

تعامل بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران

دکتر محمد نادعلی، معصومه رسولی، سیدمحمدهادی سلطان‌العلمایی، هدی حاجی دولابی و سمیرا نصیری*

چکیده

از موضوع‌های مهم در معماری نظام مالی ایران، تعامل میان بازار پول و سرمایه است. براساس تجارب جهانی در نظام‌های مالی بانک‌محور و بازارمحور، نحوه تعامل بانک‌ها و بازار سرمایه را می‌توان در سه شکل خلاصه کرد: رابطه رقابت، رابطه مکمل‌بودن و رابطه تکامل مشترک. رابطه تکامل مشترک در بیشتر موارد بر پایه نقش بازار سرمایه در کاهش هزینه سرمایه بانک و نقش بانک در تبدیل به اوراق بهادار کردن استوار است. بر این اساس، هدف اصلی این پژوهش، بررسی تعامل مناسب میان بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران است. بررسی پژوهش‌های انجام شده، نشان می‌دهد بازار پول و سرمایه هر کشور، دو جزء رقیب از یک نظام مالی نیستند و نمی‌توانند جایگزین یکدیگر باشند. هر یک از این بخش‌ها، وظایف و فلسفه وجودی خاص خود را دارند. مطالعات متعدد نشان می‌دهد توسعه بازار سرمایه موجب گسترش و رونق تأمین مالی توسط بانک‌ها شده و بانک‌ها نیز با اعطای تسهیلات، زمینه رونق بازار سرمایه را فراهم کرده‌اند. بازار سرمایه نیز به نوبه خود به توسعه هر چه بیشتر بانک‌ها دامن می‌زند. بازارهای سرمایه بزرگتر به بانک‌ها اجازه می‌دهد در جهت بهبود غربال و ام‌گیرنده‌ها، نظارت کارآمدتر بر سرمایه‌گذاری‌ها و پیام‌دهی وضعیت ریسک آنها به روش‌هایی دست یابند که فراتر از بررسی نسبت سرمایه به دارایی است. در مجموع، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد عملکرد رشد اقتصادی کشور در عملکرد مناسب نهادهای مالی آنها بوده و ارتباط مستقیمی با بانک‌محور و یا بازارمحور بودن بازارهای مالی ندارد. افزون بر این، هماهنگی نهادهای ناظر در حوزه‌های مختلف نظام مالی ایران و ایجاد برخی زیرساخت‌ها همانند مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری و نظام بیمه سپرده می‌تواند به بهبود کارایی، عمق و خدمات‌رسانی دو بازار پول و سرمایه برای تأمین مالی مطلوب بخش حقیقی اقتصاد کمک نماید.

واژگان کلیدی: بازار پول، بازار سرمایه، بانک‌محور، بازارمحور، نهادهای مالی.

طبقه‌بندی JEL: G38، L16

* پژوهشگران اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی

۱. مقدمه

تعامل میان بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران از موضوع‌های مهم در معماری نظام مالی کشور است. نظام مالی که بانک‌محور بوده و نیازمند همکاری بیشتر بازار سرمایه در تجهیز منابع مالی و در نتیجه، رشد و توسعه اقتصادی است. در مورد چگونگی تعامل و همکاری میان بازار پول و سرمایه خلأ مطالعاتی در پژوهش‌های داخلی مشهود است. بر این اساس، هدف اصلی این نوشتار شناخت سازوکارهای اثرگذار دو بازار پول و سرمایه بر یکدیگر و نحوه تقویت تعامل این دو بازار در بهبود عملکرد نظام مالی کشور است. پرسش اصلی این پژوهش نیز بر ارتباط بازار پول و سرمایه در ایران و اقدامات اصلاحی برای بهبود آن متمرکز است. روش پژوهش، تحلیلی و توصیفی بوده و سعی می‌شود با شناخت ابعاد مختلف موضوع، شامل مبانی نظری و تجربی ارتباط بازار پول و سرمایه، تجربه کشورهای بانک‌محور و بازارمحور و آسیب‌شناسی وضع موجود تعامل بازارهای مالی در ایران، اقدامات سیاستی برای ارتقای معماری نظام مالی کشور ارائه شود.

این مقاله در شش بخش تنظیم شده است؛ پس از تشریح مسأله، به معرفی مفاهیم و تعاریف بازارهای مالی پرداخته می‌شود. در بخش دوم، مبانی نظری انواع ساختارهای مالی و چگونگی ارتباط بازار پول و سرمایه و نقش شرکت‌های تأمین سرمایه و سوپر مارکت‌های مالی ذکر شده است. در بخش سوم، با بررسی مطالعات تجربی، برخی از تجارب سیاستی کشورها تجزیه و تحلیل شده است. در بخش چهارم و پنجم نیز با بررسی وضعیت موجود بازارهای مالی ایران به برخی از الزامات و پیش‌نیازها و اقدامات اصلاحی پرداخته شده است. بخش پایانی هم به نتیجه‌گیری و ارائه توصیه‌های سیاستی می‌پردازد.

۲. بیان مسأله

۲-۱. ارکان نظام مالی

نقش حساس و کلیدی بخش مالی در تحریک، استحکام و تداوم رشد اقتصادی در ادبیات دهه اخیر مورد توجه و تأکید فراوان قرار گرفته است. نظام مالی از طریق فراهم‌آوردن امکان دستیابی به برنامه

"پس‌انداز- سرمایه‌گذاری" بهینه از طریق کاهش هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی می‌تواند تحقق این امر را تسهیل نماید. تضمین کارایی، پایداری و سلامت نظام مالی در گرو کیفیت کارکرد انفرادی و تعاملات پویای ارکان آن است. بنابراین، ارکان یک نظام مالی را می‌توان به صورت زیر طبقه‌بندی کرد:

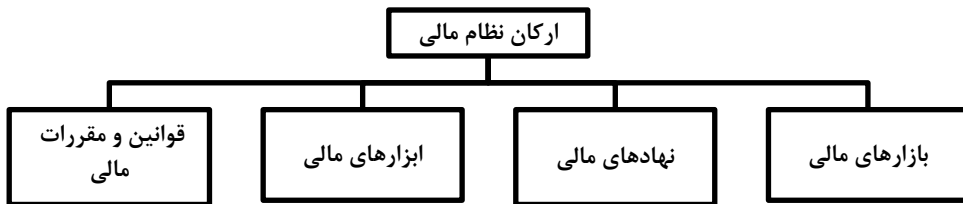
الف) ابزارهای مالی: اسنادی مبنی بر تعهدات مالی هستند (مانند اوراق قرضه، سهام و ابزار مشتقه)،

ب) بازارهای مالی: مکان‌ها یا سازوکارهایی هستند که ابزارهای مالی در قالب آنها مبادله می‌شوند (مانند بازارهای سرمایه و بدهی، اولیه و ثانویه، رسمی و غیررسمی)،

ج) نهادهای مالی: نهادهایی هستند که ابزارهای مالی را نشر و مبادله می‌نمایند (مانند بانک‌های تجاری و تخصصی، شرکت‌های بیمه و تأمین اجتماعی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات رتبه‌بندی)،

د) قوانین و مقررات مالی: قوانین حاکم بر روابط و فعالیت‌های نهادهای مالی در بازارهای مالی هستند (مانند مقررات مالکیتی، مالیاتی، حسابداری و افشا).

نمودار ۱. اجزای تشکیل دهنده یک نظام مالی



۲-۲. جایگاه بازار مالی در اقتصاد

هدف اصلی سیستم مالی، فراهم‌سازی وسیله مبادله و تسهیل فرآیند استقراض و وام‌دهی بین عوامل اقتصادی است که با کمبود و مازاد مالی مواجه هستند. این هدف به نوبه خود، سبب ارتقای کارایی اقتصادی و بهبود استفاده از منابع جامعه خواهد شد که سرانجام، به افزایش حجم سرمایه در سطح

کلان و به دنبال آن، افزایش استاندارد زندگی منجر می‌شود. بنابراین، یک نظام مالی هدف تخصیص بهینه منابع مالی، برای کمک به رشد اقتصادی و افزایش سطح عمومی رفاه را دنبال می‌کند. در راستای دستیابی به این اهداف، این سیستم وظایفی را بر عهده دارد که عبارت است از: تسویه پرداخت‌ها، ادغام و تقسیم مجدد منابع، نقل و انتقال منابع اقتصادی، مدیریت ریسک‌های ذاتی در معاملات مالی، ارائه اطلاعات قیمتی کارا، بسط تدابیری برای مرتفع نمودن مسائل انگیزشی.

از سوی دیگر، کارایی یک نظام مالی به توانایی آن نظام در انجام وظایف یادشده بستگی دارد. برخی دیگر از ویژگی‌های یک نظام مالی کارآمد، عبارتند از:

- جذب و تجهیز پس‌اندازها و در کل، تخصیص منابع در یک نظام مالی کارا، با حداقل هزینه معاملاتی و حداکثر سرعت انجام می‌شود و نباید در ارائه خدمات مالی هیچ‌گونه تبعیضی میان متقاضیان وجود داشته باشد.
- ریسک‌های موجود در سیستم، ریسک‌های غیرنظام‌مند و قابل توزیع باشند و ریسک‌های نظام‌مند (ریسک‌های سیاسی، حقوقی و جزاینها که قابلیت تنوع‌بخشیدن ندارند) وجود نداشته باشند؛ زیرا افزایش این‌گونه ریسک‌ها، سبب افزایش بازده مورد تقاضای سرمایه‌گذاران شده و خالص ارزش کنونی طرح‌ها را کاهش می‌دهد.
- اطلاعات مورد نیاز به گونه‌ای شفاف و عادلانه و با حداقل هزینه در دسترس متقاضیان قرار گیرد.
- قیمت وجوه به درستی تعیین شود و از اعلام قیمت‌های مصنوعی که باعث تغییر ترکیب مجدد پرتفوی^۱ به صورت غیربازاری می‌شود، جلوگیری به عمل آید.
- خدمات مالی از تنوع و تعدد کافی برخوردار باشند و به‌طور کامل ارائه شوند.^۲

۲-۳. نهادهای مالی و دلایل وجودی آن

نهادهای مالی در بازارهای مالی، ابزارهای مالی را نشر و مبادله می‌نمایند. در جهان واقعی، به دلیل وجود نواقصی در بازارها مانند هزینه‌های معاملاتی و عدم تقارن اطلاعاتی، نیاز به نهادهای مالی احساس می‌شود. این نهادها با کاهش هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی می‌توانند یک برنامه بهینه پس‌انداز- سرمایه‌گذاری را در جهت تخصیص بهینه منابع دنبال کنند (جدول ۱). به‌طور خلاصه، دلایل وجودی نهادهای مالی عبارت‌اند از:

- **هزینه‌های اطلاعاتی:** نهادهای مالی می‌توانند با استفاده از برتری هزینه‌ای خود در گردآوری اطلاعات، درجه عدم تقارن و نواقص اطلاعات را میان مشارکت‌کنندگان در بازار کاهش دهند.
- **ریسک نقدینگی و قیمتی:** این نهادها می‌توانند با استفاده از قانون اعداد بزرگ و متنوع‌سازی، ریسک نقدینگی و قیمتی را کاهش دهند.
- **مدیریت سررسید:** در مورد عدم انطباق سررسید، نهادهای مالی ریسک بالاتری را تقبل می‌کنند.
- **انتقال سیاست پولی:** نهادهای مالی می‌توانند در انتقال آثار سیاست‌های پولی بر بخش حقیقی اقتصاد نقش کلیدی داشته باشند.
- **تخصیص اعتبار:** نهادهای مالی می‌توانند نیازهای اعتباری بخش‌ها و صنایع با توانایی‌هایی مختلف را تأمین نمایند.
- **انتقال ثروت بین نسلی:** نهادهای مالی می‌توانند ثروت را به زمان‌های مختلف انتقال دهند.
- **خدمات پرداخت:** نهادهای مالی می‌توانند برای تسهیل خدمات پرداخت ابزارهای مختلفی را ارائه دهند.
- **طراحی ابزار:** نهادهای مالی می‌توانند متناسب با ترجیحات و نیازهای متنوع متقاضیان ابزارهای مختلفی را طراحی نمایند.

- قیمت‌گذاری دارایی: وجود بالقوه مشکل عاملیت^۱ در مدیریت دارایی^۲ توسط مدیران نهادهای مالی، می‌تواند سبب اثرگذاری این نهادها بر قیمت دارایی‌ها شود؛ مانند حساب‌های قیمتی، بحران‌های مالی آسیای جنوب شرقی، روسیه و مکزیک.
- ارزیابی و نظارت مستمر بر طرح‌های سرمایه‌گذاری: نهادهای مالی انگیزه و امکانات قوی‌تری را در زمینه ارزیابی و نظارت بر کارکرد پروژه‌ها دارند.
- انتقال ریسک: نهادهای مالی، تسهیل‌کنندگان انتقال ریسک هستند.
- هزینه‌های مشارکت: نهادهای مالی می‌توانند هزینه‌های مشارکت در بازارها، به‌ویژه بازارهای مشتقه را به واسطه تخصص بالاتر کاهش دهند.^۳

جدول ۱. وظایف اصلی و نقش نظام مالی

وظایف اصلی نظام مالی	نقش نظام مالی
ایجاد اعتبار و پول	کاهش میزان ریسک و توزیع آن
مدیریت نظام پرداخت‌ها و تسهیل آن	به حداقل رساندن هزینه‌های معاملاتی
برقراری ارتباط میان پس‌انداز و سرمایه	انتقال نقدینگی

مأخذ: والی‌نژاد، (۱۳۸۸).

۲-۴. ویژگی‌های مطلوب بازارهای مالی

در بررسی وضعیت بازار مالی، از شاخص‌های متعددی استفاده می‌شود، تمامی این شاخص‌ها نشان‌دهنده یکی از سه ویژگی کارایی، نقدشوندگی و عمق هستند. این سه، از ویژگی‌های مطلوب و عام بازارهای مالی هستند که برای بازارهای مالی مطلوب به صورت زیر تعریف می‌شوند:

الف) کارایی: انجام معاملات به سهولت در قیمت‌های نزدیک به ارزش منصفانه^۴ ابزار مورد مبادله،

1. Agency Problem
2. Assets Management

۳. کاشانی، (۱۳۹۲).

4. Fair Value

ب) نقدشوندگی: قابلیت انتقال سریع و آسان حجم‌های متنابهی از دارایی‌ها، در قیمت‌های منعکس‌کننده ارزش جریان وجوه آتی دارایی‌ها،

ج) عمق: تعداد زیاد خریدار و فروشنده، به طوری که حجم وسیعی از تجارت بتواند با نوسانات قیمتی ناچیز، نقل و انتقال یابد.

یک بازار مالی کارا، نقد و عمیق می‌تواند تجارت دارایی‌ها و انتشار ابزارهای جدید را تسهیل نماید.

