به نام آنکه جان را فکرت آموخت

بسم‌الله الرحمن الرحیم

جایگاه بازار سرمایه و نقش آن در تقابل با بازار پول در جمهوری اسلامی ایران

حسین عبده تبریزی
میثم رادپور

بیست و سومین همایش بانکداری اسلامی/ ارتباط متقابل تحولات اقتصاد ملی و نظام بانکداری اسلامی

۱۹شهریورماه ۱۳۹۱– تهران – مؤسسهٔ عالی آموزش بانکداری ایران

نظام مالی

بازار پول

بازار سرمایه

دسته‌بندی سنتی بازارهای مالی

بازار پول

- بازار ابزار مالی کوتاه‌مدت‌تر

بازار سرمایه

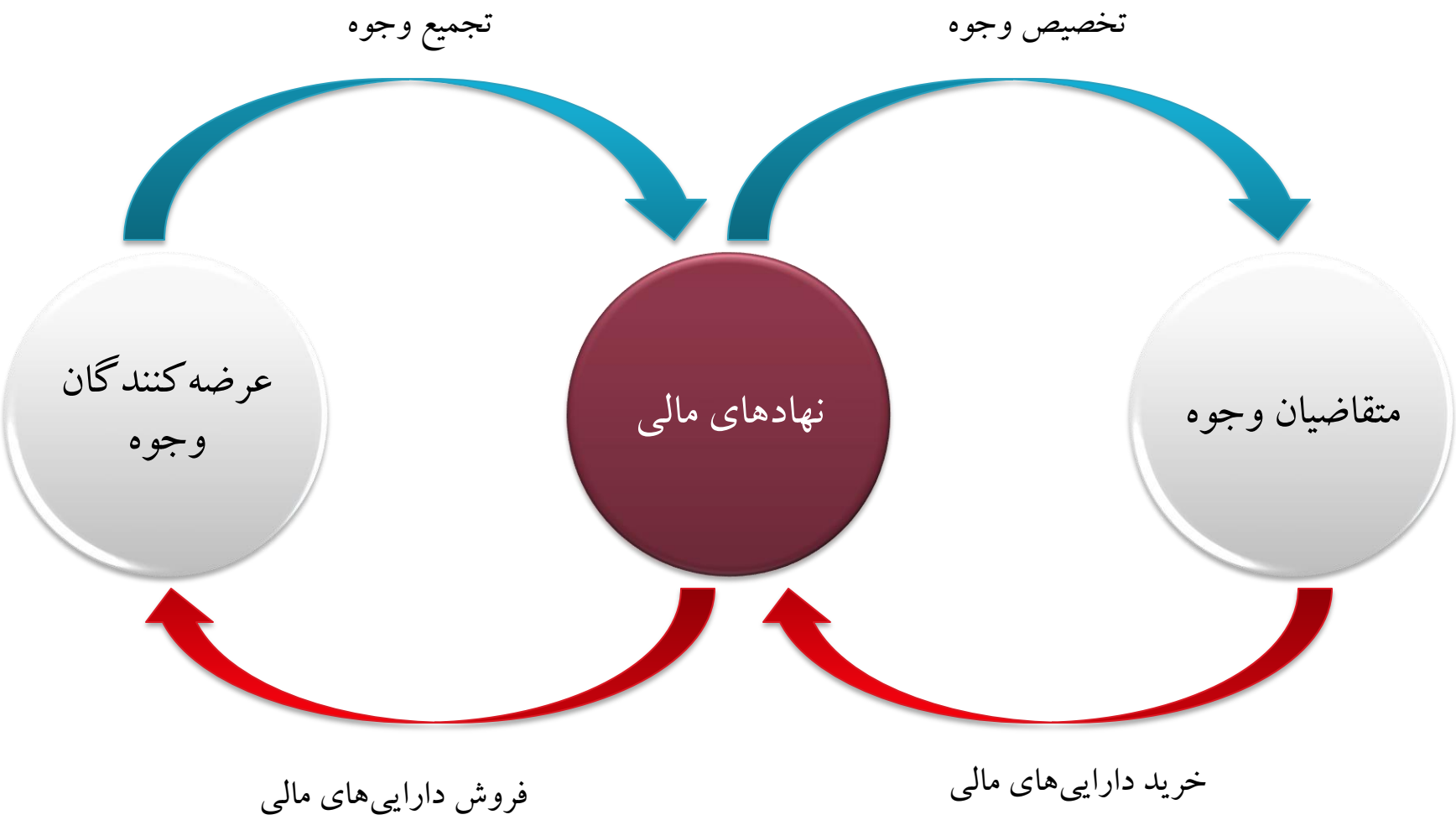
- بازار ابزار مالی بلندمدت‌تر

مرز مشترک بازار پول و سرمایه

تقسیم‌بندی بازارهای مالی اعتباری است:

- بانک‌ها وام‌های رهنی ۳۰ ساله می‌فروشند.
- بورس‌ها اوراق قرضهٔ کوتاه مدت (کمتر از یک سال) می‌فروشند.
- شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدت به بانک‌ها مراجعه می‌کنند.
- شرکت‌ها برای تأمین سرمایه در گردش به بورس مراجعه می‌کنند.

بازیگران بازارهای مالی از منظر نهادهای مالی

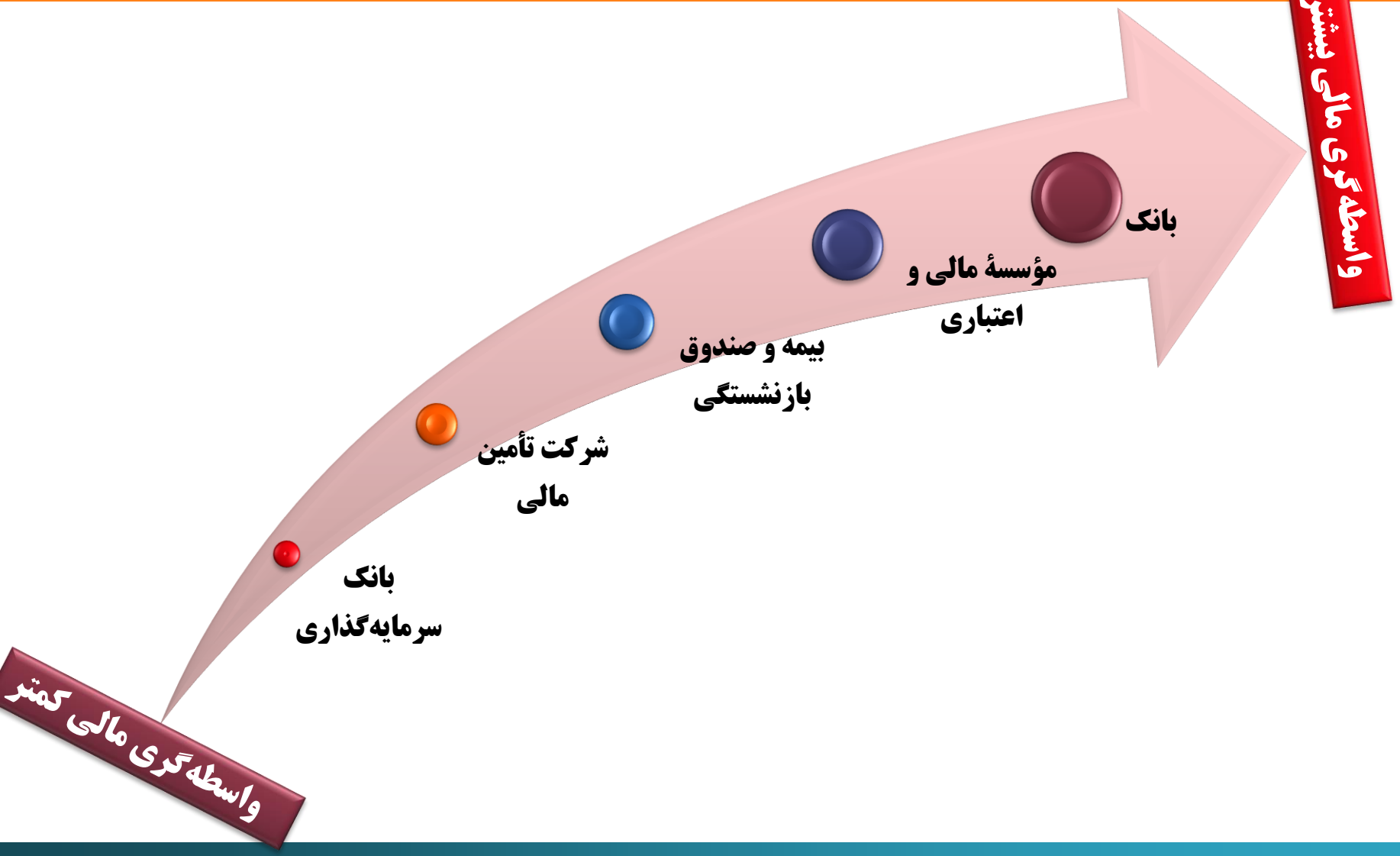


نقش واسطه‌گری نهادهای مالی

اغلب نهادهای مالی واسطه‌های مالی‌اند:

- واسطه‌های مالی بین عرضه کنندگان و متقاضیان وجوه قرار می گیرند و واسطهٔ خرید و فروش دارایی‌های مالی و پرداخت و دریافت وجوه حاصل از خرید و فروش اند.

