

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی ارتباط ساختار مالی به معنای درجه اتکا یک سیستم مالی به ساز و کار مبتنی بر بازار مالی یا مبتنی بر بانک، و اثر آن بر رشد اقتصادی بلندمدت است. این پرسش از آنجا حائز اهمیت است که کشور در مقطع فعلی با نیاز به تحول در نظام بانکداری روبه‌رو بوده و از طرف دیگر توسعه بازارهای مالی نیز از اهمیت خاص برخوردار شده است. نتایج بررسی‌ها و تحقیقات نشان می‌دهد که تفاوت در ساختار مالی کشورها بیانگر تفاوت در رشد اقتصادی آنها نیست، بلکه موضوعی که قابل اهمیت است کیفیت ارائه خدمات مالی و سطح فعالیت واسطه‌گری‌های مالی در اقتصاد است. بنابراین مناسب‌ترین روش بررسی ارتباط ساختار مالی و رشد اقتصادی، مطالعه چگونگی جانشینی بازار مالی و بانک نیست، بلکه مطالعه نقش مکمل بازار مالی و بانک در رشد و توسعه اقتصادی است. کلمات کلیدی: ساختار مالی، رشد اقتصادی، بانک، بازار مالی.

مقدمه

مطالعات بسیاری درباره ارتباط بین توسعه مالی و رشد اقتصادی انجام گرفته است و نتایج نشان می‌دهد که توسعه مالی نقش بسزایی در رشد و توسعه اقتصادی دارد. این ارتباط پرسش بسیار مهمی را در ذهن مطرح می‌سازد که آیا بررسی نقش ساختار مالی، به معنای درجه اتکاء یک سیستم مالی به ساختاری مبتنی بر بازار مالی یا مبتنی بر بانک، در رشد بلندمدت اقتصادی حائز اهمیت است؟ در پاسخ به این پرسش اقتصاددانان و سیاست‌گزاران توجه بسیاری بر عملکرد نسبی سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک کرده‌اند. به‌رغم تحولات اخیر اقتصادی در دنیا، هنوز اقتصاددانان و سیاست‌گزاران مزایای نسبی ساختارهای مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک را در کشورهای مختلف ارزیابی و مقایسه می‌کنند.¹

در این مقاله موضوع ساختار مالی و رشد اقتصادی از چهار منظر بررسی می‌شود؛ نظریه مبتنی بر بانک، نظریه مبتنی بر بازار مالی، نظریه ارائه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی. نظریات یک و دو مبین این نکته هستند که بانک‌ها و بازارهای مالی جایگزین هم در ارائه خدمات مالی هستند ولی نظریات سه و چهار مبین این نکته هستند که بانک‌ها و بازارهای مالی مکمل هم در ارائه خدمات مالی هستند. سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک‌ها بر اهمیت بانک‌ها در ارزیابی پروژه‌های سودآور اقتصادی، انتقال منابع، نظارت بر کارکرد مدیریت و مدیریت ریسک تأکید می‌کنند. برای مثال، عملکرد بانک‌ها به‌خاطر بهره‌مند بودن از نیروهای متخصص در تأمین مالی پروژه‌هایی که اطلاعات بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده نامتقارن² است، بسیار حائز اهمیت است. با توجه به مطالعات انجام شده عملکرد بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه به‌خاطر وجود کژگزینی³ و کژمنشی⁴ بسیار بهتر از بازار مالی ارزیابی شده است، از طرف دیگر سیستم‌های مالی مبتنی بر عملکرد بازار مالی نقش بسزایی در تنوع‌سازی و مدیریت ریسک و انتشار اطلاعات دارند. برای مثال، بعضی شرکت‌ها در دوران متفاوت فعالیت‌های خود از روش‌های مختلف تأمین مالی استفاده می‌کنند.

¹ Allen and Gale (2000), Levine (2000)(1997), Demircag – Kunt and Levine (2001).

² asymmetric information

³ adverse selection

⁴ moral hazard

انتشار اوراق قرضه شرکتی روش نسبتاً مطمئن و سنجیده برای تأمین مالی شرکت‌ها است. تأمین مالی مبتنی بر بازار از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه به‌ویژه برای صنایعی که به‌طور دائم با پیشرفت‌های فناوری روبه‌رو هستند، بسیار راه حل مطمئن و کارآمدی است.^۱ از دیدگاه طرفداران بازار اوراق مالی، سیستم‌های مبتنی بر بازار در تداوم رشد اقتصادی در بلندمدت به سیستم‌های مبتنی بر بانک رجحان دارند.

برخلاف نظریات طرفداران بازار مالی و بانک، نظریه ارائه خدمات مالی بیان می‌دارد که عملکرد کلیه واسطه‌گری‌های مالی مکمل هم، در ارائه خدمات مالی هستند. تأکید اصلی این نظریه بر اهمیت سطح ارائه خدمات و کیفیت آن استوار است و نوع واسطه‌گری‌های مالی که خدمات را ارائه می‌دهند مورد نظر نیست. به‌عبارت دیگر، موضوع ارزیابی بانک در مقابل بازار مالی مطرح نیست، بلکه نکته مهم ایجاد فضایی است که عملکرد بانک‌ها و بازار مالی را بهبود بخشد بنابراین، تفکیک بازار مالی و بانک در ارائه خدمات از درجه دوم اهمیت برخوردار است.^۲ نظریه مالی و حقوقی، شاخه‌ای از نظریه ارائه خدمات مالی است که توسط لاپورتا و همکارانش^۳ بسط و توسعه داده شده است. این نظریه بیان می‌دارد که موضوع اصلی، بحث بین سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک نیست، بلکه بحث واقعی پیرامون محیط قانونی و ضمانت اجرایی قراردادها است. لاپورتا^۴ به‌طور اساسی تفکیک و اعمال تمایز بین بانک و بازار مالی را رد می‌کند و به‌جای آن بیان می‌دارد که سیستم‌های حقوقی و قانونی نقش کلیدی در نحوه ارائه خدمات مالی و نرخ رشد اقتصادی را دارند.

ارتباط بین ساختار مالی و رشد اقتصادی موضوع تحقیق بسیاری از صاحب نظران اقتصادی بوده است. گلد اسمیت (1969)^۵ از پیشگامان این تحقیق از همین موضوع دفاع می‌کند. وی به‌صورت بسیار دقیقی به مقایسه ساختار مالی و رشد اقتصادی دو کشور آلمان و انگلستان پرداخته است.

^۱ Peterson & Rajan (1994), Bolton & Freixas (2000), Allen and Gale (1999)(2000).

^۲ Levine (1997) (2000)

^۳ La porta et al (1997,1998,1999,2000).

^۴ La porta

^۵ Goldsmith (1969).

در سال‌های اخیر دمیرگوک کنت و لوین (2001)¹ به بررسی این موضوع در بین 48 کشور از سال 1980 تا 1993 پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که تمایز در ساختار مالی کشورها توضیح‌دهنده اختلاف نرخ رشد کشورها نیست. بلکه، نوع سیستم حقوقی و کیفیت ارائه خدمات مالی بیانگر واقعیت‌های مرتبط با اختلاف نرخ رشد کشورها است. به عبارت دیگر، آن‌ها شواهد بسیار محکمی در تأیید نظریه ارائه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی پیدا کردند و نظریات مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک را به صورت قوی رد کردند. در مقابل تادسه (2001)² تفاوت بین سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک را عامل اصلی تفاوت در نرخ رشد اقتصادی مطرح می‌کند. نتایج مطالعات او نشان می‌دهد، برای کشورهایی که بخش مالی توسعه نیافته‌ای دارند، سیستم‌های مبتنی بر بانک عملکرد کارآمدتری نسبت به سیستم‌های مبتنی بر بازار دارند، لیکن برای کشورهایی که بخش مالی توسعه یافته‌ای دارند، سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی، عملکرد کارآمدتری نسبت به سیستم‌های مبتنی بر بانک دارند.

