا بودند و در عین مخاطره آمیز بودن فعالیت ها فاقد حداقل کیفیت سرمایه لازم نیز بودند. به این علت که برخی از بانک ها و موسسات اعتباری عملکرد شفاف نداشتند و نظم بازار و نظارت بانک مرکزی بر آن ها حاکم نبود، به علت کم بودن نسبت سرمایه به سپرده دارای تابع بازده مقعر بودند و انگیزه به تقبل ریسک بالا داشتند و برای سالیان متمادی بانک مرکزی، تحت فشار یا مسامحه، از طریق اعطای خطوط اعتباری و با منبسط کردن پایه پولی مشکل نقدینگی آن ها را بر طرف کرد و هزینه اجتماعی این رویکرد را عموم از مجرای نرخ تورم بالاتر پرداخت کردند، هر چند که توجه به این موضوع در دستورالعمل حداقل الزامات ناظر بر مدیریت ریسک اعتباری در موسسات اعتباری قید شده است. بالا بودن حجم مطالبات غیر جاری در بانک ها، مدیریت ریسک تمرکز اعتباری را الزامی کرده است.

شواهد آماری انباشت ریسک در شبکه بانکی و تنگنای اعتباری

بررسی شاخص های سلامت بانکی نظیر شاخص کفایت سرمایه مؤید وخیم شدن شرایط برای نظام بانکی در انجام وظایف اصلی، جذب منابع مالی و تخصیص اعتبارات و تأمین مالی نیازهای خانوار و بنگاه ها است. این شرایط غالباً زمینه برای ایجاد یا تعمیق رکود و تعویق در زمان بازگشت به رونق می شود. تمامی این زنجیره اتفاقات بذر اولیه شکست اعتباری نظام بانکی را ایجاد می کند که بعد از یک وقفه، منجر به سیالیت جریان نقدینگی با تبدیل شبه پول به پول و افزایش تقاضا برای دارایی ها و کالاهای سرمایه ای نظیر ارز، طلا و مسکن و... می گردد.

در سطوح مدیریتی شرکت ها و هلدینگ های تابعه برخلاف اصول شایسته سالاری دریافت می کنم و همین طور از ارتباطات غیر رسمی و خارج از ماموریت های غیرمحو له، توسط برخی مدیران با افراد ذی نفوذ سایر قوا مطلع هستم. اینگونه اقدامات نشانگر عدم مسئولیت و بی کفایتی این نوع مدیران است.



نمودار (۱): وضعیت شاخص کفایت سرمایه شبکه بانکی کشور

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر صورت‌های مالی بانک‌ها در سال ۱۴۰۲

همان‌طور که از نمودار (۱) استنباط می‌شود، به غیر از ۱۰ بانک (توسعه صادرات، خاورمیانه، پاسارگاد، ملت، سامان، مسکن، مهر ایران، کارآفرین، پست بانک و سینا) مابقی بانک‌ها حداقل الزامات رعایت سرمایه را دارا نیستند. این در حالی است که نسبت کفایت سرمایه برای ۹ بانک (پارسیان، سپه، ملی، شهر، مؤسسه اعتباری ملل، ایران زمین، دی، آینده و سرمایه) منفی است. آنچه که مشهود است این است که وضعیت فعلی کفایت سرمایه در بسیاری از بانک‌های ایران زیر استانداردهای تعیین شده است، این مهم نه فقط می‌تواند ریسک‌های جدی برای ثبات مالی و اقتصادی در بعد کلان اقتصاد ایجاد کند بلکه در بعد خرد بر رفتار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نیز اثرگذار است. اگر بازارهای مالی کامل باشند و سپرده‌گذاران از ریسک ورشکستگی بانک‌ها کاملاً مطمئن باشند و سهامداران نتوانند از سپرده‌گذارها استفاده کنند، اصل نامعینی **مودیلیانی و میلر**^۲ (۱۹۵۸) برقرار خواهد بود؛ اما، اگر موقعیتی برای سوءاستفاده سهامداران از سپرده‌گذاران فراهم باشد، نتیجه می‌تواند متفاوت شود؛ به‌طورمثال، اگر مؤسسات اعتباری به‌علت نوع ثبت شرکت، مسئولیتی محدود^۳ در قبال

۱. با توجه به اینکه شاخص کفایت سرمایه برای بانک آینده و سرمایه در سال ۱۴۰۲، به ترتیب برابر با (۳۶۰/-) و (۳۲۸/-) بود، این موضوع مانع انعکاس وضعیت سایر بانکها می‌گردید؛ بنابراین از ترسیم وضعیت کفایت سرمایه بانکهای فوق در کنار سایر بانکها صرف نظر گردید.

2. Modigliani and Miller, 1958

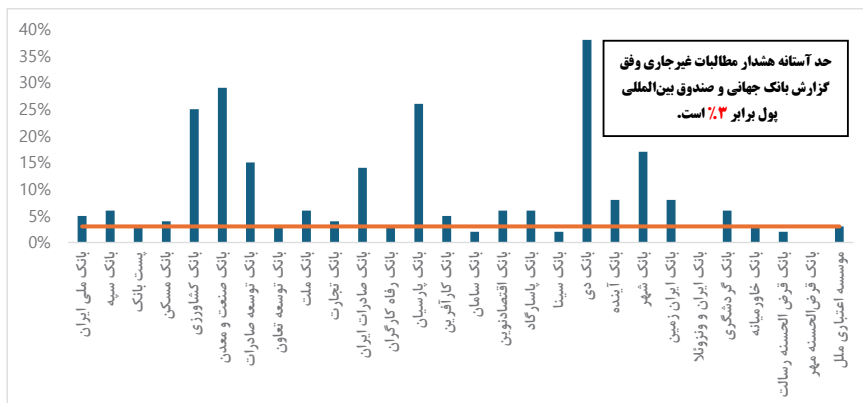
3. Limited liability

سپرده‌گذاران داشته باشند، به این معنا که مسئولیت یا ضرر آن‌ها در حد سرمایه‌گذاری آن‌ها در یک مؤسسه اعتباری باشد، ضرر سهامداران از یک سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیش از ضرری است که متوجه سپرده‌گذاران است؛ اما اگر منافعی که از منابع سپرده‌گذاران به‌دست می‌آید به آن‌ها یا سهامداران^۱ تعلق گیرد، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پروژه‌های ریسکی با بازدهی بالاتر را به پروژه‌های امن با بازدهی پایین‌تر ترجیح می‌دهند. اگر سپرده‌گذاران از راهبرد سرمایه‌گذاری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اطلاع داشته باشند نرخ سود بالاتری تقاضا می‌کنند و سهامداران (و مدیران بانک‌ها که در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند) فرصت منفعت خود را از دست می‌دهند.^۲ نداشتن اطلاعات کافی امکان منفعت بردن از سپرده‌گذاران را برای سهامداران-مدیران فراهم می‌کند. مؤسسات اعتباری که سرمایه ناکافی دارند تابع پرداخت مقعترتری نسبت به مؤسسات و بانک‌های دارای کفایت سرمایه مناسب هستند و از این‌رو نه‌تنها تمایل به تقبل ریسک بالاتری دارند بلکه به‌دنبال فرار از نظارت و عدم شفافیت برای سپرده‌گذاران و نهادهای نظارتی هستند. برای کنترل رفتار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تحدید ریسک‌های سیستمی (سرایت) در استانداردهای بازل به این مهم توجه شده است. هرچند دستورالعمل‌های بازل در خصوص کفایت سرمایه از طرف بانک مرکزی ایران اقتباس شده؛ اما چنانچه در **نمودار (۱)** نشان داده شد، در عمل چندان اجرایی و محقق نشده است.

بررسی نسبت مطالبات غیرجاری در شبکه بانکی ایران نیز حکایت‌گر وضعیت وخیم نسبت فوق در کلیت شبکه بانکی است. درحالی‌که در سطح جهانی، نسبت مطلوب مطالبات غیرجاری معمولاً زیر ۳ درصد است، در ایران این نسبت در برخی بانک‌های دولتی و تخصصی به ۱۰ درصد می‌رسد. باین‌حال، بررسی‌ها نشان می‌دهد که در برخی موارد، تا ۳۵ درصد از وام‌ها در موعد مقرر وصول نمی‌شوند که تقریباً سه برابر نرخ رسمی مطالبات غیرجاری است. این موضوع در کنار سهم بالای مطالبات امهالی در شبکه بانکی که نه‌تنها در صورت کسر نسبت مطالبات غیرجاری خود را نشان نمی‌دهد و بلکه مخرج کسر را بزرگ‌تر کرده و درنهایت باعث کوچک نمایش دادن نسبت مزبور می‌شود، جملگی تبیین‌کننده وضعیت نامساعد این بخش از دارایی‌های شبکه بانکی و عدم درآمدزایی و جریان نقدی متناسب با آن است.

1. Convex payoff function

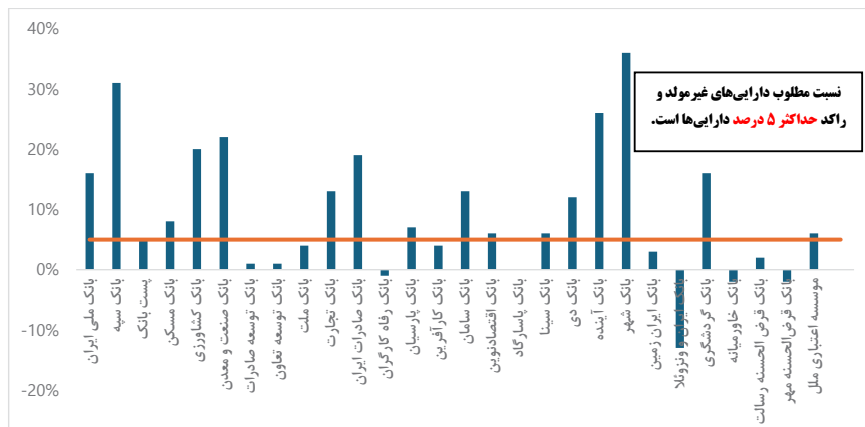
۲. برای توضیحات بیشتر درباره سرمایه بانک و ریسک‌پذیری رجوع کنید به استولز، ۲۰۰۳.

نمودار (۲): نسبت مطالبات غیر جاری شبکه بانکی^۱

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر صورت‌های مالی بانک‌ها در سال ۱۴۰۱

بررسی نسبت دارایی‌های غیرمولد و راکد شبکه بانکی ایران یکی از چالش‌های اساسی نظام مالی کشور است که تأثیرات منفی بر نقدینگی، توان تسهیلات‌دهی و سلامت ترازنامه بانک‌ها دارد. درحالی‌که نسبت مطلوب دارایی‌های غیرمولد و راکد در سطح جهان حداکثر ۵ درصد دارایی‌ها است، این نسبت در شبکه بانکی ایران بیش از ۲ برابر سطح مطلوب جهانی است و در برخی از بانک‌ها نسبت فوق تا ۶ برابر نرم جهانی آن است. انباشت دارایی‌های غیرمولد و راکد در شبکه بانکی می‌تواند با کاهش نقدشوندگی دارایی‌ها منجر به کاهش توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها گردد. همچنین نسبت بالای فوق منجر به افزایش ریسک نقدینگی گردد. به عبارت دیگر دارایی‌های غیرمولد نمی‌توانند به سرعت به وجه نقد تبدیل شوند، که در مواقع نیاز به نقدینگی مشکل‌ساز می‌شود. این موضوع می‌تواند باعث افزایش فشار بر بانک مرکزی برای جبران کمبود نقدینگی گردد.

۱. وفق مستندات بانک جهانی (World Bank) و صندوق بین‌المللی پول (IMF) معمولاً نسبت ۳٪ به عنوان حد آستانه هشدار و به عنوان سطحی نسبتاً نگران‌کننده بوده که نیازمند نظارت و مدیریت ریسک است، در نظر می‌گیرند (IMF Financial Soundness Indicators, 2022)
۲. با توجه به اینکه نسبت مطالبات غیرجاری، و نسبت دارایی‌های غیرمولد و راکد برای بانک سرمایه در سال ۱۴۰۱ به ترتیب برابر با ۷۹٪ و ۶۸٪ بود، این موضوع مانع انعکاس وضعیت سایر بانک‌ها می‌گردد؛ بنابراین از ترسیم وضعیت نسبت‌های فوق در کنار سایر بانک‌ها صرف نظر گردید.



نمودار (۳): نسبت دارایی‌های غیرمولد و راکد شبکه بانکی^۱

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر صورت‌های مالی بانک‌ها در سال ۱۴۰۱

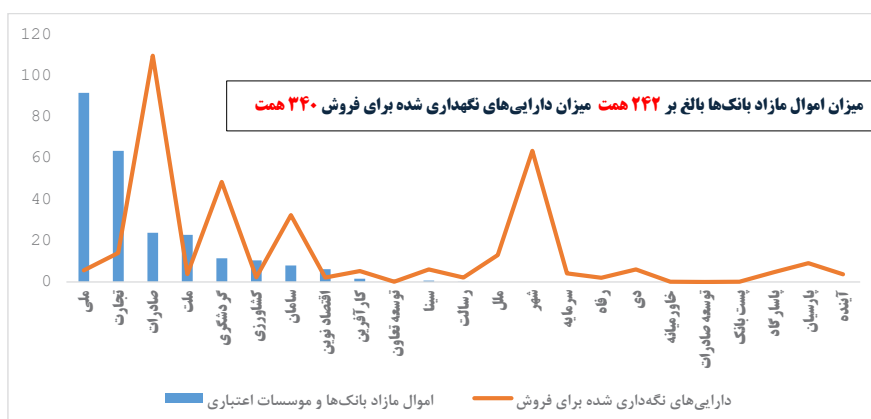
در ادامه با بررسی دارایی‌های راکد و غیرمولد، میزان املاک و مستغلات مازاد بانک‌ها، اموال تملیکی و سهام‌داری مازاد آنها در تطابق با دستورالعمل‌های نظارتی بانک مرکزی بررسی خواهد شد. برای این منظور، آن بخش از دارایی‌های راکد و غیرمولد بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را که در بخش املاک و مستغلات، مازاد بر نسبت مقرر تعیین شده در دستورالعمل نحوه محاسبه نسبت خالص دارایی‌های ثابت بانکی و مؤسسات اعتباری است، در **نمودار (۴)** نمایش داده شده است.

میزان املاک و مستغلات مازاد شبکه بانکی مبتنی بر اطلاعات صورت‌های مالی در دسترس ۲۳ بانک و مؤسسه اعتباری در سال ۱۴۰۳ بالغ بر ۲۴۲ هزار میلیارد تومان (همت) و میزان دارایی‌های نگهداری شده برای فروش (املاک تملیکی) نیز حدود ۳۴۰ همت است که در مجموع بالغ بر ۵۶۲ هزار میلیارد تومان املاک و مستغلات مازاد و نگهداری شده برای فروش برای بانک‌های مورد بررسی است. نکته قابل توجه آن است که آمار مزبور صرفاً مرتبط با فعالیت خود بانک بوده و آمار و اطلاعات مرتبط با گروه بانک نظیر شرکت‌های فرعی و وابسته را شامل نمی‌شود. به همین دلیل است که

۱. دارایی‌های غیرمولد یا راکد به آن دسته از دارایی‌های بانکی گفته می‌شود که بازدهی مالی ایجاد نمی‌کنند و در عملیات اصلی بانک مشارکت فعال ندارند. معمولاً شامل مواردی چون املاک تملیکی (زمین و ساختمان مازاد)، بنگاه‌داری (شرکت‌داری بانک‌ها)، مطالبات سنواتی و مشکوک‌الوصول و دارایی‌های منجمد در پروژه‌های راکد یا ناتمام است.

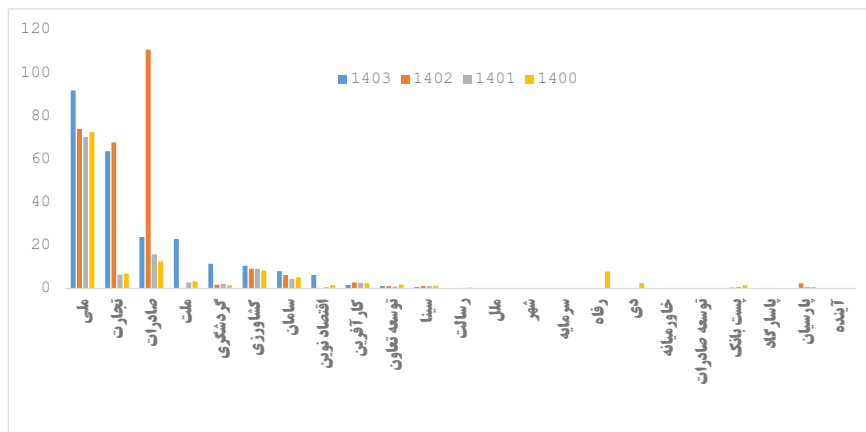
اطلاعات اموال مازاد بسیاری از بانک‌ها نظیر بانک آینده صفر محاسبه گردیده است چراکه اطلاعات گروه بانک آینده را شامل نمی‌شود. همچنین پرواضح است که خیلی از دارایی‌های مزبور به قیمت دفتری در صورت‌های مالی ثبت شده و در صورت تجدید ارزیابی دارایی‌ها مقدار محاسبه شده بسیار بیش‌تر نیز خواهد شد.

همچنین میزان سرمایه‌گذاری مازاد بر حدود مقرر بانک‌ها طی سال‌های ۱۴۰۰-۱۴۰۳ به شرح نمودار (۵) است. شایان ذکر است میزان تخطی ۲۳ بانک مورد بررسی از حدود مقرر سرمایه‌گذاری در سال ۱۴۰۳ وفق مفاد دستورالعمل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بالغ بر ۱۹۰ هزار میلیارد تومان است.



