

بانک محوری و بازار محوری تامین مالی و دلالت آن برای سیاستگذاری پولی



چکیده

مدت‌ها است در میان تحلیل‌گران اقتصاد ایران مباحثه داغی راجع به بانک محوری و بازار محوری تامین مالی وجود دارد. به طور مشخص، بسیار تأکید می‌شود که بانک محوری تامین مالی در اقتصاد ایران یک وضعیت نامطلوب است و بهتر است سیاستگذاری در جهت افزایش بازار محوری تامین مالی باشد. نتیجه مطالعه حاضر آن است که اولاً تامین مالی بانک محور یا بازار محور فقط میزان مشارکت در ریسک صاحبان منابع مالی را تغییر می‌دهد و تأثیری بر میزان منابع مالی ندارد، ثانیاً هیچ شاهد تجربی و نظری محکمی وجود ندارد که تامین مالی بانک محور یا بازار محور اثر متفاوتی در رشد بلندمدت اقتصاد داشته باشد، و ثالثاً از منظر ثبات مالی و بانکی نیز شواهد متقن نظری و تجربی وجود ندارد که بانک محوری یا بازار محوری را ارجح بدانند. در آن صورت، از منظر سیاست پولی و نظارتی اهمیت ندارد که ساختار تامین مالی چگونه باشد و همچنان با اهمیت است که سیاست پولی و نظارتی بر کنترل تورم و حفظ ثبات بانکی متمرکز باشد نه تلاش برای تغییر ساختار تامین مالی.

کلیدواژه‌گان: بانک محوری تامین مالی، بازار محوری تامین مالی، سیاست پولی، ثبات مالی

تیمور رحمانی^۱، مهدی دارابی^۲

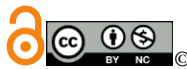
۱. استاد تمام، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

۲. دکتری علوم اقتصادی، گروه اقتصاد نظری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران، تهران، ایران

* ایمیل نویسنده مسئول: trahmani@ut.ac.ir

شیوه استناددهی: رحمانی، تیمور، و دارابی، مهدی. (۱۴۰۳). بانک محوری و بازار محوری تامین مالی و دلالت آن برای سیاستگذاری پولی. *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*، ۱(۱)، ۸۷-۱۰۲.

© 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.



Bank-Based vs. Market-Based Financing and Its Implications for Monetary Policy

Abstract

There has long been an intense debate among Iranian economic analysts regarding bank-based versus market-based financing. Specifically, there is considerable emphasis on the notion that bank-based financing in Iran's economy is an undesirable condition, and that policies should aim to promote a shift toward market-based financing. The findings of this study indicate the following: First, whether financing is bank-based or market-based only alters the degree of risk-sharing by capital providers and has no effect on the total volume of financial resources. Second, there is no strong empirical or theoretical evidence suggesting that bank-based or market-based financing leads to differing long-term economic growth outcomes. Third, from the perspective of financial and banking stability, there is also no conclusive theoretical or empirical support favoring either bank-based or market-based systems. Therefore, from the standpoint of monetary and supervisory policy, the structure of financial intermediation—whether bank-centered or market-oriented—is of secondary importance. What remains crucial is that monetary and regulatory policy continue to focus on inflation control and banking stability, rather than attempting to restructure the mode of financial intermediation.

Keywords: *Bank-based financing, Market-based financing, Monetary policy, Financial stability*



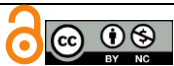
Teimoor Rahmani^{1*}, Mehdi Darabi²

1. Professor, Faculty of Economics, University of Tehran, Tehran, Iran

2. PhD in Economics, Department of Theoretical Economics, Faculty of Economics, University of Tehran, Tehran, Iran

*Corresponding Author Email: trahmani@ut.ac.ir

How to cite: Rahmani, T., Darabi, M. (2024). Bank-Based vs. Market-Based Financing and Its Implications for Monetary Policy. *Economics and Financial Policymaking*, 1(1), 87-102.



تحلیل بخش مالی اقتصاد اشاره به آن دارد که یک موجودی (stock) و یک جریان (flow) منابع مالی وجود دارد که اولی تداوم بخش سطح موجود فعالیت‌های اقتصادی و دومی شکل دهنده فعالیت‌های اقتصادی جدید است. منابع مالی چه به شکل موجودی و چه به شکل جریان، از پس انداز کل اقتصاد سرچشمه می‌گیرد و قرار نیست از جای دیگری سرچشمه بگیرد. حتی موقعی که سرمایه خارجی وارد یک کشور می‌شود با چشم انداز رشد اقتصادی و پس انداز آتی اقتصاد امکان پذیر می‌شود. بلافاصله این سوال مطرح می‌شود که حجم نقدینگی در این موضوع چه نقشی دارد و چرا در بحث تامین مالی، بانک‌ها و سیاست پولی مطرح می‌شوند. توضیح مشابه آنچه است که فاما (Fama, 1980) به آن پرداخت. به طور معمول، صاحبان پس انداز تمایل دارند بخشی از پس انداز جاری و انباشته شده خود را به شکل دارایی‌های بسیار نقد نگهداری کنند که به آن‌ها این امکان را می‌دهد با هزینه اندک به سرمایه گذاری و مبادله بپردازند و به همین دلیل همواره تقاضایی برای نگهداری دارایی‌های نقد (که در ایران همان حجم نقدینگی است) وجود دارد، مستقل از اینکه ترکیب این دارایی نقد به شکل کدام نوع از سپرده بانکی باشد. از آنجا که نظام بانکی عرضه کننده دارایی‌های نقد بویژه به شکل سپرده می‌باشد، لذا در فرایند تامین مالی نقشی برای نظام بانکی (شامل بانک مرکزی و بانک‌های تجاری و تخصصی) نیز مطرح می‌شود. به طور طبیعی، عواملان اقتصادی پیوسته در حال تبدیل دارایی نقد به سایر اشکال دارایی هستند که به طور خودکار بدان معنی است که اشخاصی دیگر در حال تبدیل دارایی‌های دیگر به دارایی نقد هستند. چه در سطح انفرادی (مثلاً بنگاه) و چه در سطح کل اقتصاد، با بزرگ شدن اندازه اسمی اقتصاد نیاز به دارایی نقد در حال افزایش است و در نتیجه نظام بانکی در حال خلق دارایی نقد جدید است. به همین دلیل، چه اقتصاد به صورت حقیقی رشد کند و چه به دلیل سیاست‌گذاری شکل دهنده تورم، اسباب افزایش قیمت‌ها فراهم شود، تقاضای اسمی دارایی‌های نقد در حال افزایش خواهد بود و نظام بانکی به عرضه دارایی نقد متاثر از نیاز اشاره شده اشخاص می‌پردازد.