گرچه باید به نتایج تحقیقات به عمل آمده با احتیاط بیشتری نگاه کرد، اما هدف از این مقاله تأیید شواهد به دست آمده و اهمیت نداشتن ساختار مالی به عنوان، ترکیبی از بازار مالی و بانک، در توضیح تفاوت نرخ رشد اقتصادی بین کشورها است. برای مثال، آلمان و ژاپن به عنوان دو نمونه برجسته ساختار مالی مبتنی بر بانک و آمریکا و انگلستان به عنوان دو نمونه برجسته ساختار مالی مبتنی بر بازار مالی دارند لکن در بلندمدت، نرخ رشد مشابهی داشته‌اند. این موضوع خود می‌تواند بیانگر اهمیت سیستم‌های حقوقی در این کشورها باشد که به صورت کارآمدی از حقوق سرمایه‌گذاران و اجرای قراردادهای و تعهدات مالی اشخاص حقیقی و حقوقی حمایت و حفاظت می‌کند. این سیستم حقوقی همچنین عملکرد سیستم‌های مالی را بهبود می‌بخشد، به نحوی که اثر مثبتی بر رشد بلندمدت اقتصادی این کشورها دارد. این نتیجه‌گیری با نتایج طیف وسیعی از مطالعات انجام شده سازگار است. از نظر سیاست‌گذاری این نتیجه حاصل شده که سیاست‌گذاران می‌بایست بر قوانین و مقررات و تغییر سیاست‌هایی تمرکز کنند که عملکرد مناسب و بهینه بانک‌ها و بازار مالی را

¹ Demirguc – Kunt & Levine (2001), Levine (2000)

² Tadesse (2001)

تقویت نمایند و به سهم بانک‌ها و بازار مالی در کل سیستم مالی خود توجه نداشته باشند.

در بخش اول این مقاله به‌طور خلاصه چگونگی تأثیر سیستم مالی در رشد اقتصادی و در بخش دوم ارتباط بین ساختار مالی و رشد اقتصادی بررسی شده است.

1-5- سیستم مالی و رشد اقتصادی

پیش از آنکه به مطالعه ارتباط بین ساختار مالی و رشد اقتصادی بپردازیم، بررسی اجمالی تأثیر سیستم‌های مالی در رشد اقتصادی حائز اهمیت است. جامع‌ترین مطالعه در تأثیر توسعه سیستم‌های مالی بر رشد اقتصادی توسط لوین (1997)¹ انجام شده است، در این مطالعه عملکرد اولیه سیستم‌های مالی به معنی انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان به وام‌گیرندگان برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های مناسب اقتصادی بررسی شده است. این عملکرد اصلی به سه فراگرد² اساسی قابل تقسیم است.

با اجرای صحیح سه فراگرد تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آنها،³ دستیابی به اطلاعات⁴ و مدیریت ریسک،⁵ سیستم‌های مالی باعث ارتقاء سطح کمی و کیفی سرمایه‌گذاری در اقتصاد و در نتیجه افزایش سرمایه سرانه در اقتصاد و سرانجام بهبود سطح رفاه در جامعه می‌گردند. لوین (1997)⁶ در یک مطالعه جامع به این نتیجه رسیده که توسعه مالی نقش مثبت و بسزایی در رشد اقتصادی دارد.

سیستم‌های مالی به سه روش عمده در رشد اقتصادی تأثیرگذارند.⁷ اول، سیستم‌های مالی مناسب می‌تواند باعث تجمیع سپرده‌های کوچک و تسریع حرکت این وجوه به سمت وام‌گیرندگان شود. تخصیص بهینه پس‌اندازها از طریق یک سیستم مالی کارآمد سبب افزایش بهره‌وری سرمایه و در نهایت رشد اقتصادی می‌شود. دوم سیستم‌های مالی کارآمد

¹ Levine (1997).

² process

³ mobilization of savings

⁴ acquisition of information

⁵ risk management

⁶ Levine (1997).

⁷ Pagano (1993), Levine (1997).

باعث تخصیص بهینه منابع از طریق افزایش نظارت و کنترل بر وام‌گیرندگان می‌شوند و سوم سیستم‌های مالی با بهبود بخشیدن به توزیع ریسک^۱ سبب افزایش نرخ پس‌انداز و در نتیجه استفاده منابع به‌دست آمده در پروژه‌های سودآور اقتصادی می‌شوند. پس به‌عنوان جمع‌بندی می‌توان گفت که توسعه مالی به معنای توسعه بازارها و واسطه‌گری‌های مالی و بهبود عملکرد این عوامل تأثیر مثبت و بسزایی در رشد اقتصادی کشورها در بلندمدت دارد. این نتیجه توسط مطالعات لوین (1997)^۲ در 43 کشور، در سطوح شرکت‌ها و صنایع گوناگون و با روش سری زمانی تأیید شده است.

2-5- ساختار مالی و رشد اقتصادی

در بخش قبلی سعی بر آن بود که ارتباط بین سیستم‌های مالی و رشد اقتصادی را توضیح دهیم، در این بخش می‌پردازیم به اینکه آیا ویژگی‌های عملکرد مؤسسات مالی در یک سیستم مالی به‌معنای نقش ساختار مالی، اهمیتی در رشد اقتصادی دارند؟ و همچنین به‌طور خاص به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که آیا یک سیستم مالی مبتنی بر بازار مالی به نسبت یک سیستم مالی مبتنی بر بانک تأثیر بیشتری بر رشد اقتصادی دارد؟ و یا اینکه ترکیب این دو سیستم تأثیر مثبت بیشتری بر رشد دارد؟

1-2-5- ارائه خدمات مالی توسط بانک‌ها

در این قسمت به تشریح چگونگی کارکرد بانک‌ها و نحوه ارائه خدمات آنها به شکلی که وضعیت شاخص‌های اقتصادی بهبود یابد می‌پردازیم. در بین کارکرد بانک‌ها در اقتصاد به سه وظیفه اساسی اشاره خواهیم کرد.

1-1-2-5- تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آنها

بانک‌ها عامل تجمیع پس‌اندازها و سرعت بخشیدن به استفاده بهینه از آنها به دو روش هستند. اول، سبب تجمیع پس‌اندازهای کوچک با حداقل هزینه‌های مبادلاتی در اقتصاد

¹ risk – sharing

² Levine (1997).

می شوند و دوم، باعث کاهش مشکل کژگزینی و کژمنشی در تخصیص پس اندازها می شوند. به این ترتیب، تمایل افراد به پس انداز کردن کاهش نمی یابد و با کاهش مخاطرات ناشی از اطلاعات نامتقارن و کاهش هزینه های مبادلاتی،¹ بانکها می توانند نه تنها از طریق افزایش نرخ پس انداز در جامعه، بلکه با استفاده از مقیاس اقتصادی² فعالیت های خود، سبب کاهش هزینه های مبادلاتی شوند و در نتیجه کارکرد بانکها سبب افزایش کارایی تخصیص بهینه منابع در اقتصاد می شود. به این ترتیب، در بلندمدت زمینه ساز رشد اقتصادی خواهند شد.

2-1-2-5- دستیابی به اطلاعات

هنگامی که وام گیرندگان دسترسی به اطلاعات محرمانه و شخصی درباره پروژه های خود دارند سرند کردن³ وام گیرندگان توسط بانکها ضرورت می یابد. این امر باعث می شود تا وام گیرندگان انگیزه کافی برای ارائه درست اطلاعات به بانکها را داشته باشند. به عبارت دیگر، سرند کردن متقاضیان نقش بسیار تعیین کننده ای در نظریه های تخصیص اعتبارات دارد.⁴ از آنجا که سرند کردن پروژه ها هزینه هایی را در بر دارد، بهترین روش برای دستیابی به اطلاعات درست، واگذاری امر سرند کردن پروژه ها به بانکها جهت کاهش هزینه های مربوطه است.⁵

پس از تأمین مالی پروژه های اقتصادی، نظارت دقیق بر حسن انجام کار تا مرحله بهره برداری و حتی طی دوران بهره برداری، از دیگر وظایف بانکها است تا تضمینی بر استفاده درست از منابع مالی باشد. از آنجایی که عملیات نظارت هم هزینه هایی در بر دارد، مقیاس اقتصادی فعالیت های بانکها در مجموع سبب کاهش هزینه سرانه نظارت می شود.⁶ در ضمن نوع کارکرد بانکها باعث می شود که مسئله طفیلی⁷ در تولید اطلاعات تا حدودی حل گردد. پیامد مستقیم مسئله طفیلی این است که فعالان اقتصادی انگیزه خود را

¹ transaction costs

² economies of scale

³ screening

⁴ Stiglitz & Weiss (1981).

⁵ Boyd & Prescott (1986).

⁶ Townsend (1979), Bernanke & Gertler (1989), Williamson (1987), Diamond (1984),

Thadde (1995).

⁷ free – rider

در جهت تولید اطلاعات برای رفع نقیصه اطلاعات نامتقارن از دست می‌دهند که این خود منجر به وجود کژمنشی و کژگزینی می‌شود.¹ بنابراین، با در نظر گرفتن بازده به مقیاس اقتصادی، گردآوری، تولید و پردازش اطلاعات در بانک‌ها، انگیزه بیشتری برای به‌دست آوردن اطلاعات با ارزش در بانک‌ها وجود دارد.

