مجله برنامه و بودجه، شمارهٔ ۵، ص. ۵-۲۷.

سیاستهای پولی و نحوهٔ تأثیر اعتبارات بانکی

بررسی نظری در چارچوب نظریه سهمیه‌بندی اعتبارات و تحلیل سیاستهای پولی در ایران

نویسنده: دکتر محمود کاظمیان

چکیده

در این مقاله، کانال تأثیر اعتبارات و تفاوت آن با کانال تأثیر عوامل پولی را، در شرایط تعمیم یافته‌ای از تصمیمات اعتباری نظام بانکی که در چارچوب نظریهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات قابل طرح می‌باشد، تحلیل و ارزیابی می‌نماییم. اهمیت توجه به تحلیل کانال تأثیر اعتبارات بانکی در سیاستهای پولی، از طریق شدت اثر تغییر در حجم اعتبارات قابل دسترسی برروی سطح عمومی فعالیتهای اقتصادی در مقایسه با مدل استاندارد *IS-LM* نشان داده می‌شود. مدل مورد بحث، تغییرات در حجم اعتبارات قابل دسترسی را به عنوان نتیجه‌ای از تصمیمات نظام بانکی در بازار اعتبارات، و به صورتی که مستقل از تغییرات در حجم پول در گردش ایجاد می‌شود، مورد توجه قرار می‌دهد. بدین‌ترتیب، تحلیل حاضر، امکان توجه به شرایط واقعی در بازار اعتبارات را، که به صورت سهمیه‌بندی اعتبارات از سوی نظام بانکی مشاهده می‌شود، مقدور می‌سازد. سهمیه‌بندی اعتبارات در ایران، حاصل تصمیماتی است که بانک مرکزی در اجرای سیاستهای پولی و با استفاده از ابزار کنترل کمی و کیفی اعتبارات اتخاذ نموده است. این مقاله، مفاهیم جدید در تحلیلهای معاصر اقتصاد پولی را مورد توجه قرار می‌دهد. این مفاهیم، عبارتند از: "کانال تأثیر اعتبارات" و تفاوت آن با "کانال تأثیر عوامل پولی"، "فرضیهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات"، " حجم اعتبارات قابل دسترسی"، تفاوت در تحلیل سیاست پولی در مقایسه با "مدل استاندارد *IS-LM*" ، و سهمیه‌بندی اعتبارات به عنوان نتیجه‌ای از کنترل کمی و کیفی اعتبارات از سوی بانک مرکزی.

۱. مقدمه

در مدل استاندارد IS-LM ، منحنی LM می‌تواند به نوعی توسعه یابد که دربرگیرنده کانالهای تأثیر

متغیرهای پولی[1] و اعتبارات بانکی[2] باشد. بدین ترتیب، توسعهٔ منحنی LM در بخش مالی اقتصاد رابطه‌ای بین محصول ناخالص ملی و نرخهای بهره در بازار پول و بازار اعتبارات برقرار خواهد نمود. در این مقاله، مدل ساده‌ای ارائه می‌گردد که با مدل استاندارد IS-LM متفاوت است و به ما اجازه می‌دهد که وضعیت تعادل در بازارهای مالی را با توجه به کانالهای تأثیر عوامل پولی و اعتبارات بانکی به‌طور جداگانه، تحلیل نماییم. تفاوت بین این مدل و مدل استاندارد IS-LM را براساس فرضهای به کار گرفته شده و با استفاده از نمودار نشان می‌دهیم. در بخش بعدی، بازار اعتبارات بانکی را براساس نظریه سهمیه‌بندی تعادلی اعتبارات[3] تحلیل می‌نماییم. در این نظریه، شرط تعادل اشاره به موقعیتی دارد که در آن حجم اعتبارات یا به بیانی روشنتر، قابلیت دسترسی به اعتبارات[4]، براساس ویژگیهای بازار اعتبارات تعیین می‌شود. در نظریه مورد بحث، آزادسازی نظام بانکی(۱)*، امکان اتکا به ویژگیهای مورد نظر در بازار اعتبارات را برای تعیین مقادیر دسترسی به اعتبارات تسهیل می‌نماید.

تبیین شرایطی که ارتباط بین بازار اعتبارات بانکی و سایر بازارهای مالی را براساس رفتار بهینه بانک در تعیین تراز دارایی و بدهی آن مورد توجه قرار می‌دهد، از حوصلهٔ بحث حاضر خارج می‌باشد. در بخشهای سوم و چهارم، مدلی ارائه می‌نماییم که در آن کانال تأثیر اعتبارات بانکی از کانال تأثیر عوامل پولی تفکیک گردیده و توانایی بالقوهٔ سیاستهای پولی به گونه‌ای متفاوت از نظریات پولی مرسوم نشان داده می‌شود. در بخش پنجم، سیاست پولی و کانالهای تأثیر عوامل پولی واعتبارات در ایران را ارزیابی می‌نماییم.

۲. بازار اعتبارات بانکی و نظریهٔ سهمیه‌بندی تعادلی اعتبارات

در مدل معرفی شده توسط توبین (Tobin, 1969; 1982) با دیدگاه تعادل عمومی در نظریه پولی[5]

1. The Money Channel
2. The Credit Channel
3. Equilibrium Credit Rationing
4. The Availability of Credit

* اعداد داخل دوکمان به یادداشتهای پایان مقاله اشاره دارد.

5. General Equilibrium Approach to Monetary Theory

کانال تأثیر اعتبارات بانکی براساس فرضهای زیر بیان گردیده است: الف) در شرط تراز داراییها[1]، معادله (۱)، وامهای بانکی[2] جانشین ناقص[3] برای سایر داراییها[4] می‌باشند؛ ب)بازارهای مالی براساس قیمت بازار برای داراییها در تعادل قرار می‌گیرند.

$$W = Cp + DD + TD + Bp + EQ + FA - L \qquad (۱)$$

W = ارزش پولی مجموعه داراییهای مالی در بخش خصوصی غیربانکی

Cp = اسکناس نگهداری شده توسط مردم (در بخش خصوصی غیربانکی)

DD = ارزش پولی سپرده‌های دیداری نگهداری شده در نظام بانکی

TD = ارزش پولی سپرده‌های مدت‌دار نگهداری شده در نظام بانکی

Bp = ارزش پولی اوراق قرضه نگهداری شده توسط مردم

EQ = ارزش پولی سهام نگهداری شده توسط مردم

FA = ارزش پولی خالص داراییهای خارجی نگهداری شده توسط مردم

L = وام دریافتی توسط مردم

براساس فرضهای فوق برنانکه و بلایندر(Bernanke and Blinder, 1988) مدلی را عرضه داشته‌اند که در آن کانال تأثیر اعتبارات از طریق نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی، (i_d)، تعیین شده براساس یک رابطهٔ تعادلی بین عرضه و تقاضا در بازار اعتبارات، نشان داده شده است.

در مدل نظری دیگری، بلایندر (Blinder, 1987) و استیگلیتز (Stiglitz, 1988) اهمیت وامهای بانکی را در نظامی مطابق با نظام مالی مقررات‌زدایی شده[5] در بازار اعتبارات سهمیه‌بندی شده[6] تحلیل نموده‌اند. در این نظریه، جانشینی برای اعتبارات بانکی وجود ندارد و نرخ بهرهٔ اعتبارات به میزانی متفاوت از نرخ بهرهٔ تعادلی در بازار اعتبارات نشان داده می‌شود. در شرایط سهمیه‌بندی

1. The Portfolio- Balance Condition
2. Loans
3. Imperfect Substitution
4. Assets
5. Deregulated Financial System
6. The Rationed Credit Market

اعتبارات، نرخ بهرهٔ اعتبارات توسط بانکها و براساس شرط حداکثر شدن بازدهٔ انتظاری[1] تعیین شده، و ویژگی سازوکار سهمیه‌بندی اعتبارات در بازار اعتبارات بانکی از طریق قابلیت دسترسی به اعتبارات مورد تحلیل قرار می‌گیرد.