نمودار (۴): میزان اموال مازاد بر نسبت خالص دارایی‌های ثابت بانکی در سال ۱۴۰۳ - بر حسب هزار میلیارد تومان

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر صورت‌های مالی بانک‌ها



نمودار (۵): میزان سرمایه‌گذاری مازاد بر حدود مقرر بانک‌ها طی سال‌های ۱۴۰۰-۱۴۰۳

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر صورت‌های مالی بانک‌ها

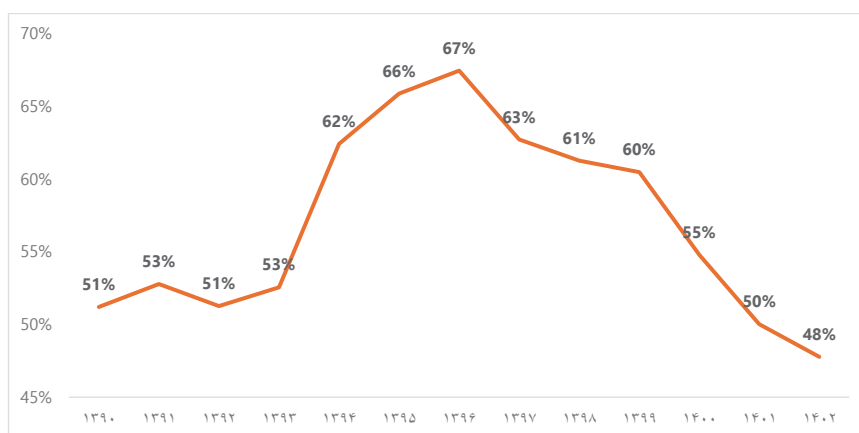
در حال حاضر بر اساس نتایج مطالعات مختلف داخلی^۱، تأمین مالی از طریق بانک‌ها یکی از مشکلات اصلی پیش‌روی بخش واقعی اقتصاد کشور بوده به نحوی که دریافت تسهیلات از شبکه بانکی به عنوان نامساعدترین مؤلفه محیط کسب و کار در ایران ارزیابی شده است. وابستگی بالا به تأمین مالی از طریق شبکه بانکی در کنار دشواری در تأمین مالی در مؤلفه‌های دسترسی و نرخ بالای آن گویای شواهدی از تنگنای اعتباری و وضعیت نامساعد شبکه بانکی جهت حمایت از بخش واقعی اقتصاد است. در ادامه شواهدی از تنگنای اعتباری در شبکه بانکی ایران ارائه خواهد شد.

نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به تولید ناخالص داخلی، شاخصی است که برای توسعه کمی نظام بانکی و جهت سنجش عمق مالی^۲ آن استفاده می‌شود. منظور از شاخص فوق این است که به ازای هر واحد ارزش افزوده، دسترسی بخش غیردولتی به منابع

۱. گزارش‌های «پیمایش محیط کسب و کار ایران»؛ اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران، محمودزاده و همکاران (۱۳۹۵)؛ محمودزاده و رشنودی (۱۴۰۲).

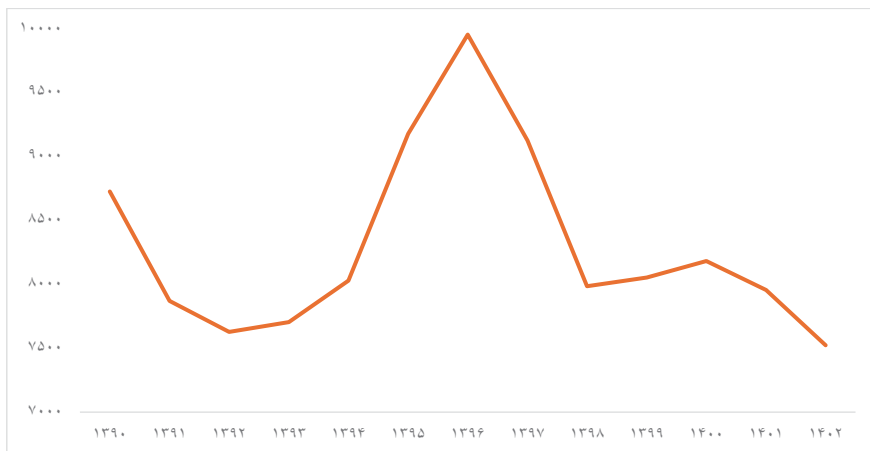
۲. منظور از عمق مالی (Financial Depth) در ادبیات علم اقتصاد، میزان توسعه‌یافتگی و گستردگی بخش مالی یک اقتصاد است. این مفهوم معمولاً به توانایی نظام مالی در تسهیل پس‌انداز، تخصیص بهینه منابع، کاهش هزینه‌های مبادله و تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی اشاره دارد. به عبارت دیگر عمق مالی بدین مفهوم است که عرضه منابع در اقتصاد به میزان کافی و مورد نیاز احاد اقتصادی صورت می‌پذیرد.

بانکی چقدر بوده است. این نسبت از سال ۱۳۹۶ به بعد همواره نزولی بوده به نحوی که مقدار این شاخص در سال ۱۳۹۶ برابر با ۶۷٪ بوده ولیکن در سال ۱۴۰۲ به ۴۸٪ کاهش یافته است. کاهش قریب به ۲۰ واحد درصدی، از آنجاکه رشد بخش حقیقی تقریباً طی سال‌های مزبور متوقف شده بود، نشان‌دهنده رشد نسبی کمتر صورت کسر نسبت به مخرج آن است. به عبارت دیگر دسترسی بخش غیردولتی به منابع بانکی متناسب با تغییرات ارزش افزوده نبوده است.



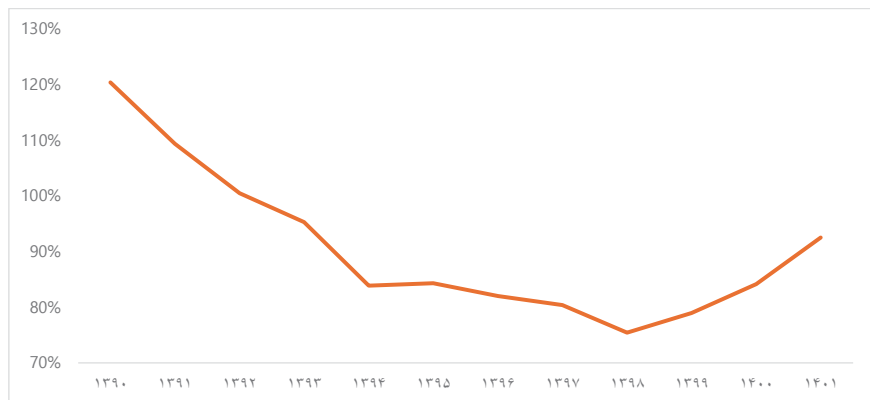
نمودار (۶): نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به تولید ناخالص داخلی اسمی

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین گزارشات سنواتی خلاصه تحولات بانک مرکزی



نمودار (۷): نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به شاخص قیمت مصرف‌کننده
منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین گزارشات سنواتی خلاصه تحولات بانک مرکزی

روند نسبت بدهی بخش غیردولتی به شبکه بانکی به شاخص قیمت مصرف‌کننده از سال ۱۳۹۶ غیر از سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ کاهش یافته که بیانگر کاهش قدرت خرید تسهیلات دریافتی توسط بخش غیردولتی جهت پوشش هزینه‌های ضروری خانوار و بنگاه‌ها است.



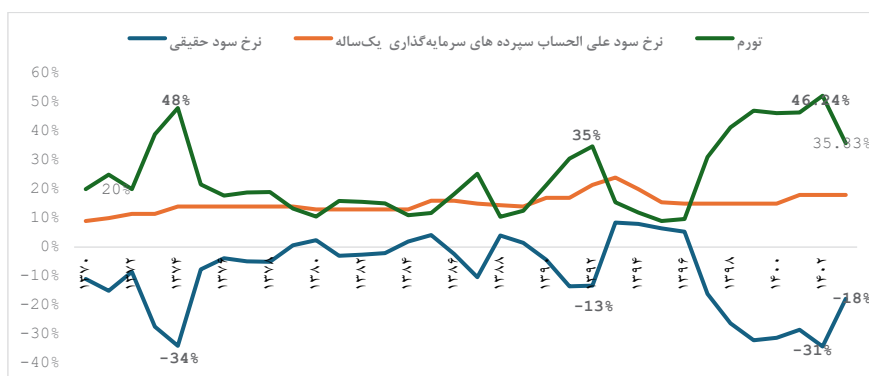
نمودار (۸): نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی
به شاخص سپرده بخش غیردولتی نزد بانک‌ها

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین گزارشات سنواتی خلاصه تحولات بانک مرکزی

نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به خالص سپرده بخش غیردولتی نزد بانک‌ها، نشان می‌دهد که شبکه بانکی چه میزان از سپرده‌های دریافتی را صرف اعطای تسهیلات و یا ایجاد اعتبارات برای بخش غیردولتی کرده است. از سال ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۸ این نسبت همواره روند کاهشی داشته که می‌تواند شاهی از حجم بالای دارایی‌های منجمد و مسموم در تزانامه بانک‌ها باشد که عدم درآمدزایی و متعاقب آن عدم جریان نقدی این نوع از دارایی‌ها، توان اعطای تسهیلات اعطایی را برای شبکه بانکی محدود نموده است. مقایسه سه نمودار (۴)، (۵) و (۶)، نشان می‌دهد در سال‌های اخیر با وجود اینکه شبکه بانکی بخش بیش‌تری از منابع خود را صرف اعطای تسهیلات و یا ایجاد اعتبارات برای بخش غیردولتی نموده است ولیکن این تسهیلات متناسب با رشد سطح عمومی قیمت‌ها و تولید ناخالص داخلی نبوده و در نتیجه دسترسی آحاد اقتصادی اعم از خانوار و بنگاه‌های غیردولتی به اعتبارات بانکی کاهشی بوده است.

آسیب‌شناسی مسئله تنگنای اعتباری و آثار واقعی آن

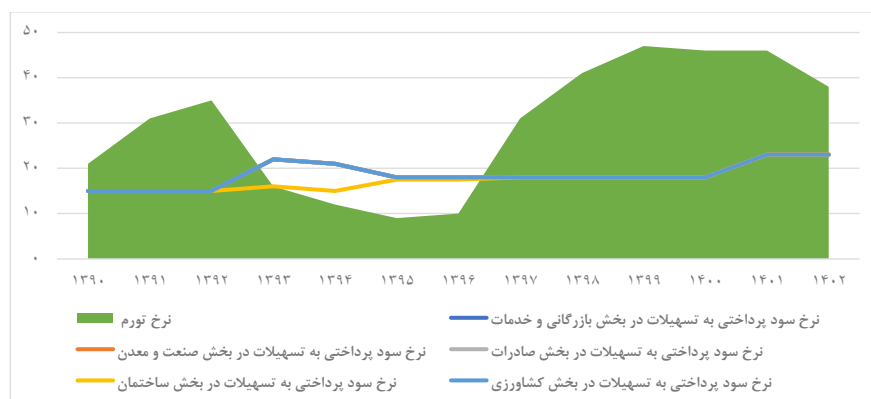
ریشه‌یابی مسئله تنگنای اعتباری را باید در سه بعد ساختار، توان و انگیزه شبکه بانکی جستجو کرد. در تحلیل کاهش انگیزه شبکه بانکی در اعطای تسهیلات، مهم‌ترین مسئله، سرکوب مالی گسترده در بازار اعتبار است. بررسی نرخ سود سپرده‌های بانکی حاکی از آن است که غیر از یک دوره‌های خاصی در اقتصاد ایران، نظیر دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۲، همواره نرخ بهره حقیقی منفی بوده است.



نمودار (۹): سرکوب مالی: نرخ بهره حقیقی منفی

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر داده‌های بانک مرکزی

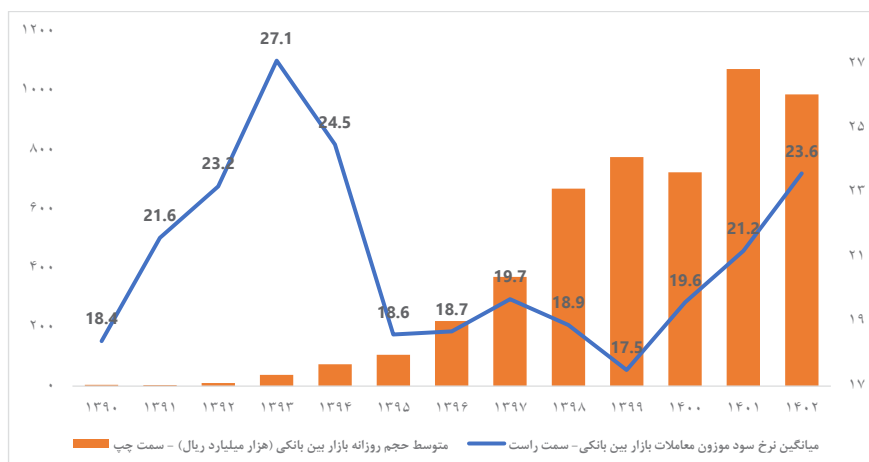
همچنین بررسی سقف نرخ سود تسهیلات پرداختی شبکه بانکی طی یک دهه اخیر گویای آن است که جز در مقاطعی کوتاه، نرخ سقف سود تسهیلات بانکی همواره پایین‌تر از نرخ تورم بوده است. تحلیل نادرست از علل تورم و راه‌های کاهش آن یکی از عواملی است که منجر به سرکوب نرخ سقف سود در اقتصاد ایران شده است. سرکوب مالی سبب شده تأمین مالی بانکی ارزان‌تر از سایر روش‌های تأمین مالی باشد و بنابراین بازار اعتبار با مازاد تقاضا مواجه باشد. سرکوب مالی همچنین ترکیب وجوه بانکی را به نفع سپرده‌های سیال‌تر تغییر می‌دهد. با کاهش ماندگاری سپرده، ظرفیت تسهیلات‌دهی شبکه بانکی محدود می‌شود؛ بنابراین عرضه اعتبار نیز متأثر از سرکوب نرخ سود کاهش می‌یابد.



نمودار (۱۰): سقف نرخ سود تسهیلات پرداختی به بخش‌های مختلف اقتصادی و نرخ تورم

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر داده‌های بانک مرکزی

وجود مؤسسات اعتباری غیرمجاز که در راستای بازی پانزی متقاضی وجوه برای تأمین ذخایر مرتبط با تأمین مالی سود سپرده‌گذاران بودند، در کنار سرکوب مالی در بازار سپرده و تسهیلات موجب گردیده است که تأمین مالی بانک‌ها در بازار بین‌بانکی طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ بسیار پرهزینه باشد. شواهد گویای آن است که نرخ تأمین مالی از بازار بین‌بانکی از سال ۱۳۹۹ به بعد افزایش یافته است به نحوی که این نرخ از ۱۷/۵ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۲۳/۶ درصد در سال ۱۴۰۲ افزایش یافته است. عملکرد بازار بین‌بانکی ریالی وفق نمودار زیر گویای این افزایش هزینه است.



نمودار (۱۱): نرخ تأمین مالی شبکه بانکی در بازار بین بانکی

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر گزارشات سنواتی عملکرد بازار بین بانکی ریالی بانک مرکزی

پرسش اساسی در این بخش آن است که چرا دسترسی بخش غیردولتی به منابع مالی همچنان با محدودیت و دشواری روبه‌رو بوده و تنگنای اعتباری به مؤلفه کل شبکه بانکی کشور تسری یافته است؟ پاسخ این پرسش را باید در ساختار بانک‌محور نظام تأمین مالی کشور و نیز سرکوب مالی جست‌وجو کرد؛ ساختاری که در آن امکان تأمین مالی از سایر بازارها و ابزارهای غیربانکی بسیار محدود است. در چنین شرایطی، خانوارها، بنگاه‌ها، دولت و شرکت‌های دولتی همگی برای تأمین منابع مالی خود به شبکه بانکی متکی‌اند، و افزایش دسترسی هر گروه به اعتبار، عملاً به معنای کاهش دسترسی گروه‌های دیگر است. این ناهمگونی تنها میان بخش‌های مختلف اقتصاد مشاهده نمی‌شود بلکه در درون هر گروه نیز وجود دارد؛ به‌عنوان نمونه، بنگاه‌های بزرگ غیردولتی نسبت به بنگاه‌های کوچک و خرد، دسترسی نامتقارن و بسیار گسترده‌تری به منابع مالی رسمی دارند. در فضای سرکوب نرخ سود، هزینه تأمین مالی برای آن بخش از واحدهای اقتصادی که موفق به دریافت تسهیلات بانکی می‌شوند، به‌طور غیرواقعی پایین است؛ درمقابل، گروه‌هایی که به‌دلیل محدودیت ظرفیت اعتباری یا ارزیابی‌های نامتقارن از بازار رسمی کنار گذاشته می‌شوند، ناچارند از مجاری غیررسمی و با هزینه‌های به‌مراتب بالاتر تأمین مالی کنند. شکاف بزرگ میان نرخ‌های تأمین مالی رسمی و غیررسمی، زمینه ایجاد رانت در بازار اعتبار را فراهم کرده و فرایند تخصیص بهینه منابع را مختل می‌سازد. این وضعیت

شبکه بانکی را به سمت کژمنشی و اعطای تسهیلات به اشخاص مرتبط یا گروه‌های ذی‌نفع دارای روابط بلندمدت سوق داده است. نتیجه آنکه بخش قابل توجهی از صنایع متوسط و خرد، و نیز بسیاری از خانوارها، عملاً از دسترسی به اعتبار با نرخ‌های رسمی محروم مانده‌اند.

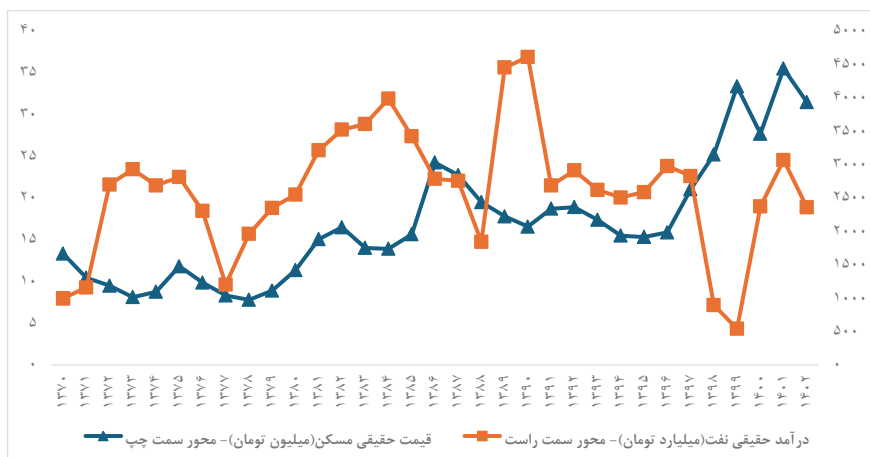
در تحلیل توانایی شبکه بانکی جهت اعطای تسهیلات بانکی یکی از چالش‌های اصلی افزایش هزینه‌های تأمین منابع مالی بانک به دلیل کاهش جریان درآمدی دارایی‌های بانک و متعاقباً افت جریان نقد آنها متأثر از انباشت مطالبات غیرجاری و تسهیلات امهالی بالا، دارایی‌های نقدناشوی شبکه بانکی و بدهی‌های بازپرداخت نشده دولت به بانک‌ها است. در ادامه شواهد آماری مبین سازوکار و کانال انتقال اثرهای کاهش قیمت نفت بر اقتصاد یک کشور صادرکننده نفتی ارائه خواهد شد.

