

تجارب کشورها در بنگاه‌سازی از مسیر تأمین مالی و تحولات آن



چکیده

بنگاه‌سازی بانک‌ها به معنای نقش‌آفرینی آن‌ها در ایجاد، رشد و توسعه بنگاه‌هاست که این مهم جزء از مسیر تأمین مالی بنگاه‌ها میسر نمی‌باشد. با این حال، بحران مالی جهانی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ چشم‌انداز تأمین مالی از جمله تأمین مالی بنگاه‌ها را عمیقاً تغییر داده است. برای شفاف‌شدن این موضوع و بررسی اینکه این تغییرات براساس تجارب جهانی در چه جهتی بوده است، در این مقاله سعی شده است تحولات و توسعه کانال‌های مختلف تأمین مالی بنگاه‌ها قبل و بعد از بحران در کشورهای اتحادیه اروپا (کشورهای بانک محور، بازار محور و کشورهای اروپای شرقی)، ایالات متحده و ژاپن مورد ارزیابی قرار گیرد. یافته‌ها نشان می‌دهد حتی در کشورهای بانک‌محور نیز تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بانک‌ها تحت فشار است که دلیل اصلی آن به الزامات بازل ۳ بعد از بحران مذکور برمی‌گردد که بانک‌ها ملزم به انقباض ترازنامه خود شدند و این تنگنای اعتباری به خصوص برای کسب و کارهای کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ شدیدتر بوده است. با این حال در کشورهای بازار محور نیز به دلیل شرایط بازار، تأمین مالی مبتنی بر سهام کاهش یافته و با تأمین مالی مبتنی بر بدهی (اوراق قرضه شرکتی) جایگزین شده است. ضمن اینکه با توجه به تحت فشار بودن تأمین مالی بانکی و تا حدودی تأمین مالی مبتنی بر سرمایه (سهام)، تأمین مالی جایگزین، اگرچه اندک، در حال افزایش است که می‌تواند تا حدودی مسائل تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط را حل کند. بررسی تفصیلی‌تر کشور آلمان به عنوان بانک‌محورترین کشور اروپایی نیز بیانگر آن است که در این کشور نیز تا حدودی از سیستم تأمین مالی بانک‌محور صرف به سمت تقویت تأمین مالی بازار محور حرکت شده است. بنابراین، اگرچه تأمین مالی بانکی در ایران به عنوان یک کشور بانک‌محور همچنان گزینه اول برای ایجاد و رشد بنگاه‌هاست اما با توجه به تجربه جهانی و همچنین تنگنای اعتباری ناشی از کنترل مقداری ترازنامه در کشور، توصیه می‌شود تأمین مالی بازار محور نیز توسعه یابد.

کلیدواژه‌گان: بنگاه‌سازی بانک‌ها، تأمین مالی بانکی، سیستم تأمین مالی بانک محور، بحران مالی جهانی.

عباس معمارنژاد^۱، الهام غلامی^۱

۱. استادیار اقتصاد، گروه اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد. تهران، ایران
* ایمیل نویسنده مسئول: ab.memarnjad@srbiau.ac.ir



© ۱۴۰۳ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY-NC 4.0) صورت گرفته است.

شیوه استناددهی: معمارنژاد، عباس، و غلامی، الهام. (۱۴۰۳). تجارب کشورها در بنگاه‌سازی از مسیر تأمین مالی و تحولات آن. *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*، ۱(۱)، ۳۷-۵۳.

Experiences of Countries in Enterprise Formation Through Financing and Its Developments

Abstract

Enterprise formation by banks refers to their role in establishing, growing, and developing businesses, a process that is fundamentally dependent on enterprise financing. However, the global financial crisis of 2007–2008 profoundly transformed the landscape of financing, including enterprise finance. To clarify this issue and examine the direction of these changes based on global experiences, this article evaluates the developments and evolution of various business financing channels before and after the crisis in European Union countries (including bank-based, market-based, and Eastern European countries), the United States, and Japan. The findings indicate that even in bank-based economies, enterprise financing through banks has come under pressure, primarily due to the Basel III requirements implemented after the aforementioned crisis, which obligated banks to shrink their balance sheets. This credit tightening has been particularly severe for small businesses compared to large corporations. Meanwhile, in market-based economies, equity-based financing has declined due to market conditions and has been increasingly replaced by debt-based financing, such as corporate bonds. Furthermore, as both bank-based and equity-based financing channels face growing constraints, alternative financing—although still limited—is gradually increasing, offering a partial solution for the financial needs of small and medium-sized enterprises (SMEs). A more detailed analysis of Germany, the most bank-based economy in Europe, also reveals a shift from a purely bank-based financing system toward strengthening market-based financing. Therefore, although bank financing in Iran—as a bank-based economy—remains the primary option for enterprise creation and growth, it is recommended, based on international experience and the domestic credit constraints caused by quantitative balance sheet controls, that market-based financing should also be developed.

Keywords: *Bank-led enterprise formation, bank financing, bank-based financial system, global financial crisis.*

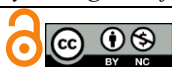


Abbas Memarnejad^{1*}, Elham Gholami¹

1. Assistant Professor of Economics, Department of Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Faculty of Management and Economics. Tehran, Iran

*Corresponding Author Email:
ab.memarnejad@srbiau.ac.ir

How to cite: Memarnejad, A., & Gholami, E. (2024). Experiences of Countries in Enterprise Formation Through Financing and Its Developments. *Economics and Financial Policymaking*, 1(1), 37-53.



بنگاه‌داری به سرمایه‌گذاری مستقیم و یا مشارکت حقوقی و همچنین ارائه تسهیلات و خدمات اعتباری توسط بانک به عنوان شریک اصلی، جهت تأمین مالی مورد نیاز یک واحد تجاری فرعی و وابسته و یا تحت کنترل تفسیر می‌شود. این واژه برای اولین بار در دستورالعمل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مؤسسات اعتباری مطرح شد و هدف دستورالعمل مذکور، کنترل گسترده بنگاه‌داری مؤسسات اعتباری و هدایت آن‌ها به ایفای نقش واسطه‌گری وجوه به عنوان کارکرد اصلی آن مؤسسات بیان شده است. ابزارهای مدنظر در این دستورالعمل برای کنترل بنگاه‌داری مؤسسات اعتباری، تفکیک فعالیت آن‌ها به فعالیت بانکی و غیربانکی و ممنوعیت فعالیت غیربانکی تعریف شده است. با این حال در سال ۱۴۰۳، واژه جدیدی تحت عنوان بنگاه‌سازی بانک‌ها مطرح شد تا بانک‌ها به‌جای ایجاد و تملک بنگاه‌های اقتصادی به‌صورت مستقیم، نقش تسهیل‌گری خود را در ایجاد، رشد و توسعه بنگاه‌ها ایفا نمایند. از آنجا که نقش تسهیل‌گری بانک‌ها می‌تواند از طریق ارائه خدمات مالی و اعتباری برای حمایت از بنگاه‌ها متبلور شود، بنگاه‌سازی بانک‌ها می‌تواند به معنای تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق نظام بانکی است. با این حال، این موضوع نیز باید مورد سؤال قرار گیرد که تأمین مالی بانکی در یک کشور بانک‌محور که بخش اعتباری با هدف کنترل نقدینگی تحت کنترل است، تا چه حد می‌تواند نقش تسهیل‌گری خود را ایفا کند؟ از این نظر، بررسی تجربه کشورهای مختلف از حیث چگونگی تأمین مالی بنگاه‌ها می‌تواند نقشه راهی برای پیاده‌سازی بنگاه‌سازی بانک‌ها در کشور باشد.

بررسی نظام تأمین مالی کشورهای مختلف حاکی از آن است که در چند دهه گذشته بخش مالی نفوذ گسترده بر اقتصاد پیدا کرده است. بخش مالی از سرمایه‌گذاری‌ها حمایت می‌کند، ظرفیت تولیدی اقتصاد را افزایش می‌دهد و یک عنصر کلیدی برای رونق بلندمدت اقتصادی است.^۱ با این حال، بحران مالی جهانی به وضوح نشان داد که یک بخش مالی بزرگتر لزوماً شرایط بهتری را برای اقتصاد به ارمغان نمی‌آورد.^۲ چرا که رشد بیش از حد اعطای تسهیلات (وام) باعث افزایش بدهی خصوصی و ایجاد نگرانی‌های عمده برای ثبات اقتصاد شد و پیامدهای واقعی برای اقتصاد پس از بحران به دنبال داشت.^۳ بنابراین، امروزه درک نقش بخش مالی در تأمین مالی بنگاه‌ها بیش از هر زمان دیگری حائز اهمیت شده است. در این راستا مقاله حاضر ضمن تبیین مبانی نظری مرتبط با روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها و طبقه‌بندی سیستم‌های تأمین مالی حسب سهم تأمین‌کنندگان منابع مالی، به دنبال پاسخ به دو سؤال است. اولاً، تا چه اندازه تأمین مالی بنگاه‌ها در بین گروه‌های مختلف کشورهای اتحادیه اروپا، ایالات متحده و ژاپن پس از بحران تغییر کرده است؟ ثانیاً، در کشور آلمان به عنوان کشوری که بزرگترین سیستم تأمین مالی بانک محور را دارد، روند تأمین مالی بنگاه‌ها یا همان بنگاه‌سازی بانک‌ها به چه سمتی در حال تغییر است؟