در دو نظریه یادشده، شرط تراز داراییها و بدهیها در بخش بانکی[2] براساس معادله زیر تعریف می‌شود.

$$L = DD + TD - (C_b + B_b + R) \qquad (۲)$$

C_b = اسکناس نگهداری شده توسط بانکها

B_b = ارزش پولی اوراق قرضه نگهداری شده توسط بانکها

R = ارزش پولی ذخایر غیراستقراضی در نظام بانکی

تفاوت اساسی بین این دو نظریه، به صورت شرط تعادل و شرط عدم تعادل در بازار اعتبارات بانکی نشان داده می‌شود. در نظریه سهمیه‌بندی اعتبارات، شرط عدم تعادل به صورت زیر نشان داده می‌شود.

$$\begin{cases} L^e = L^s & \text{اگر} \quad L^s < L^d \quad \text{یا} \quad i^e_d > i_d \\ L^e = L^s = L^d & \text{در غیر این صورت} \end{cases} \qquad (۳)$$

L^e = حجم اعتبارات مبادله شده

L^s = عرضهٔ اعتبارات

L^d = تقاضا برای اعتبارات

i^e_d = نرخ بهرهٔ تعادلی در بازار اعتبارات

i_d = نرخ بهرهٔ مشاهده شده در بازار اعتبارات

در فرضیهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات، با افزایش نرخ بهره لزوماً بازده انتظاری بانک از اعتبارات افزایش نمی‌یابد. این نظریه را نخستین بار استیگلیتز و وایس (Stiglitz and Wiess, 1981) معرفی

1. The Maximization Condition for the Expected Return

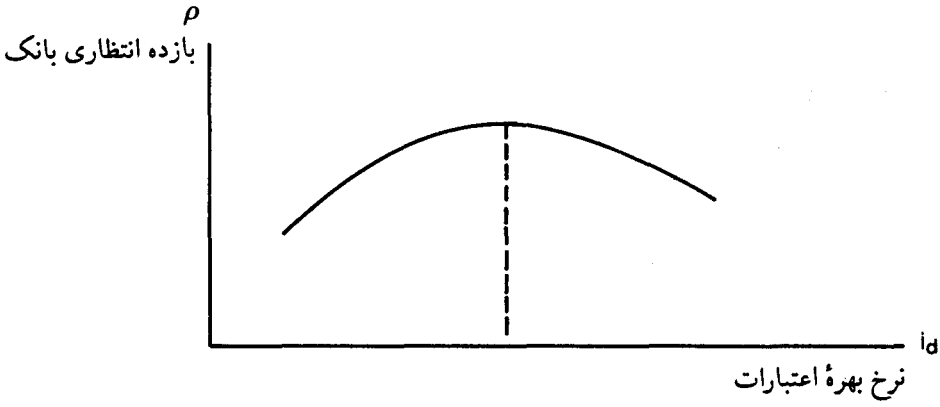
2. The Banking Sector

نمودند. اهمیت این نظریه در بیان دو مشکل اساسی زیر در خصوص رابطهٔ بین نرخ بهرهٔ اعتبارات و حجم اعتبارات اعطایی توسط بانک می‌باشد. الف) انتخاب نامناسب وام‌گیرندگان[1]؛ و ب) ایجاد انگیزهٔ نامناسب[2]. انتخاب نامناسب وام‌گیرندگان به معنای آن است که با افزایش نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی، ترکیب وام‌گیرندگان از نظر بانک به گونه‌ای نامناسب تغییر می‌یابد. وام‌گیرندگانی که به طور بالقوه مورد اعتماد بانک هستند، جای خود را به وام‌گیرندگانی می‌دهند که با قبول مخاطره (ریسک) بیشتر در سرمایه‌گذاری با نرخ بهرهٔ بالاتر، اعتماد کمتری نسبت به آنها برای بازپرداخت بموقع وام وجود دارد. ایجاد انگیزهٔ نامناسب به مفهوم آن است که با افزایش نرخ بهرهٔ اعتبارات، سرمایه‌گذاران تشویق به انجام پروژه‌های با زیان احتمالی بیشتر می‌شوند. اعطای اعتبارات برای چنین پروژه‌هایی به کاهش بازده انتظاری بانک از اعتبارات می‌انجامد. بدین‌ترتیب، در فرضیهٔ سهمیه‌بندی تعادلی اعتبارات[3]، تغییرات در حجم اعتبارات قابل دسترسی، و نه تغییرات در نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی، وسعت عملیات نظام بانکی را در اقتصاد نشان خواهد داد.

در بازار اعتبارات بانکی، با امکان سهمیه‌بندی اعتبارات توسط نظام بانکی، نرخ بهرهٔ اعتبارات، به یکی از دو صورت زیر مشاهده می‌شود. الف) به صورت نرخ بهرهٔ تعادلی هنگامی که افزایش در عرضهٔ اعتبارات به افزایش در بازدهٔ انتظاری بانک[4] می‌انجامد؛ ب) به صورت نرخ بهرهٔ غیرتعادلی در بازار اعتبارات، هنگامی که افزایش در نرخ بهرهٔ اعتبارات، با افزایش عدم اطمینان در بازپرداخت بموقع وام توسط وام‌گیرندگان، موجب کاهش در بازده انتظاری بانک می‌شود. در این حالت، نرخ بهرهٔ اعتبارات در سطحی قرار می‌گیرد که بازدهٔ انتظاری بانک از اعتبارات را به حداکثر می‌رساند. در نظریهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات، دو حالت فوق براساس شرایط زیر نشان داده می‌شود. الف) بازدهٔ انتظاری بانک به صورت تابعی غیریکنواخت[5] از نرخ بهرهٔ اعتبارات می‌باشد؛ و ب) حجم اعتبارات مبادله شده برابر و یا کوچکتر از تقاضا برای اعتبارات

1. Adverse Selection
2. Adverse Incentive
3. The Equilibrium Rationing Hypothesis
4. The Expected Return to Bank
5. A Non-Monotonic Function of the Expected Return to Bank

می‌باشد. این دو شرط، به ترتیب در شکل ۱ و تابع (۴) نشان داده شده است.



شکل ۱

$$L^e \leq L^d \qquad (۴)$$

به روشنی می‌بینیم که شرایط فوق مطابقت با مدلی دارد که برای سهمیه‌بندی اعتبارات توسط بانکها در چارچوب معادله (۳) بیان گردید. در دو بخش بعدی، به تشریح مدلی خواهیم پرداخت که در آن نحوهٔ تأثیر اعتبارات بانکی بر روی تقاضای کل، تحت شرایط سهمیه‌بندی اعتبارات، به صورتی تفکیک شده از نحوه تأثیر متغیرهای پولی ارائه می‌شود. این مدل، در چارچوب توسعه‌یافته‌ای از مدل استاندارد IS-LM، امکان آن را فراهم می‌سازد که توانایی سیاستهای پولی را براساس کانالهای تأثیر متفاوت برای عوامل پولی و اعتبارات بانکی، ارزیابی نماییم.