۳. مبانی نظری

تأثیر بازارهای مالی بر رشد اقتصادی به تجهیز پس‌اندازها و تخصیص منابع محدود نمی‌شود، بلکه بسط نقدشوندگی، کاهش هزینه تجهیز منابع مالی، تسهیل مدیریت ریسک، پایش مدیریتی و تسهیل مبادلات، مجراهای دیگری است که عامل رشد و توسعه اقتصادی را فراهم می‌نماید. به صراحت می‌توان بیان کرد که بدون عملکرد مناسب مجموعه بازارهای مالی، دستیابی به قابلیت‌ها و توانایی‌های کامل یک اقتصاد دشوار و حتی غیرممکن خواهد بود.

در خصوص گسترش نسبی نظام‌های مالی بانک‌محور^۱ و بازارمحور^۲ و کارایی آنها، مطالعات گوناگونی در کشورهای مختلف انجام شده است. در سیستم‌های بانک‌محور، بانک‌ها به عنوان واسطه‌گرهای مالی، نقش هدایت‌کننده‌ای در تحرک پس‌اندازها، توزیع سرمایه، نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران بنگاه‌ها و تأمین ابزارهای مدیریت ریسک ایفا می‌کنند. بنابراین، واسطه‌گری مالی کارایی سرمایه‌ها را ارتقا داده و به افزایش رشد اقتصادی منجر می‌شود. در سیستم‌های بازارمحور، بازارهای اوراق بهادار مانند بازار سهام در هدایت پس‌انداز جامعه به سمت بنگاه‌ها، اعمال کنترل‌های شرکتی و تسهیل مدیریت ریسک نسبت به بانک‌ها نقش مهم‌تری دارند. بر این اساس، در این بخش به تشریح مبانی نظری ارتباط میان بازار پول و بازار سرمایه پرداخته خواهد شد.

1. Bank-based
2. Market-based

۳-۱. نقش بازار پول و سرمایه در تخصیص و تجهیز منابع مالی

نهادهای مالی در حالت کلی به دو گروه نهادهای سپرده‌پذیر و نهادهای غیرسپرده‌پذیر، تقسیم می‌شوند. نهادهای سپرده‌پذیر، بانک‌ها و مؤسسات غیربانکی (تعاونی‌های اعتباری، انجمن‌های وام و پس‌انداز و غیره) هستند.

بر اساس این تقسیم‌بندی و با توجه به این مسأله که اصلی‌ترین نهادهای فعال در بازار پول، بانک‌ها (شامل تجاری، تخصصی و توسعه‌ای)، مؤسسات پس‌انداز و تعاونی‌های اعتباری هستند، می‌توان چنین نتیجه گرفت که بخش بزرگی از نهادهای مالی فعال در بازار پول، نهادهای سپرده‌پذیر هستند. این در حالی است که نهادهای فعال در بازار سرمایه مشتمل بر شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و مؤسسات واسطه سرمایه‌گذاری (مانند کارگزاری‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه) اغلب در گروه نهادهای غیرسپرده‌پذیر طبقه‌بندی می‌شوند. به‌طور کلی، بازار مالی به بازاری گفته می‌شود که در آن، خرید و فروش سرمایه و اوراق بهادار، شامل سهام، اوراق قرضه، برگه‌های حق خرید و فروش سهام و ارز خارجی انجام می‌شود. بازارهای مالی اغلب به دو گروه بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شوند. در بازار پول منابع برای مدت زمان کوتاه، وام داده می‌شوند و مهم‌ترین وظیفه این بازار، ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی و اصلاح موقعیت نقدینگی آنهاست، ولی در بازار سرمایه، منابع برای مدت زمان طولانی و گاه نامحدود وام داده می‌شوند. مقایسه بازار پول و بازار سرمایه از ابعاد مختلف در جدول ۲، آرایه شده است:

جدول ۲. مقایسه بازار پول و بازار سرمایه

بازار سرمایه	بازار پول	شرح	
		تأمین مالی از بعد	زمانی
بلندمدت (بیش از یکسال)	کوتاهمدت (کمتر از یکسال)	فعالان اقتصادی	
بنگاه‌های فعال در بورس	تمام بنگاه‌های اقتصادی		
استقراض با سررسید بیش از یکسال (سهام، اوراق قرضه)	استقراض با سررسید کمتر از یکسال (جذب سپرده از مردم، استقراض از بانک مرکزی و بانک‌های دیگر)		ابزار
- تأمین مالی سرمایه طرح‌های توسعه‌ای - تأمین سرمایه در گردش شرکت‌های بورسی	- ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی (به معنای کوتاهمدت آن) - تأمین سرمایه در گردش		اهداف
- بورس اوراق بهادار (بازار اولیه و ثانویه) - بورس کالایی (شامل بورس انرژی)	- بانک‌ها - بانک مرکزی		بازیگران
- شریک بودن عرضه‌کننده وجوه به میزان سهم - داشتن حق رأی به میزان سهام - تنوع در ابزار مورد استفاده	- درجه اطمینان بسیار زیاد در بازپرداخت اصل و بهره - سرعت بالای انجام مبادلات		مزایا
- شمول تعداد محدود بنگاه اقتصادی	- انتقال ریسک به وام‌گیرنده - درخواست بالای دریافت تسهیلات از شبکه بانکی (صف متقاضیان وام)		معایب

مأخذ: ربیعی (۱۳۸۶) و والی‌نژاد (۱۳۸۸)

۳-۱-۱. بازار پول

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دارایی‌های دیگر مالی جانشین نزدیک پول که سررسید کمتر از یک سال دارند. به بیان دیگر، بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه‌مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد شناخته می‌شود. تمرکز

فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهد تا به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند. محل جغرافیایی خاصی برای بازار پول در نظر گرفته نمی‌شود؛ بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و مکان‌های دیگری که دادوستد ابزارهای مالی بازار پول در آن انجام می‌شود، تشکیل دهنده بازار پول هستند. بانک مرکزی و واسطه‌های دیگر مالی بانکی نظیر بانک‌های تجاری و مؤسسات اعتباری غیربانکی از مهم‌ترین نهادهای بازار پول به شمار می‌روند.^۱

مشارکت‌کنندگان در بازار پول، افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که به عنوان پس‌اندازکننده به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم منابع خود را با سررسیدهای کوتاه‌مدت در اختیار واحدهای نیازمند منابع مالی قرار می‌دهند. مهم‌ترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی به منظور تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت و نیز تأمین سرمایه در گردش است.

۳-۱-۲. بازار سرمایه

بر اساس تعریف، بازار سرمایه بازاری است که در آن ابزارهای مالی بلندمدت با سررسید بیش از یک‌سال معامله می‌شود. وظایف این بازار عبارتند از: تشکیل سرمایه در اقتصاد ملی، تأمین سرمایه بنگاه‌ها، تعیین ارزش و قیمت‌های ذاتی ابزارهای مالی. بازار سرمایه از دو گروه بازار اولیه^۲ و بازار ثانویه^۳ تشکیل می‌شود. بازار اولیه مکانی برای عرضه انتشارهای جدید سهام و اوراق قرضه و بازار ثانویه مکانی برای تعیین قیمت اوراق بهادار منتشرشده در بازار اولیه و دادوستد اوراق بهاداری است که پیشتر منتشرشده است. کسری منابع شرکت‌ها و بنگاه‌های تجاری در بازار سرمایه از سه روش انتشار سهام عادی و ممتاز (ابزارهای مالکیتی)، انتشار اوراق قرضه (ابزارهای بدهی بلندمدت)، استقراض از بازار پول (توسط ابزارهای بدهی بلندمدت) و انتشار مشتقات مالی تأمین می‌شود. در مجموع، در جدول ۳، ابزارهای متداول دو بازار سرمایه و پول آورده شده است.

۱. می‌شیکین و ایکینز. (۱۳۹۱).

2. Primary Market
3. Secondary Market

جدول ۳. ابزارهای متداول بازارهای پول و سرمایه

ابزارهای بازار پول	ابزارهای بازار سرمایه
<p>اوراق تجاری: نوعی اوراق قرضه کوتاهمدت با سررسید تا ۲۷۰ روز است که توسط شرکت‌های مالی و مؤسسات غیرمالی منتشر می‌شود.</p>	<p>سهام عادی: نوعی ابزار سرمایه‌گذاری است که نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن در یک شرکت سهامی است و به دو دسته سهام بانام و سهام بی‌نام تقسیم می‌شود.</p>
<p>پذیرش بانکی^۱: از قدیمی‌ترین و کوچک‌ترین (از نظر مبلغ) اوراق بهاداری است که توسط آن دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی صادر می‌شود. این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشندگی به خریدار منتقل نشده است، مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک یادشده آن را مهر نماید، (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.</p>	<p>سهام ممتاز: نوعی اوراق بهادار است که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارایی‌های شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. این سهام زمانی منتشر می‌شود که هزینه انتشار سهام عادی بالا باشد.</p>
<p>گواهی سپرده: سندی که توسط یک مؤسسه سپرده‌پذیر (بانک) در قبال مبلغ سپرده‌شده، با سررسید و نرخ بازده معین منتشر می‌شود.</p>	<p>اوراق قرضه: اسنادی است که به موجب آن، ناشر متعهد می‌شود مبلغ معینی (بهره سالانه) را در فاصله‌های زمانی مشخص، به دارنده پرداخت کرده و در سررسید، اصل مبلغ را بازپرداخت نماید.</p>
<p>اسناد خزانه: اوراق بهادار کوتاهمدتی که توسط دولت منتشرشده و به طور معمول با سررسید کمتر از یکسال است که انتشار، تضمین و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می‌شود.</p>	<p>مشتقات مالی: ابزارهایی هستند که ساختار پرداخت و ارزش آن از ارزش دارایی پایه و شاخص‌های مرتبط نشأت گرفته و به دارنده آن، اختیار یا تعهد خرید و یا فروش یک دارایی را می‌دهد و ارزش آنها از ارزش دارایی پایه مربوطه مشتق می‌شوند.</p>

مأخذ: کارگر (۱۳۹۱) و یافته‌های این پژوهش.

۳-۲. سازوکار ارتباط میان بازار پول و سرمایه

یافته‌های مطالعات متعدد نشان می‌دهد توسعه بازار سرمایه موجب گسترش و رونق تأمین مالی توسط بانک‌ها شده و بانک‌ها نیز با اعطای تسهیلات، زمینه رونق بازار سرمایه را فراهم کرده‌اند. به‌عنوان مثال، اعطای وام بانکی به شرکت‌ها، به سهامداران شرکت وام‌گیرنده پیام مثبت مخابره کرده و موجب افزایش قیمت سهام آن شرکت می‌شود. این پیام مثبت، هزینه‌های جستجوی اطلاعات را برای ارزیابی تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران اوراق بهادار کاهش می‌دهد. یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که ارتباط مؤثری با بانک‌ها برقرار می‌کنند، در بازار سرمایه با استقبال بیشتری مواجه می‌شوند. وقتی سهام چنین شرکت‌هایی عرضه عمومی می‌شود، کمتر وضعیت زیرقیمت را تجربه می‌کنند، در نتیجه، هزینه‌های تأمین مالی آنها از مجرای بازار سرمایه به واسطه کاهش دامنه اوراق بدهی شرکت و کاهش هزینه‌های پذیرهنویسی پایین می‌آید. بازار سرمایه نیز به نوبه خود به توسعه هرچه بیشتر بانک‌ها دامن می‌زند. بازارهای سرمایه بزرگتر به بانک‌ها اجازه می‌دهد در جهت بهبود غربال وام‌گیرنده‌ها، نظارت کارآمدتر بر سرمایه‌گذاری‌ها و پیام‌دهی وضعیت ریسک آنها به روش‌هایی دست یابند که از بررسی نسبت سرمایه به دارایی، فراتر می‌رود. همچنین، بازار سرمایه به پیام‌دهی ناشی از عملکرد بانک‌ها کمک شایانی کرده که نتیجه آن، تأمین مالی با قیمت‌هایی متناسب با سطح ریسک و شهرت بانک است. بازار سرمایه از مسیر دیگری نیز به توسعه بانک‌ها کمک می‌کند؛ به این صورت که بانک‌ها خدمت تبدیل کیفی دارایی‌ها^۱ را ارائه می‌کنند. آنها در مسیر این خدمت با ریسک‌های مالی مواجه می‌شوند. بازار سرمایه ابزار کافی برای مدیریت ریسک‌های بانک فراهم می‌آورد و به این ترتیب به توسعه نظام بانکی کمک می‌کند. در مجموع می‌توان گفت شاخص‌های مربوط به توسعه‌یافتگی بازار سهام ارتباط مستقیم و بالایی با توسعه واسطه‌گرهای دیگر مالی از جمله نظام بانکی دارند. به بیان دیگر، توسعه‌یافتگی این دو نظام لازم و ملزوم یکدیگر بوده و در کشورهایی که بازارهای سهام به خوبی توسعه یافته است، واسطه‌های دیگر مالی نیز توسعه‌یافتگی بالایی دارند.^۲

1. Qualitative Asset Transformation (QAT)

۲. تبریزی و رادپور (۱۳۹۱).

۳-۳. نظریه‌های ارتباط بازار پول و سرمایه

در مورد معماری نظام مالی و رابطه نسبی بانک و بازار سرمایه پژوهش‌های فراوانی انجام شده است. یافته‌های این پژوهش‌ها را می‌توان در سه شکل از تعامل بانک و بازار سرمایه خلاصه کرد: رابطه رقابت، رابطه مکمل بودن و رابطه تکامل مشترک.^۱ در زیر به صورت خلاصه به هر یک از این سه نوع رابطه پرداخته می‌شود.

۳-۳-۱. رابطه رقابت

مطابق دیدگاه رابطه رقابت،^۲ بانک‌ها و بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد رقیب یکدیگر محسوب می‌شوند. به این صورت که توسعه هر یک از این بخش‌های بازار مالی به هزینه عدم توسعه دیگری است. بنابراین، با توجه به نقش هر یک، قانون‌گذار به دنبال آن است که برای ایجاد توازن در توسعه این دو بازار، قوانین و مقررات مناسبی وضع کند. در این دیدگاه، برخی طرفدار نظام مالی بانک‌محور و برخی دیگر طرفدار نظام مالی بازارمحور هستند. طرفداران نظام‌های مالی مختلف، دلایلی را در مورد مزیت هر یک از این نظام‌های مالی ارائه می‌کنند. در ادامه با معرفی دیدگاه‌های متفاوت تأمین مالی، به نظریات طرفداران هر یک از این دیدگاه‌ها پرداخته می‌شود.^۳

الف) نظریات طرفداران نظام مالی بانک‌محور: دیدگاه سیستم مالی بانک‌محور بر نقش بانک‌ها در تجهیز منابع، معرفی طرح‌های تولیدی جدید، نظارت بر مدیران شرکت‌ها و مدیریت ریسک تأکید دارد. بسیاری از اقتصاددانان توسعه معتقدند تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها از طریق بانک‌ها نسبت به فروش سهام امکان‌پذیرتر است. بر اساس این دیدگاه، به دلیل فروش آسان سهام در بازارهای سرمایه، انگیزه کمتری برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت‌ها وجود داشته و این امر مانع نظارت بر شرکت‌ها و در نتیجه، کاهش بهره‌وری می‌شود. این در حالی است که در سیستم مالی بانک‌محور، به دلیل بهبود تقارن اطلاعاتی نسبت به بازارهای سرمایه، اعمال کنترل بر عملیات شرکت‌ها به مراتب بهتر بوده و این

۱. عبده تبریزی (۱۳۹۱).