از طرف دیگر، نظام بانکی در کنار سایر واسطه‌های مالی در حال انتقال منابع مالی از اشخاصی که منابع مالی مازاد دارند به اشخاصی که دچار کسری منابع مالی هستند، می‌باشند (Mishkin, 2022). نوع تامین مالی بانک محوری و بازار محوری نقشی در میزان و اندازه منابع مالی حقیقی برای تامین مالی ندارد بلکه صرفاً تعیین کننده این موضوع است که آیا صاحبان منابع مالی حاضر هستند در ریسک کسب و کاری که آن را تامین مالی می‌کنند، مشارکت کنند یا اینکه نقش تقبل ریسک را به نظام بانکی محول می‌کنند. در آن صورت، نوع تامین مالی دارای دلالت‌هایی هم برای سیاست پولی و هم برای نظارت بانکی است. هرگاه بخش بیشتری از تامین مالی از طریق نظام بانکی صورت گیرد، در سمت چپ ترازنامه بانک‌ها و موسسات اعتباری، تعهداتی پدیدار می‌شود که عندالمطالبه است و بی توجهی بانک‌ها و موسسات اعتباری به مدیریت ریسک نقدینگی و همچنین انباشت دارایی‌های فاقد جریان نقدی می‌تواند خطر بحران بانکی و فرار بانکی را فراهم کند و در نتیجه خطر رکود یا تورم یا هر دو را پیش روی اقتصاد قرار دهد. از همین جا است که موضوع سیاست پولی و نظارتی بانک مرکزی به موضوع تامین مالی مرتبط می‌شود. سیاست پولی و نظارتی بانک مرکزی باید مطمئن شود که فرایند تامین مالی توسط بانک‌ها و موسسات اعتباری سبب پدیدار شدن دارایی‌هایی در سمت راست ترازنامه بانک‌ها نشود که ریسک سوخت شدن و منجمد شدن را در پی داشته باشد و تداوم تامین مالی توسط نظام بانکی را با دشواری رو به رو کند و در عین حال اسباب شکل گیری نیروی تورمی (مانند آنچه در دهه ۱۳۹۰ در ایران رخ داد) و رکود (مانند آنچه در دهه ۱۹۹۰ در ژاپن رخ داد) در اقتصاد شود.

تحلیل تئوریک تامین مالی بانک محور و بازار محور و دلالت آن

بر اساس آنچه از اقتصاد کلان می‌دانیم، در هر دوره زمانی درصدی از درآمد ملی پس انداز می‌شود. به طور معمول، هدف اصلی ورای این پس انداز تامین مخارج زندگی و آرامش خود اشخاص در دوران پیری و از کار افتادگی یا تامین مخارج زندگی فرزندان و آرامش آن‌ها است. در

دنیای کنونی این امکان فراهم است تا پس انداز کنندگان اقدام به تبدیل پس انداز خود به انواعی از دارایی نمایند تا به طور معمول، علاوه بر حفظ اصل پس انداز آن‌ها برای آینده، بازدهی و عایدی به این پس اندازها تعلق گیرد. یکی از انتخاب‌هایی که پیش روی اشخاص برای بکارگیری پس اندازشان وجود دارد، سپردن پس انداز به بنگاه‌ها از طریق اوراق سهام یا اوراق بدهی شرکت‌ها و یا سپردن پس انداز به واسطه‌های مالی و از جمله بانک‌ها و موسسات اعتباری است که از طریق آن‌ها به بنگاه‌ها سپرده شود. بنابراین، نهایتاً بخش قابل توجهی از پس انداز اشخاص به دست بنگاه‌ها می‌رسد، چه این به طور مستقیم و از طریق خرید اوراق سهام و بدهی شرکت‌ها توسط اشخاص باشد چه از طریق سپردن آن به واسطه‌های مالی از قبیل بانک‌ها و موسسات اعتباری باشد. لذا، به صورت شماتیک بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی به صورت زیر قابل بیان است.

تامین مالی بانک محور



تامین مالی بازار محور



گرچه دو روش اشاره شده فوق از منظر شیوه واگذاری منابع مالی خیلی متفاوت هستند، اما از دو جهت کاملاً یکسان هستند. جهت اول آن است که نهایتاً منابع مالی فراهم شده برای تامین مالی باید از محل پس انداز اشخاص فراهم شود. این بدان معنی است که بازار محوری و بانک محوری دو جزیره کاملاً جداگانه تامین مالی نیستند، بلکه صرفاً روش رسیدن منابع مالی به دست بنگاه‌ها متفاوت است و نوع تعهدی که بنگاه‌ها در دسترسی به این منابع مالی خواهند داشت. لذا، اشتباه بزرگی که بسیاری از تحلیل‌گران مالی دارند، آن است که تصور می‌کنند افزایش بازار محوری تامین مالی، سبب افزوده شدن منابع مالی برای تامین مالی می‌شود. جهت دوم آن است که منابع مالی واگذار شده در هر دو روش در حساب بنگاه‌ها نزد بانک‌ها و موسسات اعتباری نگهداری می‌شود. اگر پس انداز اشخاص در بانک سپرده شود و بانک به بنگاه تسهیلات بدهد، مبلغ تسهیلات را به حساب بنگاه واریز می‌کند و اگر پس انداز اشخاص صرف خرید سهام یا اوراق بدهی بنگاه شود، اشخاص مبلغ خرید را به حساب بنگاه واریز می‌کنند. تفاوت اساسی دو روش هم در آن است که در بازار محوری تامین مالی، این بنگاه است که متعهد پرداخت سود(در مورد سهام) و اصل و سود(در مورد اوراق بدهی) به صاحبان اصلی منابع مالی یا اشخاص صاحب پس انداز است، در حالی که در بانک محوری تامین مالی این بانک است که متعهد پرداخت اصل(تقریباً عندالمطالبه) و سود(در سررسید) به صاحبان اصلی منابع مالی یا اشخاص صاحب پس انداز است.