به‌طور خلاصه، می‌توان اظهار داشت که سرندکردن پروژه‌ها، نظارت بر اجرای پروژه‌ها و تولید اطلاعات در مورد مشتریان توسط بانک‌ها تا اندازه‌ای به حل مسائل کژمنشی، کژگزینی و طفیلی کمک می‌کند. این امر خود در بلندمدت به تخصیص بهینه سرمایه و سرانجام به رشد اقتصادی منجر می‌شود.

3-1-2-5- مدیریت ریسک

بانک‌ها می‌توانند در تسهیل توزیع ریسک به‌وسیله کاهش هزینه‌های مبادلاتی نقش بسزایی داشته باشند. موضوع مدیریت ریسک از طریق تنوع‌سازی در قدم اول مبین آن است که توزیع ریسک بین بخش‌های مختلف اقتصادی در هر مقطعی از زمان برای سبب دارایی‌های هر فرد امری ضروری است. با فرض وجود هزینه‌های مبادلاتی برای اصلاح ساختار سبب دارایی‌ها، بانک‌ها از مقیاس اقتصادی عملکرد خود برای کاهش هزینه متنوع‌ساختن سبب دارایی‌های خود بهره می‌برند.

افزون بر این، بانک‌ها با تکیه بر سبب دارایی‌های متنوع خود، از امکانات مناسب برای توزیع ریسک بین دوره‌ای،² به‌ویژه در دوران‌های رشد و رکود و شوک‌های برونزای اقتصادی برخوردارند.³

بانک‌ها همچنین می‌توانند ریسک نقدشوندگی را کاهش دهند.⁴ خیلی از سرمایه‌گذاری‌های پر بازده نیازمند، تعهدات بلندمدت سرمایه هستند. به‌عبارت دیگر فقط در صورتی سودآور هستند که با افق بلندمدت در این نوع پروژه‌ها سرمایه‌گذاری شود. اما از سوی دیگر ریسک‌گریزی وام‌دهندگان باعث می‌شود که تمایل بیشتری به

¹ Mishkin (1995).

² intertemporal risk sharing

³ Allen & Gale (1997), Levine (2000).

⁴ Diamond & Dybrig (1983), Holmstrom & Tirole (1998), Bencivenga & Smith (1991).

اعطاء وام‌های کوتاه‌مدت داشته باشند که قابلیت نقدشوندگی بیشتری داشته باشند. بانک‌ها با تجمیع و یکپارچه کردن پس‌اندازها و افزایش درجه نقدشوندگی، اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت با سودآوری مناسب می‌کنند. به عبارت دیگر، بانک‌ها فقط به اندازه‌ای در دارایی‌های با سررسید کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند که نقدینگی لازم جهت برآوردن نیازهای کوتاه‌مدت خود را پاسخگو باشند. به این ترتیب، توانمندی جهت سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌تواند فضای مناسب جهت رشد اقتصادی را فراهم سازد. از سوی دیگر بانک‌ها با تأمین مالی پروژه‌های شرکت‌های تازه تأسیس با طرح‌های نو و مبتکرانه و همچنین تشویق شرکت‌ها به اجرای طرح‌های توسعه و حرکت به سوی فناوری‌های پیشرفته تولید می‌توانند نقش مثبتی در رشد بلندمدت اقتصادی داشته باشند.¹

2-2-5- ارائه خدمات مالی توسط بازارهای مالی

در کنار ادبیات موضوع بانک‌ها، مطالعات گسترده‌ای نیز در نحوه عملکرد بازارهای مالی در ارائه خدمات مالی و تأثیر آن‌ها بر تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آن‌ها، تولید اطلاعات، نظارت بر شرکت‌ها و مدیریت ریسک و تأثیر کلیه این عوامل بر رشد اقتصادی انجام گرفته است.

1-2-2-5- تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آنها

بازارهای مالی توسعه‌یافته می‌توانند نقش بسزایی در تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آن‌ها داشته باشند. همان‌طور که گفته شد، هزینه‌های مبادلاتی و اطلاعات نامتقارن باعث کاهش نرخ پس‌انداز می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز در شرایط وجود اطلاعات نامتقارن، احساس امنیت در انتقال پس‌اندازهای خود به وام‌گیرندگان نمی‌کنند. در حالی که کارکرد صحیح بازارها سبب کاهش اصطکاک جریان وجوه از وام‌دهندگان به وام‌گیرندگان می‌شود. به عبارت دیگر، عملکرد مناسب و درست بازارها، شرط لازم برای فراگرد کارآمد افشای اطلاعات²، سیستم‌های حقوقی حاکم بر قراردادهای استاندارد و حسابداری هستند.

¹ Lummer & Mc Connell (1989), Gilson & Kose & Lang (1990).

² information - disclosure

برای مثال، در کشوری مبتنی بر کارکرد بازار مالی مانند آمریکا شرکت‌هایی که سهام آنها در بازار بورس قابل معامله هستند، مجبور به اجرای دستورالعمل‌های خاص و ویژه‌ای برای افشای اطلاعات به عموم مردم هستند و همین امر سبب می‌شود حجم عظیمی از اطلاعات افشا شود و مردم انگیزه لازم برای پس‌انداز کردن و در اختیار قرار دادن این پس‌اندازها به شرکت‌ها و بنگاه‌ها را پیدا کنند. یکی دیگر از روش‌هایی که بازارهای مالی به تجمیع پس‌اندازها کمک می‌کنند، حضور بازارگردانان¹ و نحوه عملکرد آنها در بازار است. فعالیت اصلی بازارگردانان کاهش عدم تعادل در سفارش‌های خرید و فروش در هر زمان، جلوگیری از تغییرات شدید قیمت، افزایش نقدینگی اوراق بهادار و سرانجام تسهیل و سرعت بخشیدن به معاملات است. اعتبار حرفه‌ای و حضور دائمی بازارگردانان سبب می‌شود که رفتاری از خود نشان دهند که حاکی از مدیریت مناسب پس‌اندازهای مردم باشد. این رفتار حرفه‌ای انگیزه لازم را به پس‌اندازکنندگان می‌دهد تا به‌خاطر اطمینان از فعالیت بازارگردانان و جوجه خود را جهت تخصیص بهینه به وام‌گیرندگان به جریان بیندازند.² پس در نتیجه می‌توان گفت عملکرد بازارهای مالی می‌تواند امکان تجمیع پس‌اندازها و تخصیص بهینه آنها جهت تشکیل سرمایه‌های لازم برای تولید را فراهم کند تا این امر ضامن رشد اقتصادی در بلندمدت باشد.

2-2-2-5- دستیابی به اطلاعات

بازارهای مالی توسعه یافته همچنین می‌توانند در تولید، گردآوری و پردازش اطلاعات نقش بسزایی داشته باشند، با توجه به آنکه سرمایه‌گذاران با دستیابی به اطلاعات بیشتر می‌توانند به بازده بالاتری دست‌یابند پس انگیزه تخصیص منابع و زمان بیشتر برای دسترسی به اطلاعات جدید در آنها وجود دارد. آلن و گیل (2000)³ به‌دقت تشریح می‌کنند که ارزیابی درست پروژه‌های جدید به‌ویژه با فناوری‌های جدید، به‌علت کمبود اطلاعات قابل دسترسی و اندک بودن متخصصان این علوم جهت قضاوت در درستی و نادرستی اطلاعات، کار بسیار دشواری است. طیف وسیعی از احتمالات و کمبود اطلاعات به این معناست که سرمایه‌گذاران با نظرات

¹ market maker

² Levine (2000), Chammanur & Fulghieri (1994), Dimond (1991).

³ Allen & Gale (2000).

متفاوتی نسبت به سرمایه‌گذاری و یا عدم آن در بازار اعمال نظر می‌کنند و بازارهای مالی در چنین شرایطی دارای مزیت نسبی هستند، زیرا افراد بسیاری به‌طور مستقیم در فراگرد تصمیم‌گیری شرکت می‌کنند. البته این فراگرد از یک سو برای سرمایه‌گذاران هزینه بر است، زیرا برای تصمیم‌گیری باید به اطلاعات دسترسی پیدا کنند، و از سوی دیگر، باعث می‌شود که در مشارکت یا عدم مشارکت در پروژه‌های مختلف براساس نظرات شخصی خود تصمیم‌گیری کنند. همین انعطاف‌پذیری باعث می‌شود که تعدادی از پروژه‌های جدید تأمین مالی شود که پیامد مستقیم آن شوک مثبت فناوری در فراگرد تولید است. این امر رشد اقتصادی بلندمدت را به‌همراه خود خواهد داشت.