مبانی نظری

۱. تدابیر خروج بانک‌ها از بنگاه‌داری به سمت بنگاه‌سازی

وظیفه یا فعالیت اصلی مؤسسات اعتباری بنابر ماهیت، واسطه‌گری مالی به‌خصوص واسطه‌گری وجوه به‌عنوان شالوده و اساس عملیات بانکی است. براین اساس، بنگاه‌داری بانکی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن بانک‌ها به‌جای تمرکز بر فعالیت‌های اصلی بانکی خود، در مالکیت و مدیریت شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی متنوع دخالت مستقیم دارند. این نوع فعالیت‌ها معمولاً موجب توزیع منابع بانک‌ها به سمت سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد و ریسک‌زا می‌شوند و ممکن است عملکرد اساسی بانک را تحت تأثیر قرار دهند. همچنین، بنگاه‌داری می‌تواند منجر به تضاد منافع در بانک‌ها شود و قابلیت آن‌ها را برای مدیریت ریسک کاهش دهد. لذا یکی از تدابیر بانک مرکزی ج.ا.ا اطمینان از تمرکز فعالیت مؤسسات اعتباری بر واسطه‌گری وجوه و کنترل سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرکت‌هاست. توجه به این موضوع در تاریخ نظارت بانکی در کشور، به

1 Levine 2005

2 Beck Et Al. 2014

3 Shularick And Taylor 2012

قانون پولی و بانکی کشو مصوب سال ۱۳۵۱ برمی‌گردد. به‌طوریکه در بند ۳ ماده (۳۴) قانون مذکور، خرید سهام شرکت‌ها و مشارکت در سرمایه یک یا چند شرکت و یا خرید اوراق بهادار داخلی و خارجی توسط بانک‌ها به حساب خود صرفاً به میزانی که بانک مرکزی به موجب دستورهای یا آیین‌نامه‌های خاص تعیین می‌نماید، ممکن خواهد بود و انجام این نوع فعالیت بیش از آن چه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تعیین خواهد کرد، ممنوع است. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز به استناد حکم قانونی مذکور (بند ۳ ماده ۳۴ قانون پولی و بانکی کشور) در حوزه سرمایه‌گذاری اعمال سیاست نموده است و به موجب آن آیین‌نامه خرید اوراق بهادار و سهام و مشارکت بانک‌ها طی بخشنامه شماره نب/۴۵۲ مورخ ۱۳۵۲/۴/۶ تصویب شد. به موجب این آیین‌نامه اولاً خرید سهام و مشارکت در سرمایه شرکت‌های غیرسهامی به استثنای مؤسسات دولتی و وابسته به دولت برای بانک‌ها ممنوع شد و در سایر موارد میزان خرید سهام و مشارکت در سرمایه توسط مؤسسات اعتباری مقید به درصدی از سرمایه و اندوخته‌های بانک شد. سپس «دستورالعمل اجرایی مشارکت حقوقی» در پانصد و بیست و پنجمین جلسه شورای پول و اعتبار مورخ ۱۳۶۳/۰۱/۱۹ مصوب شد. در این دستورالعمل با هدف تأمین منابع لازم برای گسترش فعالیت بخش‌های مختلف تولیدی، بازرگانی و خدماتی به بانک‌ها اجازه داده شد از محل منابع بانک و سپرده‌های سرمایه‌گذاری قسمتی از سرمایه مورد نیاز شرکت‌های سهامی را که برای امور مذکور تشکیل شده و یا می‌شوند، منوط به پیش‌بینی سودآور بودن تأمین نمایند. وجه تمایز این دستورالعمل نسبت به آیین‌نامه مصوب ۱۳۵۲ این است که در آیین‌نامه مشارکت بانک‌ها مقید به سرمایه خود آن‌ها شده بود اما در دستورالعمل اخیر ضوابط مربوط به میزان مشارکت آن‌ها در شرکت‌های سهامی به سرمایه شرکت سرمایه‌پذیر مرتبط شده است. با این حال اولین مقرره‌گذاری با اشاره مستقیم به سرمایه‌گذاری مؤسسات اعتباری به سال ۱۳۸۶ برمی‌گردد. طی بخشنامه شماره مب/۱۸۳ مورخ ۱۳۸۶/۰۱/۲۶ توسط بانک مرکزی به برای اجرا به شبکه بانکی ابلاغ گردید. همچنین بانک مرکزی در سال ۱۳۸۶ با توجه به اینکه تعدادی از بانک‌ها اقدام به مشارکت حقوقی در شرکت در حال تاسیس ساماندهی مطالبات معوق (و برخی شرکت‌های دیگر) نمودند، طی بخشنامه شماره مب/۲۶۶ مورخ ۱۳۸۶/۰۶/۲۷ به مؤسسات اعتباری توصیه کرد که مطابق با مفاد تبصره ماده (۲) دستورالعمل اجرایی مشارکت حقوقی و دستورالعمل سرمایه‌گذاری مؤسسات اعتباری قبل از اقدام به مشارکت حقوقی نسبت به اخذ مجوز لازم از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اقدام کنند تا از بروز مشکلات آتی جلوگیری گردد. دستورالعمل سرمایه‌گذاری مؤسسات اعتباری مصوب سال ۱۳۸۶ تقریباً برای حدود ۱۰ سال در کشور جاری و ساری و مبنای عمل بوده است و در سال ۱۳۹۶ با عنایت به تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب سال ۱۳۹۴ و تکلیف بند ب ماده (۱۶) این قانون برای بانک‌ها^۱ مورد اصلاح و بازنگری قرار گرفت و پس از تصویب در یک‌هزار و دویست و سی و یکمین جلسه مورخ ۱۳۹۶/۰۲/۱۲ شورای پول و اعتبار طی بخشنامه شماره ۹۶/۶۱۲۷۷ مورخ ۱۳۹۶/۰۳/۰۱ به شبکه بانکی کشور ابلاغ گردید. تمرکز اصلی این اصلاحیه پیشگیری از ورود مؤسسات اعتباری به عرصه بنگاه‌داری بنا بر ضرورت بند ب ماده (۱۶) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب سال ۱۳۹۴ می‌باشد.^۲ عملاً با این اصلاحیه واژه‌های جدیدی تحت عناوین فعالیت بانکی و غیربانکی موضوعیت یافتند. در این دستورالعمل برای سرمایه‌گذاری مؤسسات اعتباری حدود فردی و جمعی مبتنی بر سرمایه پایه تعریف شد و علاوه بر این در برخی از مصادیق نیز محدودیت سرمایه‌گذاری مؤسسه اعتباری به سهام شرکت سرمایه‌پذیر مرتبط شده است.

این الزامات در حال حاضر نیز جاری و ساری است، ضمن اینکه در سال ۱۴۰۳ رویکرد خروج از بنگاهداری به بنگاه‌سازی بانک‌ها به معنای تخصیص بهینه منابع در تأمین مالی بخش تولیدی کشور تغییر کرد. بانک‌ها با تمرکز بر بنگاه‌سازی، می‌توانند به جای صرف حجم بالایی از منابع خود برای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم و انجماد این منابع، منابع بیشتری را برای اعطای تسهیلات به بنگاه‌های کوچک و متوسط تخصیص

۱ کلیه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری موظف هستند از تاریخ لازم‌الاجرا شدن قانون تا مدت سه سال سهام تحت تملک خود و شرکت‌های تابعه خود را در بنگاه‌هایی که فعالیت‌های غیربانکی انجام می‌دهند، به استثنای طرح‌های نیمه‌تمام شرکت‌های تابعه واگذار کنند. تشخیص غیربانکی بودن فعالیت بنگاه‌هایی که بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و شرکت‌های تابعه، سهامدار آن‌ها هستند، بر عهده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران است.

۲ مفاده ماده (۳) دستورالعمل سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۹۶ و تبصره ذیل آن عیناً منطبق بر مفاد بند ب ماده (۱۶) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقا نظام مالی مصوب سال ۱۳۹۴ است.

دهند. لذا، این امر می‌تواند به رشد اقتصادی و اشتغال‌زایی کمک شایانی نماید و از طریق بهبود دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی، موجب حمایت از نوآوری و توسعه صنعتی در کشور خواهد شد.

۲. روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها

تأمین مالی یکی از روش‌های مورد استفاده بنگاه‌های اقتصادی برای دستیابی به سرمایه است. کمبود منابع مالی یکی از مهمترین محدودیت‌های رشد تمامی بنگاه‌ها به شمار می‌رود، با این حال کسب و کارهای کوچک و متوسط به دلیل ماهیت و ویژگی‌های خاصی که دارند، در تأمین مالی نسبت به شرکت‌های بزرگ با مشکلات زیادی مواجه می‌باشند. از این حیث معمولاً روش‌های تأمین مالی بر حسب اندازه بنگاه‌ها با یکدیگر متفاوت می‌باشد که به طور شماتیک در دسته بندی‌های مختلف در دو شکل (۱) و (۲) ارائه شده است. همانطور که از شکل‌های مذکور مشخص است دو معیار مالکیت و منبع ایجاد دو معیار مشترک برای طبقه‌بندی روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها با هر اندازه‌ای می‌باشند اما نوع روش تأمین مالی در مورد بنگاه‌های بزرگ و کسب و کارهای کوچک تا حدودی با یکدیگر متفاوت است که در ادامه به توضیح آن‌ها پرداخته شده است.