2. Compete

۳. خیراندیش (۱۳۸۸).

امر با فراهم کردن ابزار کاهش‌دهنده ریسک، تجهیز منابع را ارتقا می‌بخشد. بانک‌محورها استدلال می‌کنند به دلیل پایین‌بودن هزینه‌های خروج از این بازار و تعدد مالکان (تقسیم مالکیت به اجزای کوچکتر)، انگیزه نظارت بر فعالیت مدیران و نیز اعمال کنترل بر عملکرد شرکت‌ها ضعیف است. براساس دیدگاه بانک‌محورها، بانک‌ها اختلالات ناشی از عدم تقارن اطلاعات را از طریق رابطه بلندمدت میان خود و بنگاه‌ها برطرف می‌کنند. در نتیجه، ترتیبات بانک‌محور نسبت به نظام بازارمحور، می‌تواند در تخصیص بهینه منابع و اعمال نظارت بر شرکت‌ها عملکرد بهتری داشته باشد. برخی از صاحب‌نظران نیز استدلال می‌کنند در کشورهایی که در مراحل اولیه رشد اقتصادی قرار دارند، به دلیل مهیا نبودن محیط قانونی و الزامات حقوقی، فعالیت‌های بازار سرمایه به خوبی حمایت نمی‌شوند. همچنین، به علت ضعف مقررات حسابداری در این کشورها، بانک‌ها در دریافت اطلاعات مالی از شرکت‌ها موفق‌تر از بازار سرمایه عمل کرده و به این ترتیب می‌توانند شرکت‌ها را برای ارائه اطلاعات و پرداخت بدهی‌هایشان تحت فشار قرار دهند و باعث توسعه صنایع شوند. افزون بر این، مطابق دیدگاه بانک‌محورها، واسطه‌گرهای مالی (بانک‌ها) نقش مهمی در نظام مالی از طریق کاهش هزینه‌های معاملات، امکان تسهیم ریسک و حل مسائل ناشی از انتخاب نامساعد و مخاطره اخلاقی ایفا کرده و امکان بهره‌مندی از بازارهای مالی را برای پس‌اندازکنندگان و قرض‌گیرندگان فراهم کرده و از این طریق کارایی اقتصاد را افزایش می‌دهند.^۱

ب) نظریات طرفداران نظام مالی بازارمحور: دیدگاه بازارمحور بر نقش مثبت بازارها در ارتقای سطح اقتصادی کشور، به دلیل کارایی بالای بازارهای سهام در ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران برای دریافت اطلاعات، اعمال کنترل بر شرکت‌ها و طراحی مناسب ترتیبات تأمین مالی تأکید می‌کند. براساس این دیدگاه، سیستم‌های مالی بر پایه بازار، در بهبود روند بلندمدت رشد، مؤثرتر از سیستم‌های مالی بانک‌محور هستند. انتقادهایی که این طیف بر نظام مالی بانک‌محور وارد می‌کنند، عبارتند از: دستیابی بانک‌ها به اطلاعات اصلی و داخلی شرکت‌ها با ایجاد رانت برای بانک‌ها، هزینه تأمین مالی سرمایه را برای شرکت‌ها افزایش می‌دهد. افزایش هزینه تأمین مالی سرمایه از طریق منابع بانکی، انگیزه

1- Demirguc Kunt, et al.(1990).

شرکت‌ها را برای پذیرش پروژه‌های پرریسک با بازدهی بالا از بین می‌برد. همچنین، بانک‌ها به‌طور ذاتی محافظه‌کار بوده و تمایل به تأمین مالی طرح‌های کم‌ریسک با بازدهی پایین را دارند. این امر به استراتژی‌های رشد آرام و محافظه‌کارانه منجر می‌شود. صاحب‌نظران این دیدگاه استدلال می‌کنند اگرچه بانک‌ها در حذف هزینه‌های گردآوری و پردازش اطلاعات مشابه کارآمد هستند، اما در شرایطی که گردآوری و پردازش غیراستاندارد است، ناکارآمد هستند. بنابراین، بانک‌ها ممکن است در موقعیت‌های جدید و نامطمئن مربوط به محصولات و فرایندهای ابداعی، گردآورنده و پردازشگرهای کارایی برای اطلاعات نباشند. انتقاد دیگر، حاکمیت شرکتی است. از آنجا که بانک‌ها همواره به نفع خود عمل می‌کنند، ممکن است با بنگاه‌ها علیه بستانکاران و سرمایه‌گذاران دیگر سازش کنند. همچنین، براساس دیدگاه طرفداران بازارمحور، بازارها ابزارهای مدیریت ریسک را متنوع و قابل انعطاف می‌کنند. اگرچه نظام‌های مالی بانک‌محور، ممکن است خدمات ارزان‌تری برای مدیریت ریسک در شرایط متعارف داشته باشند، اما نظام‌های بازارمحور انعطاف بیشتری در مورد ارائه محصولات خاص و مجموعه‌های غنی‌تر ابزارهای مدیریت ریسک دارند که با بلوغ و توسعه اقتصادی، نیاز بیشتری به آنها احساس می‌شود. در مجموع، طرفداران دیدگاه بازارمحور استدلال می‌کنند بازارهای سهام می‌توانند ناکارآمدی آسیب‌شناختی ساختار بازار مالی ذاتی بانک‌ها را کاهش داده و باعث تسهیل در تشکیل شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های جدید شوند.

۳-۲. رابطه مکمل بودن

بر اساس رابطه مکمل بودن^۱، بازار پول نیازهای متقاضیان وجوه کوتاه‌مدت و بازار سرمایه نیازهای متقاضیان وجوه بلندمدت را برآورده می‌کنند. بنابراین، این دو بازار مکمل و نه جایگزین یکدیگر بوده و هر یک به بخشی از متقاضیان و عرضه‌کنندگان وجوه خدمت‌رسانی می‌کنند. برحسب این دیدگاه در ارائه خدمات مالی، میان بازارها و بانک‌ها مبادله^۲ و جانشینی وجود ندارد. این دیدگاه با به حاشیه بردن بردن بحث بانک‌محور و بازارمحور، به این موضوع می‌پردازد که چگونه می‌توان عملکرد بانک‌ها و

1. Complementary

2. Trade-off

بازارها را بهبود بخشید. این دیدگاه بحث بانک و یا بازارمحور را از نظر عقلی رد نمی‌کند، بلکه بر این نکته تأکید می‌کند که بانک‌ها و بازارها می‌توانند خدمات تأمین مالی متفاوتی را برای ارتقای رشد ارائه کنند. در مجموع، می‌توان گفت این دو جزء نظام مالی، از طریق ارائه خدمات مالی مختلف، نظارت بر عملکرد شرکت‌ها، مدیریت ریسک و سرانجام تسهیل تجهیز پس‌اندازها می‌توانند به عنوان مکمل یکدیگر در فرایند توسعه ایفای نقش کنند.^۱

۳-۳-۳. رابطه تکامل مشترک

مطابق دیدگاه تکامل مشترک،^۲ در تحلیل‌های پیشین معماری نظام مالی، اوراق بهادارسازی^۳ و افزایش سرمایه بانک‌ها از طریق فروش سهام^۴ نادیده گرفته شده بود. براساس این دیدگاه، همان‌گونه که بانک‌ها از طریق بهبود غربالگری اعتباری^۵ تکامل می‌یابند، اعتبارات با کیفیت‌تر خود را در بازار سرمایه اوراق بهادارسازی می‌کنند. اوراق بهادارسازی دارایی‌های بانک‌ها در بازار سرمایه، با تشویق سرمایه‌گذار به مشارکت بیشتر، به تکامل بیشتر بازار سرمایه منجر می‌شود. با مشارکت بیشتر سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، افزایش سرمایه بانک از طریق فروش سهام ارزان‌تر شده و این امر بانک‌ها را قادر می‌سازد به قرض‌گیرندگان پرریسک‌تر نیز ارائه خدمت نموده و به این ترتیب با افزایش دامنه فعالیت واسطه‌گری بانک، این نهاد مالی تکامل یابد.^۶ به این ترتیب، رابطه تکامل مشترک بر پایه نقش بازار سرمایه در کاهش هزینه تأمین سرمایه بانک و نقش بانک در تبدیل به اوراق بهادار کردن استوار است. در مجموع می‌توان گفت مطابق این دیدگاه، توسعه بازارهای سرمایه به کاهش هزینه تأمین سرمایه بانک‌ها و در نتیجه، توسعه بانک‌ها می‌انجامد؛ بانک‌ها با هزینه‌های کمتری از طریق بازار سرمایه تأمین مالی کرده و وام‌های بیشتری اعطا می‌کنند. در واقع، از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن، بانک‌ها کیفیت اعتباری وام‌گیرندگان را تأیید کرده و بازار سرمایه وام‌گیرندگان را تأمین مالی می‌کند.

۱. خیراندیش، (۱۳۸۸).

2. Co-evolution
3. Securitization
4. Equity Capital
5. Credit Screening
6. Song and Thakor. (2010).

۳-۴. نقش شرکت‌های تأمین سرمایه و سوپر مارکت‌های مالی در تأمین مالی

فارغ از تقسیم‌بندی روابط در ساختار مالی، برخی نهادها وجود دارند که می‌توانند به‌طور هم‌زمان در بازارهای پول و سرمایه نقش فعالی را ایفا کنند. به عنوان نمونه، شرکت‌های تأمین سرمایه و سوپرمارکت‌های مالی را می‌توان نام برد که ماهیت و نوع فعالیت‌های آنها در ادامه به‌صورت کوتاه شرح داده خواهد شد.

۳-۴-۱. شرکت‌های تأمین سرمایه^۱

شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) در بیشتر موارد به عنوان واسطه میان انتشاردهندگان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران به فعالیت می‌پردازند و با تضمین اوراق بهاداری که برای نخستین بار توسط شرکت‌ها منتشر می‌شوند، کمک قابل توجهی به ناشران می‌کنند. افزون بر این، خدمات مشاوره تخصصی در زمینه‌های ادغام و تملک شرکت‌ها، تجدید ساختار و خصوصی‌سازی، کارگزاری، معامله‌گری، مدیریت عرضه عمومی، مدیریت وجوه، عملیات بازارسازی و برخی از عملیات بانکی نیز در زمره خدمات ارائه شده توسط این نوع بانک‌ها قرار می‌گیرد. برخی موارد این نوع خدمات در قالب بانکداری تجاری و در برخی دیگر به واسطه شرکت‌های اوراق بهادار^۲ گردآوری می‌شود. تمرکز بر نقش تضمین فروش اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری، نشان‌دهنده ضرورت وجودی این نوع نهاد مالی است. مشاوره و ساماندهی تمام امور مربوط به انتشار اوراق، مدیریت نشر، تضمین فروش، کارگزاری و معامله‌گری، مهم‌ترین نقش این بانک‌ها در بازار اولیه است. همراه بودن خدمات مشاوره‌ای با قیمت‌گذاری اوراق، بازاریابی و تضمین فروش کمک تخصصی‌تر و مؤثرتری نسبت به مشاوره صرف برای کسانی دارد که برای نخستین بار اقدام به انتشار اوراق می‌کنند. از سوی دیگر، تضمین فروش اوراق بهادار که به منزله فروش خدمات ریسکی به ناشران است، با انجام مطالعات کارشناسی دقیق در انتخاب نوع، حجم، زمان عرضه و قیمت عرضه با هدف به حداقل رساندن

1. Investment Banks
2. Securities Companies

ریسک عملیات انتشار صورت می‌پذیرد. استفاده از عملیات تضمین فروش فرعی^۱ به منظور پوشش ریسک ناشی از قیمت‌گذاری در نرخ‌ی که مشتری کافی وجود ندارد و بازبینی قیمت اولیه از ابزارهایی است که در این راستا به کار برده می‌شود.

نوع عملیات و برخورداری بانک‌های سرمایه‌گذاری از قابلیت توزیع اوراق بهادار، چگونگی تأمین مالی متقاضیان سرمایه را تحت تأثیر قرار داده و می‌تواند به چرخش این گروه از روش‌های تأمین مالی در بازار پول به روش‌های تأمین مالی در بازار سرمایه منجر شود. عملکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری در قبال ناشران به واسطه بررسی دقیق و جزئیات اطلاعات حسابداری ناشر و موقعیت او در صنعت و بررسی‌های دیگر کارشناسی، قیمت کارتری برای اوراق پیشنهاد می‌دهد و به واسطه شفافیت اطلاعاتی ایجاد شده، می‌تواند مشکل انتخاب نامناسب^۲ سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری با تضمین فروش اوراق بهادار ملزم به خرید اوراق فروش نرفته می‌شوند، حداکثر دقت خود را در تعیین قیمت مناسب و کاهش ریسک و جلوگیری از زیان به کار می‌بندند.

۳-۴-۲. سوپر مارکت‌های مالی^۳

بر اساس تعریف لغت‌نامه مالی بارونز^۴، سوپر مارکت مالی شرکتی است که خدمات گسترده و متنوع مالی را در زیر یک سقف ارائه می‌دهد. برای مثال برخی از مؤسسات مالی، خدمات بورس، اوراق با درآمد ثابت، بیمه و در برخی موارد مشاوره املاک را در کنار خدمات بانکی به مشتریان ارائه می‌کنند. برای مشتریان، مدیریت کردن تمامی دارایی‌ها با یک مؤسسه می‌تواند تبادلات مالی و برنامه‌ریزی را سهل‌تر و کارتر کند، زیرا دیگر نیازی به انتقال دائم پول از یک مؤسسه به مؤسسه دیگر نیست. برای مؤسسات نیز این روابط فراگیر بین حوزه‌های مالی مختلف از تخصصی شدن در یک جنبه مالی، سودآورتر است. مؤسسات مالی از این جهت انگیزه تبدیل شدن به سوپر مارکت مالی را دارند که تمام گردش مالی کسب و کار مشتریان را از آن خود کنند.