نکته با اهمیت دیگر آن است که خروج سرمایه دقیقاً همان میزان پس انداز اقتصاد را از دسترس خارج می‌کند و این برای ایران موضوع مهمی است. به عبارت دیگر، اگر ۱۰ واحد خروج سرمایه در اقتصادی وجود داشته باشد، گویی ۱۰ واحد از پس اندازها از دسترس خارج شده است و سیاست‌گذاری باید با توجه به آن توان تامین مالی اقتصاد را محاسبه کند. به عبارت دیگر، خروج سرمایه مانع پس انداز نمی‌شود بلکه مانع از قرار گرفتن پس انداز در اختیار فعالیت‌های اقتصادی داخلی می‌شود و میزان تامین مالی را کاهش می‌دهد. به همین دلیل است که با وجود بالا بودن پس انداز در ایران، مشکل تامین مالی سرمایه‌گذاری همواره یکی از معضلات اقتصاد ایران بوده است. نکته با اهمیت آن است که نمی‌توان روی این منابع مالی صرف شده برای خروج سرمایه حساب کرد و چیزی را جایگزین آن کرد.

با توجه به آنچه که اشاره شد، در هر دو حالت تامین مالی، این بنگاه‌ها هستند که نهایتاً باید سود برای صاحبان پس انداز که اسباب تامین مالی آن‌ها شده است، فراهم کنند. در تامین مالی بازار محور، بنگاه‌ها تعهد عندالمطالبه‌ای ندارند و در نتیجه صاحبان پس انداز ریسک کاهش ارزش پس انداز خود را متحمل می‌شوند، به این معنی که نه تنها سهام آن‌ها سودی ایجاد نکند بلکه دچار کاهش ارزش شود یا اوراق بدهی شرکت نکول شود و صاحب پس انداز ممکن است تمام یا بخشی از ارزش پس انداز خود را از دست دهد. در تامین مالی بانک محور، حتی اگر منابعی که بانک در اختیار بنگاه گذاشته است، تبدیل به مطالبات مشکوک الوصول و سوخت شده شود و بانک هیچ عایدی از بابت تسهیلات خود نداشته باشد و حتی اصل منابعی که به بنگاه واگذار کرده است، سوخت شود، بانک متعهد پرداخت اصل و سود سپرده‌ها است. به این ترتیب، ریسک فعالیت بنگاه عملاً به ترازنامه بانک منتقل می‌شود. درست است که بانک نیز می‌تواند از پرداخت اصل و سود سپرده به صاحبان پس انداز خودداری کند اما این زمانی است که بانک ورشکسته شده و اسباب فرار بانکی (Bank Run) فراهم شده است. در چنین شرایطی، بسته به ترتیبات حقوقی و نظارتی، نهاد ناظر وارد فرایند گزیر (Resolution) بانک مذکور می‌شود و از جمله اینکه ممکن است با ترتیبات بیمه سپرده به ایفای تعهدات بانک در مقابل سپرده‌گذاران بپردازد. موضوع آن است که سپرده‌ها در دنیای امروز و در غالب کشورها و از جمله در ایران به عنوان نوعی تعهد ضمنی حکومت شناخته می‌شود و به همین دلیل از نظر صاحبان پس انداز دارای ریسک چندان تلقی نمی‌شود و همین موضوع نیز به تمایل برای سپرده‌گذاری و انتقال ریسک تامین مالی به بانک‌ها دامن زده است. به عبارت دیگر، تامین مالی بانک محور می‌تواند ریسکی در بر داشته باشد که هزینه آن را کل جامعه بپردازد و آن ریسک هم نجات و گزیر بانک‌های دچار ورشکستگی است، گرچه بازار محور شدن تامین مالی بدان معنی نیست که این موضوع منتفی است بلکه صرفاً بدان معنی است که خطر آن کمتر می‌شود.

اگر فرض کنیم فقط بر بازار محوری و بانک محوری تامین مالی متمرکز شویم و عوامل دیگری را که سبب تغییر رفتار تصمیم‌گیری بانک می‌شود، نادیده بگیریم، آن گاه می‌توان تفاوت در ترازنامه بانک نوعی بر اثر نوع تامین مالی اقتصاد را به شکل آنچه در زیر ترسیم شده است، توضیح داد. به طور معمول، اگر تامین مالی بانک محور باشد و بویژه پروژه‌های سرمایه‌گذاری یا توسعه‌ای بنگاه‌ها توسط بانک‌ها و با تسهیلات و وام تامین مالی شده باشد، آن گاه سهم سپرده‌های غیردیداری و ماندگار در تعهدات بانک‌ها بیشتر است و در عین حال سهم وام‌های بلندمدت در دارایی بانک‌ها نیز بیشتر است. اما اگر تامین مالی بازار محور باشد، به طور طبیعی چون منابع مالی مستقیم به بنگاه‌ها واگذار شده است و هدف اصلی بنگاه‌ها کسب سود از محل سپرده نیست که تمایل به نگهداری سپرده‌های ماندگار داشته باشند بلکه با منابع مالی چه برای سرمایه در گردش چه برای سرمایه‌گذاری بلندمدت فعالیت می‌کنند، آن گاه سهم سپرده‌های دیداری (که بنگاه‌ها با آن کسب و کار می‌کنند) از تعهدات بانک‌ها بیشتر است و در طرف دارایی‌ها نیز سهم وام‌های کوتاه مدت بیشتر است.

ترازنامه بانک در شرایط بانک محوری تامین مالی

دارایی ها	بدهی ها و سرمایه
۱- وام های کوتاه مدت	۱- سپرده های دیداری
۲- وام های بلندمدت	۲- سپرده های غیردیداری
۳- سایر دارایی ها	۳- سایر بدهی ها و سرمایه

ترازنامه بانک در شرایط بازار محوری تامین مالی

دارایی ها	بدهی ها و سرمایه
۱- وام های کوتاه مدت	۱- سپرده های دیداری
۲- وام های بلندمدت	۲- سپرده های غیردیداری
۳- سایر دارایی ها	۳- سایر بدهی ها و سرمایه

گرچه انتظار بر آن است که در بانک محوری سهم سپرده های ماندگار و غیردیداری بیشتر شود و در تامین مالی بازار محور سهم سپرده های دیداری بیشتر شود، اما از نظر مجموع تعهدات بانکها و موسسات اعتباری تفاوتی جدی ایجاد نمی کند، چرا که سپرده ها در هر صورت ماهیت تقریباً عندالمطالبه را دارند. تفاوت آن است که در حالت بانک محوری تامین مالی، سهم بیشتر وام های بلندمدت از دارایی های بانکها و موسسات اعتباری، سبب نوعی عدم تطابق بین سررسید بین دارایی ها و بدهی های بانک می شود که مدیریت نقدینگی بانک را دشوارتر می کند، بویژه هنگامی که محیط اقتصاد کلان دچار بی ثباتی باشد. به عبارت دیگر، افزایش سهم سپرده های غیردیداری که در بانک محوری تامین مالی انتظار داریم بیشتر باشد، سبب یک دشواری دائمی از جنس ریسک نقدینگی به شکل عدم تطابق سررسید دارایی ها و بدهی ها می شود.