۳- روش‌های تأمین مالی بر حسب منابع ایجاد

الف) تأمین مالی از منابع داخلی: تأمین مالی از منابع داخلی در واقع به معنای آن است که بنگاه اقتصادی سرمایه را از منابع خودش به دست می‌آورد که جزء اساسی برای بقاء و توسعه شرکت‌هاست. تأمین مالی از منابع داخلی کسب و کارهای کوچک و متوسط از محل سود انباشته، فروش دارایی‌ها و استهلاك دارایی‌های ثابت و در مورد بنگاه‌های بزرگ از محل سود انباشته و انتشار سهام می‌باشد.^۱

ب) تأمین مالی از منابع بیرونی: تأمین مالی از منابع بیرونی به این معناست که بنگاه‌های اقتصادی سرمایه مورد نیاز خود را از سایر واحدهای اقتصادی مستقل تأمین می‌کنند. در مقایسه با تأمین مالی داخلی، تأمین مالی از منابع بیرونی می‌تواند سرمایه مورد نیاز را به موقع اما با هزینه زیاد تأمین نماید. این منابع در مورد کسب و کارهای کوچک و متوسط و شرکت‌های بزرگ خود به زیرگروه‌هایی تقسیم می‌شوند. منابع بیرونی برای تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط بر اساس دو معیار یعنی نحوه دسترسی به منابع مالی و ماهیت واحد تأمین‌کننده منابع طبقه‌بندی می‌شود. به‌طوریکه از حیث معیار نحوه دسترسی به دو گروه مستقیم (اوراق قرضه شرکتی، انتشار سهام و وجوه عمومی عمدتاً شامل اعتبار تجاری و وام خصوصی) و غیرمستقیم (تأمین مالی بانکی، تأمین مالی از طریق نهادهای غیربانکی مثل لیزینگ‌ها) و برحسب ماهیت تأمین‌کننده نیز به دو گروه رسمی (شامل وام‌های بانکی و وام از موسسات غیربانکی، نهادهای مالی، برنامه‌های دولتی و تسهیلات مشابه، وام‌های خارجی و...) و غیررسمی (شامل اتحادیه‌های اعتباری، اعتباردهندگان تجاری، وام از دوستان و بستگان، سرمایه‌گذاری توسط دوستان و بستگان)^۲ تقسیم می‌شوند. این در حالی است که در مورد شرکت‌های بزرگ تأمین مالی بیرونی در ابتدا به دو زیرگروه منابع داخل کشور (وام از بانکها و مؤسسات مالی، سهام ممتاز، سپرده‌های عمومی، لیزینگ، فاکتورینگ، اعتبار تجاری و اوراق و اسناد تجاری) و خارج کشور طبقه‌بندی و سپس منابع خارج کشور نیز به دو زیرگروه منابع استقرایی (تأمین مالی شرکت در قالب اعطای وام) و غیراستقرایی (سرمایه‌گذاری مستقیم نظیر تملک، مشارکت در تولید، سرمایه‌گذاری مشترک و .. و سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و تجارت متقابل) تقسیم می‌شود.

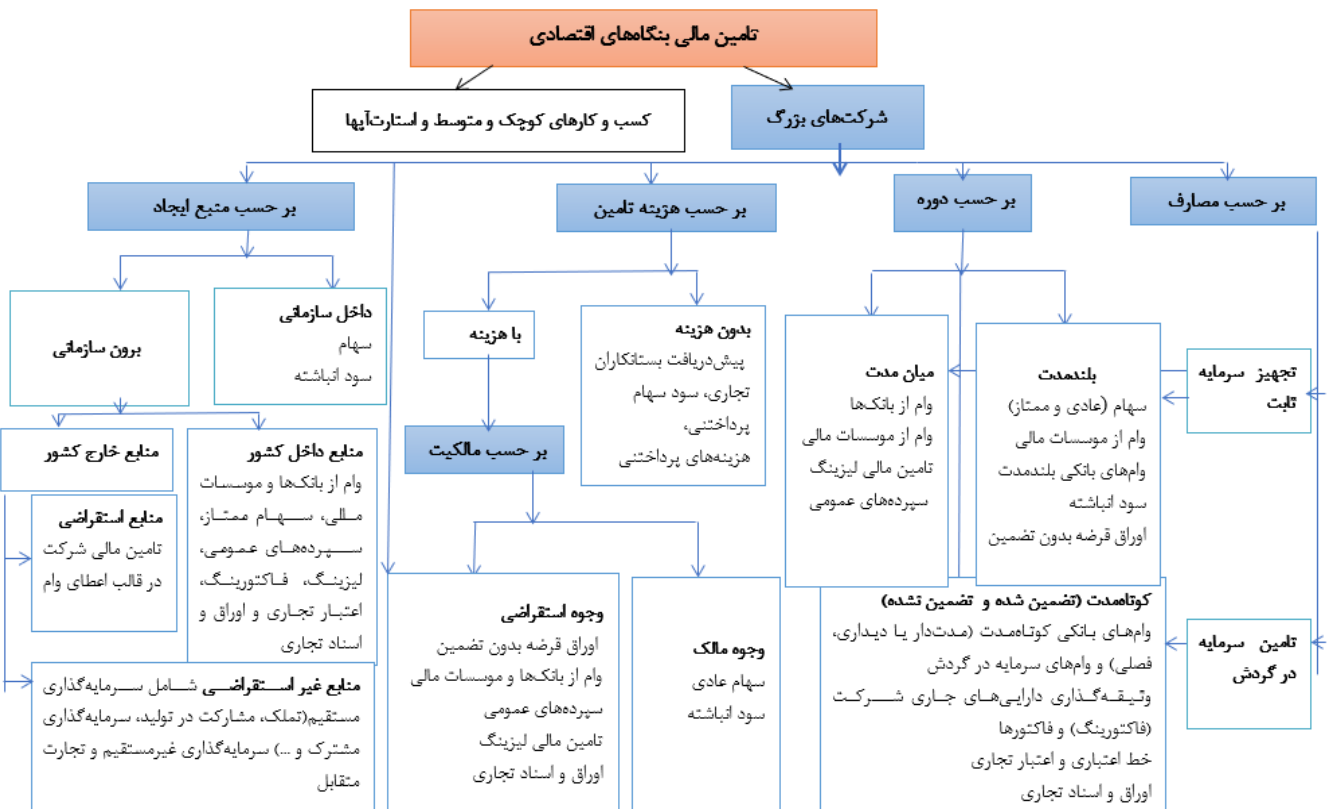
ج) تأمین مالی خصوصی: اولین منبعی که کارآفرینان برای تأمین وجوه مورد نیاز جهت راه‌اندازی کسب و کارهای خود از آن‌ها بهره می‌گیرند، منابع خصوصی شامل منابع (پس‌اندازهای) شخصی و دوستان و بستگان می‌باشد که صرفاً در روش‌های تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط مشاهده می‌شود. برای این گروه، ریسک و بازده، مانند دیگر گروه‌ها دارای اولویت نخست نیست.

^۱ Jiang et.al 2014

^۲ در این بین بانک عمده‌ترین منبع تأمین مالی رسمی به حساب می‌آید و دلیل اصلی ظهور بازار مالی غیررسمی، عدم تمایل بخش رسمی برای اعطای وام به برخی از طبقات قرض‌گیرندگان (نسبتاً پرریسک) است. نرخ‌های بهره در بخش مالی غیررسمی معمولاً بیشتر از بخش مالی رسمی است