1. Subunderwriting

2. Adverse Selection

3. Financial Supermarket

4. Dictionary of Finance and Investment Terms, (Barron's Financial Guides)

مدل جدید این ساختار که در سال ۲۰۱۰ توسط هیدر لندی^۱ مطرح شد، بدین صورت است که در شعب بانک همچنان نیاز به مهارت‌های فروش متنوع و رفتار کل‌نگرانه مشتری وجود دارد، ولی تمامی ابعاد مالی مانند بانکداری تجاری، بانکداری تأمین سرمایه، بیمه، مدیریت دارایی، برنامه‌ریزی مالی و کسب و کارهای دیگر پول‌محور را در قالب یک برند تجمیع نمی‌کند. در این مدل، به فراخور موضوع و بدون تملک مشترک تمامی شخصیت‌های حقوقی، بستری را برای ارائه برخی از خدمات در شعبه بانک ارائه می‌کند. این بستر بر مبنای فناوری اطلاعات و با حفظ شخصیت حقوقی بنگاه‌های مالی و در قالب قراردادهای مشخصی بین ارائه‌دهنده و سرویس‌گیرنده، بنا نهاده می‌شود. در این رویکرد، از شبکه بانک به عنوان محلی برای فروش انواع خدمات مالی استفاده می‌شود. در این مدل دیگر نیازی به ادغام مؤسسات مالی با یکدیگر برای ارائه خدمات جدید و تربیت نیروی انسانی و آشنایی کامل با کسب و کار خدمات جدید نیست. در این راهکار، متصدیان باجه‌ها با داشتن دانشی معمولی و با سپری کردن دوره آموزشی کوتاهی، می‌توانند خدمات مورد نظر را ارائه کنند. همچنین، دو یا چند نهاد مالی (کارگزاران و بانک‌ها) بدون نیاز به ادغام مدیریت یا مالکیت، با عقد تفاهم‌نامه یا قرارداد جدید وارد این کسب و کار می‌شوند.^۲

از مهم‌ترین خدمات ارائه شده توسط این هلدینگ‌های مالی، خدمات تأمین سرمایه‌ای در قالب بانکداری سرمایه‌گذاری است. جدول زیر انواع بانک‌های سرمایه‌گذاری موجود در دنیا و حیطه وظایف هر یک را نشان می‌دهد، گفتنی است که ناظر شرکت‌های تأمین سرمایه ذکر شده بانک مرکزی است.^۳ در جدول ۴، طبقه‌بندی انواع شرکت‌های تأمین سرمایه و انواع خدماتی که ارائه می‌دهند، ذکر شده است.

1. Heather Landy

۲. نیکخواه (۱۳۹۳).

۳. آرام (۱۳۹۱).

جدول ۴. طبقه‌بندی شرکت‌های تأمین سرمایه و شرح وظایف

شرح وظایف	اسامی شرکت‌ها	انواع شرکت‌های تأمین سرمایه در دنیا	
خدمات تأمین سرمایه خدمات کارتی خدمات اوراق خزانه و اوراق بهادار مدیریت دارایی	گلدمن ساکس مرگان استنلی مریل لینچ	شرکت‌های تأمین سرمایه با خدمات کامل ^۲	سوپر مارکت مالی ^۱
خدمات تأمین سرمایه بانکداری شرکتی بانکداری تجاری معامله اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری با سرمایه خود مدیریت دارایی‌ها و خدمات اوراق بهادار خدمات مالی خرده‌فروشی خدمات کارتی	سیتی گروپ کردیت سوئیس جی پی مورگان	شرکت‌های هلدینگ تأمین سرمایه ^۳	
خدمات تأمین سرمایه بانکداری شرکتی	ساندلر اونیل گرین هیل لازارد	شرکت‌های تأمین سرمایه تخصصی ^۴	
خدمات تأمین سرمایه بانکداری تجاری	هامبرشت کویت	شرکت‌های تأمین سرمایه-بانک‌های تجاری ^۵	

مأخذ: لوین (۲۰۰۲)؛ آرام (۱۳۹۱) و یافته‌های این پژوهش.

1. Bulge Bracket Bank
2. Full Services
3. Major Bracket Firms and Foreign Bank
4. Boutique Bank
5. Regional Firms and Investment Banking in Commercial Banks

۴. مبانی تجربی

۴-۱. مطالعات تجربی ارتباط ساختارهای مالی و رشد اقتصادی

در چند دهه گذشته در خصوص اینکه سیستم مالی بانک محور مطلوب تر است یا سیستم مالی بازار محور، بحث‌های علمی فراوانی مطرح شده است. موفقیت سیستم بازار محور در آمریکا و انگلیس از یک سوی و از سوی دیگر، نقش اساسی نظام مالی بانک محور در پیشرفت اقتصادی آلمان و ژاپن موجب شد که هر دو سیستم بانک محور و بازار محور طرفداران خود را داشته باشند.^۱

بیشترین مطالعات تجربی بین‌المللی انجام شده در این زمینه، با هدف تبیین رابطه نوع ساختار مالی و رشد بلندمدت اقتصادی انجام شده است. با توجه به اینکه مرز مشخصی برای تشخیص ساختارهای بازار محور و بانک محور معرفی نشده است، تعیین نوع ساختار بازار در این مطالعات بیشتر موارد با استفاده از سه شاخص فعالیت نسبی، اندازه نسبی و کارایی نسبی بازار سرمایه نسبت به بازار پول و شاخص ترکیبی این سه شاخص صورت گرفته است. در جدول ۵، به طور خلاصه نتایج مطالعات تجربی صورت گرفته در این ارتباط ارائه شده است. همان طور که ملاحظه می‌شود، یافته‌های بیشتر پژوهش‌ها نشان می‌دهد که نوع ساختار مالی (بانک محور یا بازار محور بودن) بر عملکرد بخش حقیقی اقتصاد تأثیر معناداری نداشته و بخش حقیقی متأثر از عملکرد ساختار مالی است.

1. Chakraborty and Ray. (2006).

جدول ۵. نتایج مطالعات تجربی در مورد رابطه ساختار مالی و رشد اقتصادی

نام پژوهشگر	سال	نتیجه
گروشنکرون ^۱	۱۹۶۲	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 به تدریج جایگزین تأمین مالی غیرمستقیم می‌شود.
هلویگ و راجان ^۲	۱۹۹۱ ۱۹۹۲	بانک‌های پر قدرت بر اثر رانت‌های اطلاعاتی در دسترس خود و محافظت از شرکت‌های تأسیس شده‌ای که با بانک‌ها رابطه نزدیکی دارند، مانع رقابت و ابداعات جدید در بازار می‌شوند.
راجان ^۳	۱۹۹۲	تأمین مالی بازار محور علایم قیمتی را انتقال می‌دهد که موجب می‌شود بنگاه‌ها به سوی سرمایه‌گذاری‌های ارزشمند سوق داده شوند و در مقابل، سیستم بانک محور جریان نقدی بنگاه را تضعیف می‌کند. افزون بر این، سیستم بانک محور بر رشد کشورهای با سیستم قانونی و حقوقی ضعیف، مؤثرتر است، در حالی که سیستم بازار محور در سیستم‌های قانونی و حقوقی قوی مزیت دارد.
بوت و تاکور ^۴	۱۹۹۷	آنها در تحلیل‌های نظری خود راجع به معماری نظام مالی پیش‌بینی می‌کنند که نظام مالی بهینه بر اساس سابقه اعتباری وام‌گیرندگان گرایش‌های متفاوتی نسبت به واسطه‌گری بانک یا بازار خواهد داشت؛ به طوری که اگر سابقه اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً بد باشد، نظام مالی بهینه به واسطه‌گری بانک و در صورتی که سابقه اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً خوب باشد، به سمت واسطه‌گری بازار گرایش خواهد داشت. بنابراین، آنها به طور ضمنی واسطه‌گری بازار را نسبت به واسطه‌گری بانک، برتر می‌دانند؛ زیرا عدم تقارن اطلاعاتی در بانک‌ها ضعیف‌تر از بازار است.
لاپورتا و لوپز ^۵	۱۹۹۸	محیط قانونی سالم شرط لازم شکل‌گیری بازارهای سرمایه بزرگ است. محیط قانونی ناسالم به افزایش تمرکز مالکیت، کاهش دسترسی به تأمین مالی از طریق حق مالی، کوچک ماندن بازار حق مالی و بدهی منجر می‌شود. همچنین، در سیستم‌های قانونی‌ای که از اعتباردهندگان به شدت حمایت کرده و محیط‌های قانونی‌ای که به طور جدی تری اجرایی شدن قراردادهای را ضمانت می‌کنند، بازارهای بدهی و حقوق مالی عملکرد مؤثرتری دارند.

1. Gerschenkron
2. Hellwig and Rajan
3. Rajan
4. Boot and Thakor
5. La Porta and Lopez-de-Silanes

ادامه جدول ۵

بانک‌های قدرتمند در مقایسه با بازارهای رقابتی ^۲ بهتر می‌توانند بنگاه‌ها را به بازپرداخت بدهی‌های خود مجبور نمایند، به خصوص در کشورهایی با قابلیت ضعیف اجرای قراردادها. نبود چنین بانک‌هایی ممکن است موجب بی‌انگیزگی سرمایه‌گذاران در مشارکت در توسعه صنعتی کشورهایی فاقد این نوع مؤسسات شود.	۱۹۹۸	راجان و زینگلز ^۱
در رشد صنایع مختلف، تشکیل سرمایه جدید و تخصیص کارای سرمایه در کشورهای مختلف، بانک‌محور بودن یا بازارمحور بودن اهمیت ندارد.	۲۰۰۲	بک و لوین
نمی‌توان بیان کرد که کدام ساختار مالی بر رشد اثر بیشتری داشته و نرخ رشد بستگی به کارایی نهادهای مالی و حقوقی دارد؛ اما سیستم بانک‌محور به‌رغم اینکه در رشد با سیستم بازارمحور یکسان است، عملکرد بهتری در ابعاد دیگر داشته و به عنوان مثال سرمایه‌گذاری سرانه بالاتری دارد و در این سیستم، توزیع درآمد بهتر است.	۲۰۰۶	چاکرابورتی و رای
نظام تأمین مالی بازارمحور به کاراتر شدن انباشت سرمایه منجر می‌شود، در حالی که سیستم بانک‌محور در یک اقتصاد توسعه‌یافته مالی موجب بالا رفتن بهره‌وری می‌شود، اما یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که ساختار مالی بر عملکرد حقیقی اقتصاد اثر معناداری ندارد.	۲۰۱۰	یونزاوا و عزیز

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

۴-۲. تجارب کشورها در ارتباط با ساختار مالی بانک‌محور و بازارمحور

۴-۲-۱. کشورهای بانک‌محور

ساختار صنعتی کشورهای موفق با ساختار مالی بانک‌محور با تمرکز بر تولید و درصد بالای بنگاه‌های کوچک و متوسط شکل گرفته است. در زمان رشد خیره‌کننده اقتصاد این کشورها در دوره بازسازی پس از جنگ جهانی دوم، صنایع کلیدی از طریق وام بانکی تأمین مالی می‌شدند و سطوح کمتری از نابرابری درآمدی و پس‌اندازهای بالا داشته‌اند. در دهه‌های نخست پس از جنگ جهانی، این کشورها کسری بودجه زیادی داشتند، بنابراین، انتشار اوراق قرضه دولتی در بازار سرمایه کم بوده است. از آلمان و ژاپن به عنوان طلایه‌داران نظام مالی بانک‌محور نام برده می‌شود که در ادامه نکاتی درباره ساختار مالی این دو کشور بیان خواهد شد.

1. Rajan and Zingales

2. Atomistic Markets

الف) آلمان: یکی از کشورهای توسعه یافته با نظام مالی بانک محور، آلمان است. سیستم قانون گذاری مالی در این کشور به صورت یک فرآیند سیاست گذاری صنف محور و مبتنی بر رضایت طرفین است؛ به طوری که انجمن های بانکداری در مرکز فرآیند سیاست گذاری قرار دارند و یک انجمن می تواند به تنهایی تغییرات را وتو کند. از سوی دیگر، نهاد قانون گذاری و نظارت بر اوراق مشتقه که در غیبت سیستم قضایی برای حمایت از سیستم قانون محور نیاز است، بسیار ضعیف عمل می کند. در واقع، سیستم قانون گذاری مالی که در آلمان استفاده می شود، ترکیبی از عوامل صنفی سنتی و نهادهای قانون گذاری لیبرال آمریکا است.^۱ بخش اصلی نظام بانکی این کشور شامل بانک های جامع، بانک های تجاری، بانک های پس انداز عمومی و بانک های تعاونی است. بانک های رهنی، نظام بیمه سپرده ها، صندوق های سرمایه گذاری مشترک، مؤسسات رتبه بندی و مؤسسه تسویه اوراق بهادار به همراه نهاد ناظر بر سیستم، اجزای دیگر تشکیل دهنده نظام مالی آلمان هستند.

مقام نظارتی مالی فدرال (بافین^۲) از آوریل ۲۰۰۲ به بعد با ادغام سه دفتر نظارتی پیشین (بانک ها، بیمه ها و بازار سهام) در راستای همگرایی بازارهای سهام، بیمه ها و مؤسسات سپرده پذیر شروع به فعالیت کرده است. تغییرات سریع بازار سهام و امکان تقسیم ریسک میان بازیگران نظام مالی، مهم ترین دلیل برای ایجاد نهاد یکپارچه نظارتی عنوان شده است. چارچوب قانونی اصلی برای نظارت بانک ها، قانون عملیات بانکداری است که فعالیت های بانک های رهنی، اوراق قرضه بخش خصوصی و عمومی، مؤسسات وام و ساختمان را نیز پوشش می دهد. با توجه به تنظیم قوانین نظارت بانکی بر اساس اقتضات بازار آزاد، بافین در نظارت بر نهادهای بازرسی شده بر نگهداری مقادیر کافی سرمایه به منظور آمادگی مبارزه با ریسک های بدهی بانکی، ریسک های قیمتی بازار و ریسک های دیگر عملیاتی تأکید دارد. از سوی دیگر، پایش نوع و مقیاس فعالیت های سازمان های سپرده پذیر، افشاگری اطلاعات و حداقل معیارها در این زمینه به همراه رصد فعالیت های خارجی نهادهای تحت نظارت از موضوع های دیگر مورد توجه است. نظارت بر بازار سهام با هدف افزایش شفافیت بازار و حمایت از

۱. باقری. (۱۳۹۱).

2. Bundestalt Fur Finanzdienstleistung Saufsicht (Bafin)

سرمایه‌گذاران بر اساس قانون عملیات تجارت سهام و قوانین دیگر مرتبط انجام می‌شود. این نظارت با تمرکز بر ایجاد تقارن اطلاعاتی و مبارزه با اطلاعات نادرست و ناقص و حذف زمینه بازی با قیمت‌ها انجام می‌پذیرد. گفتنی است، بافین به عنوان یک سازمان عمومی قانون‌گذار به‌طور مستقیم به دولت فدرال، به عنوان تابعی از قانون و نحوه نظارت وزیر مالیه، پاسخگو است.

جدول ۶. نمایی کلی از اجزای نظام مالی آلمان

انجام امور سهام، اوراق قرضه و خدمات کارگزاری، مبادلات ارزهای خارجی و ارائه خدمات بانکداری بین‌المللی، سرمایه‌گذاری و تعاونی	بانک‌های جامع
دریافت سپرده و ارائه وام‌های کوتاه‌مدت برای مقاصد تجاری	بانک‌های تجاری
جذب سپرده‌های خرد با بهره پایین و ارائه خدمات در محدوده فعالیت هر بانک	بانک‌های پس‌انداز عمومی
ارائه خدمات به اعضای گروه‌های تعاونی و برخی خدمات به غیر اعضا در سطوح ملی و محلی یا شهری و روستایی	بانک‌های تعاونی
بیمه سپرده‌ها در سال ۱۹۶۶ تأسیس و از سال ۱۹۹۸ به بعد برای بانک‌های تجاری اجباری شد. نرخ بیمه در قالب جداول و طرح‌های ویژه‌ای از ۰/۰۰۴ تا ۰/۱ درصد است.	بیمه سپرده‌ها
شامل صندوق‌های خرده‌فروشی و صندوق‌های خاص با ساختاری بسیار متمرکز است.	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
اهمیت شفافیت و تقارن اطلاعات در بازارهای مالی مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی مانند مودیز، استاندارد اند پورز و فیچ در این کشور فعالیت می‌کنند.	مؤسسات رتبه‌بندی
مؤسسه کلراستریم ^۱ تسویه انواع اوراق بهادار معامله شده در بازارهای بورس داخلی داخلی و برخی بازارهای خارجی و نیز معاملات اوراق بهادار بازارهای فرابورس را بر عهده دارد.	مؤسسه تسویه اوراق بهادار

مأخذ: فقهی کاشانی و همکاران. (۱۳۹۲).