اما اینکه چه ترتیبات نهادی شکل دهنده آن است که تامین مالی بازار محور باشد یا بانک محور، تحلیل مفصل جداگانه ای می طلبد و موضوع مطالعه کنونی نیست. آنچه از منظر صاحبان پس انداز و لذا صاحبان منابع مالی در شکل دادن بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی تعیین کننده است، بازدهی حاصل از این دو نوع تامین مالی برای صاحبان پس انداز و درجه نگرانی بابت بازگشت اصل و بهره پس اندازها همراه با ترتیبات حقوقی حاکم بر قراردادهای و ابزارهای مالی و بانکی است. به طور معمول، اگر بخش بیشتر افراد ریسک خنثی باشند و اگر تامین مالی بازار محور بازدهی انتظاری بالاتری برای صاحبان پس انداز ایجاد کند، حتی اگر تامین مالی بانک محور بازگشت قطعی اصل و سود را تضمین کند، انتظار بر آن است که سهم تامین مالی بازار محور ناشی از انگیزه صاحبان منابع مالی بیشتر باشد، چرا که برای افراد ریسک خنثی آنچه مهم است بازدهی انتظاری است و ریسک نقشی در تصمیم آن ها ندارد. اما اگر بخش بیشتری از افراد ریسک گریز باشند، آن گاه همانطور که توبین (Tobin, 1958) نشان داد چگونگی ترجیحات افراد بین ریسک و بازدهی است که تعیین کننده انتخاب بین دارایی بدون ریسک یا خیلی کم ریسک (سپرده) و دارایی پرریسک (سهم یا اوراق بدهی شرکت ها) است. در چنین شرایطی، تامین مالی بانک محور می تواند با ترجیحات صاحبان پس انداز سازگار شود، اگر بازگشت اصل و سود سپرده ها تا حد بالایی تضمین شده باشد، با وجود آنکه بازدهی آن به طور قابل توجهی از بازدهی تامین مالی بازار محور (سهم و اوراق بدهی شرکت ها) پایین تر باشد.

موضوع بعدی آن است که آیا بازار محوری و بانک محوری فقط شیوه تامین مالی را تغییر داده است و صرفاً تفاوت بین تامین مالی با واسطه و بی واسطه ایجاد کرده است یا اینکه بانک و موسسه اعتباری، تفاوتی ماهیتی از نظر میزان تامین مالی هم دارند؟ تئوری رایج مالی و همچنین

نظریه متداول پول و بانکداری چنین می‌پندارد که بانک‌ها یک واسطه مالی هستند از میان تعداد زیادی واسطه مالی که منابع پس انداز کنندگان را به دست بنگاه‌ها و اشخاص متقاضی منابع مالی می‌رسانند. این موضوع در مورد موجودی منابع مالی یا پس اندازهای انباشته در طول زمان درست است، اما در مورد جریان منابع مالی بیان دقیقی نیست. دلیل آن است که بانک‌ها و موسسات اعتباری می‌توانند علاوه بر انتقال پس اندازهای انباشته شده در طول زمان و جریان پس اندازهایی که در همان دوره در حال رخ دادن است، با اتکای به پس اندازهای آتی کارآفرینان برای آن‌ها خلق اعتبار و لذا خلق منابع مالی کنند و این ویژگی مختص بانک‌ها و موسسات اعتباری است که سایر نهادهای مالی فاقد آن هستند. در واقع، بانک‌ها و موسسات اعتباری به شرط آنکه تشخیص درستی از کارآفرینان و توانایی بسط فعالیت آن‌ها داشته باشند و به آن‌ها وام بدهند، ضرورتی ندارد که این وام از محل پس اندازهای گذشته اقتصاد باشد بلکه متکی به پس اندازهای آتی اقتصاد است که از توفیق پروژه کارآفرینان و لذا بسط تولید آن‌ها و پس انداز بخشی از آن تولید بسط یافته ناشی می‌شود (رحمانی، ۱۴۰۰). در چنین شرایطی، بانک‌ها با تقبل ریسک حاضر می‌شوند به اتکای پس اندازهای آتی کارآفرینان برای آن‌ها منابع مالی فراهم کنند و در نتیجه امکان تحقق خلاقیت و کارآفرینی را فراهم کنند بدون آنکه منتظر رخداد عملی پس انداز باشند.

اینکه چگونه چنین چیزی امکان پذیر است، مبتنی بر نظریه خلق پول اعتباری و اصطلاح اخیراً متداول شده خلق پول از هیچ است که به عنوان نمونه در کار مک لی و سایرین (McLeay et al, 2014) ارائه شده است. گرچه این موضوع تازه‌ای در تحلیل پول و بانکداری نیست و از زمان پیدایش نظام بانکی ذخیره جزیی وجود داشته است، اما در دو دهه اخیر بیشتر مورد توجه قرار گرفته است. در واقع، اصل موضوع آن است که اگر ۱۰۰۰ ریال سپرده نزد بانکی گذاشته می‌شود، این سپرده ۱۰۰۰ ریالی همچنان پول سپرده گذار است و در مقدار پول او تغییری حاصل نشده است چون هرگاه بخواهد می‌تواند با هزینه‌ای اندک (و در مورد سپرده‌های دیداری بدون هزینه) از پول خود در داد و ستد استفاده کند. حال اگر بانک معادل ۲۰۰ ریال برای این سپرده انواع ذخیره را کنار بگذارد و معادل ۸۰۰ ریال وام جدید بدهد، چون حساب وام گیرنده را بستانکار می‌کند پس وام گیرنده نیز می‌تواند معادل ۸۰۰ ریال داد و ستد انجام دهد و صاحب ۸۰۰ ریال پول و منابع مالی شده است. در اصل، بانک با فرض اینکه وام گیرنده توانایی فعالیت اقتصادی دارد و اصل و بهره وام را بازپرداخت می‌کند، اقدام به این وام دادن کرده است. پس گویی به افزایش آتی درآمد و پس انداز وام گیرنده اتکا کرده است که این وام را اعطا کرده است و این پول را خلق کرده است. همانطور که اشاره شد، هیچ نهاد دیگری چنین امکانی را در اختیار ندارد.