طیف واسطه‌گری نهادهای مالی



دو نوع عمدهٔ واسطه‌گری مالی

واسطه‌گری بانک یا غیرمستقیم

- واسطهٔ مالی به طور دائم در مقابل وام‌گیرنده و وام‌دهندهٔ نهایی موقعیت اتخاذ می‌کند. واسطهٔ مالی تعهدات وام گیرنده را می‌خرد و در همان زمان تعهدات خود را به وام‌دهنده می‌فروشد.

واسطه‌گری بازار یا مستقیم

- واسطهٔ مالی یا هیچ موقعیتی را در مقابل وام‌گیرنده و وام‌دهنده اتخاذ نمی‌کند و یا تنها برای دوره‌ای کوتاه موقعیت اخذ می‌کند. تعهداتی که از جانب عرضه‌کنندگان وجوه صادر می‌شود توسط متقاضیان وجوه خریداری می‌شود.

حرکت از بازار پول به بازار سرمایه

واسطه‌زدایی

از بین‌بردن واسطه‌های مالی (مانند بانک‌ها) بین عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه را واسطه زدایی گویند. به‌عنوان مثال اگر سپرده‌گذاری سپردهٔ خود را از بانک خارج سازد و در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کند، واسطه‌زدایی کرده است.

نظریهٔ معماری نظام مالی

بانک‌پایگی

بازار پایگی

رشد اقتصادی

معماری نظام مالی

تعیین رابطهٔ نسبی بانک‌ها
و بازارهای سرمایه

گرایش به بازار پول یا سرمایه

بانک‌پایه

- گرایش به بازار پول غالب است.

بازارپایه

- گرایش به بازار سرمایه غالب است.

تفاوت‌های سیستم‌های مالی بازارپایه و بانک‌پایه

در سیستم‌های مالی بازارپایه نسبت به بانک‌پایه:

- تأمین مالی از طریق حق مالی نسبت به بدهی اهمیت دارد.
- شرکت‌ها به‌طرز مشخص‌تری بر اساس رأی اکثریت سهامداران کنترل می‌شوند تا بر اساس نفوذ اقلیت مدیران
- بازاهای مالی توسعه یافته‌ترند و رقابت شدیدتری در صنعت مالی به چشم می‌خورد.
- سرمایه‌گذاران نهادی بخش مهم‌تری از نظام مالی را تشکیل می‌دهند.
- قوانین و مقررات مالی آزادی عمل بیشتری به بازیگران بازارهای مالی می‌دهد.
- روابط بازیگران بازار تا حد بیشتری بر پایهٔ اعتماد متقابل است.

جریان غالب

کشورهای در حال توسعه

- واسطه گرایی
- بانک پایگی

کشورهای توسعه یافته

- واسطه‌زدایی
- بازار پایگی

طرح موضوع

در معماری نظام مالی:

آیا بانک‌پایگی بهتر است یا بازار پایگی؟

آیا بانک‌ها و بازارهای سرمایه جایگزین یکدیگرند؟

آیا توسعهٔ نظام مالی بیشتر بر توسعهٔ بانک‌ها استوار است یا بازارهای سرمایه؟

تحقیقات راجع به نظریهٔ معماری نظام مالی

Thakor and Boot (1997)