۳. یک مدل ساده برای رابطهٔ بین محصول ناخالص ملی و اعتبارات بانکی

برای ارائه چنین مدلی، در گام اول، منحنی استاندارد LM با دو نرخ بهرهٔ متفاوت را تحلیل می‌نماییم. منحنی LM_m یک منحنی استاندارد LM می‌باشد که رابطهٔ بین محصول ناخالص ملی، (y)، و نرخ بهره در بازار پول، (i_m)، را بیان می‌دارد. منحنی LM_d منحنی استاندارد LM دیگری است که رابطهٔ بین (y) و نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی، (i_d)، را نشان می‌دهد. یک فرض اساسی در

منحنی استاندارد LM_m، این است که داراییهای مالی بجز پول (یا داراییهای سودآور)[1] در بازار مالی یکپارچه شده‌ای[2] در نظر گرفته شده‌اند که در واقع، نشاندهندهٔ شرط جانشینی کامل[3] بین این داراییها می‌باشد. این فرض، همچنین بیانگر آن است که وامهای بانکی و سایر داراییهای سودآور (اوراق بهادار مالی)[4] در رابطه (۱)، تراز داراییهای بخش خصوصی غیربانکی، جانشین کامل برای یکدیگر هستند. فرض اساسی دیگر در منحنی LM_m این است که بازارهای مالی با نوسانها در نرخهای بهره در تعادل قرار می‌گیرند. با توجه به دوفرض فوق، منحنی LM_d صورت دیگری از منحنی استاندارد LM را نشان می‌دهد که در آن رابطه‌ای بین (y) و (i_d) تعریف می‌شود. فرض جانشینی کامل بین اوراق بهادار مالی و اعتبارات بانکی به معنای آن است که نرخهای بهرهٔ تعادلی (i_m) و (i_d) همواره با فاصلهٔ ثابتی نسبت به یکدیگر[5] تغییر می‌کنند.

منحنیهای استاندارد LM_m و LM_d را می‌توان با معادله‌های زیر نمایش داد.

$$LM_m : \ i_m = i_m(i_d, y, \nu) \qquad (۵)$$

$$LM_d : \ i_d = i_d (i_m, y, \nu) \qquad (۶)$$

در معادله‌های (۵) و (۶)، (ν) برداری از سایر متغیرهای برونزا در بخش مالی اقتصاد می‌باشد.

در گام بعدی، ما فرض جانشینی کامل بین اعتبارات و داراییهای سودآور (اوراق بهادار مالی) را به‌کناری گذاریم و فرض می‌کنیم که فاصلهٔ بین نرخهای بهرهٔ (i_m) و (i_d) در روابط تعریف شده برای منحنی LM، معادله‌های (۵) و (۶)، متغیر باشد. بدین ترتیب، امکان آن فراهم می‌گردد که اثر نرخهای بهره اوراق بهادار مالی و اعتبارات روی حجم مطلوب[6] پول نگهداری شده توسط صاحبان داراییها به‌طور جداگانه ارزیابی شود. شرط لازم برای چنین تحلیلی پیش از این با شرط تراز داراییها برای بخش خصوصی غیربانکی و تراز نظام بانکی، معادله‌های (۱) و (۲)، بیان گردید. در این مدل، افزایش در نرخ بهرهٔ اعتبارات، (i_d)، تقاضابرای آن را کاهش می‌دهد، و از طریق جابه‌جایی منحنی تقاضا برای داراییهای سودآور، بهای اوراق بهادار مالی را به ازای سطح

1. Earning Assets
2. Integrated Financial Market
3. Perfect Substitutability
4. Bonds
5. A Constant Spread
6. Optimum

مشخصی از تقاضا برای این اوراق کاسته و در نتیجه نرخ بهرهٔ برای این اوراق را افزایش می‌دهد. در این تحلیل، مجموعهٔ بهینه داراییهای نگهداری شده توسط صاحبان داراییها براساس جانشینی بین اعتبارات بانکی و داراییهای سودآور تغییر می‌یابد. بدین‌ترتیب، منحنی متناظر LM برای تعیین حجم پول نگهداری شده توسط صاحبان داراییها به صورتی متفاوت از شکل استاندارد آن و به وسیله مجموع دو معادلهٔ (۵) و (۶) نشان داده می‌شود. در منحنی متناظر LM فاصلهٔ بین نرخهای بهرهٔ (i_m) و (i_d) متغیر است. چنین تحلیلی از تأثیر نرخ بهرهٔ اعتبارات در رابطهٔ بین (i_m) و (y) در چارچوب منحنی استاندارد LM هیچ‌گاه مورد توجه نبوده است.

در آخرین گام، فرض ساده کنندهٔ دیگری را که براساس آن گفته می‌شود بازارهای مالی از طریق نوسان نرخهای بهره در تعادل قرارمی‌گیرند، به‌کناری می‌گذاریم، و در یک حالت عمومی‌تر، چنین فرض می‌کنیم که در بازار اعتبارات بانکی، احتمال سهمیه‌بندی اعتبارات توسط بانکها وجود دارد. شرط لازم و کافی برای چنین احتمالی، پیش از این، با حالاتی از عدم تعادل در بازار اعتبارات بانکی از طریق معادلهٔ (۳) بیان گردید. در این حالت عمومی، امکان جانشینی بین پول و اعتبارات بانکی در چارچوب معادله‌های (۵) و (۶) با تغییری جزیی، نشان داده می‌شود. این تفاوت می‌تواند به صورت جانشینی رابطهٔ (۶) با رابطهٔ زیر، برای منحنی LM_d ارائه شود.

$$LM_d: \ (i_{d,t} - i_{d,t-1}) = \Delta i_d(\, i_{m,t}, \varphi(L^d_t - L^s_t), y_t, \nu) \qquad (۱-۶)$$

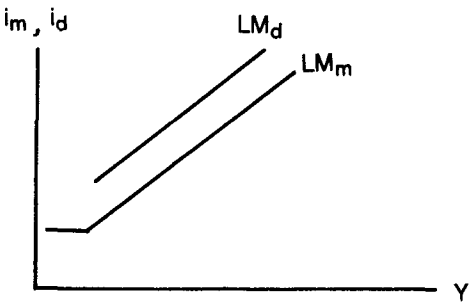
در معادلهٔ (۶-۱)، $(i_{d,t} - i_{d,t-1}) = \Delta i_{d,t}$ تغییر در نرخ بهرهٔ اعتبارات را نشان می‌دهد. همچنین $\varphi(L^d - L^s)$ تابع تقاضای اضافی[1] برای اعتبارات بانکی تعریف می‌شود. این تابع، نشاندهندهٔ حالت عدم تعادل در بازار اعتبارات می‌باشد. در رابطهٔ (۶-۱)، ($i_{d,t}$) متغیر درونزا و ($i_{d,t-1}$) متغیر برونزا به شمار می‌آید. در این رابطه، تغییر در نرخ بهرهٔ اعتبارات ($\Delta i_{d,t}$)، ونه نرخ بهرهٔ تعادلی اعتبارات، مورد نظر می‌باشد. این شیوهٔ تحلیل را نخستین بار فِیر و جافی (Fair and Jaffee, 1972) برای تخمین توابع عرضه و تقاضا با روش رگرسیونی در یک مدل غیرتعادلی ارائه کردند. امروزه تخمین توابع عرضه و تقاضا در مدل غیرتعادلی با استفاده از روش حداکثر

1. The Excess Demand Function

درستنمایی[1]، نتایج بهبود یافته‌ای نسبت به گذشته فراهم می‌نماید. به طور کلی، در مدلهای غیرتعادلی، در صورت وجود تقاضای اضافی تغییر در نرخ بهره به صورت افزایشی ($\Delta i_d > 0$) نشان داده شده و عرضهٔ اضافی با کاهشی بودن تغییرات در نرخ بهره ($\Delta i_d < 0$) بیان می‌شود.

معادله (۶-۱) این امکان را فراهم می‌آورد که حالت عمومی ناشی از احتمال عدم تعادل در بازار اعتبارات بانکی را در مورد جانشینی بین پول و اعتبارات ارزیابی نماییم. در این معادله، چنین فرض شده است که تغییر در نرخ بهرهٔ اعتبارات (Δi_d) به صورت تابعی از مجموعه‌ای از داده‌ها در یک سری زمانی قابل تعریف می‌باشد. این فرض ناقض فرض برونزا بودن نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی در فرضیهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات توسط بانکها نیست. در این تحلیل، وقتی $\Delta i_d > 0$ است، محدودیت در حجم اعتبارات قابل دسترسی از طریق جابه‌جایی منحنی تقاضا برای اوراق بهادار مالی، نرخ بهره برای این اوراق را به ازای سطح مشخصی از مقدار تقاضا برای آن افزایش داده، و در نهایت، به جابه جایی منحنی تقاضا برای پول می‌انجامد. بنابراین، در تحلیل حاضر، مقدار مطلوب پول نگهداری شده در مجموعه اوراق بهادار بخش خصوصی غیربانکی، براساس منحنی LM تعریف شده به وسیلهٔ مجموع توابع (۵) و (۶-۱)، به صورتی سازگار با نظریه سهمیه‌بندی اعتبارات، یا مقدار تقاضای اضافی برای اعتبارات بانکی، ($L^d - L^s$)، تعیین می‌شود.