پژوهش حاضر به ویژگی مهم کشورهای صادرکننده نفتی، نظیر اثرگذاری نوسانات قیمتی و حجم صادرات نفتی بر درآمد ارزی این کشورها به‌عنوان عامل ماشه واقف بوده و کانال‌ها و سایش‌های مختلفی که موجب ایجاد ادوار در بخش حقیقی می‌گردند را تبیین می‌نماید. دو گروه عمده از مطالعات پیرامون انتقال و انتشار تکانه‌های درآمدی نفت بر تولید در سایر بخش‌ها پرداخته‌اند. نخستین گروه که عمده مطالعات را هم شامل می‌شود بر روی رفتار نرخ واقعی ارز به‌عنوان سازوکار اصلی انتقال این تکانه‌های درآمدی نفت تمرکز کرده‌اند. این نوع از ادبیات غالباً تحت عنوان بیماری هلندی شناخته می‌شوند و بیان می‌دارند که یک رونق در کالای صادراتی (نفت) به‌طور کلی باعث کاهش نرخ ارز حقیقی، افزایش تولید کالاهای غیرقابل تجارت^۱ و کاهش تولید و اشتغال در سایر بخش‌های کالاهای قابل تجارت^۲ (غیر نفت) می‌گردد. به بیان دیگر، درآمدهای نفتی بالاتر به همراه افزایش در قدرت خرید ریال، باعث افزایش انگیزه در افزایش مصرف و کاهش تولیدات کالاهای قابل تجارت و افزایش تقاضا و مصرف برای کالاهای غیرقابل تجارت می‌گردد. این موضوع در نمودارهای زیر به خوبی نمایش داده شده است. (برای مطالعه بیشتر به مطالعات کوردن^۳، فردمنش^۴، ون ویجنبرگن^۵، گیلفسون^۶، کاسلی و کانینگهام^۷ و کلوگنی و مانرا^۸ رجوع گردد).

همان‌طور که در نمودار (۱۲) نیز قابل مشاهده است همراه با افزایش درآمدهای نفتی، قیمت

1. Non Tradable Goods
2. Traditional Tradable Goods
3. Corden, 1982
4. Fardmanesh, 1991
5. Van Wijnbergen, 1984
6. Gylfason, 2001
7. Caselli & Cunningham, 2009
8. Cologni & Manera, 2013

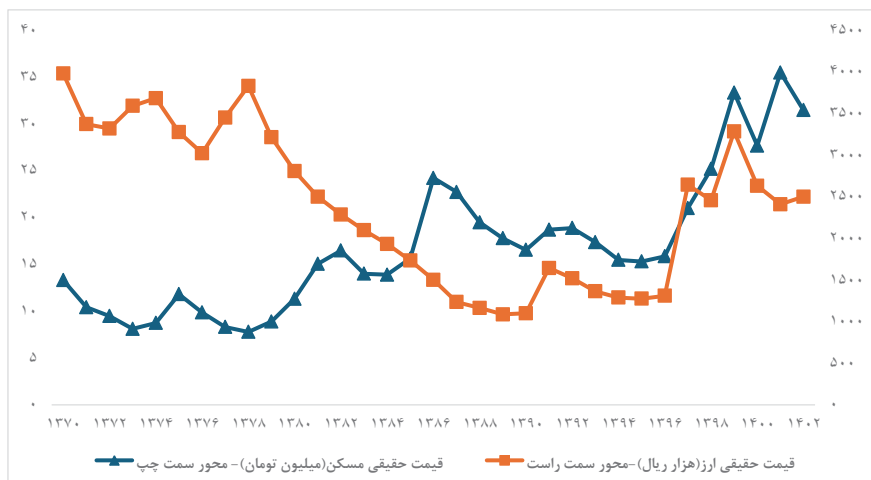
مسکن هم افزایش یافته است. همچنین همراه با کاهش درآمدهای نفتی، قیمت مسکن نیز کاهش داشته است. عدم هم‌حرکتی دوره ۱۴۰۰-۱۳۹۷ دو متغیر، گویای وجود عوامل دیگری در تبیین رشد قیمت مسکن در زمان کاهش درآمدهای نفتی است. به عبارت دیگر رابطه بلندمدت میان درآمدهای نفتی و قیمت مسکن مثبت بوده است؛ اما در دوره اخیر از سال ۱۳۹۷ عمده دلیل افزایش قیمت مسکن از دو محل افزایش هزینه‌های ساخت به دلیل افزایش تورم و یا افزایش نرخ ارز اسمی و اثر آن در قیمت مسکن به عنوان کالای سرمایه‌ای است.



نمودار (۱۲): قیمت‌های حقیقی مسکن و درآمدهای حقیقی نفتی (۱۳۷۰-۱۴۰۲)

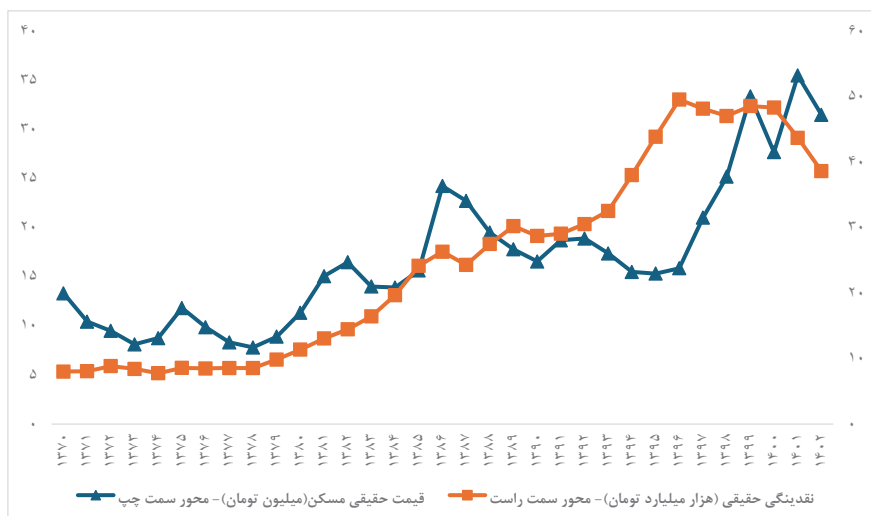
منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات سالانه منتشره بانک مرکزی ج.ا.ا.

همراه با افزایش درآمدهای نفتی و اتخاذ سیاست کنترل نرخ ارز اسمی توسط حاکمیت، کاهش نرخ ارز حقیقی منجر به تغییر در قیمت‌های نسبی در بخش کالای قابل تجارت در قیاس با کالاهای بخش غیرقابل تجارت گردید که در نهایت افزایش سرمایه‌گذاری و رشد قیمت‌ها در بخش املاک و مستغلات را به دنبال داشت. **نمودار (۱۳)** گویای این رخداد است.



نمودار (۱۳): مقایسه قیمت حقیقی مسکن و قیمت حقیقی ارز (۱۳۷۰-۱۴۰۲)

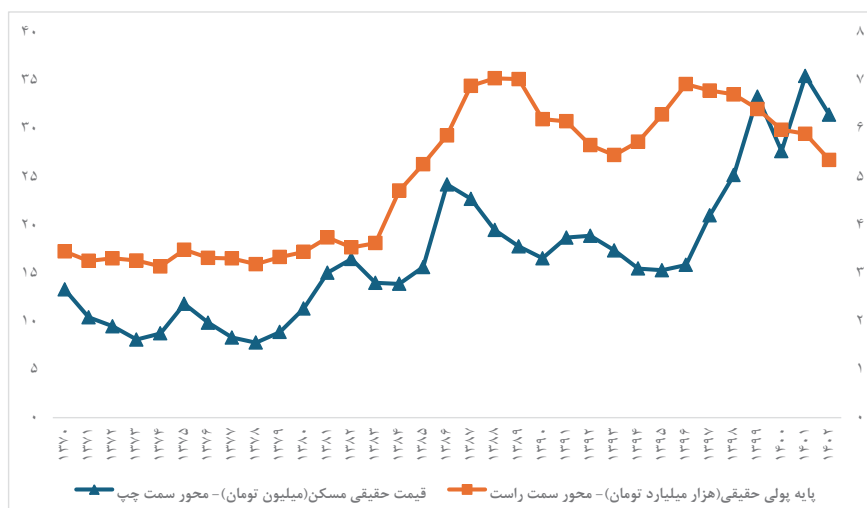
منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات منتشره بانک مرکزی ج.ا.ا.



نمودار (۱۴): نقدینگی حقیقی و قیمت حقیقی مسکن (۱۳۷۰-۱۳۹۹)

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات منتشره بانک مرکزی ج.ا.ا.

دسته دوم از مطالعات بیان می‌کنند که رونق کالای صادراتی (مانند نفت) در کوتاه‌مدت می‌تواند اثرهای پولی مهمی را داشته باشد که کاهش بیش‌تر نرخ حقیقی ارز از جمله این اثرها در کوتاه‌مدت است. آنها بیان می‌کنند که افزایش در قیمت نفت منجر به ایجاد مازاد تراز پرداخت‌ها به دلیل تجمع ذخایر بین‌المللی می‌گردد و چنانچه این مازاد ذخایر به‌طور کامل عقیم‌سازی^۱ نشوند پایه پولی افزایش یافته و مازاد عرضه پول ممکن است رخ دهد (Edwards and Aoki, 1983^۲ و Edwards, 1986^۳). مطابق با این رویکرد، افزایش درآمدهای نفتی باعث افزایش در خالص ذخایر ارزی می‌شود. چنانچه این افزایش در خالص ذخایر به‌طور کامل عقیم‌سازی نشود، پایه پولی و عرضه پول افزایش می‌یابد. این افزایش در حجم پول می‌تواند منجر به اثرگذاری بر قیمت کالاهای غیرقابل تجارت و کاهش در نرخ حقیقی ارز گردد. این موضوع در نمودارهای بعدی به‌خوبی مشخص شده است.



نمودار (۱۵): پایه پولی حقیقی و قیمت حقیقی مسکن

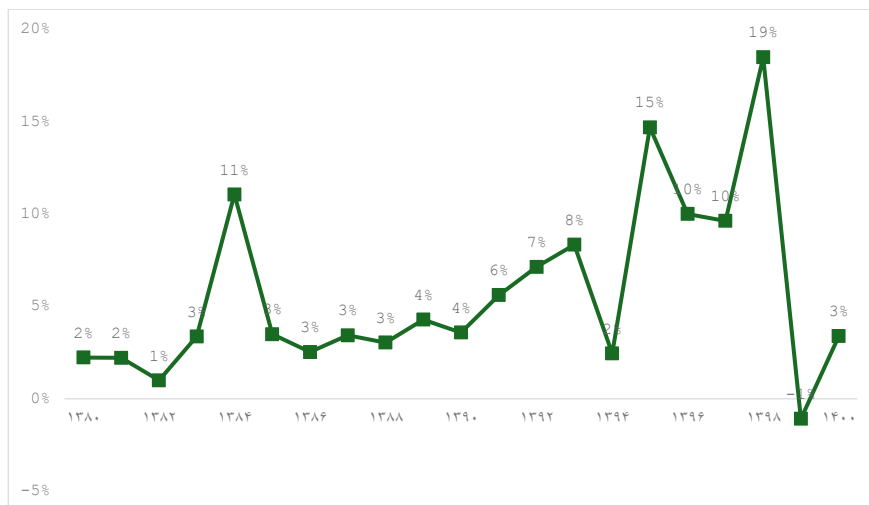
منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات بانک مرکزی ج.ا.ا.

درحالی‌که دو نظریه بالا، اطلاعات مناسبی را پیرامون کانال‌های انتقال درآمدهای نفتی در اختیار قرار می‌دهند؛ اما به‌صورت آشکارا پیامدهای اثرگذاری درآمدهای نفتی را بر بخش مسکن مشخص نمی‌کنند

1. Sterilized
2. Edwards and Aoki, 1983
3. Edwards, 1986

(Khiabani, 2015). با این حال با نگاه دیگری به بیماری هلندی و تبیین کانال‌های اعتباری و مالی، امکان تدقیق موضوع فراهم می‌گردد. از آنجایی که سهمیه‌بندی اعتباری و وضع سقف اعتباری روی میزان اعتبارات از جمله سیاست‌های پولی در کشورهای در حال توسعه است، ورود درآمدهای نفتی، منجر به افزایش سقف اعتباری نظام بانکی می‌گردد. این موضوع سبب راحتی دسترسی به اعتبار توسط خانوارها و بنگاه‌ها گردیده و به افزایش تقاضا برای کالاهای قابل تجارت و غیرقابل تجارت می‌شود. از طرفی به دلیل اینکه عرضه کالاهای غیرقابل تجارت و دارایی‌هایی نظیر مسکن و ساختمان محدودتر از کالاهای قابل تجارت است، اثر فزاینده این تقاضاها باعث افزایش قیمت کالاهای غیرقابل تجارت می‌شود. به عبارت دیگر کاهش در نرخ ارز حقیقی همچنین موجب افزایش قیمت‌های نسبی دارایی‌هایی نظیر مسکن می‌شود. از سوی دیگر افزایش در قیمت مسکن، باعث افزایش در ارزش سرمایه مسکن گردیده که اثر آن افزایش در خالص ثروت خانوارها و بنگاه‌ها است. این نیز به نوبه خود خانوارها و بنگاه‌ها را به اعتبار وثایق بارز تر، به اخذ تسهیلات بیش تر جهت تأمین مالی سرمایه‌گذاری در بخش مسکن تشویق می‌نماید (Khiabani, 2015).

رونق بازار املاک و مستغلات در سال‌های میانی و پایانی دهه ۸۰ شمسی سبب شد همراه با افزایش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در بخش املاک و مستغلات، برخی از بانک‌ها بر خلاف سقف قوانین و ضوابط موجود منابع خود را به سمت سرمایه‌گذاری در بازار املاک و مستغلات ببرند.



نمودار (۱۶): سهم سرمایه‌گذاری بانک‌ها از کل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در بخش املاک و مستغلات

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات منتشره حساب جریان وجوه بانک مرکزی

همان‌طور که در نمودار (۱۶) ملاحظه می‌شود سهم سرمایه‌گذاری بانک‌های خصوصی در بازار مسکن با توجه به آمارهای در دسترس طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۰ و پس از آغاز فرایند خصوصی‌سازی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی در اوایل دهه ۸۰ شمسی، روندی فزاینده را طی نموده است. این سرمایه‌گذاری‌ها با رکود بخش مسکن در انتهای دهه ۱۳۸۰ بخش عمده‌ای از دارایی‌های نظام بانکی را از سیالیت لازم انداخته و افت حاشیه سود و کیفیت نقدینگی در دسترس شبکه بانکی را در پی داشت. به‌طوری‌که ترازنامه بانک‌ها منجمد گردیده و نظام بانکی نتوانست نقش خود را که همانا تأمین مالی بنگاه‌ها است را به‌خوبی ایفا نماید؛ بنابراین تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی با مشکل مواجه شده که یکی از موانع اصلی در جهت رونق تولید و اشتغال محسوب می‌شود. تراژدی فوق زمانی اوج می‌گیرد که افت تسهیلات‌دهی نظام بانکی، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در بخش املاک و مستغلات گردیده و تکانه رکودی اولیه را تقویت می‌نماید. نتیجه این امر افت خالص ارزش دارایی‌های بانک و در نتیجه کاهش ارزش خالص بانک، کاهش مجدد تسهیلات‌دهی و افت بیش‌تر بخش حقیقی اقتصاد و تولید ناخالص داخلی است.

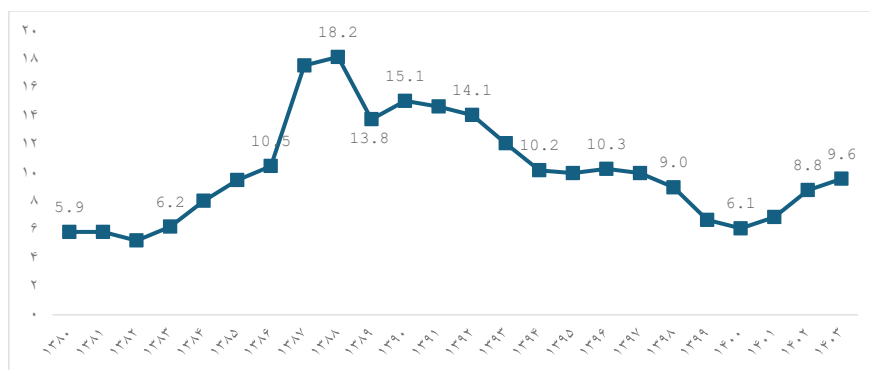
پرسشی که اینک مطرح می‌شود این است که دلایل و انگیزه نظام بانکی برای سرمایه‌گذاری در بخش مسکن و انباشت دارایی‌هایی از جنس املاک و مستغلات در ترازنامه نظام بانکی چیست؟ همچنین آثار و پیامدهای این انباشت دارایی‌ها بر بخش مالی و حقیقی اقتصاد چیست؟ درواقع دلایل متعددی برای رشد سهم املاک و مستغلات در دارایی‌های نظام بانکی وجود دارد. عمده‌ترین این دلایل عبارت‌اند از: الف) تملیک وثایق ملکی به دلیل حجم بالای تسهیلات غیرجاری؛ ب) انگیزه سرمایه‌گذاری بانک‌ها در بخش املاک و مستغلات متأثر از بیماری هلندی، ج) سرکوب مالی دولت و نرخ بازدهی بالای این بخش در قیاس با سایر بخش‌های اقتصاد در زمان رونق درآمدهای نفتی.