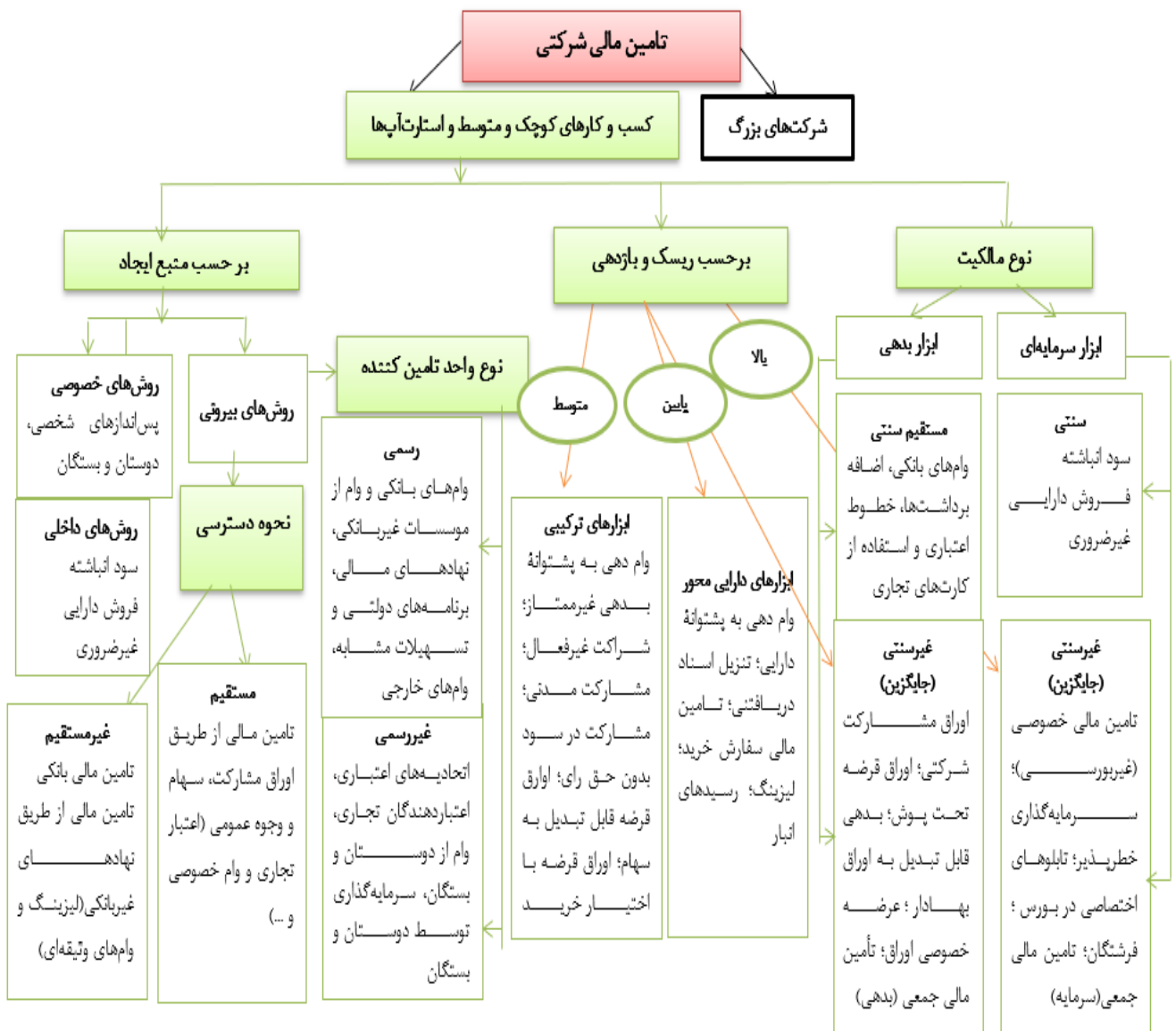
بر حسب مالکیت

تأمین مالی بر حسب مالکیت برای بنگاه‌های بزرگ به دو دسته شامل وجوه مالک (سود انباشته و سهام) و وجوه استقراری (اوراق قرضه بدون تضمین، وام از بانک‌ها و مؤسسات مالی، سپرده‌های عمومی، تأمین مالی لیزینگ و اوراق و اسناد تجاری) و برای کسب و کارهای کوچک و متوسط به سه دسته شامل تأمین مالی از طریق ابزارهای سرمایه‌ای (تملک سهام)، ابزارهای بدهی و ابزارهای ترکیبی قابل تقسیم است. در تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، سرمایه‌گذار (تأمین کننده مالی) مالک شرکت به حساب می‌آید و قدرت تأثیرگذاری بر تصمیمات مؤسسه را به میزان سهم مشارکت دارد. در این روش سرمایه‌گذار در سود فعالیت مؤسسه سهیم می‌گردد، ضمن اینکه ریسک نیز بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود (مؤتمنی و طبقیان، ۱۳۹۴). در مقابل، تأمین مالی از طریق بدهی شامل استقراض وجوه توسط مالکان کسب و کارها، به بنگاه‌ها این امکان را می‌دهد که مالکیت کامل شرکت را در اختیار داشته باشد، با این حال بدهی ایجاد شده باید در ترانزنامه بنگاه لحاظ و در زمانی مشخص در آینده به همراه بهره، بازپرداخت گردد. این روش از تأمین مالی خود به دو گروه ابزارهای بدهی سنتی (ابزارهایی نظیر وام‌های بانکی، اضافه برداشت‌ها، خطوط اعتباری و استفاده از کارت‌های تجاری) و ابزارهای بدهی جایگزین غیرسنتی (اوراق بدهی شرکتی^۱، اوراق بدهی تحت پوشش^۲، بدهی قابل تبدیل به اوراق بهادار، عرضه خصوصی اوراق^۳ و تأمین مالی جمعی^۴) تفکیک می‌شوند. در نهایت سومین ابزار تأمین مالی بر حسب مالکیت، ابزارهای ترکیبی هستند که بین دو طیف ابزارهای سرمایه‌ای و بدهی قرار دارند، از اینرو ویژگی مربوط به هر دو ابزار را شامل می‌شوند. از جمله روش‌های تأمین مالی از طریق این ابزارها می‌توان به بدهی غیرممتاز، شراکت غیرفعال، مشارکت مدنی، مشارکت در سود (بدون حق رای)، اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام، اوراق قرضه با اختیار خرید سهام و مشتقات؛ تأمین مالی میانه یا مزاین اشاره نمود.



شکل ۱. الف. تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی بر حسب اندازه: شرکت‌های بزرگ

1 Corporate Bonds
 2 Securitized Debt
 3 Private Placements
 4 Crowdfunding (debt)



شکل ۱. ب. تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی بر حسب اندازه: کسب و کارهای کوچک و متوسط و استارت آپ‌ها

۳. سیستم‌های تأمین مالی

در اقتصاد سیاسی تطبیقی، طبقه‌بندی سیستم‌های تأمین مالی به دو دسته بانک‌محور یا بازارمحور معمول است و این طبقه‌بندی بسته به نسبت تأمین مالی که از طریق بانک‌ها یا بازارها انجام می‌شود، صورت می‌پذیرد. در سیستم‌های تأمین مالی مبتنی بر بانک، موسسات مالی پولی (بانک‌ها) وسیله اصلی تخصیص سرمایه و سرمایه‌گذاری هستند، در حالی که در سیستم تأمین مالی مبتنی بر بازار، بازارهای اوراق بهادار به همان اندازه بانک‌ها یا بیشتر از آن‌ها برای انتقال منابع مالی لازم به بنگاه‌ها اهمیت دارند.

اگرچه سیستم‌های تأمین مالی به عنوان یک قاعده دارای بانک و بازار هستند، سیستم‌های مبتنی بر بانک بر اساس تعدادی ویژگی از سیستم‌های مبتنی بر بازار متمایز می‌شوند:

- ۱) بخش بیشتری از دارایی‌های خانوار به عنوان سپرده‌های بانکی نگهداری می‌شود،
- ۲) بازارهای سهام کوچک‌تر و نقدشوندگی کمتری دارند،
- ۳) وام‌های بانکی سهم بیشتری از بدهی‌های بنگاه‌ها را تشکیل می‌دهند،

۴) تامین مالی بانکی بیشتر برای سرمایه‌گذاری کم ریسک در شرکت‌های تولیدی سرمایه‌بر و با نوآوری فزاینده مناسب است، در مقابل، تامین مالی مبتنی بر بازار، و به‌ویژه تامین مالی سهام، از شرکت‌های با ریسک بالاتر مانند استارت‌آپ‌ها بهتر می‌تواند حمایت کند. در گذشته بحث‌های زیادی در مورد اینکه کدام سیستم سودمندتر است، مطرح شده است و تمامی این بحث‌ها به یک نتیجه رسیده‌اند، مبنی بر اینکه درست نیست یک سیستم را بهتر از دیگری بنامیم زیرا هر یک دارای محاسن و همچنین کاستی‌های خود هستند. واقعیت این است که کشورهایی که از سیستم‌های افراطی پیروی می‌کنند، شروع به اصلاح راه خود کرده‌اند و به سمت همگرایی پیش می‌روند. به عنوان مثال، در ایالات متحده، چندین مشکل در اقتصاد مبتنی بر بازار گزارش شده است. از آنجایی که سهامداران انفرادی مقادیر نسبتاً کمی در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند، علاقه چندانی به نحوه اداره شرکت ندارند و این انفعال در دراز مدت منجر به سهل‌انگاری و حتی ضرر می‌شود. همچنین، تصاحب خصمانه^۱، که به عنوان اقدامات انضباطی مورد تجلیل قرار گرفته است، اکنون به عنوان اقدامات گران قیمت و مخرب در نظر گرفته می‌شود، در صورتی که قصد صرفاً انضباط شرکت باشد. نکته اصلی این است که هر دو نوع سیستم مزایا و معایب خود را دارند و امروزه تنها تفاوت بین دو سیستم مذکور این است که سیستم بازار محور آمریکایی توسط تعداد بیشتری از کشورها در سراسر جهان دنبال می‌شود اما این موضوع نافی سیستم بانک محور آلمانی نیست. البته امروزه تمایز بین سیستم‌های مبتنی بر بانک و بازار با توجه به اینکه بانک‌ها اخیراً به‌طور فزاینده‌ای بازار محور شده‌اند، چندان مشخص نیست اما الگوی سیستم‌های مبتنی بر بانک در مقابل بازار، ابزار مفیدی برای مقایسه توسعه سیستم‌های تامین مالی می‌باشد.