ب) ژاپن: از یک سوی، ریسک‌گریزی پس‌اندازکنندگان ژاپنی و از سوی دیگر، کاستی ساختارهای مناسب برای عملکرد بهینه بازار سرمایه در ژاپن، از علل اصلی شکل‌دهی ساختار مالی بانک‌محور در این کشور است. افزون بر این، گستردگی تأمین مالی عمومی به‌ویژه نقش سیستم پس‌انداز پستی و پایین بودن نرخ‌های بهره بانکی، موجب استقبال متقاضیان از تأمین مالی از طریق سیستم بانکی شده است. بانکداری تعاونی، بانک‌های پس‌انداز و سیستم بیمه سپرده در قالب بازار پول و شرکت‌های سرمایه‌گذاری امین، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری و مؤسسه پایاپای و تسویه اوراق بهادار در قالب بازار سرمایه به همراه نهاد ناظر مهم‌ترین اجزای تشکیل‌دهنده سیستم مالی ژاپن هستند.

در قالب الگوی بانکداری اصلی، بخش بزرگی از بانک‌ها و صنایع با هم پیوند خورده‌اند. در این روش، بانک‌ها با تشکیل یک ائتلاف غیررسمی یا اتحادیه، هر یک تعدادی شرکت را زیر نظر دارند. بانک‌های دیگر عضو این اتحادیه به اعتماد بانکی که بانک اصلی نامیده می‌شود، منابع مالی خود را در قالب اعطای تسهیلات یا خرید سهام در اختیار آن واحد اقتصادی قرار می‌دهند.

از سوی دیگر، برای هر مجموعه‌ای از شرکت‌ها، یک بانک نقش اصلی و بانک‌های دیگر نقش پیرو را بر عهده دارند. در این نظام، بانک‌ها سهام‌دار شرکت‌ها هستند و بخش عمده‌ای از سهام واحدهای اقتصادی در اختیار بانک‌های عضو اتحادیه غیررسمی است. بانک اصلی نسبت به بانک‌های دیگر سهم بیشتری در اعطای تسهیلات داشته و مسئول نظارت بر واحدهای اقتصادی زیرمجموعه خود است. بانک و بنگاه‌های مشتری به طور متقابل سهام یکدیگر را در دست دارند. بر اساس قوانین جاری، میزان سهامی که بانک می‌تواند در اختیار داشته باشد، ۵ درصد سهام هر شرکت است؛ اما مجموعه بانک‌های عضو اتحادیه‌های غیررسمی، بخش اصلی سهام را در اختیار دارند.

واحدهای اقتصادی به لحاظ مدیریتی از بانک‌ها مستقل هستند و بانک نمی‌تواند به جای بنگاه تصمیم‌گیری کند، از سوی دیگر، واحدهای اقتصادی نیز سهام بانک را در اختیار دارند؛ اما شرکت‌های سهام‌دار به قدری متنوع هستند که در عمل بانک‌ها از استقلال برخوردارند. در مواقع عادی مداخله بانک در امور واحدهای اقتصادی ناچیز است، اما هنگامی که شرکت‌ها با مشکلات شدیدی مواجه می‌شوند، زمام امور به دست بانک می‌افتد.

بخش اصلی وام‌هایی را که هر واحد اقتصادی دریافت می‌کند، بانک اصلی بر عهده دارد؛ اما تنها وام‌دهنده نیست. با این حال، بانک اصلی مسئول نظارت بر امور بنگاه است، به بیان دیگر، نظارت بنگاه به آن تفویض شده است؛ زیرا بانک‌های دیگر با همان شدت بر کار بنگاه‌های وام‌گیرنده نظارت نمی‌کنند و متکی به قضاوت بانک اصلی هستند. ارتباط بانک اصلی و واحدهای اقتصادی در قالب ۵ نوع خدمت در مقاطع زمانی مختلف در جدول ۷، خلاصه شده است.^۱

ساختار نهاد ناظر خدمات مالی^۲ در برگزیده چند بخش اصلی شامل دفتر برنامه‌ریزی و هماهنگی، کمیسیون نظارت بر مبادلات اوراق بهادار و دفتر حسابرسی و نظارت مؤثر و بخش‌های دیگر جانبی است. دفتر برنامه‌ریزی و هماهنگی با ایجاد ارتباط میان اجزای دیگر نهاد ناظر، به ارزیابی سیاستی، فعالیت‌های بین‌المللی و فعالیت‌های پژوهشی و آموزشی می‌پردازد. افزون بر این، توجه ویژه‌ای به چگونگی مدیریت و نظارت بر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های بورسی و نهادهای دیگر مالی دارد. در سال‌های اخیر بخش نظارت تخصصی نمودن بخش‌های متناظر بر هر گروه بانکی را به منظور تقویت نظام مالی هدف قرار داده است؛ بدین منظور نظارت هر گروه بانکی به یک واحد مخصوص سپرده می‌شود. کمیسیون نظارت بر مبادلات اوراق بهادار نیز برای بررسی قوانین مربوط به بازارهای سهام و بازارهای آتی مالی تأسیس شده که با اختصاص دفاتری بر عملیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، به منظور جلوگیری از جرایم و فعالیت‌های غیرقانونی تجاری، نظارت دارد.

جدول ۷. نوع ارتباط نظام بانکی ژاپن با واحدهای اقتصادی

وضعیت مالی بنگاه				شرح	نوع ارتباط بانک اصلی با واحد اقتصادی
بحرانی	معمولی	مطلوب	عالی		
**	*	(*)		اعطای تسهیلات	
		*	(*)	خدمات انتشار اوراق قرضه	
*	*	*	*	سهام‌داری	
*	*	*	*	مدیریت حساب‌ها و منابع شرکت	
**	*	(*)	(*)	ارائه اطلاعات و منابع مدیریتی	

* نشانه ایفای این نقش در این وضعیت مالی است.

** نشانه ایفای جدی این نقش در این وضعیت مالی است.

(*) نشانه ایفای ضعیف این نقش در این وضعیت مالی است.

۱. میدری، (۱۳۹۲).

۴-۲-۲. کشورهای بازارمحور

برای بررسی ساختار مالی کشورهای بازارمحور، ساختار مالی و ارکان تشکیل دهنده، کشورهای آمریکا و انگلستان به عنوان الگوهای شاخص این نوع نظام مالی تشریح شده است.

الف) ساختار نظام مالی آمریکا: قدمت طولانی در کنار حجم انبوه سپرده‌های سپرده‌گذاران و تمایل زیاد متقاضیان برای تأمین وجوه از بازار سرمایه از ویژگی‌های نظام مالی آمریکا است. به دلیل رقابت شدید در بازارهای مالی، این کشور در عرصه معرفی ابزارهای متنوع و جدید پیشگام بوده است. در بازار مالی ایالات متحده آمریکا سه گروه از واسطه‌های مالی فعالیت می‌کنند؛ گروه اول، واسطه‌های سپرده‌پذیر هستند که شامل بانک‌های تجاری، بانک‌های پس‌انداز، بانک‌های وام و پس‌انداز، تعاونی‌های اعتباری و شرکت‌های تأمین مالی هستند. واسطه‌های قراردادی شامل شرکت‌های بیمه عمر، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه بوده و واسطه‌های رابط^۱ شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های امانی سرمایه‌گذاری مستغلات و دارایی‌های حقیقی هستند. دو نکته حائز اهمیت در این تقسیم‌بندی وجود دارد؛ نخست آن که بخش اصلی واسطه‌های سپرده‌پذیر در بازار پول فعالیت می‌کنند و دیگر آن که نقش اصلی واسطه‌های رابط در بیشتر موارد تسهیل در خلق و مبادله انواع اوراق بهادار است که به‌طور عمومی قابل مبادله هستند.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دو بخش کلی تقسیم می‌شوند؛ صندوق‌های با سرمایه متغیر یا همان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در قالب فروش سهام جدید و خرید سهام فرخته شده از متقاضیان فعالیت کرده و بر حسب میزان دارایی‌های تحت کنترل پس از بانک‌های تجاری و اتحادیه‌های اعتباری قرار دارند؛ اما صندوق‌های با سرمایه ثابت مانند هر شرکت سهامی دیگر، سهم می‌فروشند، اما سهام خود را باز خرید نمی‌کنند. قیمت سهام این نوع صندوق‌ها بر اساس عرضه و تقاضا تعیین شده که می‌تواند کمتر یا بیشتر از ارزش خالص دارایی آن سهم باشد. برخی دیگر از نهادهای فعال در این نظام مالی به اختصار در جدول ۸، ذکر شده است.

جدول ۸. برخی از نهادهای فعال در نظام مالی آمریکا

بانک‌های تعاونی	فعالیت در حوزه توسعه روستایی و کشاورزی در قالب ارائه خدمات به اعضای خود
بانک‌های پس‌انداز	دارای ساختار مالکیت مشترک و با هدف تشویق طبقه کارگر به پس‌انداز
بیمه سپرده	بیمه سپرده‌های بانک‌های تجاری و مؤسسات مالی سپرده‌پذیر و سپرده مؤسسات وام و پس‌انداز تا مبلغ محدود تحت نظارت مؤسسه بیمه سپرده‌های فدرال
شرکت‌های سرمایه‌گذاری	در قالب صندوق‌های سپرده‌گذاری با سرمایه متغیر و با سرمایه ثابت فعالیت می‌کنند.
بانکداری سرمایه‌گذاری	پس از تصویب قانون گرام-بیچ-بیلی در سال ۱۹۹۹، صنعت مالی آمریکا شاهد ادغام‌های بزرگی میان بانک‌ها، مؤسسات بیمه و سرمایه‌گذاری بود. این هلدینگ‌های مالی در شاخه‌های مختلف مانند خرده‌فروشی یا سرمایه‌گذاری‌های بزرگ فعالیت می‌کنند.
مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری	تسلط بازار سرمایه بر سیستم مالی و اهمیت شفافیت اطلاعات باعث شد تا نخستین مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری در آمریکا تأسیس شود. رقابت زیاد در این دوره و استفاده از بازدهی نسبت به مقیاس، موجب شد تا ادغام‌های فزاینده‌ای در این مؤسسات صورت گیرد.
مؤسسه پایاپای و تسویه اوراق بهادار	به دلیل گستره وسیع سیستم مالی و نقش مهم بازار سرمایه، چهار نهاد برای تسویه مبادلات اوراق بهادار با حوزه‌های عملکرد مختلف، در آمریکا فعالیت می‌کنند.
نهاد ناظر	نظارت بر بازار پول توسط فدرال رزرو، بازار سرمایه توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار و صنعت بیمه توسط انجمن ملی مدیران بیمه انجام می‌شود.

مأخذ: فقهی کاشانی و همکاران (۱۳۹۲).

وظیفه نظارت بر نظام مالی در آمریکا به سه بخش تقسیم شده است؛ بازار پول به وسیله فدرال رزرو که شامل دو بخش هیأت رئیسه و فدرال رزروهای منطقه‌ای است، پایش می‌شود. فدرال رزرو موظف است سیاست پولی آمریکا را با هدف دستیابی به حداکثر اشتغال، ثبات قیمت‌ها و نرخ‌های بهره معتدل در بلندمدت هدایت نماید. پس از بحران ۱۹۳۰، کمیسیون بورس و اوراق بهادار موظف به نظارت بر عملکرد بازار سرمایه شد. ۴ بخش و ۱۸ دفتر این کمیسیون موظف به ایجاد ساختاری هستند که هدف آن حمایت از سرمایه‌گذاران، دستیابی به بازارهای کارا و عادلانه و تسهیل شکل‌گیری سرمایه در کشور است. انجمن ملی مدیران بیمه به عنوان یک نهاد مشاوره‌ای و ارائه‌دهنده خدمات لازم به مقررات‌گذاران ایالتی، وظیفه نظارت بر صنعت بیمه را بر عهده دارند. ترویج بازارهای رقابتی،

تسهیل رفتار مناسب با بیمه‌شدگان، بهبود اعتبار، توانایی پرداخت دیون، استحکام مؤسسات بیمه و بهبود مقررات ایالتی صنعت بیمه از وظایف دیگر این نهاد است.

ب) ساختار نظام مالی در انگلستان: بانک‌های تجاری، مؤسسات وام و ساختمان، مؤسسات تنزیل، بانکداری تعاونی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، مؤسسه پایاپای و تسویه اوراق بهادار و نهاد ناظر مهم‌ترین اجزای تشکیل‌دهنده نظام مالی انگلستان هستند. وجود مؤسسات وام و ساختمان و مؤسسات تنزیل در این ساختار از جمله وجوه تمایز نظام مالی انگلستان با کشورهای دیگر است (جدول ۹).

جدول ۹. نهادهای فعال در نظام مالی انگلستان

بانک‌های تجاری	ارائه انواع خدمات پولی و بانکی
مؤسسات وام و ساختمان	علاوه بر فعالیت در حوزه مسکن، برخی از خدمات بانکی و انواع بیمه را نیز ارائه می‌کند.
مؤسسات تنزیل	خرید و فروش اوراق خزانه و ابزارهای دیگر پولی مانند بروات بانکی و تجاری
بانک‌های تعاونی	ارائه خدمات مالی با هدف حفظ ارزش‌های زیست محیطی و اخلاقی در کنار سودآوری
شرکت‌های سرمایه‌گذاری	در قالب دو نوع غیرفعال و امانی تقسیم‌بندی می‌شوند که مشابه با صندوق‌های با سرمایه متغیر و ثابت در آمریکا هستند.
مؤسسات رتبه‌بندی	اهمیت شفافیت اطلاعات باعث شده مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی مانند فیچ، مودیز و استاندارد اند پورز در لندن دفاتر خود را فعال نمایند.
مؤسسه پایاپای و تسویه اوراق بهادار	سازمان کرسکو ^۱ به عنوان عضوی از گروه پایاپای اروپا این وظیفه را بر عهده دارد.
نهاد ناظر	بر اساس قانون بازارها و خدمات مالی اف.اس.آی به عنوان نهاد واحد قانون‌گذار و ناظر بر بازار مالی از سال ۲۰۰۱ به بعد فعالیت خود را آغاز کرد. از سال ۲۰۱۳ ساختار نظارتی انگلستان به ساختار دو نهاد ناظر پی.آر.آی و اف.سی.ای مانند سال‌های پیش از ۲۰۰۱ تبدیل شد.

مأخذ: فقهی کاشانی و همکاران. (۱۳۹۲).