فرض بر این است که دارایی‌های بانک‌ها در قالب سهمی از املاک و مستغلات و همچنین بخشی از آن نیز در قالب سهام بنگاه‌ها و ارائه تسهیلات به بخش تولید است. با توجه به اینکه بانک‌ها به‌دنبال حداکثر کردن سود خود هستند، نظر به بازدهی هر بخش اقتصاد تصمیم به افزایش سهم موردنظر می‌نمایند. این موضوع در اقتصاد کشورهای صادرکننده نفتی که به‌صورت بالقوه در خطر ریسک پدیده بیماری هلندی است که می‌تواند اثرهای جانبی بیش‌تری هم داشته باشد. سازوکار اثرگذاری موضوع فوق بدین‌صورت است که یک تکانه نفتی مثبت باعث افزایش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی در صورت عدم عقیم‌سازی منابع فوق متأثر از افزایش هزینه‌های دولت می‌گردد. این موضوع همزمان با سیاست لنگر اسمی نرخ ارز از سویی باعث تقویت نرخ ارز حقیقی اقتصاد گردیده و از

سوی دیگر باعث عدم رعایت سقف‌های اعتباری توسط نظام بانکی می‌گردد. وقوع این دو رخداد با هم در کنار افت ارزش سهام بنگاه‌ها به دلیل کاهش توان صادراتی آنها و همچنین خروج منابع از بخش قابل مبادله به بخش غیرقابل مبادله، انگیزه نظام بانکی را در ارائه تسهیلات به بخش املاک و مستغلات و سرمایه‌گذاری مستقیم در این بخش به دلیل نرخ بازدهی بالاتر نسبت به تولید در پی دارد. نتیجه چنین رخدادی افزایش سهم بخش املاک و مستغلات در پورتفوی نظام بانکی و شیفت سرمایه‌گذاری آنها از بخش مولد و حقیقی اقتصاد به بخش غیرمولد نظیر املاک و مستغلات گردد. این موضوع در صورت وقوع تکانه منفی نفت می‌تواند آثار مخرب بیش‌تری نسبت به نظام بانکی یک کشور که در بخش املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری نکرده است، داشته باشد. چراکه با افت درآمدهای ارزی و کاهش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، توان تسهیلات‌دهی شبکه بانکی کاهش یافته و این موضوع همزمان با افت قیمت حقیقی مسکن منجر به افت خالص ارزش بانک نیز می‌گردد. نتیجه این موضوع کاهش تسهیلات و سرمایه‌گذاری در بخش مسکن و بنابراین افت بیش‌تر قیمت مسکن می‌گردد که اثر تشدیدکننده بر خالص ارزش بانک دارد. از سوی دیگر افت قیمت حقیقی مسکن با کاهش ثروت خانوار توان خانوارها برای سرمایه‌گذاری در بخش مسکن را کاهش داده و این موضوع نیز در تشدید تکانه اولیه اثرگذار است.

نکته قابل توجه در ساختار اقتصادی کشورهای صادرکننده نفت بدین صورت است که در زمان رونق درآمدهای ارزی و رشد بخش غیرقابل تجارت نقش مهم بانک‌ها به عنوان واسطه‌گران مالی در چرخه‌های تجاری مورد غفلت و یا نادیده انگاری قرار گرفته است. بررسی رفتار سرمایه‌گذاری بانک‌ها در بخش مسکن در زمان رونق اقتصادی و انجماد دارایی‌های آنها در این بخش در زمان رکود بخش املاک و مستغلات (تجاری/ اداری/ مسکونی) احتمال قفل دارایی‌های نظام بانکی و به تبع آن کاهش توان اعتباری بانک‌ها را در پی خواهد داشت. وقوع این پدیده در اقتصاد کشورهای صادرکننده نفت که مستعد بروز بیماری هلندی هستند، ممکن است موجب تشدید ادوار تجاری حقیقی از محل کاهش جریان نقد ورودی به بانک و در نتیجه کاهش در توان اعتباری بخش مالی به بخش حقیقی و خروج منابع از بخش‌های مولد اقتصاد و تخصیص آن به فعالیت‌های نامولد اقتصادی شده و نیز به دلیل اینکه بانک‌ها در حال بهره‌برداری از مسکن بوده و این دارایی به دلایل متعددی جزو اقلام مهم دارایی‌های بانک‌ها است؛ بنابراین در کشورهای صادرکننده نفت علاوه بر اصطحکاکات مالی مرسوم، این کشورها در معرض نوع دیگری از ریسک‌های مالی تحت عنوان ریسک رفتار سرمایه‌گذاری بانک‌ها و انباشت دارایی نظام مالی در بخش مسکن بوده که در اثر یک تکانه منفی به درآمدهای نفتی و

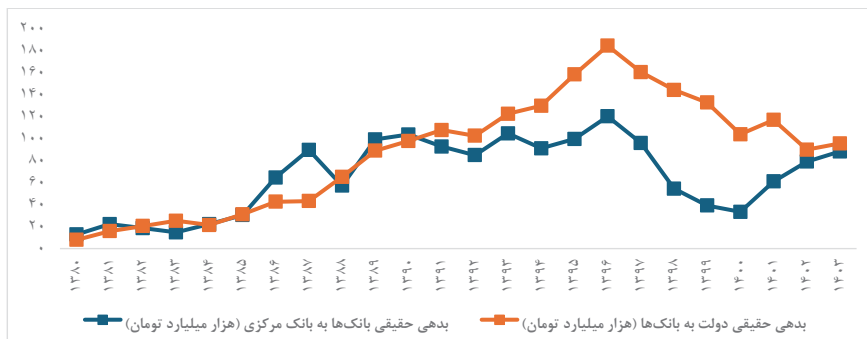
رکود بخش املاک و مستغلات با تحت تأثیر قراردادان جریان وجوه ورودی به بانک و همچنین کفایت سرمایه بانک، اثر تکانه اولیه را تقویت و دوره اثرگذاری را ماندگارتر و درنهایت رکود و یا افت سطح فعالیت‌ها در بخش حقیقی را به همراه داشته باشد. این سایش مالی و سازوکار متعاقب آن نه در اثر بیماری هلندی و کانال‌ها و سایش‌های مرسوم آن دیده شده است و نه در کشورهایی که تکانه مالی آنها همان تکانه کفایت سرمایه ایجاد شده و سایش‌های مرتبط با خانوارها و نظام مالی است. سرکوب نرخ سپرده و تسهیلات نیز دارای اثر در سمت تقاضا تأمین مالی و اثرگذاری آن بر عرضه منابع تأمین مالی است: در بخش تقاضا این موضوع ضمن رشد تقاضای تسهیلات ارزان قیمت، به دلیل هزینه فرصت بالای استفاده از پول در ازای بازگشت تسهیلات اخذ شده منجر به افزایش مطالبات غیرجاری و کاهش جریان درآمدزایی و نقدینگی این نوع تسهیلات گردیده است و شبکه بانکی را با مسئله تنگنای اعتباری مواجه می‌سازد.



نمودار (۱۷): نسبت مطالبات غیرجاری به کل تسهیلات اعطایی شبکه بانکی (درصد)

منبع: اطلاعات گزارشات بانک مرکزی ج.ا.ا.

علت اصلی دیگر تنگنای اعتباری در شبکه بانکی به دلیل افزایش بدهی‌های دولت به بانک‌ها و عدم درآمدزایی و جریان نقدینگی متأثر از آنها برای شبکه بانکی است. این موضوع موجب افزایش هزینه‌های تأمین مالی بانک‌ها و افزایش استقراض آنها از بانک مرکزی می‌گردد.



نمودار (۱۸): بدهی حقیقی بانکها به بانک مرکزی و بدهی حقیقی دولت به بانکها بر حسب هزار میلیارد تومان

منبع: محاسبات محققان مبتنی بر آخرین اطلاعات بانک مرکزی ج.ا.ی.

در تحلیل نقش حاکمیت شرکتی بانکها در بروز تنگنای اعتباری در شبکه بانکی چنین می توان عنوان داشت که شرایط محیطی اقتصاد کلان و عملکرد آن یکی از مهم ترین عوامل مؤثر بر عملکرد شبکه بانکی است. بروز تکانه های کلان اقتصادی مانند تکانه های تحریم های تجاری و مالی می تواند اثرات عمیقی بر عملکرد شبکه بانکی بر جای گذارد. در واقع ترازنامه شبکه بانکی به طور متقابلی با ترازنامه دیگر عوامل اقتصادی نظیر دولت، بنگاه ها و خانوارها در ارتباط است. اثر بروز تکانه های اقتصاد کلان از مسیر تخریب ترازنامه آحاد اقتصادی در نهایت به تغییر دارایی ها و بدهی های بانکها و تخریب ترازنامه آنها منجر خواهد شد. در کنار شرایط محیطی اقتصاد کلان، آثار تصمیمات خرد بانکی و حاکمیت شرکتی شبکه بانکی، یکی دیگر از عوامل تشدید تنگنای اعتباری و بر هم خوردن چرخه اعتباری سالم آنها است. عدم توان و تمایل به اعمال و سنجش نظام اعتبارسنجی مبتنی بر ریسک اعتباری مشتریان، موجب انباشت دارایی های منجمد نظیر مطالبات غیرجاری گردیده است. اعطای تسهیلات کلان به اشخاص مرتبط و امهال های متعدد آنها نیز موجب کاهش جریان نقد در دسترس و در ادامه کاهش عرضه تسهیلات می گردد. همچنین تصمیم به سرمایه گذاری در دارایی های نقدناشوی نظیر املاک و مستغلات و نیز سهام بنگاه ها موجب انجماد بخشی دیگر از دارایی های شبکه بانکی گردیده است. در نهایت رابطه مالی دولت با بانکها به خصوص در بانک های دولتی و خصوصی شده نیز موجب انباشت بدهی های دولت به بانکها است. این مسائل در نهایت موجب راکد شدن منابع شبکه بانکی، کاهش گردش مالی و افت قدرت تسهیلات دهی آنها می گردد. مقاله حاضر در پی بررسی این فرضیه است که مسئله تنگنای اعتباری شبکه بانکی برون داد شرایط بیرونی و درونی حاکم بر نظام

بانکی است. همچنین این فرضیه باید مورد آزمون قرار گیرد اگر کژمنشی‌ها و کژگزینی‌های در سطح خرد شبکه بانکی نبود، امکان تعدیل و کاهش اثرهای مخرب تکانه‌های کلان بر متغیرهای بخش حقیقی و اسمی اقتصاد وجود داشت.

جملگی شواهد آماری ارائه شده حاکی از انباشت سهم قابل توجه دارایی‌های منجمد در ترازنامه شبکه بانکی است. سهم قابل توجه سرمایه‌گذاری بانک‌ها در بخش املاک و مستغلات و سهام‌داری، انباشت مطالبات غیرجاری و عدم بازپرداخت بدهی‌های دولت، شبکه بانکی را در معرض ریسک انجماد دارایی‌ها قرار می‌دهد. انجماد دارایی‌های بانک‌ها هم ضمن کاهش جریان درآمدی و متعاقباً افت خالص جریان نقد بانک، منجر به احتمال وقوع تنگنای اعتباری می‌گردد و این به نوبه خود باعث کند شدن سطح فعالیت‌های بخش حقیقی یا ایجاد فشارهای رکودی می‌شود.

پیوند بخش مالی و حقیقی اقتصاد

نظر به مطالعات متعددی که بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا به خود جلب نمود، یکی از ویژگی‌های کلیدی آن این است که با وجود تورم‌های پایین و بخش‌های حقیقی با ثبات، دلیل بروز بحران مالی که نه تنها بازارهای مالی که بخش حقیقی را هم تحت تأثیر قرار داد، ایجاد و افزایش آسیب‌پذیری‌های مالی به خصوص در بخش مسکن و بازارهای اعتباری کشورهای توسعه یافته بود. شواهد و یافته‌های مطالعات متعدد حاکی از آن است که تعامل بین ادوار تجاری و مالی نقش مهمی در شکل‌گیری دوره‌های رونق و رکود داشته است به گونه‌ای که رکودهایی که ناشی از اختلالات مالی شامل انقباض در عرضه اعتبار و کاهش شدید در قیمت دارایی‌ها بوده، غالباً طولانی‌تر و عمیق‌تر از سایر رکودها بوده است. متقابلاً رونق‌هایی که ناشی از رشد سریع اعتبار و قیمت دارایی‌ها بوده، نسبت به سایر رونق‌ها شدیدتر بوده است (Claessens et al., 2012a).

بنابراین مسئله تأثیر تکانه‌ها و اختلالات بخش مالی بر بخش حقیقی اقتصاد بار دیگر ضرورت توجه به تعامل بین بخش حقیقی و بخش مالی در الگوسازی اقتصاد کلان را مطرح کرده است. بحران اخیر موضوعات جدیدی را در باب نظریه پردازی در این حوزه مطرح نموده است. یکی از مباحث جدل‌انگیز میان اقتصاددانان و محققان اقتصاد پولی و مالی در خصوص نقش بازارهای مالی و اعتباری بر اقتصاد بخش حقیقی است. برخی از اقتصاددانان معتقدند که اعتبار تنها در دوران بحران‌های مالی نقش ایفا می‌کند (Poole, 1993). درحالی‌که سایرین معتقدند که بازارهای اعتباری به‌طور عمومی و پیوسته اقتصاد کلان را از طریق کانال‌های مختلف تحت تأثیر قرار می‌دهند

(Bernanke, 1983; Calomiris & Hubbard, 1989). بحران مالی اخیر، فقدان چهارچوب تحلیلی مناسب برای تحلیل اثرات سایش‌های مالی که به صورت وسیع و از کانال‌های مختلف بر بخش حقیقی اقتصاد کلان اثر می‌گذارند را برجسته کرد (Galati & Moessner, 2013).

اکثر الگوهایی که تا قبل از بروز بحران مالی اخیر استفاده می‌شد، در چهارچوب مدل‌های مکتب نوکینزی‌ها بود و به صورت ضمنی بازارهای مالی را کامل و کاراً فرض می‌کرد. در این مدل‌ها سایش‌های مالی که از عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های مبادلاتی نشئت می‌گیرد، وجود نداشت. بر اساس این فروض، الگوی استاندارد توسط یک نرخ بهره مشخص می‌شود و سایر دارایی‌های غیر پولی در اوراق قرضه دولتی تجمع می‌شوند (Vleck & Roger, 2012)؛ اما بروز بحران مالی اخیر، ضرورت درک نقش سایش‌های مالی در سازوکار تعامل بخش مالی و حقیقی را مطرح نمود و بنابراین نیاز به توسعه الگوهایی برای لحاظ این سایش‌ها در الگوهای اقتصاد کلان گردید. نتیجه کلی این پیامد این است که درک نوسانات اقتصاد کلان و سیاست‌های مورد نیاز برای تثبیت آن، بدون توجه به سیکل‌های مالی و عوامل مؤثر بر آن امکان‌پذیر نیست (Borio, 2014).

با توجه به اهمیت نظام مالی در تحقق و شکل‌گیری نوسانات در بخش حقیقی، بخش مهمی از مطالعات اخیر به این موضوع پرداخته‌اند. تمرکز اصلی این مطالعات بررسی اهمیت سایش‌های مالی در ادوار تجاری است. تفاوت این مطالعات در رویکرد آنها برای توضیح چگونگی انتقال تکانه‌ها از طریق بخش مالی به متغیرهای حقیقی اقتصاد است. درواقع، الگوهای کینزی جدید که بخش مالی را وارد الگوهای کلان کرده‌اند به دو دسته تقسیم می‌شوند: دسته اول، الگوهایی هستند که به صورت صریح نظام بانکی را به عنوان واسطه‌گر مالی در نظر نگرفته‌اند، مانند الگوی شتاب‌دهنده مالی^۱ و الگوی قید وثیقه^۲؛ دسته دوم نیز الگوهایی هستند که به صراحت نظام بانکی را به عنوان واسطه‌گر مالی در الگوی کلان وارد کرده‌اند.

در ادبیات پژوهش کانال‌های ارتباطی و انتقالی میان بخش‌های مالی و حقیقی به اندازه کافی تشریح شده است، این کانال‌ها هر دو سوی تعامل بالقوه - مالی به حقیقی و حقیقی به مالی - را پوشش می‌دهند. به طور خاص، مجموعه‌ای از شرایط در بخش حقیقی شرایط مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد - به طور ویژه ترازنامه خانوارها و بنگاه‌های مالی و غیرمالی از شرایط اقتصاد کلان متأثر می‌گردند؛ همچنین مجموعه‌ای از شرایط مرتبط با ترازنامه خانوارها و بنگاه‌ها بخش حقیقی را متأثر

1. Financial Accelerator
2. Collateral Constraint

می‌سازند. ادبیات نظری پیرامون ارتباطی که از طرف بخش حقیقی به بخش مالی وجود دارد در اکثر نظریه‌های اقتصاد کلان متعارف موجود است؛ به‌عنوان نمونه، شرایط اقتصاد کلان ضعیف منجر به کاهش درآمدها و سودهای کسب و کارها (نظیر بانک‌ها) و درآمدهای خانوار گردیده که نتیجه آن کاهش در رشد ارزش خالص کسب و کارها و خانوارها می‌شود و در برخی از موارد موجب کاهش و نزول آنها می‌گردد. تحقق این موضوع بدون قیدوشرط بوده و توسط جاکوبسون و همکاران^۱ مورد اشاره قرار گرفته است. نکته مهم در این بخش آن است که سازوکار و فرایند اثرگذاری شرایط اقتصاد کلان بر ترازنامه بنگاه‌ها و خانوارها توسط اغلب اقتصاددانان به‌عنوان موضوعی درست و در عین حال بی اهمیت تلقی می‌شد. پیامد دیگر کاهش درآمد خانوار و سودهای کسب و کارها، افزایش احتمال ورشکستگی قرض‌گیرندگان است که در ادامه منجر به زیان بانک‌ها و اثبات ریسک در ترازنامه بانک‌ها می‌شود. ادبیات نظری مرتبط با کنشی که از بخش مالی به بخش حقیقی ایجاد می‌گردد، سهم در حال رشدی در ادبیات کانال‌های انتقال میان بخش مالی و حقیقی دارد. اهمیت این موضوع از آن جهت است که پژوهش پیرامون کانال‌های اثرگذاری بخش مالی بر بخش حقیقی، در حال گسترش است. به‌بیانی دیگر تعاملاتی که میان متغیرهای مالی (نظیر نرخ بهره) و متغیرهای حقیقی (نظیر مصرف و سرمایه‌گذاری) وجود دارد که از بهینه‌سازی بین‌زمانی تصمیمات مصرف و سرمایه‌گذاری خانوار و بنگاه حاصل می‌شوند، بدون در نظر گرفتن هرگونه اصطکاک مالی بوده است و در ادبیات جدید و در حال توسعه مورد اصلاح و بازنگری است؛ به‌عنوان مثال در الگوی درآمد دائمی، مصرف تابعی از ارزش تنزیل‌شده تمام جریان درآمدی خانوار است که تعیین‌گر مصرف حاضر او است. از آنجایی که مناسب‌ترین فاکتور تنزیل برای درآمدهای آتی نرخ بهره حقیقی است، هرگونه تغییر و تحولی در آن، به‌عنوان یک متغیر مالی، مصرف را متأثر می‌سازد. به طور مشابه در مدل سرمایه‌گذاری نوکلاسیکی، نرخ بهره تصمیمات مصرف را تحت تأثیر قرار داده چراکه بیانگر متغیر مرتبطی برای تنزیل جریان‌های آتی درآمدهای سرمایه‌ای^۲ و یا امکان اصطکاک است.