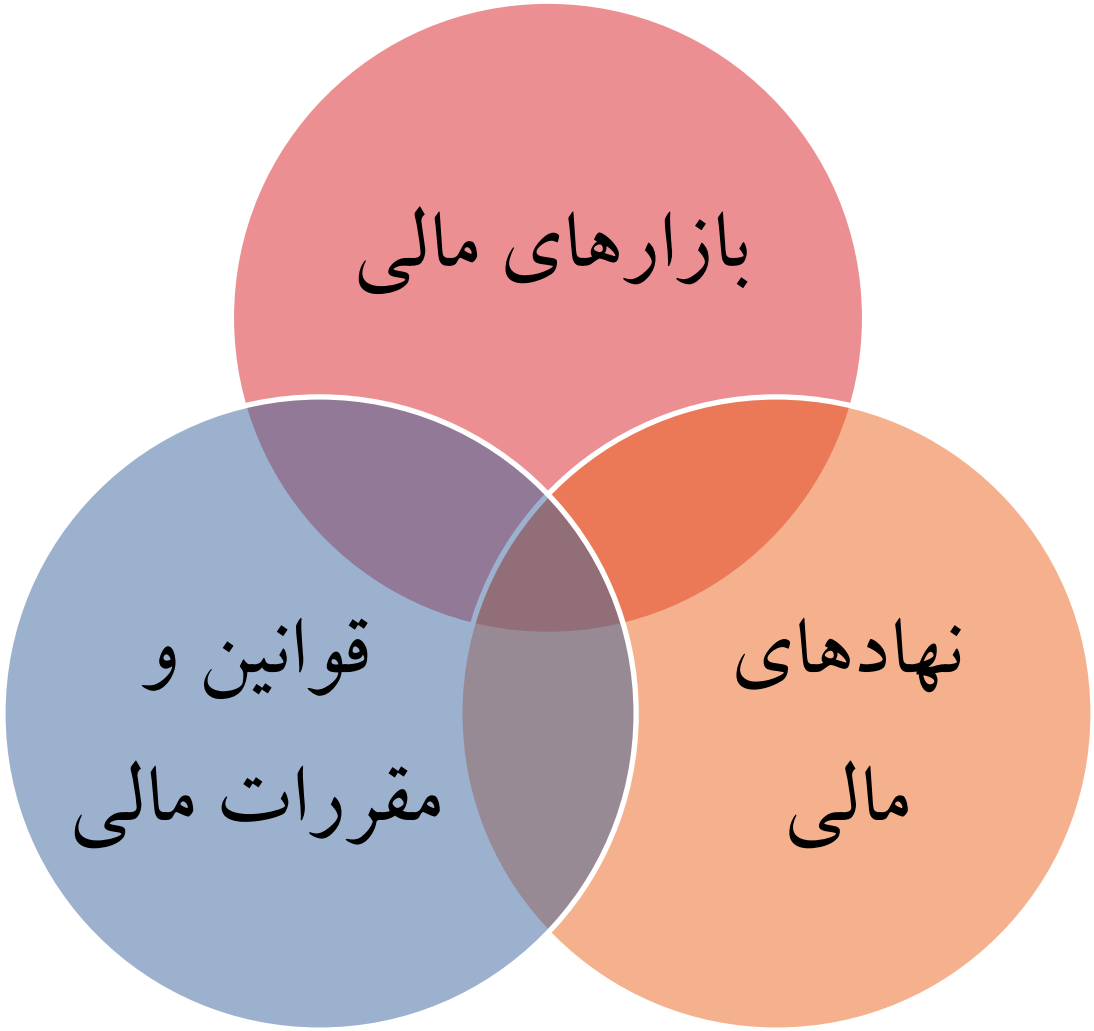
- آن‌ها در تحلیل‌های نظری خود راجع به معماری نظام مالی پیش‌بینی می‌کنند که نظام مالی بهینه بر اساس سابقهٔ اعتباری وام‌گیرندگان گرایش‌های متفاوتی نسبت به واسطه‌گری بانک یا بازار خواهد داشت: در صورتی که سابقهٔ اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً بد باشد، نظام مالی بهینه به واسطه‌گری بانک و در صورتی که سابقهٔ اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً خوب باشد به سمت واسطه‌گری بازار گرایش خواهد داشت. بنابراین، آن‌ها به‌طور ضمنی واسطه‌گری بازار را نسبت به واسطه‌گری بانک برتر می‌دانند چراکه عدم تقارن اطلاعاتی در دومی ضعیف‌تر از بازار است.

تحقیقات راجع به نظریهٔ معماری نظام مالی

Gerschenkron (1962)

- بر اساس شواهد تاریخی حاصل از بررسی بازارهای انگلستان، روسیه، آلمان و ایتالیا به این نتیجه می‌رسد که وقتی رشد اقتصادی شروع می‌شود، تأمین مالی مستقیم به‌تدریج جایگزین تأمین مالی غیرمستقیم می‌شود.