حال نکته این است که آیا این خلق پول اضافی ناشی از وام دادن بانک‌ها محل اشکال است؟ از آنجا که اقتصاد سالانه رشد می‌کند و در نتیجه با رشد اقتصاد پس انداز نیز افزایش می‌یابد، آن خلق پول از محل وام دادن الزاماً محل اشکال نیست، چون اگر افزایش پس انداز آتی بر این افزایش وام و اعتبار منطبق باشد، نه تنها مشکلی در اقتصاد ایجاد نمی‌کند بلکه به تحقق کارآفرینی کارآفرینان نیز کمک کرده است. به همین دلیل هم هست که در نظریه پولی فریدمن ادعا می‌شود رشد حجم پول معادل رشد اقتصاد نه تنها اسباب تورم نیست بلکه برای ثبات قیمت‌ها ضروری است، گرچه فریدمن از منظر تامین مالی به این موضوع نگاه نکرده است بلکه از منظر تقاضای پول و ثبات قیمت‌ها به آن نگرسته است (Friedman, 1956).

بر اساس آنچه که اشاره شد، برای بخش عمده تامین مالی اقتصاد، بازار محوری و بانک محوری عمدتاً تعیین کننده نحوه مشارکت در ریسک توسط صاحبان پس انداز است، اما در مورد جریان منابع مالی، تامین مالی بانک محور است که توانایی این را دارد که منابع مالی فراتر از پس اندازهای تحقق یافته فراهم کند و این منابع مالی فراتر از پس اندازهای تحقق یافته ناشی از توان وام دادن و خلق اعتبار بانک‌ها و موسسات اعتباری است. تا زمانی که این خلق اعتبار سبب تامین مالی مازاد بر پس انداز جاری در حدی می‌شود که پس انداز آتی پشتوانه آن قرار گیرد، اسباب ایجاد دشواری نمی‌شود. اما آشکار است که چون رشد اقتصادی نمی‌تواند عدد خیلی بزرگی شود و نمی‌تواند دچار جهش شود، میزان تامین مالی متکی به وام دادن بدون عوارض تورمی نیز نمی‌تواند چشمگیر باشد و نتیجه عملی آنچه است که در اقتصاد کلان اشاره می‌شود،

دال بر آنکه خلق اعتبار بانک‌ها و رشد حجم نقدینگی نباید فراتر از رشد اقتصادی باشد، چرا که در غیر آن صورت اسباب شکل‌گیری تورم است.

مرور بر دلالت تامین مالی بانک محور و بازار محور برای عملکرد اقتصاد

در دنیای رسانه و حتی در بسیاری از تحلیل‌های سیاستی سازمان‌ها و دستگاه‌های متولی تامین مالی و توسعه مالی مباحث فراوانی راجع به محاسن و معایب بانک محوری و بازار محوری تامین مالی مطرح می‌شود که بسیاری از آن‌ها فاقد مبنای تحقیقی هستند. به طور مشخص، از زمان شروع به کار مجدد بازار سهام در ایران تحلیل‌های زیادی از نقش تامین مالی بازار محور و اهمیت آن برای تجهیز پس انداز و هدایت پس انداز به سمت سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی ارائه شده است. مکرر در ایران بر این موضوع تاکید می‌شود که تامین مالی ایران بانک محور است و این یکی از اشکالات نظام تامین مالی ایران است. بر همین مبنای، نتیجه گرفته می‌شود که دولت باید برنامه مدونی برای افزایش سهم بازار سرمایه در تامین مالی و سوق دادن تامین مالی ایران به سمت بازار محوری در پیش بگیرد و حتی اصطلاحاتی مانند لزوم حمایت از بازار سرمایه برای بهبود تامین مالی در ایران مطرح می‌شود.