نکته مهمی که بایستی بدان توجه گردد آن است که گرچه در مدل‌های استاندارد کلان متشکل از مصرف و سرمایه‌گذاری، متغیرهای مالی فعالیت‌های بخش حقیقی را متأثر می‌سازند؛ اما در حقیقت نقش پراهمیتی برای بخش مالی ندارند. بخش مالی در این الگوها غالباً تنها جهت تبیین انتقال درآمد در گذر زمان بوده و این نقش را هم به‌خوبی ایفا می‌نماید، بدون آنکه با هرگونه اصطکاک مالی روبه‌رو

1. Jacobson *et al*, 2013
2. Capital Income

گردد که عمدتاً در عمل در واسطه‌گری اعتبار رخ می‌دهد. جهت تبیین چنین نقشی نیازمند فهم آن هستیم که چگونه عدم تقارن اطلاعات، بازارهای ناکامل و اجرای قراردادهای هزینہ‌زا در پیوستگی با بخش مالی در تلاش‌اند تا تعامل میان متغیرهای کلیدی مالی و حقیقی را توضیح داده که در مدل‌های استاندارد با لحاظ اطلاعات کامل قابل تفسیر نبود.

شناخت پل‌های ارتباطی ما بین نظام مالی و بخش حقیقی موضوع با اهمیتی است و شامل شناسایی تکانه‌ها و سایش‌ها در بخش مالی و اقتصادی و تبیین سازوکار انتقال و تسری آن در گذر زمان به بخش حقیقی اقتصاد می‌شود. در این بخش از پژوهش حاضر نخست مبانی نظری پیوند بخش مالی و حقیقی تشریح و برحسب ضرورت پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با هر بخش نیز تبیین می‌گردد. همچنین به جهت به‌کارگیری ادبیات نظری در حوزه تجربی و خاصه برای اقتصاد کشور ایران، به ارزیابی وضعیت بازارهای مالی ایران و سازوکار ارتباط آن با بخش حقیقی و نحوه تعامل و سازوکارهای اثرپذیری و اثرگذاری، انتشار و انتقال در گذر زمان تکانه‌های ایجاد شده در بخش واقعی و تعمیق و گسترش آن در بخش مالی و اثرگذاری بازخوردی آن مجدداً بر بخش حقیقی اقتصاد نیز اشاره خواهد شد. از این رهگذر، و با جمع‌بندی مبانی نظری و تجربی تعاملات بخش حقیقی و مالی، حقایق آماری^۱ مرتبط با چرخه‌های حقیقی مالی اقتصاد ایران تا جای ممکن که برای پژوهش حاضر لازم و کافی است، استخراج گردیده است.

۱. تحلیل نظری

تحلیل نظری اولاً از آن جهت اهمیت می‌یابد که برای آنکه فهم خوبی از پیوندهای اقتصاد کلان با نظام مالی ایجاد گردد نیاز است تا ارتباط بین قیمت‌داری‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان که در مرکز تحلیل پیوندهای کلان-مالی قرار دارد، درک شود. در ربع قرن گذشته، ارتباطی بین قیمت‌داری‌ها و اقتصاد بخش حقیقی وجود داشته است که همین موضوع، اهمیت فهم پیوند نوسان قیمت‌داری‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان را نمایش می‌دهد. ثانیاً به جهت آنکه از بعد نظری مشخص شود که پیوندهای کلان-مالی عمدتاً به‌خاطر برخی از سایش‌های مالی رخ می‌دهد، ضروری است که فهمی از اثر این سایش‌ها بر متغیرهای اقتصاد کلان بوجود آید. مدل‌های تحلیلی بسیاری جهت بررسی نقش حیاتی عوامل مالی، در بخش حقیقی اقتصاد توسعه یافته‌اند. این مدل‌ها با اهداف متنوعی مورد استفاده قرار گرفته‌اند، تحلیل اثرگذاری سیاست‌های پولی و مالی بر روی بخش حقیقی و بازارهای مالی نمونه‌ای از آنها است. نظر به اهمیت تحلیل نظری تعامل میان بخش اسمی و حقیقی اقتصاد، در بخش بعدی

پیوند بین قیمت دارایی و متغیرهای اقتصاد کلان تشریح می‌گردد با این فرض که ابتدا در این مدل‌ها سایش‌های بازارهای مالی در نظر گرفته نمی‌شود؛ بنابراین در این حالت، تغییرات در متغیرهای مالی مانند قیمت دارایی‌ها، با تصمیمات سرمایه‌گذاری و مصرف در ارتباط است. اگرچه، سازوکار بازخوردی از متغیرهای حقیقی به مالی وجود نداشته و محدوده کوچکی جهت برقراری پیوندهای کلان-مالی در این مدل‌ها وجود دارد. با دانستن این نکته مهم که پژوهش‌های بسیاری بر روی ارتباط بین قیمت دارایی‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان صورت گرفته است، باین‌حال در بخش تحلیل نظری، بر روی پرسش اصلی و مشخص تمرکز شده است:

۱. نخستین پرسش آن است که سازوکارهای پایه‌ای نظریه‌ای پیوند بین بخش مالی با بخش حقیقی چیست؟

با این توصیف در بخش بعدی، بحث با بررسی نظری رابطه بین شاخص‌های قیمت دارایی در مدل‌های استاندارد بازارهای کامل آغاز می‌گردد. این مدل‌ها در ابتدا برای همه انواع دارایی‌ها قابل به‌کارگیری است؛ اما به جهت ساده‌سازی ارائه، در ابتدا فقط بر روی قیمت مسکن و سهام در کل اقتصاد بسته تمرکز می‌گردد. سپس به توسعه مدل با لحاظ برخی از سایش‌های مالی و کاربرد آنها در تحلیل نظری اثرگذاری بر و یا اثرپذیری از متغیرهای اقتصاد کلان پرداخته خواهد شد. در این بخش به تمرکز بر دو کانال اصلی که ناقصی‌های بازار مالی در پیوندهای کلان-مالی به‌وجود می‌آورند پرداخته خواهد شد. کانال نخست، به بررسی بخش تقاضای تأمین مالی پرداخته، به‌صورتی که تغییرات در ترازنامه قرض‌گیرنده موجب تقویت نوسانات اقتصاد کلان می‌گردد. ایده مرکزی این کانال به بهترین نحو توسط ادبیات شتاب‌دهنده‌های مالی تشریح شده است. دومین کانال به بررسی سمت عرضه بخش مالی پرداخته است که بر اهمیت ترازنامه بانک‌ها و سایر نهادهای مالی در تأمین و عرضه نقدینگی برای بخش حقیقی می‌پردازد. در این راستا در ابتدا مروری بر سازوکارهای اقتصاد خرد پایه‌ای که منجر به ناقصی‌های بازار مالی در سمت تقاضا می‌گردد، پرداخته شده و سپس مدل‌های تعادل عمومی که منجر به تقویت سازوکار فوق شده تشریح خواهد شد. در ادامه بر روی کانال‌های تقویتی که به صورت گسترده بر روی عرضه منابع مالی و اهمیت این کانال اثرگذاری می‌پردازند، تمرکز گردیده است.

۱-۱. ارتباط بین قیمت دارایی‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان در بازارهای کامل

ارتباط بین قیمت دارایی‌ها و متغیرهای بخش حقیقی اقتصاد، به‌صورت مشهود در مرکز ارتباط بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد است. در تعامل دوطرفه میان بخش مالی و حقیقی اقتصاد، تکانه‌هایی

که در بخش حقیقی اقتصاد ایجاد شده است، می‌تواند از طریق قیمت دارایی‌ها و از طریق عملکرد بخش مالی تقویت گردیده و بنابراین به نوسانات بزرگ‌تر ادوار تجاری منتهی شود. به‌واقع قیمت دارایی در بازار مالی سازوکار انتشار تکانه را مهیا نموده که درنهایت تقویت ادوار تجاری را به همراه دارد.

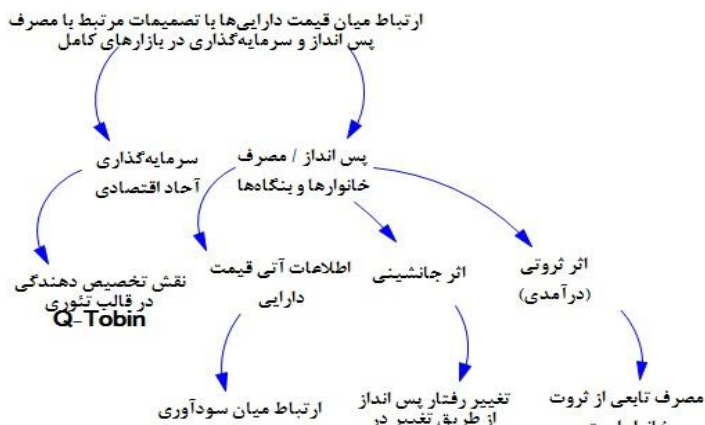
ناقصی‌ها در بازارهای مالی می‌تواند تکانه‌ها به قیمت دارایی را تقویت و مترتب بر این موضوع، سازوکار تسری آن شود و منجر به تشکیل نوسانات و یا تعمیق آن در اقتصاد کلان گردد. برعکس، توسعه در بازارهای مالی می‌تواند منبعی از تکانه‌ها باشد که به‌نوبه‌خود منجر به حرکت قیمت دارایی و درنهایت نوسانات اقتصاد کلان گردد. در این بخش در ابتدا، اجزای اصلی مشخص‌کننده قیمت دارایی و همچنین پیوند آنان با متغیرهای کلان اقتصادی در قالب و چهارچوب مدل‌های استاندارد، بدون در نظر گرفتن سایش‌های مالی بیان شده است. این مدل‌ها که اغلب جهانی با بازارهای کامل را طبق نظرات ارو-دوبرو در نظر می‌گیرند، به‌عنوان پایه تحلیلی جهت شناخت اثرگذاری قیمت‌های دارایی به‌کار می‌روند.

در مدل‌های بازارهای کامل بدون هیچ‌گونه اصطکاک، قیمت دارایی توسط نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌گردد. در این مدل‌ها، قیمت‌های دارایی، بیانگر خروجی تعادلی نیروهای تجمعی عرضه و تقاضاست، بدون هیچ‌گونه بازخوردی از قیمت دارایی به عرضه و تقاضای تجمعی. نبود اثرهای بازخوردی در این مدل‌ها، آنها را از کلاس خاصی از مدل‌ها که سازوکارهایی نظیر شتاب‌دهنده‌های مالی و یا سایر سازوکارهای بازخوردی را که از سایش‌هایی که منجر به ایجاد پیوندهای کلان-مالی می‌کند، جدا می‌گرداند. درواقع با فراهم‌سازی امکان ارسال پیام به فعالان اقتصادی، قیمت‌های دارایی به بنگاه‌ها و خانوارها کمک می‌کند تا تصمیم بهینه را متناسب با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، پس‌انداز و مصرف اتخاذ نمایند.

مدل‌های استاندارد، پیش‌بینی مشخصی راجع به اینکه چگونه قیمت‌های دارایی به تصمیمات مصرف و سرمایه‌گذاری آحاد اقتصادی ارتباط پیدا می‌کند، دارند. به‌صورت مشخص در بسیاری از مدل‌ها، قیمت دارایی‌ها مانند قیمت هر دارایی دیگر، نقش تخصیص‌دهندگی دارند. این موضوع به‌صورت واضح در تصمیمات مرتبط با سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها و مصرف خانوارها قابل مشاهده است، به‌بیان دیگر تخصیص منابع میان اهداف متنوع، وضعیت متفاوت و زمان متغیر. این موضوع احتمالاً در بهترین شکل آن توسط تئوری کیو-توبین (Q-Tobin) تشریح شده است که بیان می‌دارد قیمت دارایی می‌تواند جهت تبیین ارزش بازاری انباره سرمایه ثابت موجود بنگاه مورد استفاده قرار گیرد.

توبین q را به عنوان ارزش بازاری یک بنگاه تعریف و فرض می‌کند که متناسب با ارزش دفتری این دارایی قابل تجارت است. اگر q بالا باشد، سرمایه‌های تجهیز جدید ارزان بوده به نحوی که بتوان آنها را به ارزش بازاری بنگاه افزود؛ بنابراین بنگاه می‌تواند سهام جدید گرفته و یا اینکه تأمین مالی خارجی نماید تا سرمایه‌اش را افزایش دهد و یا اینکه آن را جایگزین کند و بدین صورت ارزش کلی بنگاه را افزایش دهد. ارزش‌ها می‌توانند از این طریق افزوده شده تا جایی که q به سطح تعادلی خودش همگرا شود؛ بنابراین نظریه q پیوند قوی بین قیمت دارایی با سرمایه‌گذاری بنگاه را تبیین می‌نماید. مدل‌ها همچنین نشان می‌دهند که چگونه قیمت دارایی تصمیمات مصرف و پس‌انداز خانوار را از طریق کانال‌های اثرهای جایگزینی و ثروتی تحت تأثیر قرار می‌دهند. در این مدل‌ها تصمیمات مصرفی متأثر از ثروت خانوار در طول عمرش نظیر درآمدهای جاری و آینده و همچنین دارایی‌های فیزیکی و مالی جاری است. تغییر در قیمت دارایی‌ها می‌تواند مصرف جاری خانوار را به دلیل تغییر ثروت حقیقی و مالی تغییر دهند. به علاوه با تغییر نرخ جانشینی منجر به تغییر رفتار پس‌انداز از طریق تغییر در تخصیص بین‌زمانی مصرف گردد.

کانال دیگر اثرگذاری، از طریق اطلاعات مربوط به قیمت دارایی‌ها با ارتباطی که بین سودآوری آینده و رشد درآمد برقرار می‌سازد، تبیین می‌گردد. سرمایه‌گذاری ثابت خصوصی متأثر از رشد تولید انتظاری است. بازارهای مالی می‌توانند اطلاعات مؤثری راجع به وضعیت اقتصاد و انتظارات آتی راجع به قیمت دارایی را در خود داشته باشند؛ مثلاً هنگامی که انتظارات و چشم‌انداز راجع به دریافتی‌های آتی بنگاه بهبود یابد، انتظار داریم که قیمت سهام افزایش یابد. در حالت گسترده‌ای که قیمت دارایی‌ها بیانگر رشد تولید آتی و متغیرهای بنیادی است، بنگاه‌ها علاقه دارند تا به تغییرات قیمت دارایی‌ها با تعدیلات مرتبط با سرمایه‌گذاری پاسخ دهند. در سطح کلان، تغییرات و یا انتظارات بهره‌وری متأثر از پیشرفت فناوری، می‌تواند به تغییرات در قیمت دارایی‌ها منتج شود. به طور مشابه، مصرف خانوار متأثر از انتظارات از درآمدهای آتی است و تغییر در قیمت دارایی‌ها می‌تواند اطلاعاتی راجع به متغیرهای بنیادین پیرامون وضعیت فعلی یا آتی آنها ارائه نماید و این به نوبه خود می‌تواند منجر به تعدیل رفتارهای مصرفی و پس‌انداز خانوار گردد.



شکل (۳): ارتباط میان قیمت دارایی‌ها و متغیرهای اقتصاد کلان در بازارهای کامل

۲-۱. پیوند میان بخش حقیقی و مالی در بازارهای ناکامل (لحاظ سایش‌های مالی)

در این بخش به دنبال تکمیل مبحث پیشین، پژوهش حاضر به دنبال نزدیک کردن مدل‌های استاندارد که هیچ‌گونه ناقصی در آنها وجود ندارد با دنیای واقعی از طریق لحاظ برخی از سایش‌های مرتبط با بازارهای مالی در این‌گونه مدل‌سازی‌ها است. در این راستا نخست پیرامون آنکه اساساً سایش‌های مالی به چه علتی رخ می‌دهند بحث آغاز گردیده و در ادامه ناقصی‌های سمت عرضه و تقاضا و آنچه که در تعادل عمومی قابل رخداد است توضیحات مفصلی تشریح خواهد شد. بحران بزرگ آمریکا، یادآور آن است که چگونه نوسانات شدید در قیمت دارایی‌ها، اعتبارات و جریان سرمایه می‌تواند اثرهای ماندگار در موقعیت مالی خانوار، بنگاه و ملل مختلف بگذارد. این نوسانات از طریق پیوندهای ما بین بخش مالی و حقیقی اقتصاد، تقویت شده و سیستم مالی جهانی را در آستانه فروپاشی قرار می‌دهد و منجر به انقباض شدیدی در تولید جهانی در ربع قرن گذشته شده است. همچنین، این پیوندها نتایج بی‌سابقه‌ای برای سیاست‌های بخش مالی و پولی در پی داشته است.