رابطهٔ بین (y) و (i_m) و رابطهٔ بین (y) و (i_d) در چارچوب منحنیهای استاندارد LM_m و LM_d، روابط جداگانهٔ (۵) و (۶)، در شکل ۲ نشان داده شده است.

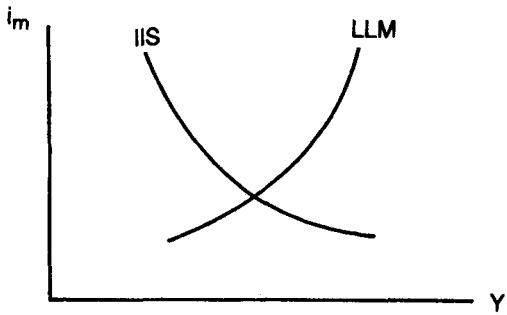


شکل ۲

1. The Maximum Likelihood Method

همان‌گونه که پیشتر بیان گردید، منحنیهای استاندارد LM_m و LM_d، براساس فرض جانشینی کامل بین داراییهای سودآور و اعتبارات بانکی، و در نتیجهٔ وجود یک فاصلهٔ ثابت بین نرخ بهرهٔ اوراق بهادار مالی (i_m)، و نرخ بهرهٔ اعتبارات (i_d)، تعریف می‌شوند. در شکل ۲، تغییر در شرایطی که به جابه‌جایی منحنی LM_m می‌انجامد، همچنین موجب جابه‌جایی یکسان در منحنی LM_d می‌گردد. بدین‌ترتیب، امکان بررسی اثر تغییر در یک بازار (برای مثال، بازار پول) بدون به‌کارگیری فرض خاصی که متضمن تغییر سازگار در بازار دیگر (بازار اعتبارات بانکی) باشد، مقدور نخواهد بود. به بیان دیگر، به طوری که در مدل استاندارد IS-LM مورد نظر می‌باشد، افزایش در عرضهٔ پول موجب جابه‌جایی منحنی LM_m به سمت راست می‌گردد که در واقع، همراه با جابه جایی متناظر در منحنی LM_d نیز می‌باشد. بدین‌سان، چنین فرض شده است که بازار اعتبارات بانکی هرگونه تغییری در شرایط موجد جابه‌جایی در بازار پول را به صورت انفعالی جذب می‌کند. مشکل اساسی دیگر در چنین تحلیلی این است که تغییر در عرضه پول تنها زمانی ممکن است به تغییر در درآمد حقیقی[1] بینجامد که شرایط تغییر در حجم اعتبارات نیز به طور همزمان و متناسب با آن در نظر گرفته شود.

منحنی متناظر LM به دست آمده از مجموع توابع (۵) و (۶-۱) در شکل ۳ نشان داده شده است.



شکل ۳

در شکل ۳، رابطهٔ بین (y) و (i_m) به گونه‌ای متفاوت از مدل استاندارد و به وسیلهٔ منحنی LLM

1. Real Income

(که در برگیرندهٔ مفهوم وام بانکی[1] در تحلیل منحنی LM می‌باشد) ارائه گردیده است. منحنی LLM در مقایسه با منحنی استاندارد LM ، حاوی مفهوم جانشینی ناقص بین اعتبارات بانکی و اوراق بهادار مالی در مجموعه اوراق بهادار بخش خصوصی غیربانکی است، و سازگار با فرضیه سهمیه‌بندی تعادلی اعتبارات می‌باشد. در این مدل، اثر تغییر در اعتبارات بانکی بر روی تقاضا برای پول، و در نتیجه تغییر در درآمد حقیقی، براساس مفهوم عدم تعادل در بازار اعتبارات قابل ارزیابی می‌باشد.

شکل ۳، همچنین رابطهٔ بین (y) و (i_m) را در یک منحنی متناظر با منحنی استاندارد IS نشان می‌دهد. این منحنی در تفاوت با مدل استاندارد، به وسیلهٔ منحنی IIS (که دربرگیرندهٔ مفهوم مجموع نرخهای بهره[2] در تحلیل منحنی IS می‌باشد) ارائه گردیده است. رابطهٔ تعیین کنندهٔ منحنی IIS با کانالهای تأثیر عوامل پولی و اعتبارات بانکی برروی بخش حقیقی اقتصاد، به وسیلهٔ رابطهٔ زیر نمایش داده شده است.

$$IIS: \ y = y\,(i_m, \Delta i_d(\circ), \Omega) \qquad (۷)$$

در رابطهٔ (۷)، Ω برداری از مجموعه متغیرهای برونزا در بازار کالایی[3] بوده، و $\Delta i_d(\circ)$ نمایش‌دهنده تابع تغییرات نرخ بهرهٔ اعتبارات بانکی [نشان داده شده در معادله (۶-۱)] می‌باشد.

در مدلی که برنانکه و بلایندر (Bernanke and Blinder, 1988) ارائه کرده‌اند، منحنی متناظر IS در شرایطی ارائه گردیده است که در آن، بازار اعتبارات بانکی با تغییر در نرخ بهرهٔ اعتبارات در تعادل قرار می‌گیرد. در مدل ارائه شده توسط برنانکه و بلایندر، (i_d) جانشین $\Delta i_d(\circ)$ در رابطهٔ (۷) می‌گردد. بدین‌ترتیب، تفاوت اساسی بین مدل برنانکه و بلایندر و مدل ارائه شده در این مقاله، شامل نمودن امکان عدم تعادل در بازار اعتبارات بانکی به صورتی سازگار با نظریهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات در تحلیل منحنی متناظر IS می‌باشد. به سادگی می‌توان نشان داد که منحنی IIS همانند منحنی استاندارد IS دارای شیب نزولی است. در مدل ارائه شده در شکل ۲، منحنیهای IIS و LLM

1. Bank Lending
2. Incorporated Rates of Interest
3. The Commodity Market

می‌توانند در نتیجهٔ تغییراتی که در مقدار تقاضای اضافی در بازار اعتبارات بانکی حاصل می‌گردد، جابه جایی حاصل نمایند.

تفاوت حایز اهمیت بین این مدل و مدل استاندارد IS-LM در این است که مقدار تقاضای اضافی برای اعتبارات همراه با $\Delta i_d > 0$ ، و مقدار عرضه اضافی همراه با $\Delta i_d < 0$ ، نشان داده می‌شود. بدین‌ترتیب، تغییر در حجم اعتبارات قابل دسترسی، یا تغییر در مقادیر تقاضای اضافی (یا عرضه اضافی)، در شرایط عدم تعادل در بازار اعتبارات، درآمد حقیقی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در مدل IIS-LLM در شرایط وجود تقاضای اضافی که همراه با $\Delta i_d > 0$ نشان داده می‌شود، محدودیت در حجم اعتبارات قابل دسترسی موجب افزایش نرخ بهره در بازار پول به ازای سطح مشخصی از حجم پول نگهداری شده در مجموعه اوراق بهادار بخش خصوصی غیربانکی می‌گردد وهمچنین به کاهش سرمایه گذاری در بخش حقیقی اقتصاد می‌انجامد. این خود به جابه‌جایی منحنیهای LLM و IIS به سمت چپ منجر می‌شود. براساس یک تحلیل مشابه در شرایط وجود عرضهٔ اضافی اعتبارات که با $\Delta i_d < 0$ نشان داده می‌شود، افزایش در حجم اعتبارات مبادله شده به کاهش نرخ بهره در بازار پول به ازای سطح تعیین شده از پیش برای حجم پول می‌انجامد. ضمن آنکه موجب افزایش سرمایه گذاری نیز می‌شود. این جریان موجب جابه جایی منحنیهای LLM و IIS به سمت راست می‌گردد. بنابراین، توجه به کانال تأثیر اعتبارات، مطابق با فرضیه سهمیه‌بندی اعتبارات، تأثیر تغییرات در حجم اعتبارات قابل دسترسی را انقباضی‌تر (یا انبساطی‌تر) از مدل استاندارد IS-LM نشان می‌دهد. در مدل استاندارد IS-LM چنین فرض شده است که حجم اعتبارات مبادله شده برابر با مقدار تقاضا برای اعتبارات بانکی است و تغییرات در آن، برای مثال، نتیجه‌ای از تغییرات در تقاضا برای سرمایه گذاری یا تغییرات در تقاضای معاملاتی پول می‌باشد. در واقع، در مدل استاندارد IS-LMکانال پولی، از طریق تغییر در داراییهای با قابلیت نقدینگی[1]، شامل پول و اوراق بهادار و تغییر در نرخ بهره در بازار پول، سرمایه گذاری (و هزینه‌های مصرفی) و در نتیجه حجم اعتبارات قابل دسترسی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، و به تغییر در سطح عمومی فعالیتهای اقتصادی می‌انجامد.