همانطور که در بخش‌های قبلی اشاره شده است، نوع ساختار تامین مالی صرفاً نوع تسهیم ریسک و مشارکت در ریسک را تغییر می‌دهد و نقشی در افزایش منابع مالی برای تامین مالی اقتصاد بازی نمی‌کند. از آنجا که این موضوع مختص ایران نیست و تحلیل‌های مفصلی راجع به نقش بازار محوری و بانک محوری تامین مالی در ادبیات اقتصادی وجود دارد، لازم است مرور مختصری بر برخی مطالعات و تحقیقات مربوطه داشته باشیم. برای شروع مرور بر ادبیات موضوع، تجربه چهار کشور پیشرو توسعه اقتصادی تا قبل از ظهور چین و هند به عنوان قدرت‌های بزرگ اقتصادی را مثال می‌زنیم. این چهار کشور شامل آمریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن است. می‌دانیم که از این چهار کشور پیشرو، آلمان و ژاپن به عنوان کشورهای با ساختار تامین مالی بانک محور دسته بندی می‌شوند و آمریکا و انگلستان نیز به عنوان کشورهای دارای ساختار تامین مالی بازار محور شناخته می‌شوند. اگر مهم ترین شاخص عملکرد رشد اقتصادی یک کشور برای دستیابی به توسعه اقتصادی را متوسط رشد اقتصادی در طول یک دوره طولانی (نه یک مقطع کوتاه) را در نظر بگیریم، از سال ۱۹۵۰ تا ۲۰۱۹ متوسط رشد اقتصادی ایالات متحده، انگلستان، آلمان و ژاپن به ترتیب برابر با ۳٫۲، ۲٫۴، ۳٫۲ و ۴٫۴ درصد بوده است. از آنجا که ژاپن بسیار دیرتر از سه کشور دیگر به جریان رشد و توسعه اقتصادی وارد شده است و داده‌های ما دوران پس از ۱۹۵۰ را در نظر می‌گیرد که سه کشور دیگر دوران آغازین رشدهای سریع خود را سپری کرده بودند، متوسط رشد اقتصادی بالاتر ژاپن بر اساس نظریه‌های رشد اقتصادی و به طور مشخص قضیه همگرایی کاملاً قابل توضیح است. آنچه این اعداد آشکار می‌کنند، آن است که بازار محوری هیچ برتری بر بانک محوری تامین مالی در دستیابی به رشد اقتصادی فراهم نمی‌کند. لحاظ کشورهای دیگری در نمونه مورد بررسی چندان تاثیری بر این نتیجه نمی‌گذارد. البته لازم است اشاره شود که برخی شاخص‌ها ممکن است تصویر درستی از بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی ارائه ندهد. به عنوان نمونه، در سال ۲۰۱۶ اندازه و سهم دارایی‌های نظام بانکی در اروپا (حوزه یورو) نسبت به تولید ناخالص داخلی حدود ۳ برابر ایالات متحده است که تصویری از بانک محوری تامین مالی در اروپا بیان می‌کند. از طرف دیگر، مجموع ارزش بازاری سهام و اوراق قرضه در ایالات متحده بیش از سه برابر مجموع مانده وام‌های بانکی است، در حالی که در حوزه یورو این موضوع دقیقاً برعکس است و این به عنوان معیاری از بازار محوری تامین مالی آمریکا اشاره دارد. اما در طول حدود یک دهه منتهی به ۲۰۱۹ در حالی که بازار سهام و اوراق قرضه اروپا بیش از ۸۰ میلیارد جریان خالص منابع مالی به بخش شرکت‌ها منتقل کرده اند، این رقم برای بازار سهام و اوراق قرضه ایالات متحده منفی ۱۰۰ میلیارد دلار بوده است و اگر از منظر جریان منابع مالی نگاه کنیم تصویری متفاوت از شاخص‌های قبلی را منتقل می‌کند. به همین ترتیب، ساختار وام‌های رهنی و نحوه محاسبه آن‌ها در دارایی‌های نهاد‌های مالی آمریکا سبب می‌شود این نوع دارایی در دارایی بانک‌ها لحاظ نشود و به همین دلیل سهم تامین مالی بانک‌ها را کم نشان می‌دهد. علاوه

بر این موارد، می‌توان شاخص‌های دیگری را معرفی کرد که این دو قطبی بانک محوری و بازار محوری تامین مالی را آنطور که در رسانه‌ها و تحقیقات برجسته شده است و بر آن تاکید شده است، تا حد زیادی کم رنگ می‌کند (Berges et al, 2019).

آشکار است که صرف مقایسه متوسط رشد اقتصادی کشورها ممکن است روشی مبتنی بر تحقیق علمی نباشد و ضرورت داشته باشد با روش‌های اقتصادسنجی دقت تحقیق را افزایش داد. در این راستا تحقیقات بسیاری انجام شده است تا بررسی کند که آیا بازار محوری و بانک محوری سبب تفاوت معنی دار در دستیابی به رشد اقتصادی می‌شوند یا خیر؟ یکی از جامع ترین کارهای تحقیقی اقتصادسنجی که بر این موضوع متمرکز بوده و تعداد زیادی کشور برای یک دوره طولانی را بررسی کرده است، مطالعه لواین (Levine, 2002) است. مطالعه او بر روی ۴۸ کشور برای دوره زمانی ۹۵-۱۹۸۰ انجام شده است. او معیاری از بازار محوری نسبت به بانک محوری را ساخته و سپس اثر آن بر رشد اقتصادی را در کنار متغیرهای متعارف مدل‌های رشد اقتصادی بررسی کرده است تا نشان دهد که آیا بازار محوری یا بانک محوری تفاوت معنی داری در رشد اقتصادی یک کشور ایجاد می‌کنند؟ نتایج تجربی او با بررسی استحکام اقتصادسنجی حکایت از آن دارد که هیچ اثبات تجربی به نفع بازار محوری یا بانک محوری در دستیابی به رشد اقتصادی وجود ندارد. او سپس معیاری از نفس گسترش خدمات مالی و توسعه مالی بدون توجه به بازار محوری یا بانک محوری می‌سازد و در کنار معیار قبلی اثر آن را بر رشد اقتصادی بررسی می‌کند. نتایج او حکایت از آن دارد که این معیار توضیح دهنده‌ی بالایی در رشد اقتصادی دارد. این نتیجه بیانگر آن است که صرف گسترش خدمات مالی و تامین مالی (چه توسط بانک‌ها باشد و چه توسط بازار سرمایه) است که برای رشد اقتصادی با اهمیت است نه ساختار تامین مالی. این بدان معنی است که اگر توسعه مالی رخ دهد و خدمات مالی توسط نهادهای مالی گسترده تر شود و در نتیجه مشوق پس انداز فراهم شود، تامین مالی در اقتصاد بهبود یافته و امکان تشکیل سرمایه و در نتیجه رشد اقتصادی فراهم می‌شود.

مطالعه دیگری که به بررسی اثر توسعه مالی و تامین مالی بانک محور و بازار محور بر روی رشد اقتصادی پرداخته است، مطالعه ساهو (Sahoo, 2014) برای اقتصاد در حال ظهور هند است. نتایج مطالعه ساهو بر اساس آزمون علیت گرانجر نشان می‌دهد که علیت از گسترش اعتبارات بانکی به رشد اقتصادی مورد تایید قرار می‌گیرد اما چنین علیتی برای تامین مالی مبتنی بر بازار سرمایه مشاهده نمی‌شود. همچنین، بررسی تجربی هم انباشتگی با استفاده از مدل $ARDL$ حکایت از آن دارد که تعمیق مالی چه از منظر بانک محوری و چه از منظر بازار محوری تامین مالی برای توسعه اقتصادی هند مثبت بوده است اما بانک محوری نقش قوی تری را از خود نشان داده است.

البته نباید این موضوع را نادیده گرفت که ساختار قوانین و مقررات در شکل دادن به بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی نقش دارد و در عین حال خود فرایند رشد اقتصادی نیز در توسعه مالی نقش دارد و موضوع آنچنان ساده نیست که نتایج قطعی و بدون ابهامی فراهم کند. آنچه با اهمیت است آن است که اگر رشد اقتصادی را به عنوان یکی از مهم ترین اهداف جوامع برای دستیابی به سطح رفاه بالاتر در نظر بگیریم، هیچ توصیه فاطعانه‌ای راجع به ارجحیت بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی وجود ندارد. لذا، ادبیات تورش دار موجود در اقتصاد ایران که بانک محوری و اتکای تامین مالی به بانک‌ها را به عنوان یک نقص برای اقتصاد ایران ذکر می‌کند، فاقد مبنای نظری و تجربی است.