پیوندهای کلان-مالی، تعامل دوطرفه بخش حقیقی و مالی را بیان می‌دارند. تکانه‌هایی که در بخش حقیقی ایجاد می‌شوند می‌توانند از طریق بازارهای مالی انتشار یافته و در نتیجه منجر به تقویت چرخه‌های تجاری گردند. برعکس، بازارهای مالی نیز می‌توانند منبعی از تکانه‌ها بوده که منجر

به نوسانات اقتصاد کلان گردد. مطالعات متعددی بر نقش حیاتی فاکتورهای مالی برای اثرگذاری بر بخش حقیقی تأکید داشته‌اند که با مطالعه برنانکه و گرتلر^۱ (۱۹۸۹) شروع شده و با مطالعه کارلسترم و نوستر^۲ (۱۹۹۷) و کیوتاکي و مور^۳ (۱۹۹۷) توسعه یافته است. این مدل‌ها با اهداف متنوعی اعم از تحلیل سیاست‌های پولی و مالی بر روی بخش حقیقی و بازارهای مالی استفاده شده‌اند. در این مقاله تمرکز بر روی دو کانال اصلی که از طریق آن ناقصی‌های بازارهای مالی می‌توانند به پیوندهای کلان-مالی منتج شوند، تمرکز می‌نماید. کانال نخست که به صورت گسترده از طریق بخش تقاضای تأمین مالی عمل می‌کند بیان می‌دارد که چگونه تغییرات در ترازنامه قرض‌گیرنده، می‌تواند منجر به تقویت نوسانات اقتصاد کلان گردد. ایده مرکزی که این کانال را مشخص می‌نماید به بهترین نحو توسط شتاب‌دهنده‌های مالی که به صورت گسترده از طریق سازوکار انتشار در مدل‌های متنوعی مطالعه شده است، بررسی می‌گردد. کانال دوم، با بخش عرضه تأمین مالی در ارتباط است که بر اهمیت ترازنامه بانک‌ها و سایر نهادهای مالی در قرض دادن و فراهم‌سازی نقدینگی برای بخش واقعی، در ارتباط است. این دو مجرا در ادبیات اقتصادی به طور گسترده بحث شده و مورد تحلیل قرار گرفته است.

۱-۲-۱. سایش‌های مالی سمت تقاضای منابع مالی

این بخش به مرور سازوکارهای پایه‌ای که از طریق آن ناقصی‌های بازار مالی در بخش تقاضا منجر به پیوندهای کلان-مالی می‌گردد را تشریح خواهد کرد. این موضوع با بحث مفهومی راجع به اینکه چگونه وضعیت ترازنامه قرض‌گیرنده دسترسی آنان را به منابع مالی خارجی در سطح خرد بنگاه و خانوار متأثر می‌سازد، آغاز می‌شود.

سایش‌های بازار مالی اغلب به خاطر اطلاعات نامتقارن و مشکلات اجرا است. منطبق بر نامتقارنی اطلاعات، سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان اطلاعات کمی راجع به نرخ بازگشت انتظاری پروژه‌ها به نسبت مدیران و صاحبان بنگاه دارند. همچنین سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان همه چیز را راجع به قرض‌گیرندگان نمی‌دانند؛ برای مثال اطلاعاتی از این جنس که آیا آنها کیفیت لازم را دارند، تلاش کافی را انجام داده‌اند و یا پروژه‌های اثرگذار اقتصادی را انتخاب کرده‌اند. از آنجایی که چشم‌انداز اقتصادی پروژه‌ها، موقعیت مالی قرض‌گیرندگان و میزان تلاش واقعی صورت گرفته توسط آنان را

1. Bernanke & Gertler, 1989
2. Carlstrom & Fuerst, 1997
3. Kiyotaki, N. & Moore, J. 1997

نمی‌توان به‌خوبی برآورد و پیش‌بینی کرد، کژگزینی و کژمنشی پدیده‌هایی است که رخ خواهند داد. سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان همچنین ممکن است در اجرای پروژه‌ها با مشکل روبه‌رو شوند. مطابق با ادبیات نامتقارنی اطلاعات، به‌دلیل عدم امکان صحت‌سنجی موقعیت دقیق امور قرض‌گیرندگان مانند تلاش واقعی به‌کار گرفته‌شده توسط آنان و همچنین عدم اجازه تعدیل‌های کارا نظیر گرفتن وثیقه زیاد به‌دلیل نبود چهارچوب‌های نهادی و قانونی، قرض‌دهندگان ممکن است با هزینه‌های زیادی روبه‌رو گردند؛ بنابراین از قرض دادن در این موقعیت خودداری نمایند. این نامتقارنی اطلاعات منتج به هزینه‌های معاملاتی شده و بازارهای مالی ناکامل با تأمین مالی پروژه‌های بی‌ارزش روبه‌رو شود. برای آنکه پروژه‌های باارزش انتخاب شوند و از کژگزینی جلوگیری گردد، قرض‌دهندگان و سرمایه‌گذاران بایستی از هزینه‌های معاملاتی خودداری نمایند. برای آنکه مشکل نظارت و پایش حل شود، پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران اصلی مجبورند تا بر یک نهادی نظیر بانک تکیه نمایند تا عملیات نظارت و پایش را با به‌کارگیری سازوکارهای پیشگیرانه و جلوگیری‌کننده نظیر ارزیابی وضعیت هزینه بهاء، جلوی اتفاقات ناگوار گرفته شود. برای آنکه این مهم اتفاق افتد آنها مجبورند که هزینه‌های مازادی را متحمل شوند. این هزینه‌ها و سایر سایش‌ها، مرزی را بین آنچه که ارزش انتظاری از یک بنگاه و یا پروژه باید باشد با آنچه از تأمین مالی خارجی بدون هزینه‌های پایش و نظارت می‌تواند تأمین کند و همچنین ارزش یک بنگاه تحت یک نظام تأمین مالی خارجی چه خواهد بود، به‌وجود می‌آورد. این مرز بیانگر هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی و یا منتج به جیره‌بندی تأمین مالی خارجی توسط قرض‌دهندگان می‌شود.

مدلهایی که سایش‌های فوق را در نظر می‌گیرند، معمولاً پیش‌بینی می‌کنند که دسترسی به تأمین مالی خارجی مرتبط با قدرت ترازنامه‌ای قرض‌گیرنده است. به‌دلیل وجود این پیوند، مدل‌های بسیاری نه‌تنها پیش‌بینی می‌کنند که دسترسی به منابع مالی با آنچه که در مدل‌های بدون سایش‌ها متفاوت می‌باشند؛ اما همچنین در حالتی که تأمین مالی فراهم باشد، مقدار آن به ارزش خالص قرض‌گیرنده و همچنین ارزش وثایق دارایی‌های با نقدشوندگی بالا به خصوص دارایی‌های نقدشونده مرتبط است. ارزش خالص، وثایق و دارایی‌ها نوعی از اطمینان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد. نخست آنکه، قرض‌گیرندگان انگیزه‌های بهتری برای انتخاب پروژه‌های سودده دارند و به‌سختی برای رسیدن به نتایج موفق کار می‌کنند. دوم آنکه، قرض‌گیرندگان دارایی‌هایی دارند که به آنها در بازپرداخت تسهیلات کمک می‌کند و سوم آنکه، وثایق به سرمایه‌گذاران جهت مشاهده و تفکیک قرض‌گیرندگان با کیفیت از قرض‌گیرندگان بی‌کیفیت و یا با کیفیت پایین کمک کند و یا به

قرض‌گیرندگان صادق جهت پیام‌دهی درست راجع به کیفیت خودشان کمک نماید.

قرض‌دهندگان ممکن است یک نرخ پوششی مازاد بر نرخ بهره بدون ریسک را جهت ارائه و فراهم سازی اعتبار برای قرض‌گیرندگان به‌وجود آورند. این نرخ پوششی تأمین مالی خارجی و یا به‌عبارتی تفاوت میان هزینه تأمین مالی خارجی و هزینه داخلی، هزینه‌های ارزیابی چشم‌انداز قرض‌گیرندگان و نظارت و پایش فعالیت آنها را که توسط واسطه‌های مالی متحمل می‌شود را پوشش می‌دهد. همچنین این نرخ می‌تواند به‌عنوان جبران‌کننده خسارت سرمایه‌گذاران پیرامون ناکارایی و ریسک ایجاد از طریق کژگزینی و کژمنشی محسوب شود. اگر قرض‌گیرندگان ارزش خالص محدودی داشته باشند، دسترسی آنان به تأمین مالی خارجی می‌تواند به‌طور کامل محدود شده حتی اگر آنها پروژه‌های سرمایه‌گذاری سوددهی داشته باشند. این به‌دلیل آن است که قرض‌دهندگان اعتماد کمی نسبت به انگیزه آنها جهت اجرا و همچنین توانایی آنها جهت بازپرداخت دارند. این نرخ پوششی و محدودیت بر تأمین مالی خارجی بیانگر آن است که زبان‌های از دست رفته ممکن است به‌خاطر اینکه همه پروژه‌های سودده نمی‌توانند تأمین مالی شوند به‌وجود آید.

تغییر در ارزش خالص قرض‌گیرنده، دسترسی آنان را به تأمین مالی خارجی تحت تأثیر قرار می‌دهد. تکانه‌هایی نظیر نوسانات در قیمت دارایی‌ها و یا تغییرات در چشم‌انداز اقتصادی، ترازنامه قرض‌گیرندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با فرض وجود سایش‌های مالی، نتایج تغییرات در ارزش خالص، حجم تأمین مالی خارجی عرضه شده و هزینه آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌صورت خاص، به محض اینکه ارزش خالص افزایش یابد، حجم تأمین مالی خارجی افزایش یافته درحالی که هزینه‌های آن تا سطحی که قابل مقایسه با هزینه‌های مشخص تأمین مالی داخلی می‌گردد، برعکس، به محض اینکه ارزش خالص کاهش یابد حجم تأمین مالی خارجی کاهش یافته و هزینه‌های آن افزایش می‌یابد. ارتباط بین ارزش خالص قرض‌گیرنده و دسترسی آنها به تأمین مالی خارجی و هزینه‌های آن، بیانگر آن است که اثر تکانه‌های پولی، حقیقی و مالی می‌تواند تقویت گردد. این رخداد یک خروجی محتمل و انتظاری است. به این دلیل که قرض‌گیرندگان برنامه‌های مصرف و سرمایه‌گذاری در برخورد با تغییرات در حجم و هزینه‌های تأمین مالی خارجی را تعدیل نمایند. اگرچه، اثرهای سایش‌های مالی می‌تواند در یک چرخه تجاری نامتقارن باشد. درواقع هنگامی که ارزش خالص بالا باشد، مشکلات کژگزینی و کژمنشی کم‌تر رخ می‌دهد، برعکس با وجود تکانه‌های معکوس محدودیت‌های مرتبط با ارزش خالص می‌تواند به‌سرعت معنادار شوند.

سازوکار کلیدی که در بالا شرح آن رفت، همچنین می‌تواند برای تحلیل تغییرات ترازنامه خانوار

نیز به کار رود. همانند بنگاه‌ها، ظرفیت قرض‌گیری خانوارها متناسب با قدرت ترازنامه‌ای آنها خواهد بود. این بدان معنا است که حرکت در قیمت دارایی‌ها نظیر قیمت مسکن و سهام، می‌تواند منجر به تغییرات در قرض‌گیری و مخارج خانوار شده که قوی‌تر از آن چیزی است که اثرهای مصرفی و ثروتی دوران عمر خانوار دارد. از آنجایی که مسکن بیانگر بخش بزرگی از ارزش خالص دارایی خانوار است، تغییرات در قیمت مسکن می‌تواند دسترسی مالکان را به تأمین مالی و همچنین نرخ پوشش‌دهی تأمین مالی خارجی که با آن روبه‌رو می‌شوند را تحت تأثیر قرار دهد. در گام بعدی لازم است به بررسی آثار و تبعات تجمعی سایش‌های سمت تقاضا در قالب شتاب‌دهنده‌های مالی^۱ پرداخته شود.

۲-۱. سایش‌ها و تبیین نقش شتاب‌دهنده‌های مالی

چگونه سایش‌های مالی می‌تواند به نوسانات اقتصاد کلان منتج شود؟ در پاسخ به این پرسش، ابتدا سازوکار شتاب‌دهنده‌های مالی بیان شده که می‌تواند از طریق سایش‌های مالی نوسانات ادواری را تقویت و انتشار دهد. در کل مدل‌های تعادلی که این سازوکار را نمایان می‌کنند، بیان می‌دارند که تکانه‌های مالی، پولی و حقیقی می‌توانند اثرهای بزرگی را بر بخش حقیقی داشته باشند چراکه قرض‌گیرندگان سرمایه‌گذاری خود را متناسب با تغییرات در تأمین مالی خارجی تعدیل می‌کنند؛ اما شتاب‌دهنده مالی چطور عمل می‌کند؟ ارتباطی که در بالا بدان اشاره شد، میان مقدار تأمین مالی خارجی و هزینه‌های آن از یک سو و قدرت ترازنامه‌ای و موقعیت جریان نقدی قرض‌گیرنده در سوی دیگر منتج به سازوکار تقویتی شده به نحوی که تکانه کوچکی می‌تواند منتهی به تعدیل مصرف و سرمایه در بخش عظیمی از اقتصاد گردد. از آنجایی که ثروت یک متغیر وضعیت داده شده بوده و آحاد اقتصادی نمی‌توانند به سرعت و بهینه برنامه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری خود را تعدیل نمایند (چراکه با انجام این کار متحمل هزینه می‌شوند)؛ بنابراین این سازوکار در گذر زمان پایدار بوده و اثر تکانه کوتاه‌مدت به متغیرهای مالی و حقیقی اثرهای بلندمدتی را بر بخش حقیقی اقتصاد خواهد داشت. این سازوکار انتشار ممکن است اثرهای تعادل عمومی داشته باشد به نحوی که فعالیت یک عامل انفرادی، رفتار سایر عوامل را در یک شیوه تقویتی تحت تأثیر قرار دهد.

اگرچه روایت‌های متعددی از سازوکار انتشار در گذر زمان بیان شده است، **برنانکه و گرتلر (۱۹۸۹)**، نخستین مدل رسمی تبیین‌کننده سازوکار شتاب‌دهنده مالی را بیان کردند. در مطالعه آنها، کانال اعتباری بنگاه‌ها از مهم‌ترین سازوکارهای انتقال سیاست پولی است. این دو یک مدل تعادل عمومی

ارائه کردند. که هزینه‌های نمایندگی^۱ به صورت درون‌زا ایجاد می‌شود. این یک نتیجه غیر بدیهی است زیرا مشکلات نمایندگی فقط در شرایطی ایجاد می‌شوند که قضیه مودیلیانی-میلر در آن صدق نکند. یک بینش مهم از این مقاله احتمال آن است که هزینه‌های نمایندگی از طریق افزایش "صرف ریسک خارجی"^۲ باعث افزایش انتشار تکانه‌های اقتصادی (تکانه بهره‌وری) شود. تکانه بهره‌وری منفی، موقعیت جریان نقدی و ترازنامه‌ای بنگاه را تضعیف می‌کند. این امر نیز به نوبه خود دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی را کاهش داده و نرخ پوششی را روی این نوع از تأمین مالی گسترش می‌دهد. یکی از نوآوری‌های مدل آنها استفاده از یک چهارچوب پویا است. به طور مشخص یک مدل نسل‌های هم‌پوش را معرفی کرده که در آن تنها کارآفرینان هستند که می‌توانند بدون هزینه، بازدهی پروژه‌های افراد را مشاهده نمایند؛ اما خارج از این‌ها، قرض‌دهندگان مجبور به پرداخت هزینه‌های ثابتی برای مشاهده این بازدهی هستند. به محض اینکه جریان نقدی و ترازنامه بنگاه مشکل‌دار شوند بنگاه با محدودیت دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی در آن دوره مشخص روبه‌رو می‌شوند؛ بنابراین منجر به کاهش سرمایه‌گذاری حتی بعد از تکانه بهره‌وری اولیه شده و منتهی به تکانه‌ای سازگار در سطح بنگاه می‌گردد.

در حالی که تغییرات در جریان نقدی نقش کلیدی در تغییرات در دسترسی به اعتبار و ترازنامه بنگاه در مدل توسعه یافته به وسیله **برنانکه و گرتلر (۱۹۸۹)** ایفا می‌کند، نوسانات در اعتبار و قیمت دارایی‌ها هم می‌تواند نقش مهمی در تقویت تکانه‌ها در گذر زمان داشته باشد؛ برای مثال **کیوتاکی و مور (۱۹۹۷)**، بر نقش قیمت دارایی‌ها تمرکز کردند. در مدل آنها کاهش قیمت دارایی‌ها، توانایی بنگاه را در دسترسی به وام‌های جدید محدود می‌سازد که اثرهای دنباله‌دار آن بر روی سرمایه‌گذاری و تولید خواهد بود. آنها نشان دادند که با اجازه دادن به اینکه قیمت دارایی‌ها به صورت درون‌زا تعیین شود، یک تکانه کوچک منفی منجر به کاهش قیمت دارایی شده، از آنجایی که منجر به کاهش ارزش وثایق برای همه قرض‌گیرندگان می‌شود؛ بنابراین میزان تسهیلات تجمعی در دسترس را کاهش داده و تکانه اولیه تقویت می‌شود. این کاهش میزان تسهیلات در دسترس نیز، در ادامه منجر به کاهش تقاضا برای دارایی و قیمت آن شده که در نهایت دسترسی به تأمین مالی خارجی را کاهش می‌دهد. در این مدل‌ها، تکانه‌ها در گذر زمان ادامه یافته و تقویت می‌گردند و همچنین به سایر بخش‌ها و بنگاه‌ها سرریز می‌شوند. تعامل میان محدودیت‌های اعتباری و جریان نقدی یا قیمت دارایی‌ها تبدیل به

1. Agency Costs

2. External Finance Premium

سازوکار انتقالی شده که یک تکانه کوچک و یا گذرا، خواه از سمت فناوری یا سایر فاکتورهای حقیقی، سیاست‌ها یا توزیع درآمد، می‌تواند منتج به نوسانات بزرگ و دائمی گردد. در این مدل‌ها دارایی‌های با دوام در تسهیلات نقش دوگانه‌ای را بازی می‌کنند؛ نه تنها عامل تولید هستند بلکه به عنوان وثیقه هم به کار می‌روند.

مطالعات فراوانی نشان داده‌اند که چطور انواع گوناگونی از سایش‌های مالی منجر به سازوکارهای تقویتی دهی و انتشار می‌گردند. تعدادی از مدل‌ها توضیحات مکملی را راجع به عملکرد این سازوکارها بیان می‌دارند. در بسیاری از این مدل‌ها، جریان نقدینگی، قیمت دارایی‌ها و ترازنامه تمایل به انقباض در طول دوره رکود دارند. اگرچه سازوکارها و یا کانال‌ها متفاوت هستند و از جریان نقدی، ریسک نکول، تخصیص سرمایه بین بنگاه‌ها، تغییرات فناوری و نامتقارنی اطلاعات تا نحوه عملکرد بازارهای مسکن و نیروی کار را دربرمی‌گیرند، اثر نهایی تقویتی آنها بر روی متغیرهای اقتصاد کلان متفاوت نبوده و تقریباً شبیه هم است.