افزون‌بر تولید، گردآوری و پردازش اطلاعات پیش از تأمین مالی پروژه‌ها، بازارهای مالی توسعه‌یافته می‌توانند به‌هنگام اجرای پروژه‌ها نیز برحسب عملکرد آن‌ها نظارت داشته باشند. دو روش عمده نظارت عبارتند از:

اول- بازارهای توسعه‌یافته این امکان را ایجاد می‌کنند که بنگاه‌هایی که عملکرد مدیریت آن‌ها ضعیف است و قیمت سهام آن‌ها رو به کاهش است، به‌راحتی توسط شرکت‌ها یا افراد خریداری شوند و تحولات اساسی در ساختار مدیریت و فعالیت آن‌ها به‌وقوع بپیوندند.

دوم- اجرای روش‌هایی مبتنی بر سهام‌کردن مدیران از سود فعالیت‌ها مشروط بر کارکرد صحیح آن‌ها در بنگاه مانند پرداخت پاداش و یا دادن حق اختیار خرید سهام شرکت به آنها،¹ همین عملکرد نظارتی بازارهای مالی باعث می‌شود که در بلندمدت فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری از مسیر تعریف شده خود خارج نشوند و اطمینانی برای رسیدن به رشد اقتصادی باشند.

3-2-2-5- مدیریت ریسک

بازارهای مالی توسعه‌یافته می‌توانند در کاهش ریسک از طریق متنوع‌سازی دارایی‌ها بسیار راه‌گشا باشند. بازارهای مالی زمینه‌های مناسب جهت توزیع ریسک بین دوره‌ای از طریق عرضه دارایی‌های متنوع و ابزارهای مالی گسترده به‌منظور تغییرات لازم در هر مقطعی از زمان در سبد سهام را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند.

¹ Holmstrom & Tirole (1993).

پس سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار به کمک روش‌های مدیریت ریسک به نوعی ابزارهای بیمه سرمایه را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. البته باید توجه داشت به علت شرایط رقابتی و حضور گسترده سرمایه‌گذاران و کارگزاران در این بازارها، جریان وجوه در این سیستم‌ها با حداقل هزینه و اصطکاک صورت می‌گیرد.

افزون بر این، بازارهای مالی با کاهش ریسک نقدشوندگی، تأثیر مثبتی بر رشد اقتصادی می‌گذارند.¹ این نظریه بیان می‌کند که اکثر پروژه‌های سودآور در قالب سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت انجام می‌شود. اما سرمایه‌گذاران به علت وجود ریسک نقدشوندگی تمایلی به سرمایه‌گذاری بلندمدت ندارند. اما بازارهای مالی پر عمق با درجه نقدشوندگی بالا این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهند تا بدون نگرانی نسبت به نقدشوندگی اوراق بهادار در این بازارها، اقدام به سرمایه‌گذاری بلندمدت کنند. به این ترتیب، بازارهای مالی با درجه نقدشوندگی بالا سهولت‌بخش فراگرد تخصیص بهینه سرمایه برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و با بازده بالا هستند که به تبع آن رشد بلندمدت اقتصادی نیز تضمین می‌گردد.

3-2-5- نظریه مبتنی بر بازار مالی و نظریه مبتنی بر بانک

در قسمت 2-2-5 به بررسی نقش بازار مالی و بانک در تجمیع پس‌اندازها و تخصیص آن‌ها، حصول اطلاعات و مدیریت ریسک پرداختیم. اما تاکنون به مشخص کردن نسبت سهم بازار مالی و بانک در ایجاد زمینه‌های لازم برای رشد اقتصادی نپرداخته‌ایم. در این بخش به مطالعه امکان‌پذیری جایگزین کردن سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک در ارائه خدمات مالی به منظور سرعت بخشیدن به فراگرد رشد اقتصادی خواهیم پرداخت.

1-3-2-5- نظریه مبتنی بر بانک

همان‌طور که در بخش 2-2-5 اشاره شد به بررسی کارکرد بانک در سیستم‌های مالی و ایفای نقش آنها در تخصیص بهینه سرمایه و در نتیجه کمک به فراگرد رشد اقتصادی پرداخته شد. با توجه به توانایی بانک‌ها در ترویج توسعه اقتصادی، طرفداران نظریه مبتنی بر

¹ Levine (1991),(2000).

بانک به طور اصولی نقش بازارهای مالی در ارائه خدمات مالی و رشد اقتصادی را به نقد می‌کشند.^۱

حامیان نظریه مبتنی بر بانک بیان می‌کنند که بازارهای مالی توسعه‌یافته اطلاعات را به صورت عام منتشر می‌کنند، بنابراین سرمایه‌گذاران خرد تمایلی به گردآوری و تولید اطلاعات ندارند. این ادعا عامل ایجاد مسئله طفیلی در بازار می‌شود، بنابراین رقابتی در گردآوری اطلاعات صورت نمی‌پذیرد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد میزان هزینه برای تولید و گردآوری اطلاعات در سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی در حد مطلوب نیست. بنابراین، کارکرد بازارهای مالی توسعه‌یافته تأثیر منفی بر شناسایی و اجرای پروژه‌های مبتکرانه به همراه فناوری جدید دارد و باعث عدم تخصیص بهینه منابع می‌شود.^۲

ولی از سوی دیگر بانک‌ها انگیزه لازم جهت گردآوری و تولید اطلاعات را ندارند، زیرا اطلاعات در درون آنها باقی می‌ماند و می‌توانند بدون انتشار اطلاعات و معرفی پروژه‌ها به عموم مردم به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های موردنظر خود بپردازند، به این ترتیب، مسئله طفیلی در سیستم‌های مبتنی بر بانک کمتر به چشم می‌خورد.

طرفداران نظریه مبتنی بر بانک همچنین اظهار می‌دارند که بالابودن درجه نقدشوندگی بازارها می‌تواند فضایی ایجاد کند که در آن افق سرمایه‌گذاری به افق‌های کوتاه‌مدت تبدیل شده و نگرش سرمایه‌گذاران به فراگرد سرمایه‌گذاری آینده نگرانه تضعیف گردد.^۳

مهم‌تر از آن، این است که وقتی سرمایه‌گذاران بتوانند اوراق بهادار خود را به سرعت در بازار به فروش برسانند دیگر انگیزه‌ای برای نظارت بر کارکرد درست مدیران ندارند. به این معنا که هر قدر بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر و عمیق‌تر باشند نظارت بر حسن عملکرد بنگاه‌ها ضعیف‌تر است. البته یک دلیل دیگر بر مناسب نبودن عملکرد نظارتی بازارها این است که وجود اطلاعات نامتقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران به علت دسترسی مدیران به اطلاعات داخلی شرکت‌ها باعث می‌شود که تأثیرگذاری فراگرد نظارت به علت کمبود اطلاعات مورد نیاز کم‌رنگ‌تر شود.

¹ Levine (1997),(2000).

² Boot & Green Baum & Thakor (1993), Stiglitz (1985).

³ Bhide (1993).

افزون بر این، حامیان نظریه مبتنی بر بانک بیان می‌کنند که در مجموع بانک‌ها به‌خاطر ساختار سازمانی و فضای فعالیت خود بر بازار مالی رجحان دارند. به معنای روشن‌تر در شرایطی که بازارهای مالی کامل نیستند و سیستم‌های حقوقی و حسابداری حاکم بر کشورها ضعیف هستند بانک‌ها هنوز توانایی و ابزار بیشتری برای استخراج اطلاعات، نظارت بر شرکت‌ها، بازپرداخت وام‌ها و مدیریت ریسک بین دوره‌ای، به‌ویژه در دوران وقوع شوک‌های برونزای اقتصادی دارند.¹ پس در یک نگاه کلی طرفداران نظریه مبتنی بر بانک پیش‌بینی می‌کنند که سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک، عملکرد بهتری در سرعت بخشیدن به رشد اقتصادی نسبت به سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی خواهند داشت.

2-3-2-5- نظریه مبتنی بر بازار مالی

طرفداران نظریه مبتنی بر بازار، عملکرد بانک‌ها در ارائه خدمات مالی و تأثیر آن بر رشد اقتصادی را از چهار منظر به انتقاد می‌کشند.