وجود ۶۳ مؤسسه وام و ساختمان با دارایی بالا، باعث شده تا این مؤسسات علاوه بر پرداخت وام در حوزه مسکن، خدمات دیگری مانند حساب‌های جاری، کارت‌های بدهی، وام‌های تضمین‌نشده و انواع بیمه را نیز ارائه کنند. این نوع مؤسسات با برخورداری از نسبت‌های بالای سرمایه و دارایی‌های با کیفیت، سودآوری کمتری نسبت به بانک‌های کوچک دارند، اما در مقابل، نرخ‌های ارزان‌تری برای رهن و انواع خدمات مالی پیشنهاد می‌دهند.

نقش مؤسسات تنزیل به عنوان یک شرکت خصوصی، خرید و فروش اوراق خزانه و ابزارهای دیگر پولی مانند بروات بانکی و تجاری است. این مؤسسات موظفند که کل اسناد خزانه را که به صورت هفتگی عرضه می‌شود، به‌طور مستقیم یا به نیابت از بانک‌های دیگر خریداری کنند. همچنین، به عنوان یک مؤسسه واسط میان بانک‌ها، در بازار بین بانکی فعال بوده و بانک‌هایی که متقاضی دریافت هستند، می‌توانند از محل فروش اوراق کوتاه‌مدت و یا دریافت وام مستقیم از خدمات مؤسسات تنزیل استفاده کنند. افزون بر این، این مؤسسات به‌منظور دریافت وام از بانک مرکزی انگلستان می‌توانند اوراق بهادار خود را با نرخ بهره معاملاتی (نرخ بهره بانک مرکزی انگلستان) به این نهاد بفروشند.

از سال ۲۰۰۱ به بعد اف اس آی^۱ به عنوان نهاد ناظر یکپارچه و مقام مستقل غیردولتی در نظام مالی این کشور به رسمیت شناخته شد. وظایف این نهاد شامل قانون‌گذاری، بازرسی و نظارت بر خدمات مالی ارائه شده در نظام مالی انگلستان و ایجاد کارآیی، انضباط عادلانه و بی‌طرف و اطمینان خاطر از دستیابی مصرف‌کنندگان به خدمات مالی عادلانه است. رویکرد مبتنی بر ریسک، به‌ویژه در حوزه نظارت، به عنوان بهترین روش برای رسیدن به اهداف یادشده در نظر گرفته شده است که فعالیت نظارت و پایش نظام مالی را در اولویت قرار می‌دهد. از سال ۲۰۱۳ این نهاد نظارتی یکپارچه به نهاد ناظر دوگانه مانند سال‌های پیش از ۲۰۰۱ بازگشت. بر اساس ساختار جدید، پی‌آر‌آی^۲ بانک

1. Financial Stability Institute
2. Prudential Regulatory Authority

مرکزی انگلستان مسئول نظارت بر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، مؤسسات وام و ساختمان و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و اف.سی.ای^۱ مسئول نظارت بر نهادهای دیگر مالی شد.

۴-۴. تجارب سیاستی استخراج شده

ساختار مالی کشورها در قالب سه مدل بانک‌محور، بازارمحور و دیدگاه خدمات مالی قابل تقسیم‌بندی است. مزایای دیدگاه بانک‌محور بر اساس تأکید بر نقش بانک‌ها در تجهیز منابع، معرفی پروژه‌های جدید و مدیریت ریسک استوار است که نتیجه آن، کارایی بیشتر در خصوص کسب اطلاعات درباره شرکت‌ها و نظارت بهتر بر عملکرد مدیران خواهد بود. با در نظر داشتن ماهیت غیرانتفاعی بانک‌های پس‌انداز و تعاونی در هر دو ساختار، نقش آفرینی و قدرت این نهادها در نظام مالی بانک‌محور بسیار پررنگ‌تر از نظام مالی بازارمحور است. همچنین، ویژگی‌های فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی کشورها و تمایل مردم به نگهداری سپرده‌های بانکی در مقابل انواع دیگر دارایی، باعث شده تا بیشتر عرضه وجوه خانوارها به صورت سپرده بانکی درآید.

از سوی دیگر، نظرات طرفداران نظام بازارمحور بر اساس کارایی بازار اقتصادی در ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران برای کسب اطلاعات، نقش مؤثری در روند بلندمدت رشد اقتصادی و انتقادات موجود در حوزه مشکلات ناشی از قدرت بانک‌ها و نفوذ بر شرکت‌ها، استوار شده است. سهم بیشتر انواع اوراق بهادار و سهام در سبد دارایی‌های ساکنان آمریکا و انگلستان، بیانگر تمایل بیشتر این افراد به نظام مالی بازارمحور است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان رکن اساسی این ساختار مالی نقش و اهمیت ویژه‌ای در اقتصاد دارند، به طوری که بیشتر تغییرات کلیدی در مقررات حاکم بر نظام مالی در حوزه این نهاد صورت گرفته است.

در مقابل این دو دیدگاه، طرفداران دیدگاه خدمات مالی بر ترتیبات و نهادهای مالی- قراردادهای، بازارها و واسطه‌ها- تأکید داشته و بیان می‌کنند که این ترتیبات و نهادها برای برطرف کردن عیوب و موانع بازار و ارائه خدمات مالی به وجود آمده‌اند، به این معنا که ترتیبات مالی به منظور

ارزیابی فرصت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری، اعمال کنترل شرکتی، تسهیل مدیریت ریسک، بالابردن نقدینگی و تسهیل تحرک پس‌انداز بوده و نوع ساختار مالی در دستیابی به این اهداف چندان مؤثر نیست؛ بنابراین، برخی صاحب‌نظران پیشنهاد اجرای الگویی را داده‌اند که در آن مقام ناظر همه نظام مالی، شخصیتی واحد داشته باشد. میزان ارتباطات متقابل بخش‌های یک نظام مالی یکی از دلایل اصلی ادغام سازمان‌هاست. مقام ناظر واحد در نقش نظارت‌کننده‌ای است که بر فعالیت تمام عرضه‌کنندگان خدمات مالی در بازار پول و سرمایه نظارت می‌کند. این نهاد مستقل و غیردولتی که موقعیت قانونی خود را با تصویب قانون جدیدی دریافت خواهد کرد، منابع مالی لازم برای فعالیت آن از محل دریافت کارمزد از مؤسسات تحت نظارت تأمین خواهد شد. هدف مقرراتی که این دستگاه نظارتی وضع می‌کند، ارتقای سطح اطمینان به بازارهای مالی، ثبات مالی، حمایت از پس‌اندازکنندگان و کاهش جرایم مالی است.

علت تشکیل مقام مالی ناظر واحد در بسیاری از کشورها در بیشتر موارد کارایی این ساختار نسبت به ساختارهای پراکنده نظارتی تعریف شده است که البته این کارایی به تخصیص منابع برمی‌گردد. موقعیت مقام ناظر اجازه می‌دهد که نگاهی مشابه به پهنه کل صنعت مالی داشته باشد و منابع مالی و انسانی نظارتی را به مراکزی که بیشتر مورد نیاز است، تخصیص دهد.

به‌طور کلی، کارایی نظام مالی صرف نظر از ساختار آن، نیازمند زیرساخت‌هایی در زمینه فعالیت نهادهای مالی مختلف است. بررسی کشورهای پیش‌گفته نشان می‌دهد ساختار متناسب نهاد ناظر، وجود نظام بیمه سپرده‌ها و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در افزایش کارایی و کنترل ریسک‌های مترتب بر فعالیت مالی نقش مهمی ایفا می‌کند.

۵. بازارهای مالی در ایران

۵-۱. تاریخچه بازار مالی ایران

همان‌طور که در جدول ۱۰ مشاهده می‌شود، تحولات بازار مالی در ایران را می‌توان به دو دوره پیش و پس از انقلاب تقسیم کرد:

جدول ۱۰. تاریخچه بازار مالی ایران

نهادهای واسطه‌ای فعال	وقایع مهم و قوانین مصوب	دوره تاریخی
<ul style="list-style-type: none"> • بانک‌های مشترک ایرانی-خارجی • بانک‌های دولتی و خصوصی • شرکت‌های سرمایه‌گذاری ملی • شرکت‌های کارگزاری 	<ul style="list-style-type: none"> • ایجاد بانک مرکزی در سال ۱۳۳۹ • تصویب قانون بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۴۶ • در یازده سال فعالیت بورس در دوره نخست، تعداد شرکت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته شده از ۶ شرکت در سال ۱۳۴۶ به ۱۰۵ شرکت در سال ۱۳۵۷ افزایش یافت. 	پیش از انقلاب
<ul style="list-style-type: none"> • بانک‌های تجاری و تخصصی • شرکت‌های کارگزاری • شرکت‌های سرمایه‌گذاری 	<ul style="list-style-type: none"> • تصویب لایحه قانونی اداره امور بانک‌ها در تاریخ ۱۷ خرداد ۱۳۵۸ در شورای انقلاب که ۳۶ بانک تجاری و تخصصی کشور در قالب ۹ بانک شامل ۶ بانک تجاری و ۳ بانک تخصصی ادغام و ملی شدند. • تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در تیر ماه ۱۳۵۸ و ایجاد سازمان سازمان صنایع ملی ایران • بر اثر ملی شدن بانک‌ها، بیمه و صنایع کشور تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی پذیرفته شده در بورس از آن خارج شدند؛ به طوری که تعداد آنها از ۱۰۵ شرکت و مؤسسه اقتصادی در سال ۱۳۵۷ به ۵۶ شرکت در پایان ۱۳۶۷ کاهش یافت. • در سال ۱۳۶۲ داد و ستد اوراق قرضه به دلیل داشتن بهره مشخص، ربوی تشخیص داده شد و به این ترتیب بورس تهران که از اوایل دهه ۱۳۶۰ روی اوراق سهام شرکت‌ها نیز فعالیتی نداشت یک دوره رکود را آغاز کرد که تا پایان سال ۱۳۶۷ ادامه یافت. • پایان جنگ تحمیلی در سال ۱۳۶۸ و آغاز دوره سازندگی. تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین ساز و کارهای اجرایی بهسازی اقتصاد ملی به شمار می‌آمد؛ به طوری که تعداد شرکت‌ها از ۵۶ شرکت در سال ۱۳۶۷ به ۴۰۷ شرکت در سال ۱۳۸۴ افزایش یافت. • در سال‌های آغازین دهه ۱۳۸۰ بانک‌های خصوصی و مؤسسات پولی و بانکی هم در عرصه فعالیت‌های اقتصادی و بانکداری ایران وارد شدند. • در این دوره، نهاد ناظر بر بازار پول و سرمایه بانک مرکزی بوده است. 	پس از انقلاب سال ۱۳۸۴

ادامه جدول ۱۰.

<ul style="list-style-type: none"> • بانک‌های تجاری • مؤسسات پولی بانکی و غیربانکی • لیزینگ‌ها • شرکت‌های کارگزاری • شرکت‌های سرمایه‌گذاری • شرکت‌های تأمین سرمایه • شرکت‌های سبدگردان • مشاور عرضه و پذیرش 	<ul style="list-style-type: none"> • تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار در یکم آذرماه ۱۳۸۴ • ابلاغ اصل ۴۴ قانون اساسی و آغاز واگذاری شرکت‌های دولتی • تصویب قانون "توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید" در آذر ۱۳۸۸ • تشکیل نهاد ناظر بازار سرمایه • تأسیس نهادهای مالی جدید از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه • تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه و ساماندهی شرکت‌های سهامی عام 	<p>پس از سال ۱۳۸۴</p>	
---	--	-------------------------------	--

مأخذ: گزارش‌های پژوهشی بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۹۲).

موضوع حساسیت بالای سرمایه‌گذاری به متغیرهای اقتصاد کلان و نیز مؤلفه‌های اصلی بازارهای مالی باعث شده تا همواره بحث نظارت و تنظیم این بازارها مطرح باشد. در حال حاضر، سه مقام ناظر بر بخش مالی اقتصاد ایران نظارت دارند؛ بانک مرکزی ناظر بر بازار پول، سازمان بورس و اوراق بهادار ناظر بازار سرمایه و بیمه مرکزی ناظر بیمه‌ها هستند. در واقع، ساختار نظارتی بازار مالی ایران نشان می‌دهد ساختار نظارتی در کل بازار مالی، کاملاً مستقل و رقابتی است. بنابراین، بازنگری ساختار نظارتی بازار مالی و استفاده از هیأت ناظر بر بازار مالی، با توجه به نحوه تعاملات دو بازار و چالش‌های مداوم بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، از زمان تصویب قانون بازار غیرمتشکل پولی و متعاقب آن قانون بازار اوراق بهادار، قابل بررسی است. همان‌طور که در جدول بالا به آن اشاره شد، ایران در زمینه استفاده از شیوه‌های مختلف تنظیم بازارهای مالی دارای تجربی است که در ادامه مروری بر نحوه نظارت بر بازارهای مالی در ایران صورت خواهد گرفت. در جدول ۱۱، فرصت‌ها و چالش‌های ناظر واحد و مستقل بازار مالی در ایران مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۱۱. تاریخچه نظارت بر بازار سرمایه در ایران

دوره	مقام ناظر	چالش‌ها	فرصت‌ها
سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۴۵	واحد (بانک مرکزی)	<ul style="list-style-type: none"> • بروز تضاد منافع در تصمیمات بانک مرکزی • بیم رفتار سوگیرانه به بخش‌های دیگر مالی • عدم تخصص کافی در حوزه‌های مختلف • کاهش اعتبار بانک مرکزی در صورت بروز مشکلات برای شرکت‌های بورسی • نبود خلاقیت و نوآوری به دلیل توجه بیش از حد به ثبات مالی 	<ul style="list-style-type: none"> • دوباره کاری از سوی نهادهای ناظر مختلف کاهش می‌یابد. • قانون‌گذاری یکپارچه که موجب شفافیت بیشتر می‌شود.
سال ۱۳۸۴ تاکنون	مستقل (سازمان بورس و اوراق بهادار)	<ul style="list-style-type: none"> • ایجاد شکاف‌های مقرراتی (آرپیتراز مقرراتی) • نبود هماهنگی بین مقامات نهادهای نظارتی مختلف بخش مالی 	<ul style="list-style-type: none"> • افزایش نوآوری در طراحی ابزارهای تأمین مالی • به‌کارگیری ابزارهای نظارتی با حفظ هویت هریک از بازارهای مالی • تخصص‌گرایی و متمرکزسازی فعالیت‌ها • نظارت پویا

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

۵-۲. جایگاه بازارهای پول و سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌ها

اقتصاد ایران به لحاظ تأمین منابع مالی یک اقتصاد بانک‌محور به حساب می‌آید و نظام بانکی نقش به‌سزایی در اجرای طرح‌های توسعه‌ای شرکت‌ها داشته است. در سال ۱۳۸۶، ۹۳ درصد از تأمین مالی انجام شده از طریق سیستم بانکی صورت گرفته و این سهم در سال ۱۳۹۳ به ۸۹/۲ درصد رسیده است؛ در واقع، بخش بیشتر تأمین مالی از طریق بازار پول صورت گرفته و بازار سرمایه با وجود رشد سال‌های اخیر، جایگاه چندانی در تأمین مالی اقتصاد نداشته و سهم این بازار تنها ۷/۶ درصد بوده است؛ این در حالی است که نظام بانکی کشور به دلیل تنوع و تکثر تقاضا برای تأمین مالی با مسایل و چالش‌های گوناگونی همچون مدیریت ریسک‌های مختلف بانکی، مطالبات معوق و غیرجاری بالا، تعداد بالای متقاضیان تسهیلات، کاهش نظارت مؤثر بر تسهیلات‌گیرندگان، اعطای تسهیلات بلندمدت در

مقابل جذب سپرده‌های عمدتاً کوتاه‌مدت، اعمال تسهیلات تکلیفی دولت مواجه است و این امر لزوم برنامه‌ریزی به‌منظور تأمین بخش بیشتری از نیازهای مالی کشور توسط بازار سرمایه را ایجاد می‌کند.