سه عامل اساسی در معماری نظام مالی



نقش محیط قانونی در توسعهٔ بازارهای مالی

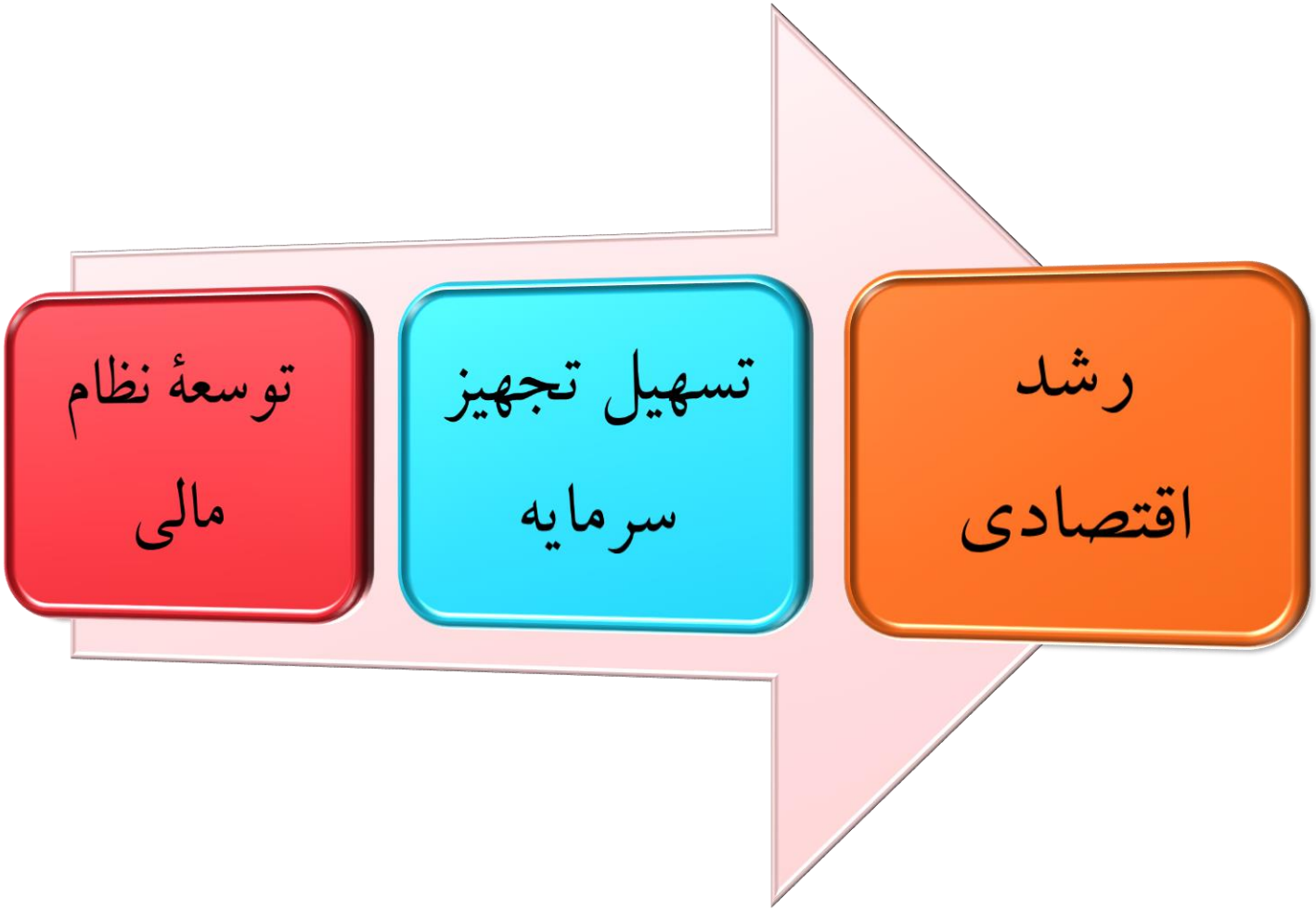
La Porta and Lopez-de-Silanes (1998)

- محیط قانونی سالم شرط لازم شکل‌گیری بازارهای سرمایهٔ بزرگ است. محیط قانونی ناسالم به افزایش تمرکز مالکیت، کاهش دسترسی به تأمین مالی از طریق حق مالی، کوچک‌ماندن بازار حق مالی و بدهی منجر می‌شود.

La Porta et al.(1997)

- در سیستم‌های قانونی‌ای که از اعتباردهندگان شدیداً حمایت می‌شود و محیط‌های قانونی‌ای که به‌طور جدی‌تری اجرایی‌شدن قراردادها را ضمانت می‌کنند، بازارهای بدهی و حق مالی عملکرد مؤثرتری دارند.