اول اینکه، از آنجایی که بانک‌ها به اطلاعات درونی شرکت‌ها دسترسی دارند، به‌هنگام مذاکرات تأمین مالی پروژه‌ها از قدرت چانه‌زنی بیشتری برخوردارند و تا جایی که امکان داشته باشد، سهم سود بیشتری را از فعالیت‌های شرکت‌ها درخواست خواهند کرد. بنابراین، درچنین شرایطی مدیران شرکت‌ها انگیزه کمتری برای اجرای پروژه‌های سودآور و پربریک خواهند داشت.² به‌عبارت دیگر، وقتی شرکت‌ها در قالب قرارداد و سپردن وثیقه‌ها به بانک‌ها مقروض می‌شوند، به‌طور ذاتی به سمت پروژه‌های کم‌ریسک با احتمال موفقیت بالا متمایل می‌گردند و زیان این رفتار چیزی جز کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌ها نخواهد بود. بنابراین، عملکرد سیستم‌های مبتنی بر بانک حاصلی به جز کاهش نرخ رشد فناوری و کند شدن رشد اقتصادی نخواهد داشت.

واین اشتاین و یافه (1998)³ شواهدی بر تأیید این ادعا در ژاپن یافتند، آن‌ها نشان دادند، هنگامی که ارتباط نزدیکی بین بانک‌ها و شرکت‌ها وجود داشته باشد، دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی بانک‌ها آسانتر می‌شود و در نتیجه شرکت‌ها ضرورتی برای برداشتن

¹ Rajan & Zingalen (1999), Allen & Gale (1997).

² Rajan (1992).

³ Weinstein & Yafeh (1998).

ریسک بیشتر ندارند و مهمترین پیامد این پدیده، کاهش نرخ رشد پیشرفت فناوری و کاهش سودآوری خواهد بود.

دومین نکته بر این استدلال استوار است که تباری و سازش بانکها با مدیران شرکتها باعث می‌شود که رقابت بین شرکتها و نظارت بر عملکرد آنها کاهش یابد که این امر در بلندمدت باعث کاهش نرخ رشد اقتصادی می‌گردد.¹ وگنر و کاسرر (1998)² شواهدی از آلمان را معرفی کردند که در آن بانکها با عدم ارائه درست صورتهای مالی شرکتها، باعث شده‌اند که مدیران آنها از شرایط به‌دست‌آمده سوءاستفاده کنند.

سوم اینکه، آلن و گیل (1999)³ نشان دادند اگرچه بانکها در گردآوری و تولید اطلاعات بسیار کارآمد هستند، لیکن در تأمین مالی پروژه‌های با فناوری پیشرفته و تفکرات نو و خلاقانه که با عدم قطعیت همراه هستند عملکرد ضعیفی دارند. زیرا ارزیابی این نوع پروژه‌ها به علت کمبود اطلاعات و کارشناسان در آن رشته‌ها بسیار کار دشواری است. بانکها امر تصمیم‌گیری در مورد چنین پروژه‌هایی را به تعدادی از کارشناسان خود تفویض می‌کنند در این صورت احتمال مخالفت تأمین مالی چنین پروژه‌هایی به علت دسترسی نداشتن به اطلاعات درست و جامع بالا است و پیامد مستقیم این نوع تصمیم‌گیری کاهش مشارکت بانکها در پروژه‌هایی است که از فناوری‌های پیشرفته و مدرن استفاده می‌کنند. در صورتی که بازارهای مالی به سرمایه‌گذاران این اختیار را می‌دهد که در صورت اتفاق نظر در فناوری‌های مدرن پرریسک نیز سرمایه‌گذاری کنند.

نکته چهارم اظهار می‌کند، سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار در توزیع ریسک بین دوره‌ای در هر مقطعی از زمان مزیت نسبی دارند، زیرا تنوع محصولات مالی در سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی این امکان را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد که در هر زمان، امکان انتخاب راهبردهای گوناگون برای مدیریت ریسک سبب دارایی خود داشته باشند.

¹ Hellwig (1998).

² Wegner & Kaserer (1998).

³ Allen & Gale (1999).

آلن و گیل (1995)¹ با مقایسه تنوع محصولات مالی در آلمان و آمریکا نشان دادند که بازارهای مالی رقابتی در آمریکا طیف بسیار وسیع تری از محصولات مالی را نسبت به کشور آلمان عرضه می کنند.

در یک جمع بندی می توان اظهار داشت که مدافعان سیستم های مالی مبتنی بر بازار مالی و همچنین مبتنی بر بانک تصریح می کنند که هر دو سیستم جایگزین هم در فراگرد کمک به رشد اقتصادی هستند. برای مثال بررسی سیستم های مالی 36 کشور از سال 1980 تا 1995 نشان می دهد که تفاوت در سیستم های مبتنی بر بازار و سیستم های مبتنی بر بانک بهترین عامل توضیح دهنده در رشد اقتصادی نیست.² برای کشورهای کمتر توسعه یافته از لحاظ بخش مالی، عملکرد سیستم های مالی مبتنی بر بانک بهتر از سیستم های مبتنی بر بازار است و برای کشورهایی که بخش مالی توسعه یافته ای دارند کاملاً برعکس است. در مقابل لوین و زروس (1998)³ نشان دادند که افزایش درجه نقدشوندگی بازارها و یا توسعه بانکها هر دو منجر به رشد اقتصادی می شود، بدون توجه به اینکه کدام اتفاق رخ می دهد. در مقابل مطالعات دیگری نشان می دهد که سیستم های مالی مبتنی بر بانک نسبت به سیستم های مالی مبتنی بر بازار بیشتر به رشد اقتصادی کمک می کنند. در این مطالعات به جای استفاده از آمار بین کشورها از روند سری زمانی بازارهای بورس پنج کشور آلمان، ژاپن، آمریکا، انگلیس و فرانسه استفاده کردند و نشان دادند اگرچه عملکرد بازارها می تواند در رشد اقتصادی کشور تأثیر گذار باشد ولی این تأثیر در مقایسه با تأثیر بانکها بسیار ناچیز است.⁴

بررسی های انجام شده با استفاده از آمار 44 کشور نشان دادند که کشورهایی که بازارهای توسعه یافته ای دارند، حتماً بانک های توسعه یافته ای نیز دارند. به عبارت دیگر این مطالعه نشان می دهد که سیستم های مبتنی بر بازار و بانک مکمل یکدیگر در ارائه خدمات مالی و افزایش رشد اقتصادی هستند. در بخش 4-2-5 بیشتر به بررسی این دیدگاه می پردازیم.⁵

¹ Allen & Gale (1995).

² Tadesse (2001).

³ Levine & Zervos (1998).

⁴ Arestis & Demetriades & Luintel (2001).

⁵ Demirguc – Kunt & Levine (1996).

4-2-5- نظریه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی

نظریه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی بیان می‌کنند که سیستم‌های مالی مبتنی بر بازار و سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک مکمل هم در ارائه خدمات مالی هستند. به این ترتیب، هر دو سیستم می‌توانند در افزایش رشد اقتصادی بلندمدت تأثیرگذار باشند.

1-4-2-5- نظریه خدمات مالی

تمرکز و تأکید نظریه خدمات مالی بر اهمیت نقش سیستم‌های مالی در ارائه خدمات مذکور است. براساس نظریه خدمات مالی نکته اساسی و مهم، سطح کلی کمیت و کیفیت ارائه خدمات مالی است و مشخصه‌های نهاد ارائه‌دهنده این خدمات در مرحله دوم اهمیت قرار دارد. به عبارت دیگر، اینکه ارائه‌دهنده این خدمات مالی بانک است و یا بازار مالی پرسش اصلی نیست، بلکه سطح ارائه خدمات مورد پرسش است.

نظریه خدمات مالی اظهار می‌کند که سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و بانک کم و بیش به طرق مختلف در ارائه خدمات مالی جایگزین یکدیگر هستند.¹ برای مثال، سیستم‌های مبتنی بر بازار با ایجاد رقابت و نظارت بر فعالیت‌های شرکت‌ها و ابداع روش‌های گوناگون برای تأمین مالی فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، باعث کاهش آثار نامطلوب فعالیت بانک‌ها می‌شوند. راجان (1992)² نشان داد که امکان انتخاب بهینه منابع گوناگون تأمین مالی مانند انتشار اوراق قرضه شرکتی، انتشار سهام و ... برای شرکت‌ها سبب محدود شدن قدرت و نفوذ بانک‌ها در شرکت‌ها می‌شود. بسانکو و کاناتاس (1993)³ نشان دادند که در سیستم‌های مالی که بانک‌ها و بازارهای مالی در کنار یکدیگر فعالیت می‌کنند، عملکرد بازار، انگیزه بانک‌ها را برای کنترل و نظارت بیش از حد بر شرکت‌ها کاهش می‌دهد.