در راستای رسیدن به نظام تأمین مالی کارا، همکاری بازار پول و سرمایه می‌تواند با تسهیل در فرایند تأمین مالی، هزینه‌های آن را نیز کاهش دهد. بازار سرمایه می‌تواند به بانک‌ها در جهت بهبود غربال وام‌گیرنده‌ها و نظارت کارآمدتر بر سرمایه‌گذاری‌ها کمک کند. در حال حاضر، تعاملات این دو بازار را می‌توان در موارد زیر بیان کرد:

✓ فراهم کردن شرایط پذیرش اوراق بهادار دولتی در بازارهای تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار (تعامل با بانک مرکزی به منظور ممنوعیت بازخریدی اوراق توسط بانک‌های عامل و انجام معاملات ثانویه در بازار سرمایه).

✓ امکان افزایش سرمایه بانک‌ها از طریق بازار سرمایه،

✓ امکان جذب منابع برای بانک‌ها از طریق اوراق اجاره که ریسک عدم انطباق بین سررسید سپرده‌ها و تسهیلات را که می‌تواند به بحران نقدینگی در بانک منجر شود، نیز حذف می‌کند. در واقع، زمانی که عدم انطباق سررسید بین سپرده‌ها و تسهیلات رخ می‌دهد، بانک می‌تواند با انتشار صکوک از جمله اوراق اجاره و جذب منابع از این طریق این عدم انطباق در سررسید را پوشش دهد. بازخرید این اوراق از طریق بازار سرمایه صورت می‌گیرد.

✓ ضمانت اوراق مالی منتشرشده شرکتی توسط بانک‌ها،

✓ اختصاص بانه‌هایی در شعب بانک‌ها برای ارائه خدمات کارگزاری.

جدول ۱۲، نهادها و منابع تأمین مالی در بازار پول و سرمایه را نشان می‌دهد، در بازار پول بیشترین سهم تأمین مالی مربوط به تسهیلات بوده و اوراق مشارکت سهم ناچیزی از تأمین مالی را به خود اختصاص داده و در بازار سرمایه نیز بیشترین سهم مربوط به دارایی‌های مبتنی بر سرمایه (سهام

و افزایش سرمایه) است و دارایی مبتنی بر بدهی در سال ۱۳۹۳، تنها ۵ درصد از کل تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه را به خود اختصاص داده است.

جدول ۱۳. ابزارها و نهادهای بازار پول و سرمایه

بازارهای مالی	نهادهای فعال	ابزارهای تأمین مالی
بازار پول	<ul style="list-style-type: none"> بانک‌های تجاری صندوق‌های قرض‌الحسنه مؤسسات مالی غیربانکی صرافی‌ها و لیزینگ‌ها 	<ul style="list-style-type: none"> تسهیلات گواهی سپرده^۱ (خاص و عام) اوراق مشارکت اسناد خزانه اسلامی
بازار سرمایه	<ul style="list-style-type: none"> شرکت‌های تأمین سرمایه شرکت‌های کارگزاری شرکت‌های سبدگردانی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک 	<ul style="list-style-type: none"> ابزار سرمایه‌ای^۲
		<ul style="list-style-type: none"> ابزار بدهی^۳
		<ul style="list-style-type: none"> ابزار مشتقه^۴

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

۵-۳. چالش‌ها و مسائل

غالب تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی در ایران، با سهم حدود ۹۰ درصدی، بر عهده نظام بانکی است. این در حالی است که با توجه به نوع منابعی که بانک‌ها جمع‌آوری می‌کنند، باید تأمین مالی کوتاه-مدت و تأمین سرمایه در گردش را بر عهده گیرند و تأمین سرمایه بلندمدت به بازار سرمایه سپرده شود. مهم‌ترین دلایل تسلط بازار پول در تأمین مالی اقتصاد ایران را می‌توان در موارد زیر بر شمرد:

1. Certificate of Deposit
2. Equity Instruments
3. Debt Securities
4. Derivative Contracts

- کوتاه بودن افق زمانی تصمیم‌گیران فعالیت‌های اقتصادی. طبیعی است که در چنین اقتصادی، ابزارهای پولی بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد.
- ساختار مالکیت در ایران. وقتی یک سازمان یا شرکت دولتی از منابع درآمدی بودجه‌ای بهره می‌برد، خود را کمتر ناگزیر به جذب منابع عمومی و تأمین منابع مورد نیاز از طریق انتشار اوراق بدهی و به‌طور کلی بازار سرمایه می‌بیند. بر این اساس، می‌توان ساختار مالکیت در اقتصاد ایران را تشدیدکننده استمرار وضع موجود و عامل برتری بخش پولی بر بخش سرمایه‌ای دانست.
- محدودیت سازمانی بخش متشکل بازار سرمایه ایران. نشانه بارز آن، محدودیت واسطه‌های مالی و سازمان‌های مالی در این بازار است و به نظر می‌رسد مسیر دستیابی به بازار سرمایه پویا، تأمین مالی از طریق شرکت‌های تأمین سرمایه است؛ چرا که تأمین مالی از طریق بازار در قالب چند روش شناخته شده یعنی پذیره‌نویسی سهام، افزایش سرمایه، عرضه اولیه و انتشار اوراق بدهی انجام می‌شود و تأمین سرمایه‌ها در تمام این روش‌ها نقش اصلی و کلیدی ایفا می‌کنند. بنابراین، علاوه بر برنامه‌ریزی برای ایفای این نقش، باید تقویت جایگاه و نقش تأمین سرمایه‌ها در دستور کار متولیان بازار قرار گیرد. مهم‌ترین مشکلی که شرکت‌های تأمین سرمایه با آن روبه‌رو هستند، پایین بودن سرمایه این نوع شرکت‌هاست که قدرت لازم برای بازارگردانی‌های بزرگ و ایفای نقش عمیق در صنعت تأمین مالی را از آنها سلب کرده است. از سوی دیگر، در صورت لغو تحریم‌های بین‌المللی برای حضور در عرصه بین‌المللی و کار با شرکای خارجی لازم است که میزان حداقل سرمایه این نهادهای مالی افزایش یابد.
- پایین بودن درجه ریسک ابزارهای موجود در بازار پول در مقایسه با بازار سرمایه و عدم توسعه ابزارهای پوشش ریسک در بازار سرمایه. وجود ابزارهای متنوع در بازار سرمایه، عامل مؤثری در ایجاد تقاضا برای مشارکت آحاد افراد جامعه است. این موضوع زمینه رشد، تحکیم و ثبات بازار بورس را فراهم می‌آورد و بدین ترتیب بورس می‌تواند از جایگاه مستحکمی در اقتصاد برخوردار باشد. در سال‌های اخیر اقدامات مثبتی در زمینه طراحی ابزارهایی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری تخصصی در زمینه‌های مختلف مانند زمین و ساختمان و نیز ابزارهای بیمه‌ای مانند اوراق

تبعی صورت گرفته که البته تا رسیدن به سطح قابل قبول راه زیادی باقی است. یکی از مشکلات بازار سرمایه این است که بین ریسک و نرخ سودی که برای تأمین مالی در نظر گرفته می‌شود، ارتباط منطقی وجود ندارد؛ در حالی که وقتی یک بنگاه اقتصادی می‌خواهد تأمین مالی انجام دهد، باید نرخ تأمین مالی با ریسک آن متناسب باشد. ابزار بدهی موجود در این بازار، سود ثابت و پایین داشته و تمامی شرکت‌ها شامل دولتی، خصوصی و تعاونی با یک نرخ واحد تأمین مالی می‌کنند و به یقین سرمایه‌گذار به جای اوراق بدهی، اوراق دولتی با ریسک صفر را خریداری می‌کند. در صورت حرکت به سمت نظام نوین مالی، می‌بایست ارتباط منطقی میان نرخ بازده یا هزینه تأمین مالی و ریسک تأمین مالی برقرار شود تا شرکتی که ریسک بالاتری دارد، با نرخ سود بالاتری تأمین مالی شود.

در مسیر رسیدن به ترکیب بهینه و تعدیل تأمین مالی بین دو بازار پول و سرمایه و تقویت جایگاه بازار سرمایه با چالش‌ها و مسائلی روبه‌رو هستیم که به طور خلاصه مهم‌ترین آنها به شرح زیر است:

- کم بودن عمق^۱ و پهنای بازار^۲ سرمایه ایران، توانایی محدود در تأمین مالی ابداعات،
- رقابتی نبودن نهادها و بازارهای مالی ایران، حساسیت کم نسبت به نیازهای در حال تحول مشتریان،
- غیررقابتی بودن دسترسی به اعتبارات در ایران،
- نبود سرعت و دقت مناسب در جذب و تجهیز پس‌اندازها و تخصیص منابع، هزینه‌های معاملاتی بالا،
- درجه بالای عدم تقارن اطلاعاتی، امکان کسب سودهای قابل ملاحظه ناشی از آربیتراژ اطلاعات،
- کمبود برخی نهادهای تخصصی مکمل مانند شرکت‌های پردازشگر اطلاعات مالی،

1. Market Depth

۲. Market Breadth: نسبتی است که جریان کلی بازار را نشان می‌دهد و بیانگر تعداد سهام در حال رشد به سهام در حال افول است؛ در واقع، هر چه پهنای بازار بیشتر شود نشان‌دهنده افزایش اندازه بازار از بُعد قیمتی خواهد بود.

- عدم شکل‌گیری قیمت‌های کارا،
- ناکافی بودن قوانین و مقررات متناسب با تحولات روز (در ابزارها، فناوری، جهانی-سازی و مقررات‌زدایی)،
- تحریم‌های بین‌المللی،
- کاستی در جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بازار اوراق بهادار،
- مشکلات ناشی از سیاست‌گذاری‌های ناهماهنگ در بازار پول و سرمایه.

ضعف‌های یادشده به همراه چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه همراه با دولتی بودن بخش بیشتر اقتصاد ایران، سبب شده است که در عمل بخش عمده‌ای از پس‌اندازهای بخش خصوصی نتواند از طریق بازارهای مالی در فعالیت‌های تولیدی جریان یابد. بدیهی است در چنین فضایی انگیزه‌ای برای رقابت، نوآوری و ابتکار در فعالیت‌ها وجود نداشته باشد. نبود کارایی نظام مالی موجود، یک تغییر نگرش در نوع اصلاحات در دست اجرا را می‌طلبد؛ به طوری که می‌بایست تأکید بر معماری مناسب نظام مالی به جای توسعه عجولانه و تقلیدگونه واسطه‌های مالی، جایگزین شود. همچنین، ضروری است حلقه‌های مفقوده این نظام، به‌ویژه در بازار سرمایه، شناسایی شده و اقدامات لازم نسبت به راه-اندازی آنها انجام پذیرد. اجزای نظام مالی شامل نهادهای پولی و بانکی تا نهادهای بازاری و سرمایه‌ای باید پیوسته و منظم با یکدیگر ارتباط داشته باشند. توجه به این نکته ضروری است که عملکرد مناسب نظام مالی در کنار سیاست‌های دیگر مناسب مدیریت اقتصادی جامعه، سرنوشت بخش حقیقی اقتصاد را مشخص می‌سازد. از این رو، رویکرد یک‌بعدی به توسعه نظام مالی می‌تواند خطرآفرین باشد.^۱

۶. الزامات و پیش‌نیازها و اقدامات اصلاحی برای کارایی بهتر بازار مالی با تأکید بر بازار سرمایه

۶-۱. الزامات و پیش‌نیازها

به‌منظور رفع چالش‌های موجود و بهبود تعامل میان بازار پول و سرمایه و تقویت جایگاه بازار سرمایه در امر تأمین مالی که با کاهش هزینه سرمایه بانک‌ها به نوعی به تعامل بهتر کمک می‌کند، الزامات و

۱. فقهی کاشانی و همکاران. (۱۳۹۲).

پیش‌نیازهای زیر مطرح است:

۱- هماهنگی نظارتی که خود موجبات زیر را فراهم می‌سازد:

✓ کاهش ریسک سیستمی، افزایش ثبات بازارهای مالی و افزایش سرعت واکنش به بحران‌های مالی،

✓ افزایش اثرگذاری سیاست‌ها و اجتناب از تداخل وظایف و دوباره کاری،

✓ تقویت نظارت و کاهش امکان استفاده از شکاف‌های مقرراتی (آرپیترایز مقرراتی)،

✓ کاهش هزینه‌های خدمات مالی،

✓ ایجاد امکان برای نظارت بر نهادهای مالی با حوزه فعالیت دوگانه (مانند بانک‌ها به

عنوان شرکت‌های سهامی عام و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانک‌ها)،

۲- متنوع‌سازی روش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از طریق بازار پول و سرمایه. برای

این منظور به دو پیش‌زمینه نیاز داریم:

✓ تقویت بازار اولیه

• تسهیل در فرآیند تأسیس شرکت‌های سهامی عام توسط سازمان بورس

و اوراق بهادار،

• هلدینگ‌سازی: ایجاد هلدینگ‌های مختلف سرمایه‌گذاری به عنوان یک

ابزار می‌تواند به تأمین مالی پروژه‌ها کمک فراوانی نماید.

✓ کاهش بوروکراسی انتشار اوراق بهادار

• ایجاد و توسعه مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری: بازار اوراق شرکتی در ایران، بازاری

نوظهور است. از دست دادن اعتماد سرمایه‌گذاران به دلایلی مانند قیمت-

گذاری نامناسب، نبود شفافیت و نبود نظارت دقیق بر این بازار، به‌ویژه در

مراحل ابتدایی، ضررهای زیادی را برای متقاضیان منابع مالی به وجود می-

آورد و از آنجا که اعاده اعتماد سرمایه‌گذاران نیز هزینه زیادی را بر سیستم تحمیل می‌نماید، ضروری است از نقش و تخصص مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در این زمینه استفاده شود. به‌طور کلی، مزایای ایجاد و توسعه شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری را می‌توان در موارد زیر بر شمرد:

- تمایز میان ناشران کم ریسک و پر ریسک،
- قیمت‌گذاری بر اساس رتبه اعتباری. تغییر در رتبه اعتباری به عنوان معیار مناسبی برای تعدیل پرتفوی سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه عمل خواهد کرد.
- ارائه رتبه اعتباری، امکان دسترسی عادلانه‌تر به بازار سرمایه را برای شرکت‌ها فراهم خواهد آورد. بدین ترتیب، شرکت‌هایی که از رتبه اعتباری مناسبی برخوردارند اما از قدمت فعالیت در بازار بی‌بهره‌اند نیز می‌توانند از مزایای بازار سرمایه بهره‌مند شوند.
- با گسترش فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی، امکان معرفی ابزارهای جدید در بازار سرمایه و تسهیل موفقیت این ابزارها فراهم خواهد شد.