مسیر رشد



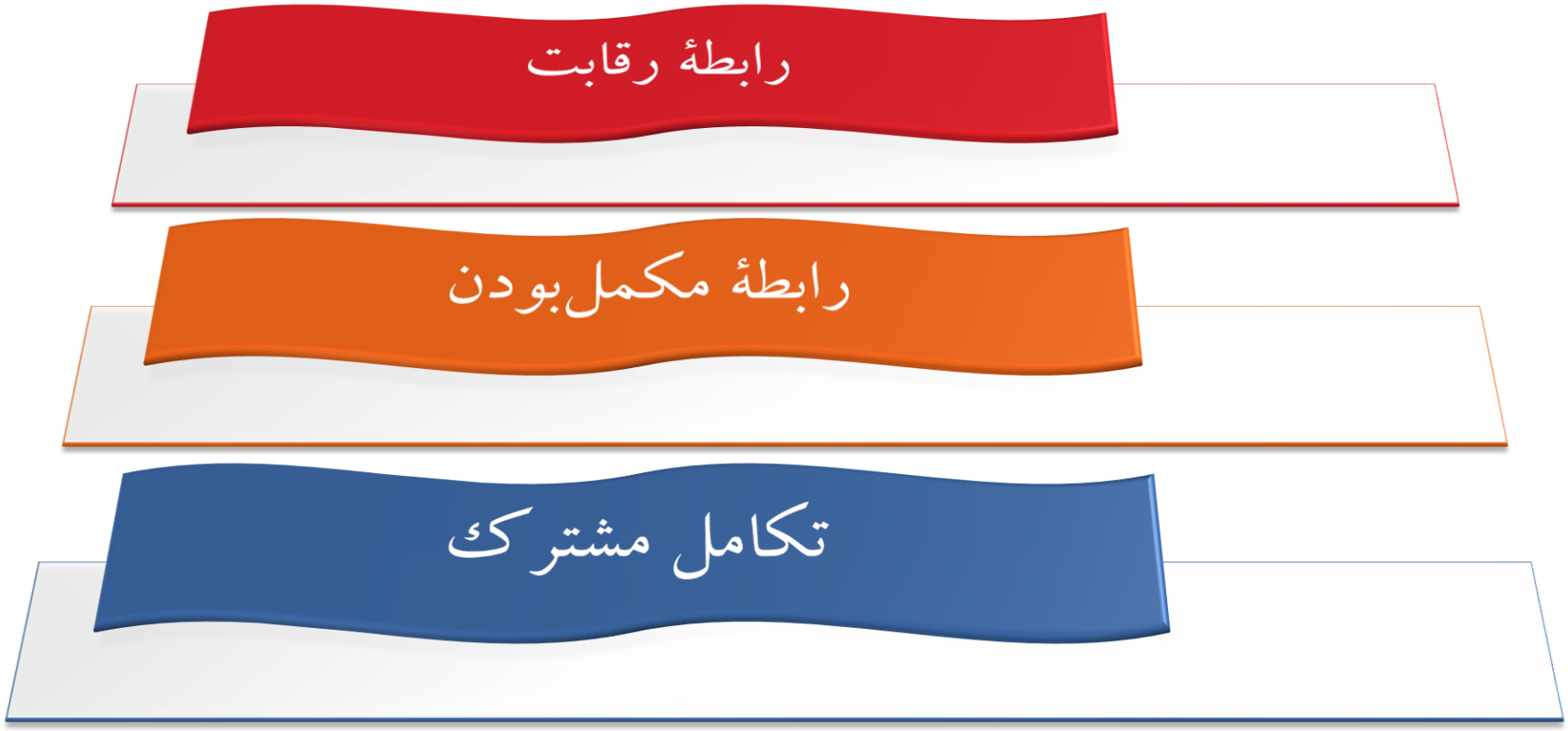
سیستم‌های مالی و رشد اقتصادی

- کشورهای پیشرفته سیستم‌های مالی پیچیده دارند.
- بازارهای مالی انباشت سرمایه و مدیریت ریسک را تسهیل می‌کنند.
- نظام مالی یکی از مهم‌ترین عوامل ساختاری مؤثر بر بهره‌وری است.