1. Liquid Assets

۴. ایستایی‌شناسی مقایسه‌ای[1]

منحنیهای LLM و IIS نشاندهندهٔ اثرهای ناشی از تغییر در تقاضای اضافی برای اعتبارات بر روی سطح عمومی فعالیتها در بخش حقیقی اقتصاد می‌باشند. منحنی LLM ممکن است تا حد منحنی استاندارد LM کاهش یابد، اگر: الف) اعتبارات بانکی و داراییهای سودآور (اوراق بهادار مالی) در تراز داراییهای بخش خصوصی غیربانکی جانشین کاملی برای یکدیگر باشند؛ و یا ب) تقاضای اضافی در بازار اعتبارات بانکی، یا حجم اعتبارات قابل دسترسی (سهمیه‌بندی شده توسط بانکها)، فاقد اثر چشمگیری بر روی احتمال زیان برای داراییهای سودآور باشند. در مورد اول، نرخ بهرهٔ اعتبارات در فاصلهٔ ثابتی نسبت به نرخ بهره برای اوراق بهادار جانشین پول تغییر حاصل می‌نماید. در شرایط سهمیه‌بندی اعتبارات، میزان تغییرات در نرخ بهرهٔ اعتبارات نسبت به تغییرات نرخ بهرهٔ اوراق بهادار غیرقابل پیش‌بینی بوده که خود موجب می‌گردد ارتباط بین بازار اعتبارات بانکی و بازار اوراق بهادار تنها سازگار با منحنی LLM قابل ارزیابی باشد. در مورد دوم، اساساً فاصلهٔ متغیر بین نرخ بهرهٔ اعتبارات و نرخ بهره در بازار پول بی‌ارتباط با حجم پول نگهداری شده در مجموعه اوراق بهادار بخش خصوصی غیربانکی می‌باشد.

در حالت متقابل، در نظریه‌ای تنها سازگار با کانال اعتبارات[2]، پول و سایر داراییهای سودآور (اوراق بهادار مالی) جانشین کاملی برای یکدیگر به شمار می‌آیند. در چنین شرایطی، منحنی LM_m (یا منحنی استاندارد LM) به صورت افقی درآمده و در حالتی سازگار با دام نقدینگی[3] تقاضای مبادلاتی پولی اهمیت خود را در کاهش هزینه در ایجاد فرصت برای مبادلات در بازارهای مالی از دست می‌دهد. در این وضعیت، نوآوریهای مالی[4] با کاهش در مقدار تقاضای اضافی برای اعتبارات، که در نتیجهٔ سطح پایینی از خطر زیان احتمالی در بازار اوراق بهادار حاصل می شود، از طریق گسترش اعتبارات قابل دسترسی موجب توسعهٔ فرصتها برای مبادلات در بازارهای مالی می‌گردد. چنین اثرهایی دلالت برآن دارند که در مدل IIS-LLM به رغم وقوع دام‌نقدینگی، احتمال فعال بودن روابط متقابل بین بازارهای مالی، و بین بازار اعتبارات بانکی و

1. Comparative Statics
2. A Credit - Only View
3. Liquidity Trap
4. Financial Innovations

بازار کالایی وجود داشته که این خود ناشی از افزایش حجم اعتبارات مبادله شده در اقتصاد می‌باشد.

همچنین منحنی IIS می‌تواند در شرایط مشابه مورد ارزیابی قرار گیرد. در حالتی که اعتبارات بانکی و داراییهای سودآور جانشین کاملی برای یکدیگر به شمار می‌روند، منحنی IIS به سطح منحنی استاندارد IS کاهش می‌یابد و مدل استاندارد IS-LM چارچوب مناسبی برای تحلیل سطح عمومی فعالیتهای اقتصادی خواهد بود. در حالتی که بازارهای کالایی نسبت به مقادیر تقاضای اضافی برای اعتبارات، یا حجم اعتبارات قابل دسترسی، غیرحساس می‌باشند، تقاضای اضافی برای اعتبارات ممکن است تنها حجم پول در مجموعه اوراق بهادار بخش خصوصی غیربانکی را تحت تأثیر قرار دهد که در این صورت، مدل مناسب برای تحلیل نحوهٔ تأثیر سیاستهای پولی مدل IS-LLM خواهد بود. منحنی IIS در شرایط وقوع دام نقدینگی می‌تواند نمایش دهندهٔ تأثیرات پولی ایجاد شده توسط نوآوریهای مالی در بخش بانکی، و در نتیجهٔ توسعهٔ فرصتهای مبادلاتی ناشی از افزایش حجم اعتبارات، باشد. نوآوریهای مالی از سوی بانکها پدیده‌ای است که در شرایط مقررات‌زدایی فعالیت نظام بانکی رخ می‌دهد و موجب می‌گردد مبانی نظری در تحلیل کانال تأثیر اعتبارات بانکی به صورتی محسوس در شرایط کاربردی قابل ارزیابی باشد.

۵. سیاست پولی و کانالهای تأثیر پول و اعتبارات در ایران

نظریات اقتصادی در تحلیل مدلهایی از نوع IS-LM به طور مشخص وجود یک رابطهٔ اساسی بین نرخ بهره و سطح تقاضای کل (و قیمت) را مورد توجه قرار می‌دهند. نرخ بهره عاملی است که در تصمیمات سرمایه‌گذاران برای تعیین کارایی نهایی سرمایه و مقایسهٔ آن با نرخ بازدهی سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد. نرخ بازدهی سرمایه، همان نرخی است که در بازار سرمایه مشاهده گردیده، و سیاستهای پولی می‌توانند با تحت تأثیر قراردادن این نرخ، آن را در سطحی پایین‌تر از نرخی قرار دهند که تعیین‌کننده کارایی نهایی سرمایه می‌باشد. چنین سیاستی به روشنی، ایجاد انگیزه برای توسعه سرمایه‌گذاریها را هدف قرار می‌دهد. با حذف بهره در قانون بانکداری بدون‌ربا (مصوب شهریور ۱۳۶۲)، تحلیل مربوط به انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در چارچوب سیاستهای

پولی بانک مرکزی، عملاً به حالت تعلیق درآمده است.