بررسی همپوشانی عملکرد تأمین مالی هم از طریق بازارهای مالی و هم از طریق بانک‌ها و ارائه یک مدل سیستم مالی به همراه اطلاعات نامتقارن نشان می‌دهد که در یک تعادل عمومی، روش‌های گوناگون تأمین مالی از طریق بازارهای مالی و نیز از طریق بانک‌ها

¹ Boyd & Smith (1996), Allen & Gale (1999).

² Rajan (1992).

³ Besanko & Kanatas (1993).

مکمل یکدیگر برای افزایش نرخ سودآوری شرکت‌ها است.¹ نکته دیگری که در تأیید همپوشانی سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و سیستم‌های مبتنی بر بانک در ارائه خدمات مالی حائز اهمیت است، مزیت نسبی هر یک از این سیستم‌ها در نحوه برخورد با انواع اطلاعات است. بانک‌ها با توجه به ابعاد گسترده فعالیت‌های خود در کاهش اطلاعات نامتقارن بسیار موفق هستند، لیکن در برخورد با پروژه‌های پرریسک و یا افکار نو و ابتکارات ناتوان هستند، برعکس بازارهای مالی در تأمین مالی پروژه‌های با فناوری برتر و مبتکرانه بسیار عملکرد موفقیت آمیزی دارند.

دمیرگوک کنت و لوین (1996)² با استفاده از اطلاعات شرکت‌ها نشان دادند توسعه بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه منجر به استفاده بیشتر شرکت‌ها از خدمات مالی بانک‌ها نیز می‌شود. بنابراین، در فرآیند توسعه مالی کشورها، سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و بانک به صورت مکمل هم عمل می‌کنند و هرگز نگاه به این دو سیستم به عنوان جایگزین هم، منطقی و اصولی نیست. مطالعات بین کشوری³ به روشنی نشان می‌دهد که نوع ارتباط ساختار مالی و رشد اقتصادی به طور قاطع، نظریه خدمات مالی را تأیید می‌کند. اما پرسشی که همچنان باقی می‌ماند این است که شرایط لازم برای ارائه بهتر خدمات مالی چیست؟ بی‌شک باید پاسخ این پرسش را در چگونگی ساختار سیستم‌های حقوقی و قانونی جستجو کرد.

2-4-2-5- نظریه مالی و حقوقی

نظریه مالی و حقوقی در واقع خود شاخه‌ای از نظریه خدمات مالی محسوب می‌شود، این نظریه توسط لاپورتا (1997)⁴ مطرح شد و توسط خود او طی سال‌های 1997 و 1998 بسط و توسعه یافت. این نظریه بحث درباره سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی در مقابل سیستم‌های مبتنی بر بانک را به طور کلی معارضه‌ای بدون مبنا می‌داند.

¹ Boot & Thakor (1997), Holmstrom & Tirole (1997), Repullo & Suarez (2000), Bolton & Freixas (2000).

² Demirguc - Kunt & Levine (1996).

³ Levine (2000).

⁴ Laporta (1997).

روی (1994)¹ به این نکته اشاره کرد که عوامل سیاسی نقش بسیار کلیدی در توسعه سیستم‌های قانونی و حقوقی و به‌ویژه ساختار حکمروایی خوب شرکت‌ها² در کشورهای گوناگون دارد. برای مثال، او نشان داد که آمریکا سیستم مالی را برگزیده است که دامنه اختیارات مؤسسات مالی مانند بانک‌ها و بیمه‌ها در آن بسیار محدود است. بنابراین، آنها نمی‌توانند نقش تعیین‌کننده‌ای در حکمروایی خوب شرکت‌ها ایفا کنند و برعکس آلمان و ژاپن تحت تأثیر شرایط سیاسی متفاوت اجازه داده‌اند که مؤسسات مالی نقش کلیدی در حکمروایی خوب شرکت‌ها داشته باشند. نتایج مطالعات نشان می‌دهد که عوامل سیاسی بسیار مهم هستند، لیکن پرسش این است که تا چه اندازه از اهمیت برخوردار هستند. آلن (1995)³ نشان داد که انگلیس یک مغایرت بسیار جالبی با آمریکا دارد. ساختار تفکیک مالکیت از مدیریت در هر دو کشور مشابه است، ولی ساختار مؤسسات مالی آنها متفاوت است. قدرت دخالت فراوان با محدودیت‌های کم از ویژگی‌های سیستم بانکی انگلیس است. اما کم و بیش بانک‌های انگلیسی تمایلی به دخالت در حکمروایی خوب شرکت‌ها ندارند. بررسی شرکت‌های بیمه انگلیسی نیز این نتیجه را حاصل می‌کند که هرچند آنها از مداخله و کنترل شرکت‌ها منع نشده‌اند، اما انگیزه‌ای برای این کار ندارند. پس به نظر می‌رسد، اگر مؤسسات مالی انگلیسی علاقه‌ای به درگیر شدن در مسائل حکمروایی خوب شرکت‌ها ندارند، اگر محدودیت‌های قانونی نیز از سر راه مؤسسات آمریکایی برداشته شود، آنها هم رفتار مشابهی خواهند داشت. اما قیاس این دو سیستم برای تطبیق یک الگوی مالی کار بسیار دشواری است، زیرا که محدودیت‌های حقوقی و قانونی نقش تعیین‌کننده‌ای در ایجاد تفاوت الگوهای حکمروایی خوب شرکت‌ها در بین کشورها دارد. در یک مجموعه از مطالعات پیوسته و بسیار اساسی و هدفمند، لاپورتا، لوپزدی سیلانوس، اشلیفر، ویشنی⁴ رویکرد نوینی برای مقایسه سیستم‌های مالی بر پایه سیستم‌های حقوقی و قانونی را معرفی کردند. آنها به دو موضوع اساسی توجه کردند. اول اینکه سیستم‌های حقوقی و قانونی گوناگون کشورها تا

¹ Roe (1994).

² corporate governance

³ Allen (1995).

⁴ La. Porta, Lopez – de – Silanes, Shleifer, Vishny

چه اندازه از حقوق سهامداران، سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان حمایت می‌کنند. دوم اینکه تأثیر این حمایت حقوقی، بر روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها، حکمروایی خوب شرکت‌ها، بازپرداخت وام و یا پرداخت سود سهام و دیگر سیاست‌ها چیست. لاپورتا و همکارانش (1998)¹ به بررسی نحوه حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران در 49 کشور پرداختند و سرانجام به این نتیجه رسیدند که دوعرف حقوقی² برای حقوق تجارت³ وجود دارد که اولی حقوق مبتنی بر عرف دادگاه‌ها⁴ است که برگرفته از کشور انگلیس است و دومی حقوق مدون⁵ است که سه شاخه فرانسوی، آلمانی و اسکاندیناوی دارد⁶. تحت تأثیر عوامل متعدد سیاسی، اجتماعی و اقتصادی یکی از سیستم‌های آلمانی، انگلیسی و فرانسوی در اکثر نقاط دنیا متداول هستند. مطالعات لاپورتا (1998)⁷ نشان می‌دهد که سیستم‌های حقوق مدون، حقوق ضعیف‌تری را برای سرمایه‌گذاران به نسبت سیستم‌های حقوقی مبتنی بر عرف دادگاه‌ها متصور هستند. کشورهایی که سیستم حقوقی مبتنی بر عرف دادگاه‌ها دارند هم از سهامداران و هم از وام‌دهندگان حمایت بیشتری می‌کنند.

اگر کشورها را از نظر ضمانت اجرای قوانین رتبه‌بندی کنیم، اول سیستم حقوقی مدون اسکاندیناوی و آلمانی، دوم حقوقی مبتنی بر عرف دادگاه‌ها و سوم حقوقی مدون فرانسوی است. بنابراین، با فرض تفاوت در شرایط حقوقی و اجرای قوانین در کشورها، لاپورتا و همکارانش (1998)⁸ بررسی کردند که آیا ساز و کارهای جایگزینی برای حکمروایی خوب شرکت‌ها وجود دارد. آنها با بررسی ارتباط بین روش‌های تأمین مالی و سیستم‌های حقوقی و قانونی دریافتند که بین قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران و نقش بازارهای مالی ارتباط معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، کشورهایی که قوانین محکم و با ثباتی در حمایت از سهامداران دارند، دارای بازارهای مالی عمیق‌تر با درجه نقدشوندگی بالاتر و توسعه‌یافته‌تری هستند. نتایج نشان می‌دهد که کشورهای دارای

¹ La porta et al (1998).

² legal tradition

³ commercial law

⁴ common law tradition

⁵ civil law tradition

⁶ Tetley (2000).

⁷ La porta (1998).

⁸ La porta et al (1998).