تأثیر نظام مالی بر رشد اقتصادی از طریق:

- تجهیز پس‌اندازها
- بسط نقدشوندگی
- تخصیص منابع
- مدیریت ریسک
- ارزیابی مؤثرتر عملکرد مدیران
- تسهیل تجارت

اشکال تأثیر متقابل بانک‌ها و بازارهای سرمایه



رابطهٔ رقابت

- بانک‌ها و بازار سرمایه در تأمین مالی رقیب یکدیگرند.
- هرکدام به هزینهٔ عدم‌توسعهٔ دیگری توسعه می‌یابند.
- با توجه به نقش هرکدام، قانون‌گذاران به‌دنبال ایجاد توازن در توسعهٔ هر دو اند.

رابطهٔ مکمل‌بودن

- بازار پول نیازهای متقاضیان وجوه کوتاه‌مدت را برآورده می‌کند و بازار سرمایه نیازهای متقاضیان وجوه بلندمدت را.
- این دو بازار جایگزین یکدیگر نیستند بلکه مکمل یکدیگرند و هرکدام به بخشی از متقاضیان و عرضه‌کنندگان وجوه خدمت‌رسانی می‌کنند

رابطهٔ تکامل مشترک

- بازار پول و سرمایه باعث تکامل یکدیگرند.
- توسعهٔ بازار پول به توسعهٔ بازار سرمایه منجر می‌شود و برعکس.

تکامل مشترک صادق است

الگوی واقعی توسعهٔ نظام مالی بر مبنای تقابل بانک‌ها و بازارها نیست:

- توسعهٔ بازارهای سرمایه به کاهش هزینهٔ سرمایهٔ بانک‌ها و در نتیجه توسعهٔ بانک‌ها می‌انجامد؛ بانک‌ها با هزینه‌های کمتری از طریق بازار سرمایه تأمین مالی می‌کنند و وام‌های بیشتری اعطا می‌کنند.
- از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن، بانک‌ها کیفیت اعتباری وام‌گیرندگان را تأیید می‌کنند و بازار سرمایه وام‌گیرندگان را تأمین مالی می‌کند.

کمک بانک‌ها به بازار سرمایه

وامدهی بانک‌ها به شرکت‌ها:

- پیام مثبت به سهامداران شرکت وام‌گیرنده مخابره می‌کند و موجب افزایش قیمت سهام شرکت می‌شود.
- هزینه‌های جستجوی اطلاعات را برای ارزیابی تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران اوراق بهادار کاهش می‌دهد.

شرکت‌هایی که رابطهٔ مالی تعریف‌شده‌ای با بانک‌ها دارند:

- وقتی سهامشان عرضهٔ عمومی می‌شود، کمتر وضعیت زیرقیمت را تجربه می‌کنند.
- هزینه‌های تأمین مالیشان از مجرای بازار سرمایه به واسطهٔ کاهش دامنک اوراق بدهی شرکت و کاهش هزینه‌های پذیره‌نویسی پایین می‌آید.

کمک بازار سرمایه به بانک‌ها

بازارهای سرمایهٔ بزرگ‌تر:

- به بانک‌ها در جهت بهبود غربال وام‌گیرنده‌ها، نظارت کارامدتر بر سرمایه‌گذاری‌ها، و پیام‌دهی وضعیت ریسک آن‌ها به روش‌هایی غیر از نسبت سرمایه به دارایی کمک می‌کند.
- به پیام‌دهی ناشی ازعملکرد بانک‌ها، کمک شایانی می‌کند که نتیجهٔ آن تأمین مالی با قیمت‌هایی متناسب با سطح ریسک و شهرت بانک است.