از دیدگاه کلاسیک، بانک مرکزی از طریق رابطهٔ بین تقاضا برای پول و نرخ بهرهٔ بازار، با تغییر حجم پول در گردش قادر به تنظیم نرخ بهرهٔ مزبور در سطح مورد نظر می‌باشد. چنانچه پذیرفته شود که سازوکار نرخ بازدهی سرمایه همچنان تعیین‌کنندهٔ نحوه عمل سرمایه گذاران در بازار سرمایه در کشور می‌باشد، تنها عامل سیاستگذاری در تصمیمات پولی بانک مرکزی برای تأثیر برنرخ بازدهی سرمایه، و در قانون مصوب سال ۱۳۶۲، عبارت از تأثیر برحجم پول در گردش (یا نقدینگی بخش خصوصی) خواهد بود. در این قانون، ابزار سیاستگذاری در اختیار بانک مرکزی، مجموعه‌ای از اقدامات پولی و اعتباری دانسته شده است که به صورت تعیین کارمزد به کارگیری سپرده‌ها، نسبتهای سپرده‌های قانونی و کنترل حجم تسهیلات اعتباری نظام بانکی، تغییرات در حجم پول (یا نقدینگی) را در چارچوب مورد نظر مقامات پولی فراهم می‌نماید. دونکتهٔ حایز اهمیت دیگر در قانون مذکور، عبارت است از: الف) توجه به شرایطی که امکان توسعهٔ تسهیلات اعتباری بانکها را در بخشهای اقتصادی خاص، مطابق با هدفهای برنامه‌های اقتصادی دولت، فراهم می‌نماید؛ ب) تجهیز منابع مالی تنها در چارچوب سپرده‌های جاری و مدت‌دار سرمایه گذاری به طریقی که نظام بانکی در تعیین نوع و به کارگیری آنها، جز در موارد معین، محدود گردیده است. این موارد و همچنین ابزار کنترلی بانک مرکزی در اجرای سیاستهای پولی آن، مقررات ویژه‌ای را به صورت انواع محدودیتها برای عملکرد نظام بانکی برقرار نموده است.[۲] این مقرات در حدودی که به تجهیز منابع اعتباری در بخشهای اقتصادی مورد نظر در برنامه‌های دولت، و فعالیتهای مؤسسات دولتی، انجامیده است، موجب رضایت خاطر مقامات پولی کشور شده است. در واقع، چنین حاصلی از به کارگیری اعتبارات، نتیجهٔ سیاستهایی است که از نوع اقدامات غیرپولی، یا در حقیقت اقدامات مالی دولت، به شمار می‌آید.

به‌طور معمول پایه پولی به عنوان مجموع منابعی در نظر گرفته شده است که بانک مرکزی از طریق تغییر آن، تغییرات لازم در حجم پول را فراهم می‌آورد. در نظریات اقتصادی در سالهای اخیر، کنترل بانک مرکزی روی پایه پولی به شدت مورد تردید واقع گردیده است.[۳] در واقع، در این نظریات پایهٔ پولی به عنوان دیون بانک مرکزی در نظر گرفته شده است، و چنین تحلیل می‌گردد که بانک مرکزی تنها قادر به افزایش دیون خود می‌باشد. به کارگیری این دیون پس از آنکه در نظام

مالی به جریان می‌افتد، به صورتی خواهد بود که بانک مرکزی دیگر قادر به کاهش آن (پایه پولی) نمی‌باشد. در ایران نیز عدم کنترل بانک مرکزی روی منابع پایه پولی در سیاستهای پولی انقباضی، تجربه‌ای است که تکرار آن تقریباً در تمام سالهای گذشته مشاهده شده است. موضوعهای دیگری از قبیل افزایش منابع پایه پولی از طریق سازوکار حساب ذخیرهٔ تعهدات ارزی نیز از مشکلاتی ذکر می‌گردد که عدم امکان کاهش پایه پولی را طی سالهای گذشته موجب گردیده است. بنابراین، سیاستهای پولی به سبب عدم امکان کنترل بانک مرکزی روی حجم پول و نقدینگی، و بی‌توجهی به تحلیل انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در تعیین سیاستها و تغییر نرخ بازدهی سرمایه، عملاً فاقد کارایی بوده است.(۴)

در مقابل، کانال تأثیر اعتبارات بانکی در دوره ۱۳۶۳-۱۳۷۳ به صورت وجه مشخصی از سیاستهای پولی کشور قابل ارزیابی می‌باشد. در این دوره، کنترل کمی و کیفی اعتبارات بانکی از سوی بانک مرکزی موجب گردید تا در بازار اعتبارات، سهمیه‌بندی اعتبارات از سوی بانکها به صورت تقاضای اضافی برای اعتبارات، به ازای نرخ بازدهی سرمایه در بخشهای اقتصادی طی دورهٔ مزبور، وجود داشته باشد. این مشخصه برای بازار اعتبارات را پیش از این، براساس فرضیهٔ سهمیه‌بندی اعتبارات و رابطهٔ بین محصول ناخالص ملی و حجم اعتبارات قابل دسترسی (یا مقادیر سهمیه‌بندی اعتبارات) تحلیل نمودیم. در معادله‌های (۵) و (۶-۱) و (۷) قابلیت دسترسی به اعتبارات از طریق تابع $\Delta i_d(\circ)$ اثرهای انبساطی و انقباضی شدیدتری را نسبت به مدل استاندارد IS-LM موجب گردیده است. براین اساس ، می‌توان محدودیت اعتبارات را طی دوره ۱۳۶۳-۱۳۷۳، از جمله عواملی دانست که با پایین نگاه داشتن حجم پول در گردش نسبت به شرایط عدم محدودیت اعتبارات، نرخ بهره در بازار پول را در سطحی بالاتر و تقاضای کل در بازار کالاها را در سطحی پایین‌تر از آنچه که در صورت عدم محدودیت اعتبارات مورد انتظار می‌بود، قرار داده است. اما به هرحال، سیاست انقباضی محدودیت اعتبارات در بخش بانکی طی دورهٔ مورد بحث، مواجه با مشکلی موسوم به توسعهٔ جریان اعتبارات در بخش غیربانکی بوده است. طی این سالها، توسعهٔ اعتبارات در بخش غیربانکی از طریق مؤسسات مالی غیررسمی، یا از سوی تولیدکنندگان به صورت دریافت بخشی از بهای کالا در مراحل ساخت، مشاهده می‌گردید. نتیجه آنکه توسعهٔ اعتبارات در بخش غیربانکی، آثار انقباضی سیاستهای پولی از کانال اعتبارات را

محدود می‌نمود.

در اینجا ضروری به نظر می‌رسد که اثر ناشی از حذف بهره در *تحلیل سیاستهای پولی* و اعتباری بانک مرکزی را به اختصار ارزیابی کنیم. حذف بهره *از مجموعهٔ ابزارهای* پولی بانک مرکزی، در شرایطی که نرخ بازدهی سرمایه یک عامل اساسی در ارزیابی پروژه‌های سرمایه گذاری در بخش خصوصی به شمار می‌رود، موجب می‌شود تا نظام پولی و اعتباری تحت کنترل بانک مرکزی بدون در نظر داشتن تأثیرات ناشی از اجرای سیاستهای پولی روی انگیزه‌های سرمایه گذاری در بخش خصوصی، عملکرد نسبتاً محدودی را در مجموعه عملیات پولی و اعتباری کشور هدف قراردهد. در واقع، نتیجهٔ حاصل از مجموعه عملیات پولی و اعتباری کشور، عبارت از تثبیت نرخ بهره در *بازار سرمایه* و در حدودی بوده است که به هرحال بیش از سطح مورد انتظار به‌ازای نرخهای بهرهٔ تثبیت شده برای سپرده‌ها و اعتبارات بانکی می‌باشد.

در بازارهای مالی، معامله گران پول و اعتبار در بخش غیربانکی، نرخ بهرهٔ سپرده‌ها و اعتبارات را بیش از نرخ تورم و در سطحی قرار می‌دهند که متناسب با احتمال زیان برای پروژه‌هایی می‌باشد که بانکها از پیش از تأمین مالی آن به ازای نرخ سود پایین برای اعتبارات هراسان بوده‌اند. آنچه که به طور محدود توانسته است فعالیت معامله گران در بخش غیربانکی کشور را تحت تأثیر قرار دهد، وسعت نسبی سپرده‌ها و اعتبارات در نظام بانکی کشور وسهم قابل ملاحظهٔ سرمایه گذاریهای بخش عمومی از هزینه کل تشکیل سرمایه در کشور بوده است. بدین ترتیب، ضروری به نظر می‌رسد که عملکرد نظام بانکی به نحوی تغییر یابد تا سیاستهای پولی بانک مرکزی با جامعیت کاملتری مجموعه عملیات پولی و اعتباری در بازارهای مالی را براساس سازوکار نرخ بازدهی سرمایه[۵] تحت تأثیر قرار دهد.