بررسی تحولات تامین مالی بنگاه‌ها در کشورهای منتخب

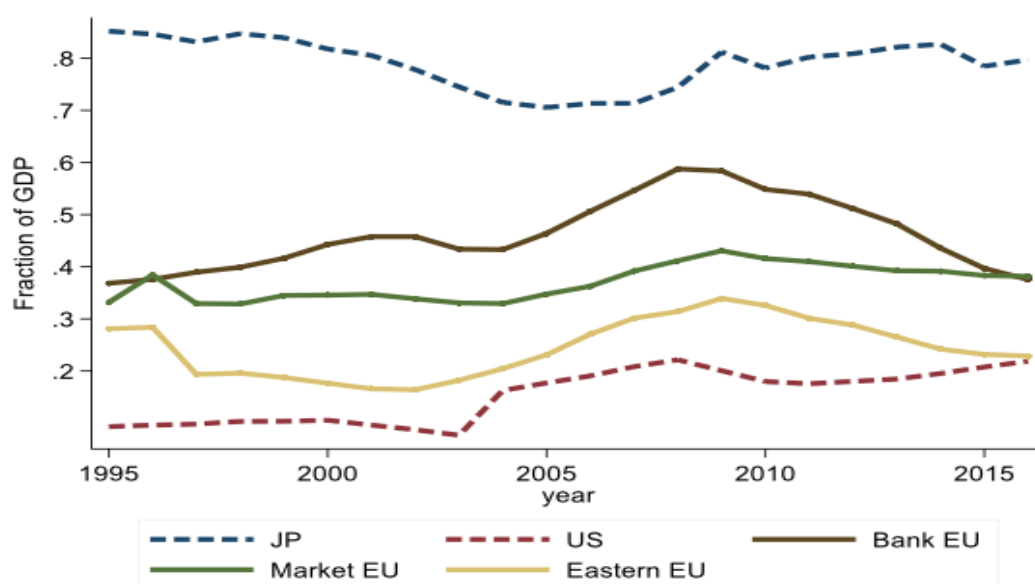
همانطور که در دسته‌بندی روش‌های تامین مالی بنگاه‌ها مشهود است، به طور کلی منابع تامین مالی بیرونی عمدتاً از دو محل بانک (یا مؤسسات اعتباردهنده) و بازار (سرمایه و بدهی) امکان‌پذیر است. لذا در این قسمت به تحلیل تحولات مربوط به سهم هر یک از روش‌های مذکور در تامین مالی بنگاه‌ها در کشورهای اروپایی، ایالات متحده و ژاپن و در نهایت به طور خاص آلمان بعد از بحران مالی جهانی پرداخته شده است. مقایسه سیستم‌های تامین مالی بین کشورها پیچیده است. سیستم‌های تامین مالی پیچیده و به‌طور قابل توجهی بین کشورها متفاوت هستند و در طول زمان تغییر می‌کنند. برای مثال، کشورهای قاره اروپا و ژاپن به طور سنتی به عنوان سیستم‌های مبتنی بر بانک و ایالات متحده به عنوان سیستم بازار محور در نظر گرفته می‌شوند. با این حال، در این مقاله با استفاده از تجزیه و تحلیل مؤلفه‌های اصلی با تعقیب مقاله بیجولسما و زوارت (۲۰۱۳)^۲، کشورهای اتحادیه اروپا به چهار گروه همگن براساس ویژگی‌های بخش مالی طبقه‌بندی شدند که به شرح زیر می‌باشد:

- ۱) کشورهای بانک محور: در این کشورها که شامل آلمان، پرتغال، ایرلند، اسپانیا، ایتالیا، اتریش، یونان هستند، بخش بانکی بزرگی وجود دارد و اتکاء به تامین مالی از کانال بازار در سطح پایینی است.
- ۲) کشورهای مبتنی بر بازار: در این کشورها که به سیستم مالی ایالات متحده نزدیک‌تر هستند، بازار سهام توسعه یافته‌تری وجود دارد. بلژیک، دانمارک، فرانسه، هلند، سوئد، فنلاند و بریتانیا در این گروه از کشورها قرار دارند.
- ۳) کشورهای اروپای شرقی: کرواسی، بلغارستان، استونی، لهستان، مجارستان، جمهوری چک، اسلوانی، اسلواکی، لتونی، لیتوانی، رومانی که اخیراً به اتحادیه اروپا پیوسته‌اند، در مقایسه با کشورهای عضو با قدمت بیشتر، بازارهای مالی کوچک‌تری دارند.
- ۴) کشورهای پرت: گروه آخر شامل کشورهایی است که نمی‌توان آن‌ها را در سه دسته دیگر فوق طبقه‌بندی کرد. این کشورها که شامل قبرس، مالت و لوکزامبورگ هستند، نسبت به اندازه خود بخش بانکی نامتناسب بزرگی دارند و اغلب بهشت مالیاتی محسوب می‌شوند.

¹ Hostile Takeovers
² Bijlsma and Zwart

۱. تأمین مالی بانکی

تأمین مالی بانکی به‌ویژه در اقتصادهای بانک محور، منبع اصلی تأمین مالی شرکتی است. شکل (۲) رکود ایجاد اعتبارات بانکی برای شرکت‌های غیرمالی پس از بحران را در سه گروه از کشورهای اروپا و ایالات متحده و ژاپن نشان می‌دهد. همانطور که مشخص است، در ایالات متحده و ژاپن بعد از کاهش جزئی اعتبارات بانک به بنگاه‌ها از سال ۲۰۰۹، بعد از بحران وضعیت تقریباً به قبل از بحران بازگشت. اما هر سه گروه از کشورهای اتحادیه اروپا نه تنها کاهش وام بانکی به بنگاه‌ها را از سال ۲۰۰۹ تجربه کردند، بعد از بحران نیز وام‌های بانکی در هیچ گروهی از کشورهای اروپایی به سطح قبل از بحران بازگشت نداشت. ضمن اینکه کاهش اعتبارات حتی در کشورهای بانک محور و کشورهای اروپای شرقی شدیدتر از کشورهای بازارمحور بوده است. بنابراین می‌توان اینگونه استنباط کرد که تأمین مالی بانکی برای بنگاه‌ها در تمامی کشورها بعد از بحران سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ در مضیقه قرار گرفت و حتی کشورهای بانک محور اروپایی نیز اعتبارات بانکی به بنگاه‌ها را به شدت کاهش دادند و این روند بعد از سالهای بحران نیز تداوم یافت. یافته‌های مرتبط با کشورهای اروپایی تا حد زیادی با تجدید ساختار ترانزنامه بانک‌ها پس از بحران مطابقت دارد. چرا که بانک‌ها به دلیل الزامات سخت‌گیرانه‌تر کفایت سرمایه و ریسک نقدینگی بازل ۳ که با هدف ثبات سیستم مالی معرفی شده بود، مجبور به کاهش (انقباض) ترانزنامه برای تقویت وضعیت سرمایه خود شدند و این کار را به ویژه در مورد عملیات فرامرزی خود اجرائی کردند. به عنوان مثال، دی هاس و ون لیولد (۲۰۱۴)^۱ نشان دادند که شرکت‌های تابعه بانک‌های چند ملیتی مجبور شدند، رشد اعتباری را تقریباً سه برابر سریع‌تر از بانک‌های داخلی کاهش دهند. این امر به‌ویژه در مورد شرکت‌های تابعه گروه‌های بانکی که بیشتر به تأمین مالی عمده^۲ متکی بودند، صادق بود.



شکل ۲. اعتبار بانکی به بنگاه‌های غیرمالی در کشورهای اروپایی، ژاپن و ایالات متحده بعد از بحران مالی جهانی

اگر چه طی بحران کووید-۱۹ یکسری الزامات احتیاطی تخفیف داده شد، اما شرایط اعتباری بعد از این بحران اثرات سیاست‌های پولی سخت‌گیرانه را نشان می‌دهد. به‌طوریکه، نرخ‌های سیاستی در سال ۲۰۲۲ افزایش یافت و این موضوع تأثیر سریعی بر نرخ‌های بازار پول و هزینه‌های تأمین مالی بانک داشت. همچنین منجر به افزایش سرمایه و بافر نقدینگی توسط بانک‌ها شد که شرایط اعتباری سخت‌تر را برای

1 De Haas and Van Lelyveld

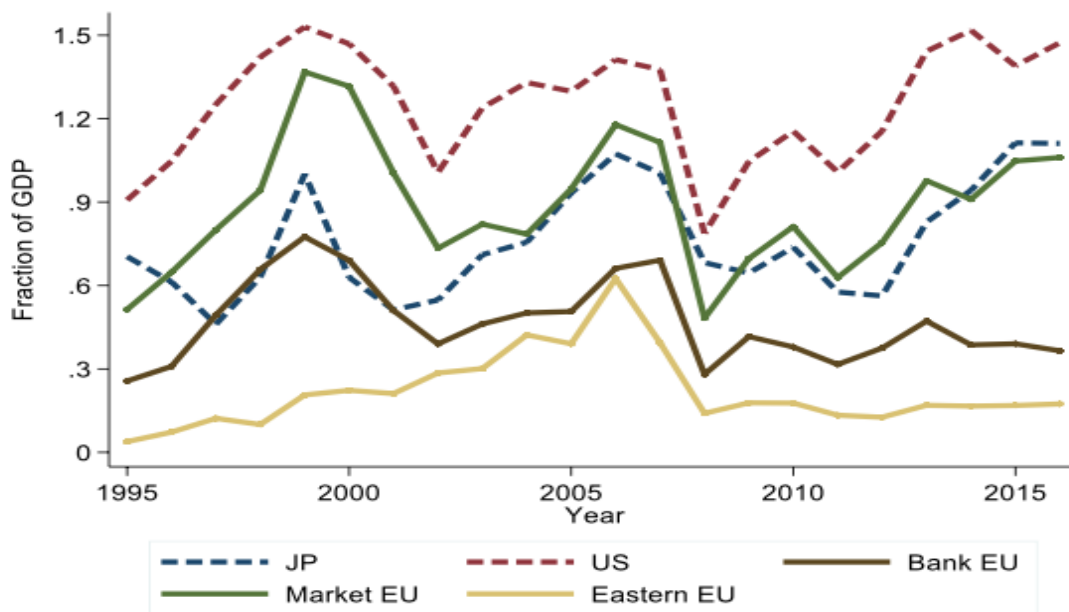
2 Wholesale Funding

تسهیلات‌گیرندگان به‌دنبال داشت. در برخی کشورها، نرخ بهره بین بانکی و نرخ سپرده به سطوحی رسید که بعد اوج بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ مشاهده نشده است. شرایط تأمین مالی بانکی بنگاه‌ها تحت تاثیر این تحولات قرار گرفت، زیرا بانک‌ها نرخ‌های بهره سیاستی افزایش‌یافته را تقریباً با همان سرعت به هزینه‌های تسهیلات بنگاه‌ها شرکتی منتقل می‌کنند. البته سرعت انتقال این هزینه‌ها از بانک‌ها به بنگاه‌ها در کشورهای مختلف متفاوت است. بین سال‌های ۲۰۲۲ و سه ماهه اول سال ۲۰۲۳، بیشترین تغییرات در نرخ‌های جدید بانکی در استرالیا رخ داده است. کانادا، نیوزیلند، نروژ و سوئد، منعکس‌کننده سخت‌تر شدن شرایط اعتباری بودند. در سه ماهه سوم ۲۰۲۳، تأمین مالی بانکی در منطقه یورو به شدت کاهش یافت.^۱