تامین مالی بانک محور و بازار محور و سیاست‌گذاری پولی و نظارتی

یک اصل اساسی را می‌دانیم و آن اینکه نهادهای مالی در مقایسه با بقیه کسب و کارها بسیار مستعد انباشت ریسک در ترازنامه هستند و دلیل این موضوع آن است که بخش عمده دارایی نهادهای مالی از جنس مطالبات و اوراق یا اسناد دریافتی است و بخش عمده سمت چپ ترازنامه آن‌ها را نیز بدهی‌ها و تعهدات تشکیل می‌دهد. این موضوع علاوه بر آنکه با عدم وصول مطالبات و نکول اوراق دریافتی اسباب ناتوانی نهادهای مالی در ایفاء تعهدات را فراهم می‌کند بلکه امکان عدم تطبیق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را فراهم می‌کند، به گونه‌ای که حتی اگر نهاد مالی مشکل توانگری نداشته باشد، مشکل نقد شوندگی و ایفاء کم هزینه تعهدات را پیش رو داشته باشد. یک اصل اساسی دیگر را هم می‌دانیم که نهادهای مالی مستعد شکل گیری ریسک سیستمیک هستند، به این معنی که وجود ریسک در ترازنامه یک نهاد مالی (بویژه اگر سایز آن قابل

توجه باشد) می‌تواند سبب شکل‌گیری ریسک در ترازنامه سایر نهادهای مالی شود، به گونه‌ای که هنگام تحقق ریسک نهاد مالی دچار ریسک و ناتوانی در ایفای تعهدات، نهادهای مالی مرتبط با آن را هم دچار ناتوانی در ایفای تعهدات کند. یک اصل اساسی دیگر را هم می‌دانیم که تمام رکودهای بزرگ اقتصاد جهانی غیر از موارد مربوط به فجایع طبیعی از قبیل کرونا دارای ریشه در بخش مالی اقتصاد بوده‌اند، چرا که انباشت ریسک در ترازنامه نهادهای مالی می‌تواند ناگهان جریان اعتبار را که برای تداوم فعالیت اقتصادی بسیار ضروری است، متوقف کند یا تضعیف نماید و به این ترتیب سبب رکود در بخش حقیقی شود. هر دو بحران بزرگ ۳۳-۱۹۲۹ و ۲۰۰۹-۲۰۰۷ در اصل ریشه در نوعی انباشت ریسک در ترازنامه نهادهای مالی را داشت و این نتیجه طبیعی را در خود دارد که رکودهای سرچشمه گرفته از بحران مالی می‌توانند خیلی عمیق و طولی‌مدت باشند.

اگر قصد داشته باشیم از منظر سیاست پولی و نظارت بر نظام بانکی به دلالت بانک محوری و بازار محوری تامین مالی بپردازیم، از دو جهت می‌توانیم موضوع را بررسی کنیم. جهت اول آن است که بانک محوری و بازار محوری چه دلالتی برای انتقال اثر سیاست پولی بر سطح تقاضای کل و به تبع آن بر متغیرهای حقیقی و قیمت‌ها دارد. جهت دوم نیز آن است که بانک محوری و بازار محوری تامین مالی چه دلالتی برای شکل‌گیری ریسک در ترازنامه نظام بانکی و در نتیجه برای ثبات نظام بانکی و نهایتاً ثبات مالی به همراه دارد.

اگر از منظر کانال انتقال اثر سیاست پولی بر تقاضای کل به دلالت بانک محوری و بازار محوری تامین مالی نگاه کنیم، به نظر می‌رسد بانک محوری تامین مالی اطمینان به سرعت و اثر بخشی سیاست پولی بر تقاضای کل و در نتیجه بر قیمت‌ها و متغیرهای حقیقی را افزایش می‌دهد. دلیل آن است که سیاست پولی در دنیای امروز از طریق تغییر در نرخ بهره بازار بین بانکی به تغییر در سایر نرخ‌های بهره منتقل می‌شود و از آنجا به تغییر تقاضای کل منجر می‌شود. آشکار است که اولین واکنش نرخ‌های بهره به تغییر نرخ بهره بازار بین بانکی ناشی از سیاست پولی، واکنش نرخ‌های بهره سپرده‌ها و وام‌های بانکی و همچنین تغییر در میزان اعتبار خلق شده توسط بانک‌ها باشد و با وقفه‌ای به تغییر در سایر نرخ بهره‌ها منجر شود. در آن صورت، از منظر سیاست پولی و قابلیت اتکای پیش‌بینی اثرات سیاست پولی برای سیاستگذار پولی، بانک محوری تامین مالی باید جذابیت بیشتری داشته باشد. واضح است که هرچه سطح توسعه بخش مالی اقتصاد بیشتر باشد و میزان اصطکاک و نقص اطلاعات در بخش مالی اقتصاد کمتر باشد، این مزیت کم رنگ تر می‌شود.