۶. نتیجه گیری

مدل ارائه شده در این مقاله امکان آن را فراهم می‌سازد تا در بررسی سیاستهای پولی، نحوه تأثیر عوامل پولی و اعتبارات را به تفکیک ارزیابی کنیم . در این مدل، کانال تأثیر اعتبارات بانکی سازگار با نظریه سهمیه‌بندی اعتبارات، از طریق تأثیر تغییرات در حجم اعتبارات قابل دسترسی

روی حجم پول درگردش و نرخ بازدهی سرمایه مورد تحلیل قرارگرفته است. در این تحلیل، کانال تأثیر اعتبارات بانکی روی سطح عمومی فعالیتهای اقتصادی، تأثیر سیاستهای پولی را به شکلی متفاوت از نظریات سنتی اقتصاددانان نئوکینزی و پولی، با شدت بیشتری نسبت به مدل استاندارد IS-LM نشان داده است. در شرایطی که سهمیه‌بندی اعتبارات در چارچوب مقررات محدودکننده در نظام بانکی کشور مورد توجه بوده، وسعت عملیات پولی و اعتباری در بخش غیربانکی به محدودیت در تأثیرات سیاستهای پولی بانک مرکزی انجامیده است. مقررات‌زدایی در فعالیتهای نظام بانکی، امکان رقابت بانکها را با بخش غیربانکی در معاملات پولی و اعتباری افزایش داده، و توانایی بانکها را درکاهش احتمال زیان در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. بدین‌ترتیب، سیاستهای پولی خواهند توانست با تحت تأثیر قراردادن حجم اعتبارات و ارزش ذخایر درجهٔ دوم بانکها (اوراق بهادار) تأثیرات وسیعتری را روی مجموعه عملیات پولی و اعتباری کشور، و در نتیجه، سطوح عمومی فعالیتهای اقتصادی موجب گردند.

یادداشتها

۱. گاهی به اصطلاح آزادسازی (Liberalization)، رهاسازی یا مقررات‌زدایی (Deregulation) و خصوصی‌سازی (Privatization) را به مسامحه به صورتی معادل با یکدیگر به‌کار می‌برند. در بخش مالی اقتصاد، مقررات‌زدایی به مفهوم رفع مقررات محدودکننده در بازارهای مالی می‌باشد. برای مثال، محدودیت ناشی از وجود مقرراتی در مورد سقف نرخهای بهره برای سپرده‌های بانکی، مانع از نوسان نرخها، و در نتیجه، مانع از امکان رقابت نظام بانکی برای جذب سپرده‌ها، یا منابع اعتباری، می‌گردد. همچنین وجود محدودیت در نوسان نرخ بهرهٔ اعتبارات و سقفهای اعتباری مانع از آن می‌گردد که نظام بانکی بتواند با مؤسسات مالی غیربانکی رقابت کند یا به طور مؤثر در تعیین نرخ بازدهی سرمایه مشارکت داشته باشد. این محدودیتها در ایران به طور معمول، به عنوان ابزار سیاستهای پولی به شمار می‌آیند. آزادسازی در بخش مالی اقتصاد، اشاره به موقعیتی دارد که در آن کاهش دخالت مسئولان امور پولی در بازارهای مالی، بهای داراییهای سودآور، و به طور مشخص، نرخهای بهره و نرخ ارز براساس وضعیت تعادلی و برخورد نیروهای عرضه وتقاضا با

یکدیگر تعیین می‌شود. در چنین وضعیتی، سیاستهای پولی به جای آنکه به طور مستقیم از طریق مقررات محدودکننده، نرخهای بهره یا مقادیر مبادله شده در بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار دهند، با استفاده از عملیات بازار باز[1] به صورتی گسترده‌تر از گذشته، نرخهای بهرهٔ تعادلی و نرخ ارز را در سطحی قرار می‌دهند که به ایجاد انگیزه لازم برای توسعهٔ سرمایه گذاریها در سطح موردنظر بیانجامد.

در بخش حقیقی اقتصاد، عملکرد بازارها در وضعیت انحصاری یا رقابتی ارزیابی می‌گردد. بدین ترتیب، مقررات محدودکننده در این بخش زمانی اهمیت می‌یابد که اهدافی از قبیل جلوگیری از توسعهٔ انحصارات، حمایت از گروههای آسیب‌پذیر در برابر انحصارات، یا حمایت از تولیدکنندگان داخلی در مقابل رقیبان خارجی آنها، مورد توجه قرار می‌گیرد. در برخی موارد که مقررات محدود کننده بیش از حد است و نوعی اختلال در عملکرد بازارهای رقابتی به شمار می‌آید، رفع این مقررات اهمیت می‌یابد. در چنین مواردی، مقررات‌زدایی به منظور برقراری اصولی حاکم براقتصاد مبتنی بربازار توصیه می‌شود. آزادسازی نیز باهدفی مشابه توسعهٔ رقابت در بازارهای کالایی را برای مثال از طریق آزاد نمودن شرایط ورود به بازارها برای عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان، مورد توجه قرار می‌دهد. خصوصی‌سازی مفهوم دیگری است که اساساً از جهات مربوط به اصلاح عملکرد مؤسسات دولتی، شکست انحصارات دولتی و بهبود عملکرد نیروهای عرضه و تقاضا در بازار، و افزایش کارایی در بازاری که مؤسسات دولتی بخش چشمگیری از عرضهٔ کالا در آن را به عهده دارند، حایز اهمیت می‌باشد.

۲. مقررات‌زدایی در بخش مالی در قدم اول با تمرکز برروی رفع محدودیتهای قانونی و ابزارهای کنترلی بانک مرکزی در این موارد مقدور می‌باشد.

۳. این نظریات در سالهای دهه ۱۹۸۰ و بعد از آن از سوی اقتصاددانان مکتب جانشین کینزیها (Post-Keynesian Economists) مورد تحلیل قرار گرفت و امروزه جایگزین نظریات سنتی اقتصاددانان نئوکینزی و پولی (Monetarists) شده است. در نظریهٔ جانشین کینزیها، عرضهٔ پول (و همچنین پایه پولی) به عنوان عرضهٔ تعیین شده توسط تقاضا برای پول نشان داده شده است.

۴. *عدم کارایی کانال تأثیر عوامل پولی در سالهای اخیر به صورت مشکل عدم تأثیر سیاستهای*

1. Open Market Operations

پولی در بازار سهام و اوراق بهادار مالی مورد توجه قرار گرفته است. به تازگی، در کتاب "*سیاستهای پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین سیاست انتشار خرید و فروش اوراق قرضه باتوجه به موازین اسلامی*" (۱۳۷۳) برای رفع مشکل مزبور پیشنهاد گردیده که اوراق مشارکت سرمایه گذاری دولتی جایگزین اوراق قرضهٔ دولتی شده، و بانک مرکزی در اجرای عملیات بازار باز با خرید و فروش اوراق مشارکت مزبور در بازار سهام، انگیزه‌های سرمایه گذاری را در این بازار تحت نظم درآورد. این پیشنهاد مستلزم آن است که بانک مرکزی با هدف تأمین مالی پروژه‌های دولتی به عملیاتی از نوع غیرپولی پرداخته، ضمن آنکه در جریان انتشار خرید و فروش این اوراق نیز بانک مرکزی تنها بخش محدودی از حجم پول در بخش خصوصی را که در بازار سهام در گردش می‌باشد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. بدین ترتیب، جریان پول در سایر بازارهای مالی ، از جمله بازار سپرده‌ها و بازار ارز خارجی، و قابلیت نقدینگی ذخایر درجه دوم بانکها بی‌تأثیر از سیاستهای پولی باقی خواهند ماند. معامله گران در سایر بازارهای مالی با پذیرش درجاتی از احتمال زیان، متفاوت از زیان احتمالی در بازار سهام، حجم پول مورد نیاز خود را متناسب با قابلیت نقدینگی داراییهایی از قبیل سپرده‌ها و ارز خارجی تعیین می‌نمایند. ذخایر درجهٔ دوم بانکها نیز براساس قابلیت نقدینگی آن در بازار آزاد، به صورت داراییهایی نگهداری خواهد شد که در مقایسه با اوراق قرضهٔ دولتی، که قابلیت نقدینگی آن برای بانکها با هزینه بسیار نازلی از سوی بانک مرکزی تضمین شده است، از هزینهٔ بسیار بالاتری در جریان تبدیل برخوردار خواهد بود. افزایش هزینه نگهداری ذخایر درجه دوم بانکها، به افزایش نرخ بهرهٔ اعتبارات می‌انجامد.