۲. تأمین مالی از طریق بازار (سهام و اوراق قرضه)

الف) بازار سرمایه

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه یکی دیگر از مکانیسم‌های تأمین مالی مهم برای بنگاه‌هاست. اگرچه بازار سهام پس از بحران با آسیب جدی در سراسر جهان مواجه شد اما مسیر بهبود وضعیت آن در کشورهای مختلف کاملاً متمایز بوده است که این موضوع در شکل (۳) به تصویر کشیده شده است. همانطور که از شکل (۳) مشخص است، ارزش بازار سهام به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی در ایالات متحده، ژاپن و کشورهای اتحادیه اروپا مبتنی بر بازار در سال ۲۰۱۶ یعنی تقریباً ۷ سال بعد از بحران، از سطوح قبل از بحران فراتر رفت، این در حالی است که ارزش بازار سهام در کشورهای عضو اتحادیه اروپا بانک محور و کشورهای اروپای شرقی هنوز به مراتب از سطح قبل از بحران عقب است و تأمین مالی مبتنی بر بازار در این کشورها با محدودیت‌های بیشتری مواجه می‌باشد.

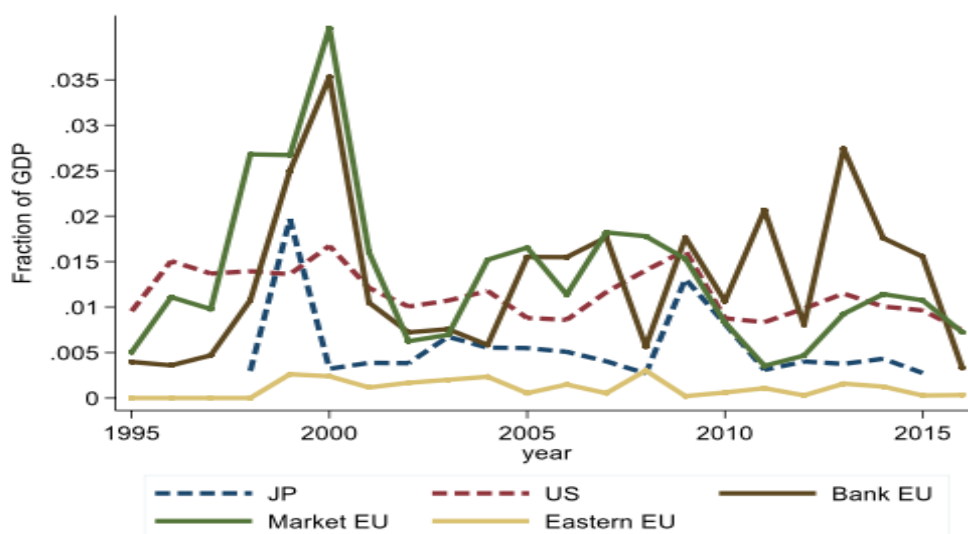


شکل ۳. نوسان ارزش بازار سهام در کشورهای اروپایی، ژاپن و ایالات متحده بعد از بحران مالی جهانی

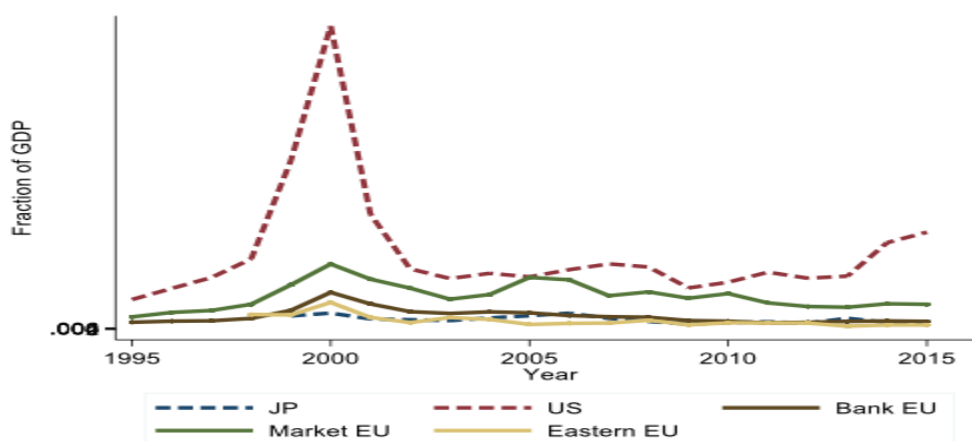
با این حال نکته این است که ارزش بازار سهام ممکن است به‌جای میزان تأمین مالی مبتنی بر سهام که توسط بنگاه‌ها از بازار سهام به دست می‌آید، صرفاً منعکس‌کننده تغییرات قیمت باشد و تصویر درستی از عمق بازار سرمایه را نشان ندهد. از این نظر در شکل (۴) فعالیت بازار سهام کشورهای ایالات متحده، ژاپن و سه گروه از کشورهای اروپایی از حیث انتشار سهام جدید توسط شرکت‌های فعال در بازار بورس (شکل الف-۴) و همچنین سرمایه‌گذاری‌ها در سرمایه‌گذاری خطرپذیر (شکل ب-۴) مورد بررسی قرار گرفته است.

همانطور که براساس هر دو شکل مشخص است، فعالیت بازارهای سهام در سطح جهانی از سال ۲۰۰۰ کاهش یافته است. بررسی سطح انتشار سهام جدید در شکل (الف-۴) نیز نشان می‌دهد، توسعه انتشار سهم جدید پس از بحران جهانی در کشورهای مختلف متفاوت است. بدین ترتیب که تقریباً در تمام گروه‌های کشوری به جز کشورهای اروپای شرقی کاهش قابل توجهی را تجربه کرد اما از سال ۲۰۱۲ در کشورهای اتحادیه اروپا بازار و بانک محور تا حدودی بهبود یافته است اما در کشورهای اروپای شرقی، ایالات متحده و ژاپن بعد از کاهش ناشی از بحران مالی جهانی تقریباً در یک نرخ یکنواخت پایین روند خود را طی می‌کند.

در شکل (ب-۴) نیز نشان داده شده است که تامین مالی سرمایه خطرپذیر بعد از بحران فقط در ایالات متحده تا حدودی افزایش یافته است و تحرکاتی نیز در کشورهای اروپایی بازارمحور مشاهده می‌شود اما در بقیه کشورها تقریباً در همان سطوح پایین بعد از کاهش در سال ۲۰۰۰ بدون تغییر باقی ماندند.



الف) انتشار سهام جدید

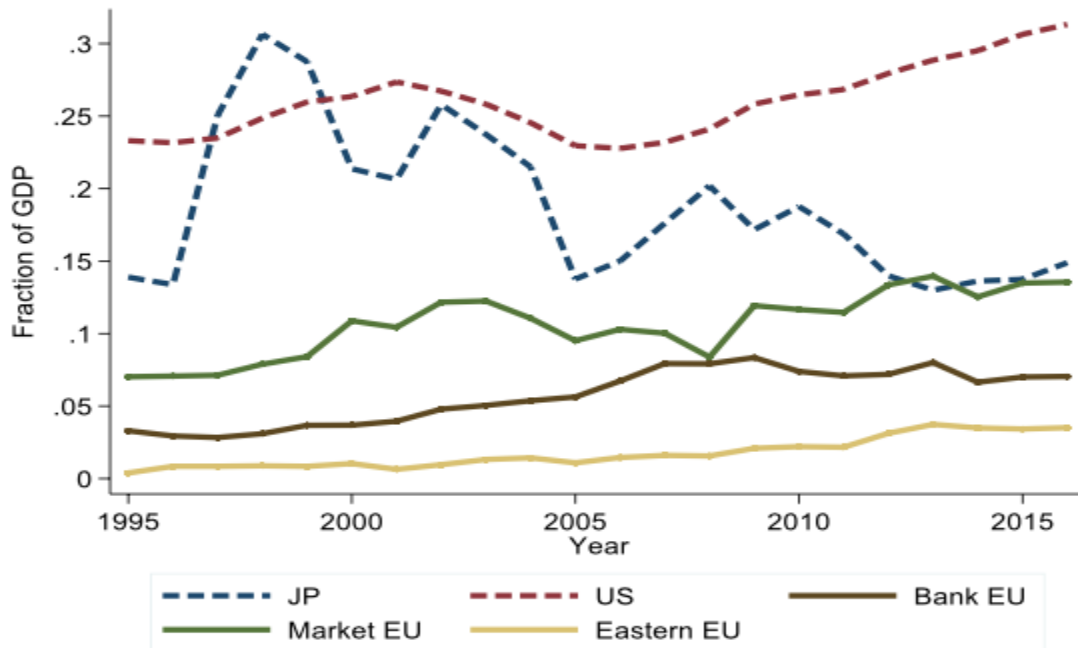


ب) سرمایه‌گذاری سرمایه خطرپذیر

شکل ۴. فعالیت بازار سرمایه از حیث انتشار سهام جدید و سرمایه‌گذاری در سرمایه خطرپذیر در کشورهای اروپایی، ژاپن و ایالات متحده بعد از بحران مالی جهانی

ب) بازار بدهی

در شکل (۵) توسعه بازار بدهی در کشورهای مورد بررسی بعد از بحران نشان داده شده است. همانطور که مشخص است، انتشار اوراق شرکتی به صورت سهمی از تولید ناخالص داخلی در کشورهای اروپایی بازار محور به طور متوسط از ۱۰ درصد به ۱۵ درصد در دهه گذشته افزایش یافته است و به دلیل نرخ بهره پایین به یک منبع جذاب برای تأمین مالی بنگاه‌ها تبدیل شده است. در ایالات متحده نیز این ابزار تأمین مالی با یک شیب صعودی یکنواخت در حال رشد است.