سیستم حقوقی مدون فرانسوی، دارای ضعیف‌ترین قوانین حمایتی از سهامداران و بدترین ضمانت اجرایی قانون هستند و در نتیجه بازارهای مالی کمتر توسعه‌یافته‌تری دارند. بررسی توزیع مالکیت شرکت‌ها در 27 کشور توسعه‌یافته نشان می‌دهد، به‌جز دو کشور آمریکا و انگلیس که سهامداران جزء نیز به خوبی توسط قانون حمایت می‌شوند، توزیع مالکیت شرکت‌ها در این 27 کشور خیلی گسترده نیست و اکثراً متعلق به چند خانواده و یا نهادهای عمومی و دولتی هستند.¹

استثناء بعدی کشور آلمان بود که بانک‌ها از طریق مالکیت عمده شرکت‌ها، نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در مدیریت شرکت‌ها دارند. لاپورتا و همکارانش (2000)² ارتباط بین سیاست‌های بازپرداخت وام و پرداخت سود سهام را با قوانین حمایتی از سهامداران و سپرده‌گذاران در بین 33 کشور بررسی کردند و به نتایج بسیار جالبی دست یافتند که شرکت‌ها در سیستم‌های حقوقی مبتنی بر عرف دادگاه‌ها که معمولاً قوانین حمایت از سرمایه‌گذاری بهتری دارند به نسبت شرکت‌های در سیستم‌های حقوقی مدون، سود بیشتری به سهامداران پرداخت می‌کنند و به این معناست که در سیستم‌های حقوقی مبتنی بر عرف دادگاه‌ها، سهامداران جزء می‌توانند فشار بیشتری برای تقسیم سود به شرکت اعمال کنند. لاپورتا و همکارانش (2000)³ همچنین به توضیح تفاوت‌های حقوقی و ضمانت اجرایی قوانین در 49 کشور پرداخته‌اند و سعی کرده‌اند منابع این تفاوت‌ها را شناسایی کنند و رابطه علت و معلولی این تفاوت‌ها را مشخص سازند. خلاصه نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد، یکی از دلایل مهم اختلاف عوامل سیاسی، تمرکز سیستم سیاسی کشورها و درجه ارتباط دیپلماتیک با سایر کشورها است. عامل مهم دیگر در مقایسه سیستم‌های مالی، تفاوت قوانین ورشکستگی در کشورها و تفاوت فراگرد نقدکردن دارایی ورشکستگان است.

لوین (2000) اشاره می‌کند که پی‌ریزی سیستم‌های حقوقی متشکل و نظام یافته در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران و اجرای درست و کارآمد قوانین، کلید اصلی بهبود و ارتقاء سطح کمی و کیفی ارائه خدمات مالی است. پس در نتیجه

¹ La porta, Lopez-de-Silancs, Sholeifer (1999).

² La porta et al (2000a).

³ La porta et al (2000b).

نظریه مالی و حقوق تصریح می‌کند که توسعه مالی مبتنی بر توسعه سیستم‌های حقوقی و وضع و اجرای قوانین و مقررات کارآمد هستند که وضعیت رشد اقتصادی کشورها را مشخص می‌سازد و ساختار مالی کشورها به خودی خود نمی‌تواند عامل توضیح‌دهنده خوبی برای تفاوت رشد اقتصادی در بین کشورها باشد.^۱

مدل رشد درونزا برای دو ساختار مالی متفاوت نشان می‌دهد که هر دو ساختار می‌توانند در بلندمدت نرخ رشد مشابهی داشته باشند. این مدل یافته‌ها و شواهد تجربی بین کشورهای گوناگون را به صراحت تأیید می‌کند.^۲ بنابراین نتایج مطالعات هیچ شواهدی مبنی بر تأثیر ساختار مبتنی بر بانک و یا بازار مالی بر رشد اقتصادی ارائه نکردند و برعکس همه شواهد بر نظریه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی تأکید دارند.^۳

مطالعات نشان می‌دهند که کشورهایی که بازارهای مالی توسعه‌یافته دارند، حتماً بانک‌های توسعه‌یافته‌ای نیز دارند و برعکس کشورهای با ساختار بازار توسعه‌نیافته حتماً در سیستم بانکی خود نیز دچار ضعف هستند.^۴

3-4-2-5- سیستم‌های مالی اسلامی و نظریه مالی و حقوقی

مطالعات گوناگونی به بررسی ارتباط ساختارهای فرهنگی و دینی کشورهای مختلف با ساختار مالی آنها پرداخته‌اند.^۵ در کامل‌ترین نسخه این مطالعات 9 شاخص بخش مالی مورد بررسی قرار گرفته است که عبارتند از:

الف- اعتبار به بخش خصوصی:^۶ شاخص اندازه‌گیری حجم پس‌اندازهایی که از طریق بانک‌ها به بخش خصوصی وام داده می‌شود.

ب- بدهی‌های نقد:^۷ شاخص اندازه صنعت بانکداری

ج- سرمایه بازار:^۱ شاخص توسعه بازار سرمایه

¹ Levine (2000).

² Chakraborty & Ray (2001).

³ Demirguc – Kunt & Levine (2001), Levine (2000).

⁴ Demirguc – Kunt & Levine (1996).

⁵ Beck & Demirguc – Kunt & Levine (2001).

⁶ private credit

⁷ liquid liabilities

د- گردش دارایی: ^۲ شاخص درجه نقد شوندگی بازار نسبت به حجم معاملات

ه- حقوق سهامداران جزء: ^۳ شاخص حمایت ساختارهای حقوقی متفاوت از سهامداران جزء در بازار

و- اجرای قراردادهای: ^۴ شاخص میزان کارآمدی سیستمهای حقوقی در اجرای قراردادهای

ز- حسابداری: ^۵ شاخص استانداردهای حسابداری

ح- حقوق مالکیت: ^۶ شاخص حمایت دولت از حقوق مالکیت خصوصی

ط- مالکیت عمومی: ^۷ درصد مالکیت دولت در 10 بانک بزرگ هر کشور

بررسی ارتباط این نوع شاخص مالی با حقوق اسلامی نشان می‌دهد که ارتباط معنی‌دار آماری بین حقوق اسلامی به‌عنوان منبع ساختار حقوقی و مالی کشورهای اسلامی با چهار شاخص اعتبار به بخش خصوصی، بدهی‌های نقد، سرمایه بازار و گردش دارایی وجود ندارد، اما همبستگی مثبتی با شاخص‌های حقوق سهامداران جزء، اجرای قراردادهای، حسابداری، حقوق مالکیت و مالکیت عمومی مشاهده می‌شود.^۸

با نگاهی به ساختار مالی و حقوقی کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا^۹ می‌توان منابع اصلی حقوقی و قانونی را به چهار گروه عمده تقسیم کرد که عبارتند از: قوانین اسلامی، قوانین عثمانی، حقوق مدون و حقوق مبتنی بر عرف دادگاهها.^{۱۰}

در یک جمع‌بندی نیز می‌توان این کشورها را از دیدگاه حقوق تجارت به دو گروه اصلی مبتنی بر حقوق مدون و حقوق مبتنی بر عرف دادگاهها تقسیم نمود. مطالعات انجام شده در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا نشان می‌دهد که همبستگی مثبتی بین درآمد سرانه و میزان سرمایه‌گذاری با نظام حقوقی مبتنی بر عرف دادگاهها در این

¹ market capitalization.

² turnover.

³ outsider rights

⁴ enforce

⁵ accounting

⁶ property rights

⁷ public ownership

⁸ Beck & Demirguc – Kunt & Levine (2001).

⁹ MENA

¹⁰ Tetley (2000).

کشورها وجود دارد، اما باید توجه داشت که ابزارهای مالی اسلامی از لحاظ تاریخی بیشتر در کشورهای مبتنی بر حقوق مدون فرانسوی مورد استفاده قرار می‌گیرد.¹ ایران هم به‌عنوان یکی از کشورهای اسلامی منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا از ساختار کم و بیش مشابهی برخوردار است. بررسی تدوین و تصویب قانون مدنی و قانون تجارت در ایران نشان می‌دهد که قانون مدنی ایران بر اساس منابع فقه اسلامی از یک طرف و متأثر از حقوق مدنی فرانسه و بلژیک از طرف دیگر تهیه شده است. قانون تجارت نیز بر پایه قانون تجارت فرانسه و بلژیک تنظیم شده است. بنابراین باید انتظار داشت که اثرات و عواقب حقوق مدون فرانسوی در ساختار مالی ایران مشابه اثرات و عواقب آن در سایر کشورهای تحت تأثیر رژیم حقوق مدون فرانسوی باشد. یعنی بازتابی کمابیش مانند ساختار مالی سایر کشورهای مبتنی بر حقوق مدون فرانسوی داشته باشد. بنابراین انتظار می‌رود قوانین حمایتی از حقوق سهامداران و سرمایه‌گذاران ضعیف و کیفیت اجرای قوانین پایین باشد. در نتیجه، بازار مالی آن از توسعه‌یافتگی کمتری برخوردار باشد. البته باید توجه داشت که همان‌طور که در ابتدای این بخش اشاره شد در پاره‌ای از موارد شدت و ضعف شاخص‌های حقوقی تأثیرگذار در سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک و بازار مالی تحت تأثیر حقوق اسلامی تغییر پیدا می‌کند.