۳- متنوع‌سازی نهادها و خدمات مالی قابل ارائه در بازار سرمایه مانند ایجاد نهادهای مالی تخصصی به‌منظور تأمین مالی صنعت مانند شرکت‌های تأمین سرمایه تخصصی یا صندوق‌های پروژه،

۴- لزوم توسعه بازار بدهی: توسعه بازار بدهی علاوه بر ایجاد امکان تعیین غیردستوری نرخ سود، پیامدهای مثبت دیگری همچون گسترش ابزارهای مالی بانکی و تقویت توان سیاست پولی و مالی را نیز در بر دارد.

۵- تقویت نظام بانکداری جامع با مفهوم توازن سهم بانکداری سرمایه‌گذاری (بازار سرمایه) و بانکداری تجاری (بازار پول) با هدف تقویت نظام تأمین اعتبار و منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی،

۶- اصلاحات قوانین و مقررات و لزوم مقررات‌زدایی به‌ویژه در حوزه توسعه ابزارهای نوین،

- ۷- آموزش و فرهنگ‌سازی در امر سرمایه‌گذاری،
- ۸- تدوین و اجرای قوانین، مقررات، استانداردها و رویه‌های تنظیمی و نظارتی با هدف حمایت حقوقی از سرمایه‌گذاران. به نظر می‌رسد در مورد حمایت‌های حقوقی و نظارتی از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار در کشور، محورهای زیر را باید مد نظر قرار داد:^۱
- ✓ برقراری مقررات حاکمیت شرکتی،
 - ✓ ارتقای سطح و کیفیت افشای اطلاعات،
 - ✓ آشنا ساختن مجموعه بازار سرمایه با حقوق سرمایه‌گذاران اوراق بهادار،
 - ✓ موضوع داد و ستد متکی بر اطلاعات نهانی و تقویت ضوابط و سازوکارهای نظارتی موجود،
 - ✓ تقویت جایگاه و نقش نهادهای خود انتظام در حمایت از سرمایه‌گذاران،
 - ✓ توجه به حقوق سرمایه‌گذاران در زمینه‌هایی مانند فرایند ادغام و تصاحب،
 - ✓ توجه جدی به آیین‌نامه اخلاق حرفه‌ای و تدوین دستورالعمل جامع و الزام به رعایت اصول مربوطه،
 - ✓ تعیین دقیق چارچوب تخلفات و مراجع رسیدگی به آنها در حوزه‌های مختلف بازار سرمایه،
 - ✓ تدوین دستورالعمل و نظارت مؤثر بر هر یک از نهادهای مالی بازار سرمایه،
 - ✓ به‌کارگیری آخرین یافته‌های علمی و تجربی بازارهای مالی دنیا در امر نظارت و کنترل عملیات و معاملات بازار،

✓ نگاهی به نقش و تأثیر برخی صندوق‌های حمایتی و ضمانتی در بازارهای مالی پیشرو و بررسی نحوه بهینه‌به‌کارگیری این صندوق‌ها به‌منظور حمایت از سرمایه‌گذاران.

۶-۲. اقدامات اصلاحی

در حال حاضر، یکی از مهم‌ترین مشکلاتی که بازار مالی ایران با آنها روبه‌روست، رفتارهای فراواکنشی سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار منتشرشده در زمینه‌های مختلف است. در نتیجه، اقداماتی برای اصلاح و تقویت ثبات بازارهای مالی و در واقع، کاهش ریسک‌های سیستمی، به عنوان گام مهمی به‌منظور ایجاد فضای اطمینان بخش و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و جذب و تخصیص سرمایه‌ها به مسیر درست و غیرتورمی لازم است که به برخی از آنها اشاره می‌شود:

۱- بهبود و ارتقای کیفیت نظارت که می‌تواند شامل اقدام‌های زیر باشد:^۱

- ✓ استقلال نهاد ناظر از تصمیم‌گیری‌های سیاسیون و دولتمردان،
- ✓ تقویت همکاری میان سه نهاد ناظر در شناخت شکاف یا مازاد چارچوب‌های قانونی،
- ✓ ایجاد سازوکارهایی برای تصمیمات نظارتی و مشارکت اطلاعات در میان سه نهاد ناظر و ایجاد منافع مشترک،
- ✓ توسعه سیاست‌های سازگار و شفاف در مورد فعالیت‌ها در میان سه نهاد ناظر،
- ✓ ایجاد یک کارگروه ویژه میان سه نهاد ناظر برای تبادلات اطلاعات و همکاری در زمینه مسائل اجرایی.

۲- ارتقای سطح تولید و تبادل اطلاعات در بازار مالی با بهره‌گیری از پتانسیل‌های فناوری اطلاعات و ارتباطات و افزایش شفافیت،

۳- اصلاحات مالیاتی به‌منظور توسعه بازار سرمایه،

۴- مهیا کردن زمینه تمرکز بر کار ثبات مالی و تشکیل کمیته کنترل ریسک:

- ✓ طراحی یک ساختار گزارش به موقع و مؤثر برای کمیته کنترل ریسک،
 - ✓ توسعه فرایندهایی که استفاده سریع از ابزارهای موجود یا ابزارهای جدید مورد نیاز را با ملاحظه ریسک سیستمی بررسی می‌کند،
 - ✓ شناخت ابزارهای مهم سیاستی که توسط کمیته کنترل ریسک می‌توان برای کاهش ریسک در نهادهای مالی، ساختار بازار، رفتار مصرف‌کننده و سرمایه‌گذار به کار گرفت.
- ۵- در زمینه جذب سرمایه‌گذاران خارجی انجام اقدام‌های زیر ضروری است:
- ✓ از موارد الزامی برای جذب سرمایه‌گذار خارجی توجه به چارچوب‌های حقوقی پویا و پذیرفته شده در بازارهای جهانی و در نتیجه، تشکیل کارگروه‌های تخصصی برای همخوانی قوانین بازار سرمایه با چارچوب‌های حقوقی بازارهای جهانی است.
 - ✓ رعایت استانداردهای پذیرفته شده حسابداری، حسابرسی و گزارش‌دهی مالی. اطلاع شفاف و اصول‌مند از وضع مالی شرکت‌ها از مهم‌ترین موارد برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خارجی است، در نتیجه، هدایت بازار سرمایه به سوی به‌کارگیری استانداردهای پذیرفته‌شده حسابداری و گزارش‌دهی مالی جهانی و شفافیت در اوضاع مالی شرکت‌ها اقدام مهم دیگری است که باید مدنظر قرار گیرد،
 - ✓ اتصال بازار سرمایه ایران به بورس‌های بین‌المللی.

۷. نتیجه‌گیری

همان‌طور که در این مطالعه بررسی شد، نوع ساختار مالی (بانک‌محور یا بازارمحور بودن) باعث تکامل نظام مالی و رشد اقتصادی نمی‌شود. بررسی تجربه کشورهای مختلف نشان می‌دهد که نحوه تعامل بازار پول و بازار سرمایه به همراه زیرساخت‌های نهادی (شامل قوانین و مقررات و نهادهای اجرایی) موجب کارکرد مناسب نظام مالی در جهت پشتیبانی از بخش حقیقی اقتصاد می‌شود؛ با آن‌که تقویت و توسعه بازار سرمایه از چند طریق بر بازار پول و سیاست‌های پولی اثر می‌گذارد. نخست، تأثیر کانال نرخ بهره است که به واسطه آن بهره بلندمدت در بازار سرمایه تعیین و رابطه بین سیاست پولی و

نرخ‌های بهره بلندمدت تضعیف می‌شود. افزون بر این، با انتقال تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و سرمایه‌گذاران نهادی به بازار سرمایه، بانک‌ها صرفاً با انبوهی از مشتریان خرد و تقاضاهای کوتاه‌مدت مواجه خواهند بود. اثر دیگر در قالب تضعیف کانال وام‌دهی از طریق تأمین مالی شرکت‌های کوچک و حتی کمک به تأمین وجوه مورد نیاز بانک‌ها از طریق بازار سرمایه از موارد دیگر ارتباط متقابل این دو بازار است. در این حالت، توان اعتباردهی شبکه بانکی وابستگی کمتری به منابع بانک مرکزی خواهد داشت. توسعه بازار سرمایه باعث خواهد شد تا تغییر نرخ بهره در اثر سیاست پولی، در بیشتر موارد موجب تغییر در پورتفوی مشتریان جزء شده و پورتفوی شرکت‌های بزرگ تغییر چندانی نکند. در نتیجه، ممکن است از قدرت کانال قیمت‌داری‌های دیگر کاسته شود. چنانچه توسعه بازار سرمایه موجب جلب سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سرمایه کشور شود، انتظار می‌رود کانال نرخ ارز تقویت شود.

در مقایسه اجزای فعال در هر یک از دو مدل ساختار مالی، نهادهای مشابهی مشاهده می‌شود. برخی از آنها مانند مؤسسات رتبه‌بندی و مؤسسات پایاپای و تسویه اوراق بهادار دارای وظایف مشترکی هستند و برخی دیگر مانند بانک‌های پس‌انداز و تعاونی، با توجه به ویژگی‌های هر ساختار، وزن و مسئولیت متفاوتی را بر عهده دارند. در مجموع، می‌توان گفت آنچه اهمیت دارد، آن است که انتقال پس‌اندازها و وجوه بخش غیردولتی به فعالیتهای بخش حقیقی به خوبی صورت پذیرد.

به‌طور کلی، هماهنگی نهادهای ناظر در حوزه‌های مختلف نظام مالی ایران و ایجاد و تکمیل برخی زیرساخت‌های لازم مانند مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری و نظام بیمه سپرده می‌تواند به بهبود کارایی، عمق و خدمات‌رسانی به قسمت‌های مختلف بخش حقیقی اقتصاد کمک‌کرده و سهم بازار سرمایه را در تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصادی بیشتر نماید.

منابع

- آرام بنیار، محمد. (۱۳۹۱). ارزیابی نظام حاکمیت شرکتی. سخنرانی ارائه شده در زمینه بررسی تطبیقی کارکرد بانک‌های سرمایه‌گذاری با سایر نهادهای مالی.
- باقری قنبرآبادی، مرتضی. (۱۳۹۱). مروری بر ساختار مالی کشورهای آلمان و ژاپن. روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۷۱۷.
- جعفری سرشت، داوود. (۱۳۹۱). حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار. گزارش‌های پژوهشی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- خیراندیش، الهام. (۱۳۸۸). آسیب شناسی ساختار بازار مالی. مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد.
- ربیعی، امیر عباس. (۱۳۸۶). بازار سرمایه و چگونگی تعامل با نظام بانکی. هفته‌نامه برنامه، سال پنجم، شماره ۲۱۰، فروردین ماه.
- ربیعی رودسری، منیژه. (۱۳۸۵). بانک و بانکداری در ایران. انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی.
- عبده تبریزی، حسین و رادپور، میثم. (۱۳۹۱). جایگاه بازار سرمایه و نقش آن در تقابل با بازار پول در جمهوری اسلامی ایران. بیست و سومین همایش بانکداری اسلامی مؤسسه عالی بانکداری ایران.
- فرهانیان، سید محمد جواد؛ حامدی، میثم و دعائی، میثم. (۱۳۹۲). تنظیم و نظارت در بازارهای مالی با تأکید بر بازارهای پول و سرمایه ایران. منتخب گزارش‌های پژوهشی سازمان بورس و اوراق بهادار، شماره ۱.
- فقهی کاشانی، محمد و همکاران. (۱۳۹۲). توسعه نهادهای مالی در ایران، با تأکید بر دستورات عمل‌های مورد نیاز در تشکیل و فعالیت نهادهای مالی جدید. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- کریمی، مجید و اعتصامی، سید امیر حسین. (۱۳۹۳). بررسی چشم‌انداز، ارزش‌ها و استراتژی‌های بازار سرمایه قطر. گزارش‌های پژوهشی سازمان بورس و اوراق بهادار.

- میدری، احمد. (۱۳۹۲). رفع تضاد منافع بخش‌های بانکی و تولیدی در الگوهای مختلف بانکداری. فصلنامه مجلس و راهبرد، شماره ۷۵.
- میشکین، فردریک و استنلی ایکینز. (۱۳۹۱). بازارها و نهادهای مالی. ترجمه حمید کردبچه، پژوهشکده پولی و بانکی و بانک تجارت.
- نیکخواه، محمدرضا. (۱۳۹۳). سوپر مارکت مالی چیست؟ پایگاه خبری آموزشی عصر بانک.
- والی نژاد، مرتضی. (۱۳۸۸). مقدمه‌ای بر بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار. بانک و اقتصاد، شماره ۱۰۴.
- والی نژاد، مرتضی. (۱۳۸۴). مجموعه قوانین و مقررات ناظر بر بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری، جلد اول، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ دوم.
- Allen, F. and D. Gale. (1999). Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, pp. 1-22.
- Beck, T. and R. Levine. (2002). Industry Growth and Capital Allocation: Does having a Market or Bank-Based System Matter? *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- Bencivenga, Valerie R., Smith, Bruce D. and M. Starr, Ross. (1995). Transactions Costs, Technological Choice and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*, vol. 67, pp. 53-177.
- Boot, Arnold W. A. and Thakor, Anjan V. (1997). Financial System Architecture. *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 3. Autumn, pp. 693-733.
- Chakraborty, Shankha and Ray, Tridip. (2006). Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 53, no. 2, pp. 329-350, March.
- Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine. (1999). Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *World Bank Policy Working Paper No. 2143*.
- Diamond, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*. Cambridge: Harvard University Press.

- Homstrom, B. and J. Tirole. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, vol. 101, pp. 678-709.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-64.
- Laporta , Rafael and Lopez-de-Silanes, florencio and et al. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, Issue 6, pp. 1113-1155.
- Levine, Ross. (2002). Bank- Based or Market-Based Financial Systems: which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, no. 4, pp. 398-428.
- Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth and Tax Policy. *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1445-65.
- Levine, Ross. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, PP. 688-726.
- Merton, Robert C. and ZVI Bodie. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in the *Global Financial System: A Functional Perspective*. Dwight B. Crane et al. (Eds). PP. 3-32.
- Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification and Growth. *American Economic Review*, vol. 84, pp. 1310-29.
- Rajan, Raghuram G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arms Length Debt. *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1367-1400.
- Rajan, Raghuram G and Zingales, Luigi. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, vol. 88, no. 3. pp 559-586.
- Song, Fenghua and Anjan V. Thakor. (2010). Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Market. *The Economic Journal*. vol. 120(September),pp 1021–1055.
- Sirri, E. R. and P. Tufano. (1995). The Economics of Pooling, in the *Global Financial System: A Functional Approach*. D. B. Crane, et al. (Eds), pp. 81-128.
- Yasuhiro Yonezawa and A. A. Azeez. (2010). Financial Systems and Economic Performance: A Cross Country Analysis. *Journal of Global Economy and Finance*, vol. 3, no. 2, September.