۵. بهره در بازارهای مالی می‌تواند با مفاهیمی متفاوت از ربا مورد تحلیل قرار گیرد. اساساً ربا دربرگیرندهٔ مفهومی است که برپایه آن مازادی به صورت از پیش تعیین شده برای وام‌دهنده به ازای پرداخت وام در مصارفی که فاقد سودآوری هستند، یا در صورت سودآوری متضمن یکی از دوحالت سود یا زیان می‌باشد، حاصل می‌گردد. در بازارهای مالی هرگونه اعتباری صرفاً به منظور سرمایه گذاری روی داراییها یا پروژه‌های سودآور مبادله می‌گردد. این مفهوم از بازار اعتبارات با مضامین منظور در عقود اسلامی، از قبیل مضاربه، مشارکت و مانند اینها، مطابقت می‌نماید. عقود اسلامی به هرحال مشارکت وام‌دهنده و وام‌گیرنده را در حاصل پروژه‌ای که می‌تواند یکی از دو

حالت سوددهی و زیاندهی را شامل گردد، ضروری می‌سازد.

نکته حایز اهمیت در نقش نظام بانکی در بازارهای مالی این است که بانکها با به کارگیری سپرده‌های بخش خصوصی در مبادلهٔ اعتبارات، کارگزارانی به شمار می‌آیند که از یک سو ملزم به حفظ ارزش اسمی سپرده‌ها بوده، و از سوی دیگر، تسهیلات اعتباری مورد نیاز سرمایه گذاران را فراهم می‌نمایند. در اعطای تسهیلات اعتباری، بانکها هزینه‌ای را بابت پرداخت بهرهٔ سپرده‌ها، و هزینه‌ای را بابت مدیریت بانکی و بابت زیان انتظاری در نتیجهٔ عدم بازپرداخت بموقع وام از سوی وام‌گیرندگان (The Expected Cost of Borrowers´ Default) منظور می‌دارند. هزینه زیان انتظاری اعتبارات برای هرپروژه براساس اطلاعات بانک از عملکرد مجموعه‌ای از پروژه‌های مشابه در اقتصاد محاسبه می‌گردد. چنانچه اعطای اعتبارات با نرخی بالاتر از مجموعه هزینه‌های فوق مقدور نباشد، بانک از اعطای اعتبار به هر صورتی خودداری خواهد نمود. بنابراین، از نظر بانک پرداخت اعتبارات براساس نرخی که متضمن حداقل هزینه باشد، زیانده نبوده، و مهمتر اینکه به ازای نرخ مزبور مجموع پروژه‌هایی که قادر به تحصیل اعتبارات می‌باشند، در کل سودآور خواهند بود. به بیان دیگر، براساس شیوه‌ای که برای محاسبهٔ هزینه اعتبارات مورد نظر بانک می‌باشد، احتمال زیان برای مجموع پروژه‌های مشمول دریافت اعتبار وجود نخواهد داشت.

بدین‌ترتیب، اگر مجموع صاحبان سپرده‌ها را در مقابل مجموع سرمایه گذاران قرار دهیم، و بانک (یا نظام بانکی) را کارگزار در به کارگیری سپرده‌ها در جریان اعطای اعتبارات بنامیم، مجموع سپرده گذاران و سرمایه گذاران در فعالیت صنعت بانکداری به دور از زیان عملکرد خواهند ماند. این شرایط که در آن تشخیص به کارگیری هرواحد سپرده در یک پروژهٔ سرمایه گذاری خاص مقدور نیست، متفاوت از شرایطی است که در عقود اسلامی در تعیین رابطهٔ بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده، و مشارکت این دو در نتیجهٔ پروژه‌ای که دربرگیرندهٔ یکی از دو حالت سود یا زیان می‌باشد، مورد توجه قرار گرفته است.

همچنین در شرایطی که احتمال زیان در صنعت بانکداری منتفی به نظر می‌رسد، سپرده گذاران با فرض به کارگیری سپرده‌هایشان در فعالیتهای سودآور، می‌توانند از پیش سهمی را برای سود سپرده‌های خود انتظار داشته باشند. این سود قطعاً کمتر از نرخ بازدهی مجموع سرمایه گذاریهایی است که از طریق نظام بانکی تأمین اعتبار می‌گردد. زیرا شرط لازم برای اعطای

اعتبارات به سرمایه‌گذاریها، بازدهی آنها به میزانی بیش از هزینهٔ اعتبارات می‌باشد. هزینه اعتبارات نیز به شرحی که پیش از این توضیح داده شد، شامل هزینه‌ها بابت سود پرداختی به سپرده‌ها، هزینه مدیریت بانک، و زیان انتظاری برای عدم بازپرداخت بموقع وام از سوی وام‌گیرندگان می‌باشد. هزینه پرداخت سود به سپرده‌ها نیز در بازار سپرده‌ها و مانند نرخ سود در سایر بازارهای مالی، از جمله بازار سهام، تعیین می‌گردد.

بدین ترتیب، عدم توجه به سازوکار تعیین هزینهٔ اعتبارات بانکی براساس اجزای آن، نقش کارگزاری نظام بانکی در به کارگیری سپرده‌ها و تفاوت مشخصه‌های عملیات بانکی با عقود اسلامی، از ابهامات موجود در قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب شهریور ۱۳۶۲، می‌باشد.

برای مطالعهٔ سازوکار اعطای اعتبارات در رفتار بهینهٔ بانک، منابع زیر پیشنهاد می‌گردد:

Bernanke and Blinder (1988).

Blinder (1987).

Blinder and Stiglitz (1983). Money, Credit Constraints, and Economic Activity, *The American Economic Review.*73, May, 297-302.

Friedman B.J. (1983), The Role of Money and Credit in Macroeconomic Analysis, in *Macroeconomics, Prices and Quantities: Essays in Memory of Arthur M. Okun,* edited by J. Tobin, Washington D.C., Brooking Institution.

Jaffee D. and Stiglitz J.E. (1990), Credit Rationing, *in Handbook of Monetary Economics,* Vol. 2, Edited by B.E. Friedman and F.H. Hahn, Elsevier Science Publisher, North Holland.

منابع

Bernanke, B.S.; and Blinder, A.S. (1988). Credit, Money and Aggregate Demand. *American Economic Association Papers and Proceddings.* 78, May 345-44.

Blinder A.S. (1987). Credit Rationing and Effective Supply Failures. *Economic Journal.* 97, June, 327-52.

Fair, R.C.; and Jaffee, D.M.(1972). Methods of Estimation for Markets in Disequilibrium. *Econometrica.* 40, 497-514.

Stiglitz, J. (1988). Money, Credit and Business Fluctuations. *Economic Record.* 64, December, 307-22.

Stiglitz, J.; and Wiess, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The Amercian Economic Review.* 71, June, 393-410.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking.* 1, February, 15-29.

Tobin, J. (1982). Money and Finance in the Macroeconomic Process. *Journal of Money, Credit and Banking.* 14, May. 171-204.