کانال اعتباری بنگاه‌ها از مهم‌ترین سازوکارهای انتقال سیاست پولی است. چهارچوب‌های نظری متعارف تنها یک نوع محدودیت را بر دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی خارجی اعمال می‌کند (برنانکه و گرتلر^۱، ۱۹۹۵؛ برنانکه و همکاران، ۱۹۹۶؛ گرتلر و کارادی^۲، ۲۰۱۱؛ کریستیانو و همکاران^۳، ۲۰۱۴). برنانکه و گرتلر (۱۹۸۹) تنها یک نوع محدودیت را بر دسترسی بنگاه‌ها به تأمین مالی خارجی اعمال نمودند. محدودیت‌های مالی در عمل می‌توانند اشکال مختلفی مانند محدودیت‌های وثیقه‌ای، مبتنی بر درآمد یا اهرمی و انواع دیگر داشته باشند. ظرفیت استقراض هر بنگاه می‌تواند در یک نقطه از زمان توسط چندین محدودیت مختلف که بعضاً الزام‌آور هستند، تحدید شود. اگر مجرای اعتباری بطور واقع‌بینانه‌تر و با لحاظ محدودیت‌های چندگانه در نظر گرفته شود، تحلیل و تفسیر رابطه میان بخش اعتباری و بخش حقیقی بطور جامع‌تر ممکن می‌شود.

مطالعه پرز-اورپو^۴ (۲۰۲۶) از بعد نظری و تجربی نشان داده است که تعدد محدودیت‌ها می‌تواند عدم تقارن واکنش کند فعالیت اقتصادی به سیاست‌های انبساطی پولی و واکنش شدید آن به سیاست‌های انقباضی را توضیح دهد. به عبارت دیگر، محدودیت‌های مالی منبع پاسخ به میزان نامتقارنی استقراض و سرمایه‌گذاری به اقدامات سیاست پولی انبساطی و انقباضی هستند. توجه این

1. Bernanke & Gertler
2. Bernanke, B., M. Gertler & S. Gilchrist
3. Gertler & Karadi
4. Christiano, Lawrence J., Roberto Motto, & Massimo Rostagno
5. Orive, Yannick Timmer, Alejandro Van der Ghome

رویکرد به عامل مالی و سازوکارهای مالی اشارات مهمی برای تحلیل نوسانات اقتصاد کلان دارد. سازوکار معرفی شده در مقاله فوق مختص سیاست پولی نیست و عدم تقارن‌هایی که در حضور سایر تکانه‌های ساختاری نیز مرتبط هستند؛ یعنی، تعدد محدودیت‌ها احتمالاً اثرات اکثر تکانه‌های انبساطی (انقباضی) غیرپولی را نسبت به یک معیار تک‌محدودیتی کاهش (تقویت) می‌دهد. در اقتصاد ایران تکانه‌های منفی خارجی حقیقی یکی از عوامل مهم ایجاد محدودیت در بازار مالی و محدودیت عرضه اعتبار از طریق کاهش قدرت خرید ریال، ایجاد رکود تورمی و افزایش نااطمینانی و ریسک هستند. چون این نوع تکانه‌ها باعث تغییر مقدار واقعی ریسک در اقتصاد می‌شوند باعث تغییر در صرف ریسک گردیده که منجر به واکنش قیمت دارایی‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی می‌شود (Gourio, 2012).

۳-۲-۱. سایش‌های مالی در سمت عرضه منابع مالی

فرایند واسطه‌گری مالی، با هدف تلاش در جهت شکست و نابودی سایش‌ها به‌وجود آمد؛ اما این موضوع خود سبب اثرهای تقویت‌کننده و انتشاردهنده گردید. سازوکار شتاب‌دهنده مالی که در بخش قبل شرح آن رفت بیان می‌دارد که چگونه تغییر در موقعیت جریان نقدی و ترازنامه قرض‌گیرنده-بخش تقاضای تأمین مالی- می‌تواند دسترسی آنان را به منابع مالی تحت تأثیر قرار داده و در نتیجه منتهی به تکانه‌های تقویتی و انتشاردهنده گردد. تعدادی دیگر از سایش‌های مالی مشابه نیز می‌توانند فعالیت واسطه‌گری مالی و بازارها را تحت تأثیر قرار دهند که به‌عنوان تأمین مالی بخش عرضه شناخته می‌گردند. باوجوداین، این سایش‌ها بیان می‌دارند که تأمین مالی سمت عرضه به تنهایی می‌تواند منبعی از تکانه‌ها و تقویت‌کننده‌ها باشد که منتهی به پیوندهای کلان-مالی خاص گردد.

این بخش سه کانال اصلی بخش عرضه را تبیین می‌نماید که سایش‌های مالی را به بخش حقیقی اقتصاد پیوند می‌دهند. زیربخش نخست به تحلیل نقش وام‌دهی بانک‌ها در شکل‌دهی متغیرهای اقتصاد کلان می‌پردازد. زیربخش بعدی، کارکرد تغییرات در ترازنامه بانکی برای بخش حقیقی در نظر گرفته می‌شود و درنهایت به این موضوع پرداخته می‌شود که چگونه کانال‌هایی که با نسبت اهرمی، نقدینگی و سایر المان‌های عرضه در ارتباطند می‌توانند بخش حقیقی را تحت تأثیر قرار دهند.

۱-۳-۲-۱. کانال تسهیلات‌دهی و ایجاد اعتبارات بانکی

کانال تسهیلات‌دهی و ایجاد اعتبارات بانکی، بیانگر نقش خاص بانک‌ها در گسترش اعتبار است. همان‌طور که در بخش‌های پیشین بیان شد، مشکلات نامتقارنی اطلاعات میان خانوارها و بنگاه‌های

کوچک بسیار شایع است که این امر به نوبه خود می تواند دسترسی آنان را به خدمات مالی محدود سازد. حتی در حالت هایی که خانوارها درآمد کافی و یا بنگاه ها پروژه هایی با نرخ بازدهی و ریسک تعدیل یافته مناسب داشته باشند. بانک ها در استفاده از اطلاعات و پایش و نظارت سرمایه گذاری می کنند و به صورت جزئی می توانند مشکل برخاسته از نامتقارنی اطلاعات و سایر مشکلات قراردادی را از بین ببرند. گرچه در طول این فرایند تعدادی از خانوارها و بنگاه های کوچک ممکن است که وابسته به بانک شوند چراکه نمی توانند وام گیری را به سایر شکل های تأمین مالی جایگزین نمایند؛ اما بنگاه های بزرگ در مقابل ممکن است کمتر از این پروسه تأثیر پذیرند چراکه آنها کم تر به نامتقارنی اطلاعات محدود می شوند و همچنین کم تر هم به بانک ها وابسته هستند و به نوعی می توانند سرمایه گذاری های خود را با انتشار اوراق قرضه و یا سهام در بازار سرمایه و یا با تأمین مالی خارجی، تأمین مالی نمایند.

فراهم کردن نقدینگی به شکل خطوط اعتباری و تسهیلات پشتیبان دلیل دیگری برای نقش مهم بانک ها است. نقش سنتی یک بانک به صورت قرض گیری کوتاه مدت (جمع آوری سپرده های خانوار) و وام دهی بلندمدت (به بنگاه ها و خانوارها) بود. علاوه بر این ها، بانک ها تأمین مالی خارجی باارزشی را فراهم می آورند. همچنین بانک ها خدمات دهی نقدینگی برای خانوارها و بنگاه ها به وجود می آورند. از طریق افزایش منابع کلی، یک بانک می تواند به سرعت نقدینگی را برای بنگاه ها فراهم آورد. اگرچه سایر نهادهای مالی نقش مشابهی را ایفا می کنند، توانایی بانک ها در فراهم آوردن نقدینگی در زمان کوتاه، نمی تواند به راحتی توسط سایر شکل های واسطه گری مالی جایگزین گردد. وابستگی بنگاه ها و خانوارها به بانک ها برای اعتبار و نقدینگی عواقبی را برای بخش حقیقی اقتصاد به همراه دارد. مادامی که تعدادی از بنگاه ها و خانوارها امکان جایگزینی راحت را برای نقدینگی و وام های بانکی ندارند، بانک ها نقش مرکزی در انتشار نوسانات اقتصادی خواهند داشت. تکانه های مالی و حقیقی توانایی بانک ها را در وام دهی و فراهم آوری نقدینگی تحت تأثیر قرار داده و در نهایت بر بخش حقیقی اثرگذار خواهند بود. تکانه ها از تغییرات در قوانین و قواعد، نظارت، فناوری و یا ترجیحات به وجود می آیند؛ برای مثال تغییر در قواعد ممکن است که از بانک ها بخواهد که ذخایر بالاتری را نگهداری کنند. اگر بانک ها نتوانند منابع مالی را به سرعت افزایش دهند ممکن است که مجبور به تعدیل وام دهی نمایند و این تعدیل قرض گیرندگان از بانک ها را- بنگاه های کوچک و خانوارها- که وابستگی بیش تری به منابع بانکی دارند- تحت تأثیر قرار دهند. زمانی که با یک تکانه منفی روبه رو می شوند، تغییر در وام دهی بیش تر برای بانک های کوچک احتمال دارد رخ دهد، چراکه آنها دسترسی

محدودی به سایر شکل‌های منابع مالی دارند. از آنجایی که این بانک‌ها به احتمال زیاد نسبت بیش‌تری از مشتریان وابسته به بانک را دارا هستند؛ بنابراین مجدداً به نسبت بنگاه‌های کوچک و خانوارهای بیش‌تری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

وابستگی بنگاه‌ها به تامین مالی بانک‌ها بر اینکه چگونه سیاست‌های پولی به بخش حقیقی از طریق کانال تسهیلات‌دهی و ایجاد اعتبارات بانک‌ها انتقال می‌یابد، اثر می‌گذارد. سیاست‌های پولی، می‌تواند بر توانایی بانک‌ها در وام‌دهی اثر گذارد چراکه بر عرضه منابع مالی که بانک بدان دسترسی دارد - با اثرگذاری بر منابع سپرده‌ای بانک و هزینه‌های تامین مالی توسط بانک به صورت کلی - و همچنین مقدار وامی که می‌تواند بدهد، تسلط دارد. یک انقباض پولی برای مثال، منجر به افزایش هزینه‌های وام‌دهی بانک شده و منتهی به کاهش عرضه وام از سوی بانک می‌گردد. کاهش در عرضه منابع مالی وام‌دهی اگر توسط بنگاه‌ها و خانوارها با تامین مالی از سایر فرم‌های وام‌گیری جبران نشود، منجر به اثر منفی بر تولید کلی اقتصاد می‌شود چراکه منتهی به محدود کردن مصرف خانوار و سرمایه‌گذاری بنگاه می‌گردد.

۲-۳-۱. کانال سرمایه بانک

تکانه‌های منفی خارجی حقیقی و تمرکز ریسک با اثر گذاشتن بر سلامت ترازنامه‌ای موسسات اعتباری و واسطه‌گران مالی می‌توانند میزان وام‌دهی و سایر فعالیت‌های اعتباری/مالی را تحت تأثیر قرار دهند. موقعیت ترازنامه‌ها، به‌خصوص ارزش خالص برای واسطه‌گران مالی همانند آنچه که بر بنگاه‌های غیرمالی مؤثر است، اثرگذار است. ارزش خالص بر دسترسی به منابع تأمین مالی و موقعیت نقدینگی واسطه‌گران مالی اثرگذار بوده و همچنین فعالیت‌های وام‌دهی آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بانک‌ها همچنین نیازمند آن هستند که نسبت کفایت سرمایه را رعایت نمایند. با در نظر گرفتن هزینه‌های مرتبط با افزایش سرمایه جدید از طریق بازار باز، ارزش خالص یک بانک به تغییرات کوتاه‌مدت در کیفیت پرتفوی وام‌دهی‌اش و همچنین ارزش سایر دارایی‌هایش نظیر اوراق بهادار وابسته خواهد بود؛ بنابراین، تغییر در ارزش دارایی‌های بانک میزان دسترسی و یا هزینه تأمین مالی و همچنین توانایی ایجاد وام‌های جدید را تحت تأثیر قرار خواهد داد. یک کاهش در کیفیت وام‌دهی، به‌عنوان مثال، یا کاهش در ارزش دارایی‌های قابل تجارت، می‌توانند منجر به کاهش سرمایه بانک شوند. این امر به‌نوبه‌خود می‌تواند تأمین مالی بانک را هزینه‌زا و یا کفایت سرمایه بانک را مخدوش نماید که درنهایت بانک را مجبور به کاهش وام‌دهی نماید. هنگامی که این تکانه‌ها به‌صورت همزمان در تعداد زیادی از بانک‌ها رخ دهد، می‌تواند منجر به عواقب سیستمی گردد، به‌خصوص زمانی که منابع

تأمین مالی خارجی جهت جایگزینی محدود باشند.

این اثرها منبع نوسانات چرخه‌ای تجمعی بوده که آن را کانال سرمایه بانک می‌نامند. هنگامی که تعداد زیادی بانک با تکانه سرمایه مشابه‌ای روبه‌رو شوند، اثرهای تجمعی محتمل است که رخ دهد؛ برای مثال در دوره رکود، کیفیت پرتفولیوی تسهیلات بانک کاهش می‌یابد و به‌طور معکوس ترازنامه بانک را تحت تأثیر قرار می‌دهد. برای اینکه موقعیت سرمایه خود را حفظ کرده و بالا ببرند؛ اما از آنجایی که امکان افزایش سرمایه را به‌سرعت ندارند، بانک‌ها نیاز بدان دارند که استانداردهای وام‌دهی خود را تقویت کرده و حجم اعتبارات ریسکی را کاهش دهند. مادامی که قرض‌گیرندگانی که برای تأمین مالی خارجی خود به بانک وابسته بوده دسترسی محدودی به مجموعه‌ای از جایگزین‌ها داشته باشند، این امر منتج به کاهش فعالیت‌های اقتصادی گردیده و یا حتی رکود را رقم می‌زند. همچنین میزان نسبت مطالبات غیرجاری را افزایش و ترازنامه بانک‌ها را مخدوش می‌نماید. کاهش در وام‌دهی بانک‌ها متأثر از بحران سرمایه می‌تواند فعالیت‌های اقتصادی را از کانال‌های مختلفی تحت تأثیر قرار دهد. با این سازوکار، پیوند قوی ما بین سرمایه بانک، عرضه منابع بانکی و متغیرهای اقتصاد کلان پدید می‌آید. تعامل میان سرمایه بانک و نقدینگی بنگاه از راه‌های مختلفی رخ می‌دهد به‌خصوص هنگامی که بنگاه‌ها ارتباط اعتباری زیادی با بانک‌ها دارند. بحران سرمایه می‌تواند منتهی به این شود که بنگاه‌ها پروژه‌های با کیفیت بالا را کاهش و ترک نموده و یا تأمین اعتبار آن را قطع نمایند؛ بنابراین بحران سرمایه نه‌تنها حجم سرمایه‌گذاری را منقبض می‌کند بلکه میانگین بهره‌وری را نیز کاهش می‌دهد. همچنین بحران سرمایه می‌تواند عامل کاهش قیمت دارایی شود که می‌تواند اثر بازخوردی داشته و منجر به انقباض سرمایه بانک گردد.

کانال سرمایه بانک در هدایت سیاست پولی اهمیت دارد. سیاست پولی ممکن است زمانی که کمبود در سرمایه بانک عرضه تسهیلات را محدود کرده و فعالیت‌های اقتصادی را کاهش داده، اثر محوری داشته باشد. توانایی کانال سرمایه بانک با درجه‌ای از نهادهای تأمین مالی غیربانکی که محدودیت سرمایه دارند در ارتباط است و میزانی که بنگاه‌ها و خانوارها وابسته به بانک باشند حتی نهادهای غیربانکی به‌خوبی توسعه‌یافته و با کفایت سرمایه مناسب قادر به جبران کاهش عرضه وام‌دهی بانک‌ها نیستند، مادامی که تأمین مالی آنها جایگزین ناقصی برای وام‌های بانکی باشند. این بدان معناست که در عمل بانک‌های مرکزی وضعیت ترازنامه بانک‌ها را در نظر می‌گیرند.

۳-۲-۱. کانال‌های نقدینگی و اهرمی

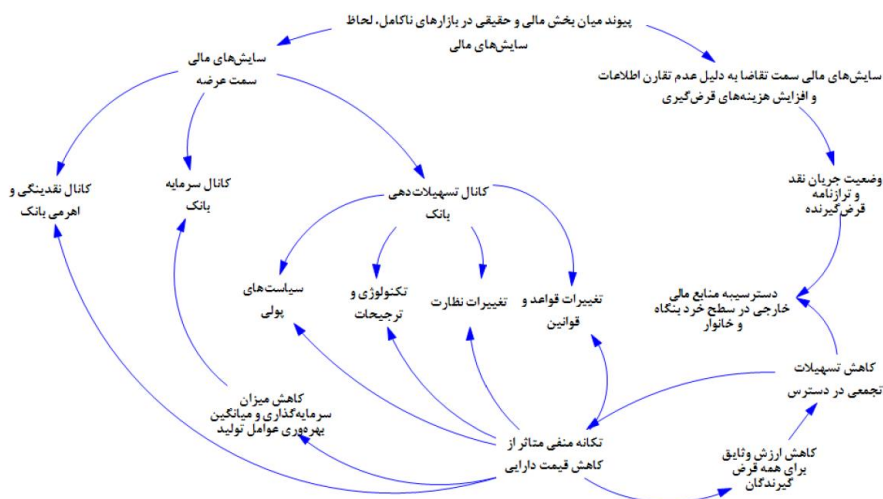
نسبت اهرم مالی که بیانگر نسبت تمام دارایی‌ها به حقوق صاحبان سهام است، توجهات زیادی

را با توجه به بحران مالی اخیر آمریکا به خود جلب کرده است. نوسانات در نسبت اهرمی نهادهای مالی و سایر آحاد، مرتبط با تغییرات در قیمت دارایی‌ها از طریق حسابرسي ساده و رفتار آحاد است. رابطه حسابداری پایه‌ای میان تغییرات قیمت (ارزش) دارایی و نسبت اهرمی منفی بوده به‌نحوی که با افزایش قیمت دارایی‌ها ارزش خالص افزایش یافته و بنابراین نسبت اهرمی اندازه‌گیری شده کاهش می‌یابد. به بیان دیگر نسبت اهرمی ضدچرخه‌ای است. مشابه با سازوکار شتاب‌دهنده مالی، این کانال بیانگر آن است که نهادهای مالی و سایر آحاد می‌توانند خود را راحت‌تر در زمان‌هایی که قیمت دارایی‌ها افزایش یافته، تأمین مالی کنند و بنابراین به دیگران بیش‌تر قرض دهند بدون آنکه حتی نسبت اهرمی خود را افزایش دهند.