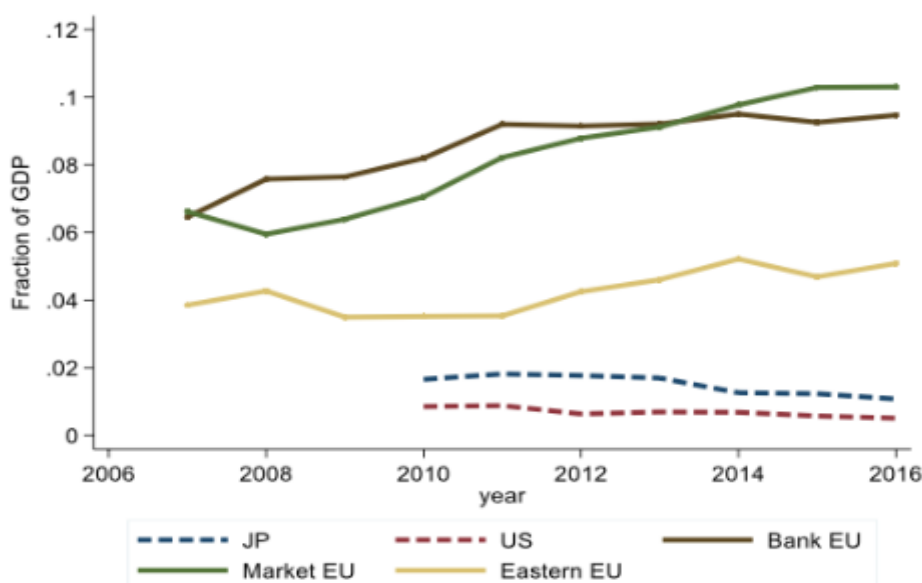
شکل ۵. بازار اوراق شرکتی در کشورهای اروپایی، ژاپن و ایالات متحده بعد از بحران مالی جهانی

۳. تأمین مالی جایگزین^۱

اشکال جایگزین تأمین مالی، به عنوان مثال فاکتورینگ^۲ (و همچنین سرمایه‌گذاری جمعی و سرمایه‌گذاری فرشته) در سال‌های گذشته رشد سریعی داشته‌اند و به‌طور روزافزون به‌خصوص برای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط به‌کار گرفته شدند. همانطور که در شکل (۶) نشان داده شده است، حجم تأمین مالی فاکتورینگ به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی در کشورهای اتحادیه اروپا بسیار بیشتر از ایالات متحده و ژاپن است و روند فاکتورینگ در اتحادیه اروپا در حال افزایش است اما این روند در ایالات متحده و ژاپن با کاهش اندک اما ثابت است.

1 Alternative Finance

۲ تأمین مالی از طریق فاکتورینگ زمانی اتفاق می‌افتد که یک شرکت (به نام عامل) فاکتورها را از شرکت دیگری با تخفیف خریداری می‌کند و سپس طلب‌ها را وصول می‌کند. هدف فروشنده فاکتورها این است که نیازهای نقدی فوری خود را برآورده کند و وصول مطالبات خود را برون سپاری کند.



شکل ۶. ظهور (افزایش) فاکتورینگ در کشورهای اروپایی، ژاپن و ایالات متحده بعد از بحران مالی جهانی

در بین سه گروه کشورهای اروپایی نیز تا سال ۲۰۱۳ سهم این روش تأمین مالی در کشورهای بانک محور بیش از دو گروه دیگر بوده است اما از این سال به بعد سهم کشورهای بازار محور افزایش یافته است. بنابراین، می‌توان گفت ابزارهای جایگزین در ابتدا در کشورهای اروپایی بانک‌محور با توجه به کاهش اعتبار بانکی ناشی از بحران مالی و الزامات بال ۳ که تأمین مالی بنگاه‌ها به خصوص کسب و کارهای کوچک و متوسط از طریق وام بانکی کاهش یافت، مورد استقبال قرار گرفت و به تدریج در کشورهای بازار محور نیز رواج پیدا کرد. به طوریکه، هر دو گروه افزایش بیش از ۵۰ درصدی را طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۶ تجربه کردند. با این حال، تأمین مالی جایگزین همچنان یک بازار خاص است و حجم تأمین مالی از طریق این ابزارهای جدید به طور قابل توجهی کمتر از تأمین مالی بانکی است و حداکثر ۱ درصد از تولید ناخالص داخلی را به خود اختصاص داده است.

۴. سیستم تأمین مالی آلمان

آلمان از دیرباز به عنوان یکی از بانک‌محورترین سیستم‌های مالی در مقایسه با سایر کشورها شناخته شده است و در طول قرن بیستم، سیستم مالی آلمان تحت تسلط بانک‌ها بوده است. با این حال، اخیراً تلاش‌هایی برای افزایش نقش بازارها در این سیستم مالی صورت گرفته است که از آن جمله می‌توان به ابتکارات نظارتی و تغییر در حاکمیت شرکتی اشاره داشت. این تحولات در پی تغییر استراتژی‌های کسب و کار بانک‌های بزرگ جهانی و همچنین رگولاتوری سیستم مالی ایجاد شده است. زیرا بانک‌های خصوصی بزرگ به این نتیجه رسیدند که کسب سود در سپرده‌گیری و وام‌دهی سنتی دشوار شده است و لذا فعالیت‌های خود را به سمت فعالیت‌های مبتنی بر کارمزد مانند بانکداری سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی سوق دادند. در پاسخ به این تغییر رویکرد بانک‌ها، ابتکاراتی توسط سیاست‌گذاران انجام شد و سیستم نظارتی آلمان نیز اقداماتی را برای تقویت نقش بازارهای سهام در سیستم تأمین مالی آلمان در پیش گرفت. گسترش برنامه‌های عمومی برای ترویج سرمایه‌های مخاطره‌آمیز بخش ویژه‌ای از بورس فرانکفورت برای شرکت‌های کوچک‌تر با رشد بالا، به منظور ترویج سرمایه‌گذاری در سهام به‌ویژه برای استارت‌آپ‌ها در نظر گرفته شد. فشار بین‌المللی (به ویژه توافقی‌های بازل در مورد کفایت سرمایه) نیز با تشویق بانک‌ها به معرفی سیستم‌های رتبه‌بندی اعتباری، رویکرد بازارمحورتری را در بخش بانکداری تقویت کرده است. اما علیرغم این تحولات، تداوم ساختار سیستم مالی بانک محور کاملاً مشهود است و سیستم مالی آلمان هنوز به عنوان بانک محور توصیف می‌شود.

بررسی تغییرات روش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها بعد از بحران مالی جهانی در کشورهای عضو اتحادیه بانک محور، بازار محور و کشورهای اروپای شرقی و همچنین در ژاپن و ایالات متحده بیانگر آن است که تأمین مالی بانکی در اثر بروز بحران مالی تحت فشار قرار گرفته است و اعتبارات بانکی به بنگاه‌های غیرمالی به طور قابل توجهی به خصوص در کشورهای بانک محور اروپایی کاهش یافته است و بعد از بحران نیز به دلیل تجدیدساختار ترازنامه ناشی از الزامات بال ۳ تداوم یافت. بنابراین، این موضوع محدودیت‌هایی را برای بهبود اقتصادی و رشد آتی به ویژه در اروپای بانک محور ایجاد کرده است. برای این کشورها، به دلیل کمبود اعتبار بانکی، تغییر رویکرد به تأمین مالی مبتنی بر بازار می‌تواند مطلوب باشد که در کشور آلمان این موضوع در دستور کار قرار گرفت و اقداماتی برای افزایش نقش بازارها در این سیستم مالی صورت گرفت. البته علاوه بر فشار بانکی ناشی از بحران و الزامات بین‌المللی (بال ۳)، بانک‌های خصوصی بزرگ در آلمان به این نتیجه رسیدند که کسب سود از محل اسپرید سپرده‌پذیری و وام‌دهی سنتی دشوار شده است، لذا فعالیت‌های خود را به سمت فعالیت‌های مبتنی بر کارمزد مانند بانکداری سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی سوق دادند. به دلیل همین گسترش فعالیت‌های بازارمحور بانک‌هاست که امروزه مرز مشخصی بین تأمین مالی بانک محور و بازارمحور متصور نیستند. البته علیرغم این تحولات، تداوم ساختار سیستم مالی بانک محور در آلمان کاملاً مشهود است و سیستم مالی آلمان هنوز به عنوان بانک‌محور توصیف می‌شود.

تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نیز از حیث انتشار سهام جدید و سرمایه خطرپذیر از سال ۲۰۰۰ کاهش یافته است و از این نظر می‌توان گفت حتی تأمین مالی بازارمحور (بازار سرمایه) نیز با توجه به عدم بازگشت شرایط بازار سرمایه بعد از بحران مالی جهانی با مزیقه مواجه هست و هم ارزش بازار سهام و هم فعالیت بازار با کاهش مواجه شده است و این موضوع کشورهای بازارمحور را در تأمین مالی بنگاه‌ها با مشکل مواجه می‌کند. در مقابل تأمین مالی از طریق اوراق قرضه شرکتی، به ویژه در کشورهای اتحادیه اروپا مبتنی بر بازار افزایش یافته است. براین اساس این‌گونه استنباط می‌شود که در کشورهای بازار محور نیز رویکرد از بازار سرمایه (به خصوص تملک سهام) به سمت اوراق قرضه شرکتی تغییر کرده است.