نتیجه‌گیری

در این مقاله سعی شده است که به‌طور خلاصه به بررسی ارتباط بین ساختار مالی و رشد اقتصادی بپردازیم. نحوه عملکرد سیستم‌های مبتنی بر بازار مالی و مبتنی بر بانک تشریح شد و نقش هر یک در رشد اقتصادی بررسی گردید و نقطه‌نظرات گوناگون درباره ارتباط بین ساختار مالی و رشد اقتصادی مطرح شد.

صاحب نظرانی که از نظریات مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار مالی جانب‌داری می‌کنند، می‌گویند که سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک یا مبتنی بر بازار مالی در فراگرد رشد اقتصادی می‌توانند جایگزین یکدیگر شوند. در صورتی که مطرح‌کنندگان نظریه خدمات مالی و نظریه مالی و حقوقی بیان می‌دارند که سیستم‌های مالی مبتنی بر بانک

¹ Eid & Roumieh (2005).

و مبتنی بر بازار مالی در فراگرد رشد اقتصادی مکمل یکدیگر هستند. البته هر یک از این دو سیستم دارای مزیت‌های نسبی در برخورد با شرایط گوناگون محیطی هستند. بنابراین، ساختار مالی به‌عنوان درجه اتکاء یک سیستم مالی بر ساختار مبتنی بر بازار مالی و یا ساختار مبتنی بر بانک، عامل اصلی توضیح‌دهنده تفاوت رشد اقتصادی بین کشورها نیست. آلن و گیل (2000)¹ بیان می‌کنند موضوع مورد بحث و پرسش، بانک در مقابل بازار نیست، بلکه بانک و بازار است.

البته باید توجه داشت که در این مقاله به ارتباط بین ساختار مالی و ثبات مالی اشاره‌ای نشده است. در صورتی که نتایج این مطالعات هم تأکیدی بر ضرورت توسعه ساختارهای مبتنی بر بانک و مبتنی بر بازار مالی به‌عنوان دو رکن تفکیک‌ناپذیر در سیستم‌های مالی است. از دیدگاه سیاست‌گذاری نیز استقرار سیستم‌های حقوقی و وضع قوانین و مقررات مناسب برای ارتقاء سطح فعالیت‌های بازار و بانک باید در کانون توجه قرار بگیرد.

در پایان همچنان پرسش‌های بسیاری مطرح است که شاید موضوعات مناسبی برای مطالعات بیشتر در این زمینه باشد. برای مثال، بررسی ارتباط ساختار مالی و بحران‌های مالی در کشورها، بررسی تأثیر ساختار مالی بر رفاه اجتماعی، تأثیر ساختار مالی بر ساز و کار انتشار شوک‌های پولی، مالی و فناوری در اقتصاد و یا پاسخ به این پرسش که آیا تفاوت در ساختار مالی کشورها یک بحث تاریخی است و یا تفاوت‌های بنیادی در سطح فناوری، مواهب اولیه و یا حقوق مالکیت عامل اصلی تفاوت در ساختار مالی کشورها محسوب می‌شود؟

¹ Allen & Gale (2000).

منابع و مأخذ

Allen, F. (2000) "*Financial Structure and Financial Crisis*", Asian Development Bank Institute. Working Paper No. 10.

Allen, F. (2001) "*Do Financial Institutions Matter?*", Journal of Finance, Vol. LVI, No.4.

Allen, F. & D. Gale (1995) "*A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US*", European Economic Review 39: 179-209.

Allen, F. & D. Gale (1997) "*Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing*", Journal of Political Economy 105(3): 523-46.

Allen, F. & D. Gale (1999) "*Diversity of Opinion and Financing of New Technologies*", Journal of Financial Intermediation 8: 68-89.

Allen, F. & D. Gale (2000) "*Comparing Financial Systems*", Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Allen, F. & Gale, D. (2001) "*Comparing Financial Systems: A Survey*", New York University. Manuscript.

Beck, Thorsten & Asli Demirgüç-Kunt & Ross Levine (2000) "*A New Database on Financial Development and Structure*", World Bank Economic Review.

Beck, Thorsten & Ross Levine (2001) "*New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market - or Bank-Based System Matter? University of Minnesota*".

Beck, Thorsten & Ross Levine & Norman Loayza (2000) "*Finance and the Sources of Growth*", Journal of Financial Economics, 58(1).

Beck, T. A. & Demirguc-Kunt & R. Levine, & V. Maksimovic (2000) "*Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence*", Carlson School of Management, University of Minnesota Working Paper.

Bencivenga, V. R. & B. D. Smith (1991) "*Financial Intermediation and Endogenous Growth*", Review of Economic Studies 58: 195-209.

Chakraborty, S. & T. Ray (2001) "*Bank Finance versus Market Finance: A Growth-Theoretic Analysis*", University of Oregon Manuscript.

Demetriades, P. P. O. & K. B. Luintel (2001) "*Financial Development and Economic Growth: The Role of the Stock Markets*", Journal of Money, Credit, and Banking 33: 16-41.

Demirguc - Kunt, A. & R. Levine (1996) "*Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*", World Bank Economic Review 10: 291-322.

Demirguc-Kunt, A. & R. Levine (2001) "*Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*", Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Eid, Florence & Kamil Roumieh (2005) "*Institutions, Knowledge Assets & Financial Contracts: Evidence from MENA*", American University of Beirut.

Greenspan, A. (1999) "*Efficient Financial Markets Mitigate Financial Crisis?*", Remarks before the 1999 Financial Market Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta. URL: <http://www.bis.org/review/r991022a.pdf>.

Hellwig, M. (1998) "*On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control*", University of Mannheim Working Paper.

Holmstorm, B. & J. Tirole (1993) "*Market Liquidity and Performance Monitoring*", Journal of Political Economy 101(4): 678-709.

Lai, A. (2002) "*Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature*", Bank of Canada Working Paper No. 2002-12.

La Porta, Rafael & Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer (2000) "*Government Ownership of Commercial Banks*", NBER Working Paper 7620, March 2000.

La Porta, Rafael & Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1997) "*Legal Determinants of External Finance*", Journal of Finance, July 1997, 52(3) pp. 1131-1150.

Laporta, R. & F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer & R.W. Vishny (1997) "*Legal Determinant of External Finance*", Journal of Finance 52(3): 1131-50.

Laporta, R. & F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer & R.W. Vishny (1998) "*Law and Finance*", Journal of Political Economy 106(6): 1113-55.29.

Laporta, R. & F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer & R.W. Vishny (1999) "*Investor Protection and Corporate Governance*", Harvard University. Manuscript.

Levine, Ross & Norman Loayza & Thorsten Beck (2000) "*Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*", Journal of Monetary Economics.

Levine, Ross (1998) "*The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth*", Journal of Money, Credit, and Banking, 30 (pt.2) 596-620, August.

Levine, Ross "*Law, Finance, and Economic Growth*", Journal of Financial Intermediation, 1999, 8(1/2) pp. 36- 67.

Levine, R. (1997) "*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*", Journal of Economic Literature 35: 688-726.

Levine, R. (2000) "*Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*", Carlson School of Management, University of Minnesota Working Paper.

Levine, R. & S. Zervos (1998) "*Stock Markets, Banks, and Economic Growth*", The American Economic Review 88(3): 537-58.

Mishkin, F.S. (1995) "*The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*", Harper Collins College Publishers.

Pagano, M. (1993) "*Financial Markets and Growth. An Overview*", European Economic Review 37: 613-22.

Rajan, R.G. & L. Zingales (1999) "*Financial Systems, Industrial Structure, and Growth*", University of Chicago. Manuscript.

Tadesse, S. (2001) "*Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence*", University of South California. Manuscript.

Thaddeus, E. (1995) "*Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring*", Review of Economic Studies 62(4): 557-75.

Tetley, William (2000) "*Mixed Jurisdiction: Common Law vs. Civil Law*", McGill University.