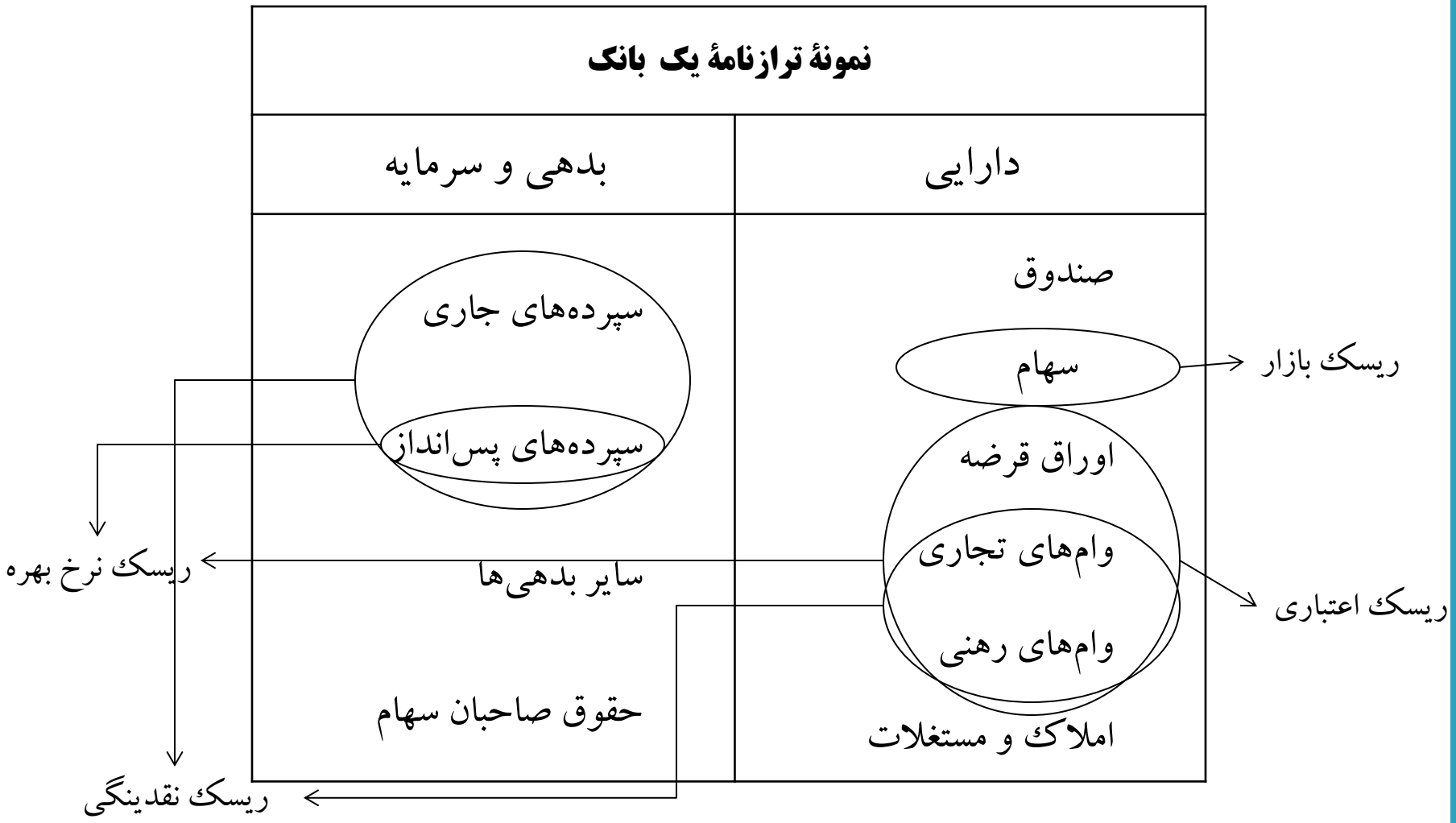
کمک بازار سرمایه به بانک‌ها

بانک‌ها خدمت تبدیل کیفی دارایی‌ها (QAT) را ارائه می کنند.

در مسیر ارائهٔ این خدمت با ریسک‌های مالی مواجه می‌شوند.

بازار سرمایه ابزار کافی جهت مدیریت ریسک‌های بانک‌ها فراهم می‌آورد.

ترازنامهٔ بنگاه مالی



نظام مالی ایران

طراحی نظام مالی

نظام بانکی ایران

به نظر می‌رسد نظام مالی ایران بانک‌پایه است یعنی در ایران بانک‌ها بخش عمدهٔ نظام مالی را تشکیل می‌دهند.

نکات قابل‌توجه در طراحی نظام مالی

نمی‌توان تسلط بازار پول یا سرمایه را عامل موفقیت نظام مالی قلمداد کرد.	در کشورهای توسعه‌یافته هر دو مدل مشاهده شده است.	نظام مالی بهینه مدل شناخته‌شده‌ای ندارد.

توصیه‌هایی برای طراحی نظام مالی

- توصیه می‌شود رابطهٔ تکامل مشترک مبنای معماری نظام مالی قرار گیرد.
- توصیه می‌شود وضع قوانین و مقررات به منزلهٔ پایهٔ اساسی توسعهٔ نظام مالی لحاظ گردد.
- همکاری مقام ناظر بازار پول و سرمایه برای وضع قوانین و مقررات مالی در دستور کار قرار گیرد.
- ...

با تشکر