در نهایت اینکه با توجه به تحت فشار بودن تأمین مالی بانکی و تأمین مالی مبتنی بر بازار بعد از بحران مالی جهانی، تأمین مالی جایگزین مانند فاکتورینگ ظهور پیدا کرد و به سرعت در حال رشد است. این ابزارهای به خصوص تا حد زیادی می‌توانند تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط را که دسترسی به تأمین مالی بانکی و بازار برای آن‌ها به خصوص بعد از بحران مالی جهانی دشوار شده است، را تسهیل کند. افزایش بکارگیری این ابزارها در کشورهای اتحادیه اروپا بانک‌محور و بازار محور قابل توجه است، زیرا هر دو گروه افزایش بیش از ۵۰ درصدی را طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۶ تجربه کردند. دلیل این موضوع می‌تواند به تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط اروپایی پس از بحران مالی مرتبط باشد که تأمین مالی آن‌ها به خصوص از شبکه بانکی در نتیجه بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ با مشکل مواجه شده بود. البته از این واقعیت نیز نباید غافل شد که تأمین مالی از این طریق هنوز در سطوح پایینی قرار دارد.

بنابراین با توجه به یافته‌های این مقاله، اگرچه تأمین مالی بانکی در ایران به عنوان یک کشور بانک‌محور مثل آلمان همچنان گزینه اول برای ایجاد و رشد بنگاه‌هاست اما با توجه به تحولات جهانی و اعمال الزامات سخت‌گیرانه در بال (۳) و همچنین تنگناهای اعتباری ناشی از کنترل مقداری ترازنامه در کشور، به نظر نمی‌رسد امکان تحقق رشد مورد نظر و بنگاه‌سازی مورد نیاز در کشور صرفاً با تکیه بر بنگاه‌سازی بانکها میسر باشد. لذا توصیه می‌شود تأمین مالی بازار محور نیز توسعه یابد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی‌رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

فهرست منابع

Extended Abstract

Introduction

The concept of bank-led enterprise creation (or *enterprise facilitation by banks*) has garnered increasing attention in recent years as policymakers in bank-dominated economies seek alternatives to direct equity ownership by banks. Traditionally, banks in many countries—especially in Iran and Germany—played a central role not just in financing but also in owning and managing enterprises. However, concerns over inefficiencies, resource misallocations, and conflicts of interest prompted a shift in regulatory paradigms toward curbing such direct involvement.

The global financial crisis of 2007–2008 profoundly reshaped the landscape of corporate financing. What had long been considered reliable financial intermediation channels—especially bank credit—suddenly became restricted due to deleveraging pressures and tighter regulatory capital requirements. This upheaval highlighted the vulnerabilities of bank-centered systems and emphasized the need to diversify financing mechanisms (Levine, 2005; Shularick & Taylor, 2012). As a result, many economies, including those traditionally dominated by bank finance like Germany and Japan, began to explore capital-market-based and alternative financing channels.

At the same time, the Basel III framework introduced stricter capital adequacy norms, pushing banks to shrink their balance sheets and improve liquidity ratios. This regulatory shift further constrained the lending capacity of banks, especially towards small and medium-sized enterprises (SMEs), which already face difficulties in accessing formal credit (De Haas & Van Lelyveld, 2014; OECD, 2024). Meanwhile, market-based economies such as the United States experienced shifts from equity financing to bond issuance, adapting to investors' risk appetite and regulatory shifts (Bijlsma & Zwart, 2013; Kalara & Zhang, 2018).

In this context, the present study seeks to answer two core questions: (1) To what extent has corporate financing evolved in different economic blocs—namely, bank-based EU countries, market-based EU countries, Eastern Europe, the U.S., and Japan—after the financial crisis? (2) How has Germany, as the most bank-centric economy in Europe, adjusted its financial system to these global shifts?

Methods and Materials

This research adopts a comparative, cross-national approach to examine the evolution of corporate financing mechanisms across major economies before and after the global financial crisis. The data were drawn from publicly available international financial statistics, including corporate credit volumes, bond issuance, equity market capitalization, and alternative financing flows. The analysis was conducted through time-series observation, principal component analysis for country clustering, and structural trend identification across bank- and market-based systems.

The countries were grouped into four categories: (1) bank-based EU economies (e.g., Germany, Italy, Spain); (2) market-based EU economies (e.g., France, Sweden, UK); (3) Eastern European economies (e.g., Hungary, Romania); and (4) outliers or financial hubs (e.g., Luxembourg, Malta). The United States and Japan were included for comparison.

Germany was selected as a case study to evaluate internal financial policy reforms, including regulatory changes, shifts in banking business models, and the development of capital markets for SMEs.

Findings

The study's findings reveal clear shifts in the financing patterns of enterprises across all country groups post-crisis. First, corporate bank lending experienced significant contraction, especially in European countries. Even in bank-centered economies, credit to non-financial corporations declined and never returned to pre-crisis levels. For example, Germany and Southern European countries observed deep credit shortages post-2009, largely due to the implementation of Basel III requirements.

Second, equity financing through public markets, while rebounding in nominal value in countries like the U.S. and Japan, remained depressed in many EU countries. The value of stock markets as a percentage of GDP rose in the U.S. and market-based EU countries, but this often reflected price recovery rather than increased equity issuance. In fact, the volume of new share issues and venture capital investment declined in most countries between 2000 and 2016, only slightly recovering in select EU market economies post-2012.

Third, debt financing via corporate bonds rose significantly. In market-based EU countries and the U.S., bond markets became an attractive source of financing, particularly due to historically low interest rates. The average ratio of corporate bond issuance to GDP increased steadily, rising from around 10% to 15% in the EU over a decade.

Fourth, alternative financing mechanisms such as factoring, crowdfunding, and angel investment saw rapid growth, especially in EU bank-based countries. The use of factoring as a percentage of GDP increased markedly, driven by constrained bank lending. However, despite this growth, the overall share of alternative financing remained small—rarely exceeding 1% of GDP.

In the German case study, despite the persistence of a bank-dominated system, several structural adjustments were evident. Large banks shifted towards fee-based businesses such as investment banking and asset management. Regulatory authorities supported capital market development, including the promotion of SME-focused stock exchange segments. Nevertheless, Germany's financial system remains predominantly bank-centric, with ongoing reliance on traditional credit mechanisms.

Discussion and Conclusion

The empirical analysis suggests that the global financial crisis acted as a major inflection point in corporate financing dynamics. Across both bank- and market-based economies, conventional bank lending declined significantly post-crisis, particularly due to regulatory capital constraints and credit risk aversion. This was most pronounced in bank-centered economies, which had previously relied heavily on bank intermediation for corporate financing. As banks were forced to deleverage and comply with Basel III, they curtailed lending, disproportionately affecting SMEs.

Market-based economies responded by expanding the role of bond markets, with corporate debt becoming a more prominent source of funding. However, equity financing did not follow the same recovery trajectory; while market capitalization rebounded, actual equity issuance and venture capital funding remained subdued in most regions. This limited the capacity of high-risk ventures and startups to raise funds through traditional equity markets.

Alternative financing mechanisms, though growing rapidly, have not yet matured into a systemic solution. Their limited scale and institutional reach constrain their effectiveness as a full substitute for traditional channels. Nonetheless, their targeted role in bridging financing gaps for SMEs and innovative enterprises cannot be underestimated.

The German case illustrates both the resilience and rigidity of a bank-centric system. Despite deliberate efforts to enhance market mechanisms and reduce reliance on direct bank lending, structural inertia remains strong. Cultural, institutional, and regulatory factors continue to uphold Germany's traditional financing model. However, changes in bank business models and international regulatory pressures are gradually nudging the system toward greater hybridity.

From a policy standpoint, these findings imply that relying solely on bank-based financing in countries like Iran may not be viable in the long term. While such systems can provide stable funding during normal times, they are vulnerable to systemic shocks and regulatory tightening. As such, diversifying financing sources by developing capital markets and fostering alternative financing ecosystems becomes crucial.

In conclusion, enterprise facilitation through banks in a post-crisis world must adapt to a multi-channel financing paradigm. Policymakers must recognize the limitations of traditional models and embrace hybrid systems that integrate banking, market, and alternative mechanisms. Such diversification is especially essential for supporting SMEs, fostering innovation, and ensuring financial system resilience in the face of future economic disruptions.

References

- Beck, T., Degryse, H., & Kneer, C. (2014). Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems. *Journal of Financial Stability*, 10, 50–64.
- Bijlsma, M. J., & Zwart, G. T. (2013). The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan (Bruegel Working Paper No. 2013/02). Bruegel.
- De Haas, R., & van Lelyveld, I. (2014). Multinational banks and the global financial crisis: Weathering the perfect storm? *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), 333–364.
- Kalara, N., & Zhang, L. (2018). The changing landscape of firm financing in Europe, the United States and Japan (CPB Discussion Paper No. 383). CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, pp. 865–934). Elsevier.
- Mian, A., & Sufi, A. (2014). *House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again*. University of Chicago Press.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2024). *Financing SMEs and entrepreneurs 2024: An OECD scoreboard*. OECD Publishing.
- Shularick, M., & Taylor, A. M. (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.