نوسانات نسبت اهرمی عرضه منابع مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. هنگامی که نسبت اهرمی بالاست، عرضه مورد انتظار هم بالاست که به معنای آن است که واسطه‌گران با محدودیت‌های کم‌تری در گسترش اعتبارات روبه‌رو هستند. برعکس، وقتی که نسبت اهرمی پایین است، تأمین مالی تمایلی به محدودیت بیش‌تری دارد. هنگامی که تعداد زیادی از نهادهای مالی نسبت‌های اهرمی هم‌چرخه‌ای را بیش‌تر از نسبت‌های اهرمی ضدچرخه‌ای نمایش دهند، تأمین مالی تجمعی و شرایط نقدینگی تحت تأثیر قرار می‌گیرند. این رفتار منتهی به اثرات بازخوردی می‌شود. ترازنامه قوی، تقاضای بیش‌تری را برای دارایی طلب می‌کند؛ بنابراین قیمت دارایی‌ها را افزایش می‌دهد و ترازنامه را تقویت کرده و تقاضا برای دارایی را قوت می‌بخشد. در نتیجه، مادامی که خرید بیش‌تر از یک دارایی به هنگام افزایش قیمت آن، بیش‌تر شود، نسبت اهرمی لزوماً در زمان افزایش قیمت دارایی کاهش نمی‌یابد و حتی ممکن است افزایش یابد. برعکس، در زمان رکود در سطح تجمعی و یا حتی در سطح یک بخش، سازوکار فوق برعکس عمل می‌کند. ترازنامه بنابر کاهش قیمت دارایی، تضعیف می‌شود، نسبت اهرمی کاهش می‌یابد و فشارها برای محدود کردن عرضه منابع مالی افزوده می‌شود. این امر موجب کاهش بیش‌تر قیمت دارایی می‌گردد و محتملاً نهادها و فعالیت‌های بیش‌تری را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین منجر به تضعیف بیش‌تر ترازنامه و کاهش نسبت اهرمی می‌گردد. این کاهش در نسبت اهرمی می‌تواند مرتبط با افزایش نوسانات قیمت دارایی‌ها شود.

کانال نسبت اهرمی به طرقي شبیه کانال سرمایه بانک عمل می‌کند. تفاوت آنجا است که کانال نسبت اهرمی تجمعی محدود به بانک‌ها و طبیعت مشخص بانکداری نیست بلکه این کانال می‌تواند فرای سیستم تأمین مالی عمل نماید، هنگامی که بازیگران متفاوتی اعم از صندوق‌ها، نهادهای حفظ‌کننده ارزش دارایی و سایر سرمایه‌گذاران، محدودیت‌هایی بر توانایی آنها برای یادگیری مبادلات

تجربه می‌کنند. کانال نسبت‌های اهرمی می‌تواند منجر به ادوار تجاری و مالی قابل درکی شود که ممکن است با حباب‌ها و سایر ناهنجاری‌های قیمت دارایی‌ها در ارتباط باشد. به دلیل ارزش خالص و سایر کانال‌های ترازنامه‌ای مرتبط، تغییرات در نسبت اهرمی قیمت دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار داده و تأمین مالی خارجی برای همه انواع قرض‌گیرندگان را متأثر سازد. به عبارت دیگر میزان نسبت اهرمی به عنوان شاخصی از شنواری تأمین مالی خارجی و ریسک‌پذیری است. از طریق اثرهای بازخوردی، مانند تغییرات در قیمت دارایی‌ها، کانال اهرمی می‌تواند منتج به پیوندهای دوطرفه میان بخش مالی و حقیقی شود. کانال اهرمی با میزان وضعیت نقدینگی هم ارتباط تنگاتنگی دارد، با فاصله گرفتن احتمالی قیمت دارایی از مقادیر بنیادین در طول ادوار اهرمی.



شکل (۴): پیوند میان بخش مالی و حقیقی در بازارهای ناکامل
(با لحاظ سایس‌های مالی سمت تقاضا و عرضه اعتبارات)

نتیجه‌گیری

مقاله حاضر ادبیات مربوط به چالش‌های عمده‌ای که شبکه بانکی با آن مواجه است را مرور می‌کند. در قالب اقتصاد ایران با ارائه آمارهای مرتبط نشان می‌دهد که تکانه‌های نفتی اعم از قیمتی و مقداری در اقتصاد ایران به واسطه ساختار مالی نفت‌محور دولت و اتکای سنگین دولت و بنگاه‌ها به

شبکه بانکی، به سرعت به ترازنامه بانک‌ها منتقل می‌شود. نوسان در درآمدهای نفتی از مسیر کاهش مخارج دولت، افت نقدینگی بنگاه‌ها و کاهش توان بازپرداخت، ابتدا سودآوری بخش تولید را تضعیف می‌کند و سپس با افزایش مطالبات غیرجاری و انجماد دارایی در بانک‌ها، قدرت تسهیلات‌دهی نظام بانکی را کاهش می‌دهد. بررسی شاخص‌هایی همچون کفایت سرمایه منفی و سطح بالای مطالبات غیرجاری شبکه بانکی در بسیاری از بانک‌ها نشان می‌دهد که این آسیب‌پذیری ساختاری به صورت مزمن انباشته شده است و شبکه بانکی را در برابر تکانه‌های کلان به شدت بی‌دفاع کرده است.

در ادامه، اشاره شد که ساختار نهادی و عملکردی بانک‌ها - به‌ویژه انباشت دارایی‌های غیرمولد و راکد، تمرکز ریسک در افراد مرتبط، سرمایه‌گذاری گسترده در املاک، مستغلات و سهام‌داری، و بدهی‌های دولت به شبکه بانکی - باعث تشدید تنگنای اعتباری شده است.

شبکه بانکی در عمل از ایفای کارکرد اصلی خود یعنی تخصیص بهینه منابع فاصله گرفته و به علت مشکلات ساختاری در مواجهه با تکانه‌های نفتی و افزایش مقدار ریسک در اقتصاد آثار آن را تسری می‌دهد و تقویت می‌کند. همچنین، سرکوب مالی و نرخ بهره حقیقی منفی انگیزه بانک‌ها برای تخصیص منابع به فعالیت‌های مولد را کاهش داده و بنگاه‌های کوچک و متوسط را در دسترسی به اعتبار در وضعیت نامتقارن و نامطلوب قرار داده است. نتیجه آنکه چرخه‌ای از کاهش نقدینگی - افزایش دارایی‌های منجمد - ضعف ترازنامه شکل می‌گیرد که توان بانک‌ها برای حمایت از بخش حقیقی را به‌طور پیوسته محدود می‌کند.

درنهایت، تحلیل پژوهش حاضر اشاره دارد که این شبکه عوامل - تکانه‌های بیرونی نفتی، ضعف ساختاری ترازنامه بانک‌ها، مشکلات حکمرانی شرکتی بانک‌ها که افزایش دهنده بروز کژمنشی و کژگزینی است، انباشت بدهی‌های دولت، و سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد بانک‌ها - مجموعاً سازوکاری ایجاد می‌کند که در آن تنگنای اعتباری نه یک پیامد موقت بلکه یک ویژگی پایدار اقتصاد ایران محسوب می‌گردد. این وضعیت سبب می‌شود هر تکانه منفی خارجی حقیقی از طریق کانال‌های اعتباری و مالی تشدید شده و آثار واقعی عمیق‌تری بر تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال بر جای بگذارد. چنانچه در متن اشاره شد لازم است میان ریسک‌های کلان که ریشه در عملکرد بودجه و سیاست پولی و نیز تکانه‌های رابطه مبادله و تحریم‌ها دارند و و ریسک ایجاد شده به واسطه عملکرد در سطح بنگاه (خرد) تفاوت قائل شده است. تضعیف حاکمیت شرکتی در بانک‌ها و موسسات اعتباری از یک سو و تضعیف حاکمیت شرکتی، ضعف مدیریت و سوء استفاده در بنگاه‌های دولتی و خصوصی نه فقط تخصیص نامناسب اعتبار، تمرکز ریسک و فساد از جانب موسسات اعتباری را تقویت کرده بلکه نیز

ضعف حاکمیت شرکتی، گماشتن مدیران بدون اهلیت و صلاحیت در بنگاه‌ها باعث تخریب ترازنامه آن‌ها شده که به نوبه خود در ترازنامه بانک‌ها و موسسات اعتباری منعکس می‌شود و آثار چرخه‌ای تکانه‌های اقتصاد کلان را تقویت می‌کند. بازطراحی سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مدیریت ریسک، و اصلاح ساختار دارایی-بدهی بانک‌ها شرط لازم برای جلوگیری از تعمیق چرخه‌های رکودی و بازگشت توان شبکه بانکی به ایفای نقش توسعه‌ای در اقتصاد متکی به نفت ایران است.

تقدیر و تشکر

نویسنده از حمایت و همکاری معنوی سردبیر محترم و داوران ناشناس پژوهشنامه اقتصاد و برنامه‌ریزی کمال تشکر را دارد

منابع

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران WWW.CBI.IR
 محمودزاده، امینه و همکاران. (۱۳۹۵). ارزیابی وضعیت و چشم‌انداز بازارهای مالی، پژوهشکده پولی و بانکی و موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
 محمودزاده، امینه و لیلا رشنودی (۱۴۰۲)، تحلیل وضعیت بازار پول و اعتبار، مرکز پژوهش‌های اتاق ایران، مرکز تحلیل داده شریف.

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Anginer, Deniz & Demirguc-Kunt, Asli & Huizinga, Harry & Ma, Kebin, 2018. "Corporate governance of banks and financial stability," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 130(2), pages 327-346. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.011>
- Bernanke, B. S. (1983b). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-276. <https://doi.org/10.3386/w1054>
- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-276.
- Bernanke, B.S., and M. Gertler (1989), "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review* 79:14-31.
- Bernanke, B.S., and M. Gertler (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives* 9:27-48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>

- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist, 1996, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1, pp. 1-15. <https://doi.org/10.2307/2109844>
- Bernanke, B. S., & Lown, C. S. (1991). The credit crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991, 205-247. <https://doi.org/10.2307/2534592>
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45, 182-198. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.031>
- CCalomiris, C. W., & Hubbard, R. G. (1989). Price flexibility, credit availability, and economic fluctuations: Evidence from the United States, 1894-1909. *Quarterly Journal of Economics*, 54, 429-452. <https://doi.org/10.2307/2937804>
- Carlstrom, C., and T. Fuerst (1997), "Agency costs, net worth, and business fluctuations: a computable general equilibrium analysis", *American Economic Review* 87:893-910. <https://doi.org/10.26509/frbc-wp-199602>
- Carmen M. Reinhart, Jacob F. Kirkegaard, and M. Belen Sbrancia, Financial Repression Redux, *Finance & Development*, June 2011, Vol. 48, No. 1.
- Caselli, F., & Cunningham, T. (2009). Leader behaviour and the natural resource curse. *Oxford Economic Papers*, 61(4), 628-650. <https://doi.org/10.1093/oep/gpp023>
- Christiano, Lawrence J., Roberto Motto, and Massimo Rostagno (2014). "Risk shocks." *American Economic Review*, 104(1), pp. 27-65. doi:10.1257/aer.104.1.27. <https://doi.org/10.1257/aer.104.1.27>
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking financial systems around the world (Policy Research Working Paper No. 6175). World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6175>
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012a). How do business and financial cycles interact? *Journal of International Economics*, 87(1), 178-190. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.11.008>
- Claessens, S., & Kose, M. A. (2018). Frontiers of macro-financial linkages (BIS Paper No. 95).
- Cologni, M., & Manera, M. (2013). Exogenous oil shocks, fiscal policies and sector reallocations in oil producing countries. *Energy Economics*, 35, 42-57. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.11.020>
- Corden, W.M., 1982. Booming sector and Dutch disease economic: A survey. Australian National University Working Papers 79 (November)
- Diamond, D. W., and P. H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401-19. <https://doi.org/10.1086/261155>
- Edwards, S. (1986). A commodity export boom and the real exchange rate: The money-inflation link. In Neary & van Wijnbergen (Eds.), *Natural resources and macroeconomy* (pp. 229-248). MIT Press. <https://doi.org/10.3386/w1741>
- Edwards, S., Aoki, M., 1983. Oil exports and Dutch-disease: A dynamic analysis. *Resour. Energ.* 5, 219-242. [https://doi.org/10.1016/0165-0572\(83\)90026-9](https://doi.org/10.1016/0165-0572(83)90026-9)
- Fardmanesh, M. (1990). Terms of trade shocks and structural adjustment in a small open economy: Dutch disease and oil price increases. *Journal of Development Economics*, 34(1-2), 339-353. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(90\)90089-T](https://doi.org/10.1016/0304-3878(90)90089-T)
- Frankel, Jeffrey A (2011), The Natural Resource Curse: A Survey, NBER Working Papers 15836, National Bureau of Economic Research, Inc. <https://doi.org/10.3386/w15836>

- Galati, G., & Moessner, R. (2013). Macroprudential policy - A literature review. *Journal of Economic Surveys*, 27, 846-878. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2012.00729.x>
- Gertler, M., & Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.10.004>
- Gertler, M., & Kiyotaki, N. (2010). Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. In *Handbook of Monetary Economics* (Vol. 3, pp. 547-599). <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53238-1.00011-9>
- Gourio, François, 2012. "Disaster risk and business cycles." *American Economic Review*, 102(6): 2734-2766. <https://doi.org/10.1257/aer.102.6.2734>
- Gylfason, T. (2001). Natural resources, education, and economic development. *European Economic Review*, 45(4-6), 847-859. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(01\)00127-1](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(01)00127-1)
- Hodgman, D. R. (1960). Credit Risk and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 74, 258-278. <https://doi.org/10.2307/1884253>
- Hosseini, S. , Mahmoudzadeh, A. and Madanizadeh, S. A. (2025). Connected Lending in Iran: Evidence from Listed Companies. *The Journal of Economic Policy*, 17(34), 409-448. <http://doi: 10.22034/epj.2025.22673.2674>
- IMF Financial Soundness Indicators, 2022 <https://doi.org/10.5089/9798400203596.002>
- Jacobson, T., Lindé, J., & Roszbach, K. (2013). Firm default and aggregate fluctuations. *Journal of the European Economic Association*, 11(4), 945-972.
- Jaffee, Dwight M & Modigliani, Franco, (1969). "A Theory and Test of Credit Rationing," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 59(5), pages 850-872, December
- Jaffee, D. M., & Russell, T. (1976). Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651-666. <https://doi.org/10.2307/1885327>
- Jacobson, T., Lindé, J., & Roszbach, K. (2013). Firm default and aggregate fluctuations. *Journal of the European Economic Association*, 11(4), 945-972. <https://doi.org/10.1111/jeea.12020>
- Khiabani, N. (2015). Oil inflows and housing market fluctuations in an oil-exporting country: Evidence from Iran. *Journal of Housing Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2015.10.002>
- Kiyotaki, N., Moore, J. (1997), Credit cycles. *The Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248. <https://doi.org/10.1086/262072>
- Madanizadeh A, Ebrahimi S, Mahmoudzadeh A. (2018). Bank- Firm Relationships: The Case of Iranian Listed Companies. *Economic and Planning Research*. 22(4), 3-34. <http://epj.ir/article-1-1598-fa.html>
- Matthews, Kent, author. Thompson, John L., author. *The economics of banking*. 2nd ed. Publisher: Chichester [u.a.].
- McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institute, Washington DC.
- Modigliani , F. and Miller , M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48: 261-97.
- Mohajerani, A A , Mashayekhi, A and Talebian, M . (2019). Corporate governance in Iran: the case of state-owned enterprises. *Iranian journal of management sciences*, 14(53), 1-35

- Orive, Yannick Timmer, Alejandro Van der Gote (2026) , Monetary policy under multiple financing constraints, ECB Working Paper Series No 3217
- Poole, W. (1993). Credit market developments and monetary policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 75(5), 3-10.
- Reinhart, C. M., Kirkegaard, J. F., & Sbrancia, M. B. (2011). Financial repression redux. Finance & Development, 48(1), June 2011. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/reinhart.htm>
- Sadeghzadeh, M. A. , Jalali-Naini, A. R. , Khiabani, N. and Naderian, M. A. (2020). Asymmetric Effectiveness of Monetary Shocks During Oil Revenue Cycles: Case of Iran. Economics Research, 20(78), 63-103. <http://doi: 10.22054/joer.2020.12361>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, 71(3), 393-410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>.
- Stulz, René M. (2003). Risk Management & Derivatives (1st ed.), Mason, Ohio: Thomson SouthWestern.
- Van Wijnbergen, S. (1984). The Dutch disease: A disease after all? *The Economic Journal*, 94(373), 41-55. <https://doi.org/10.2307/2232214>
- Vlcek, J., & Roger, M. (2012). Macrofinancial modeling at central banks: Recent developments and future. <https://doi.org/10.5089/9781463931834.001>

نحوه ارجاع به مقاله:

جلالی نایینی، سید احمدرضا و باقری، سروش (۱۴۰۴). چالش‌های نظام بانکی، تنگنای اعتباری، انباشت ریسک در شبکه بانکی و آثار حقیقی آن؛ مروری بر ادبیات و شواهدی از ایران. *پژوهشنامه اقتصاد و برنامه ریزی*، ۳۰(۴)، ۱۰۶-۴۳

Jalali Naeini, A.& Bagheri, S. (2025) Banking System Challenges, Risk Accumulation in the Banking Network, Credit Crunch and its Real Effects - A Review of the Literature and Evidence from Iran . *Economic and Planning Research*, 30(4). 43-106.

DOI: <https://doi.org/10.52547/eprj.30.3.43>

Copyrights:

Copyright for this article is retained by the author(s), with publication rights granted to Planning and Budgeting. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