اگر از منظر نظارت بانکی و ثبات بخش بانکی و به تبع آن ثبات بخش مالی اقتصاد به دلالت بانک محوری و بازار محوری تامین مالی توجه کنیم، بازار محوری دارای این مزیت است که سهام و اوراق بدهی به عنوان ابزارهای تامین مالی بازار محور تعهدات عندالمطالبه نیستند تا امکان شکل‌گیری رفتار رهمه‌ای در مراجعه به منتشر کنندگان این نوع ابزارها و ناتوانی در ایفای آن را برای انتشار دهنده صرفاً به دلیل شکل‌گیری رفتار رهمه‌ای فراهم کند. اما در بانک‌ها و موسسات اعتباری بخش غالب تعهدات آن‌ها اولاً از نوع سپرده و لذا عندالمطالبه است و با شکل‌گیری رفتار رهمه‌ای برای برداشت سپرده امکان ناتوانی در ایفای تعهدات صرفاً بر اثر رفتار گله‌ای را فراهم می‌کند و ثانیاً تعهدات آن‌ها غالباً تعهد ضمنی دولت‌ها محسوب می‌شوند و با شکل‌گیری رفتار رهمه‌ای برداشت سپرده (فرار بانکی) فشار اجتماعی زیادی بر دولت ایجاد می‌کند و دولت را ناچار به اقداماتی در راستای ایفای آن تعهدات می‌کند که پیامدهای اقتصادی ناخوشایند به همراه دارد. نکته دیگر آن است که دارایی‌ها و بدهی‌های نهادهای مالی غیربانکی و ابزارهای مالی بازار سهام و اوراق با تغییر شرایط اقتصادی و تغییر وضعیت سودآوری کسب و کارها دچار تغییر قیمت شده و تعدیل می‌شود و برای فعالان بازار قابل مشاهده است. اما غالب دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌ها و موسسات اعتباری دارای قیمت ثابت بوده و در نتیجه کژی‌های شکل گرفته در ترازنامه آن‌ها می‌تواند مدت قابل توجهی جلب توجه نکند و تنها زمانی مساله آشکار شود که دیر شده است و از این نظر بازار محوری تامین مالی می‌تواند جذابیت بیشتری داشته باشد.

از طرف دیگر، در بانک محوری تامین مالی به دلیل اینکه بانک‌ها و موسسات اعتباری تحت مقررات نسبتاً سخت گیرانه نهاد ناظر هستند، صورت‌های مالی آن‌ها می‌تواند در فواصل زمانی کوتاه تری رصد شود و با اقدامات نظارتی از افزوده شدن اندازه ریسک در ترازنامه آن‌ها جلوگیری شود. به همین دلیل است که در کشوری مانند کانادا یا انگلستان که نظارت بانکی از استحکام بیشتری برخوردار است، پدید آمدن بحران بانکی

هم کمتر رخ می‌دهد. از طرف دیگر، در بازار سرمایه به دلیل تنوع ابزارهای مالی و پیچیدگی آن‌ها و اینکه نهاد ناظر حساسیت کمتری به رصد پیوسته صورت‌های مالی آن‌ها نشان می‌دهد، این امکان وجود دارد که ریسک قابل توجهی در ترازنامه‌های این نهادها جمع شود و پیچیدگی ابزارها مانع از آشکار شدن آن شود و از این نظر تامین مالی بانک محور جذابیت داشته باشد.

با وجود مطالبی که در بالا اشاره شد، توفیق کشورهای دارای ساختار متفاوت تامین مالی و درجات متفاوت بانک محوری و بازار محوری تامین مالی در کنترل تورم و حفظ ثبات بخش حقیقی، حکایت از آن دارد که تحت هر دو ساختار تامین مالی، سیاست پولی همچنان می‌تواند موثر بوده و در دستیابی به اهداف خود توفیق داشته باشد. همچنین، اینکه کشورهایی با ساختار مالی متفاوت از نظر بانک محوری و بازار محوری تامین مالی دچار بحران بانکی شده‌اند (مثلاً ژاپن بانک محور با بحران بانکی دهه ۱۹۹۰ و ایالات متحده بازار محور با بحران بانکی شکل دهنده بحران مالی در کل جهان در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹)، دلالت بر آن دارد که تحت هر دو نظام بانک محور و بازار محور این امکان وجود دارد که ثبات مالی وجود داشته باشد یا ثبات بخش مالی در معرض تهدید باشد.

از جمله مطالعاتی که قبل از بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۹ دلالت تغییر ساختار مالی برای عملکرد سیاست پولی را بررسی کرده است، مطالعه سچتی و کراوز است (Cecchetti and Krause, 2001). آن‌ها با توضیح اینکه تورم پایین و ثبات رشد اقتصادی در طول دو دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به تدریج بهبود یافته است و در عین حال در همین مدت تغییرات قابل توجهی در ساختار مالی بسیاری از کشورها و حتی در حال توسعه رخ داده است، رابطه بین تغییر ساختار مالی و ثبات اقتصاد کلان را برای ۲۳ کشور توسعه یافته و در حال توسعه در آن مقطع بررسی کرده‌اند. مطالعه سچتی و کراوز ضمن آنکه بخشی از این توفیق سیاست پولی را به بهبود دانش و مهارت سیاست‌گذاران پولی نسبت داده است و برای آن شواهدی ارائه کرده است، بر این موضوع تمرکز کرده است که تغییر ساختار تامین مالی و گسترش ابزارهای مالی امکان بهبود سیاست‌گذاری پولی برای کاهش تلاطم تورم و رشد اقتصادی را فراهم کرده است. توضیح آن‌ها آن است که تغییر ساختار بخش مالی و توسعه مالی سبب بهبود سرایت اثر سیاست پولی بر انواع نرخ بهره‌ها و در نتیجه بر تورم و تولید شده است. با این حال، آن‌ها این بهبود را بویژه در کشورهای در حال توسعه به کاهش مالکیت دولت‌ها بر بانک‌ها و ترتیبات آشکار تضمین سپرده و مواردی از این دست نسبت داده‌اند. لذا، کلیت توسعه بخش مالی و بویژه بخش بانکی را در این موضوع با اهمیت دانسته است نه افزایش بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی.

از مطالعات دیگری که راجع به پیامد بانک محوری و بازار محوری تامین مالی برای سیاست پولی انجام شده است، مطالعه مهرورتا و شانترز (Mehrorra and Schanz, 2020) است که بر وضعیت اقتصادهای در حال ظهور تمرکز دارد. یافته اصلی این تحقیق آن است که توسعه بازار مالی (که به نوعی بیانگر افزایش نقش تامین مالی بازار محور است) سبب شده است محتوای اطلاعاتی شاخص‌های مختلف کلان مالی برای سیاست‌گذاری پولی دچار تغییر شود. به طور مشخص، توسعه بازارهای مالی سبب شده است تا اطلاعات متکی به کل‌های پولی برای پیش بینی آتی تورم کاهش یابد. به عبارت دیگر، از دهه ۱۹۹۰ رابطه متداول بین تورم و کل‌های پولی در اقتصادهای در حال ظهور همانند اقتصادهای توسعه یافته کاهش یافته است یا سرعت گردش پول بسیار بی ثبات شده است. به همین دلیل، با تعمیق مالی و توسعه بازارهای مالی، بانک‌های مرکزی بیشتر و بیشتر بر شاخص‌های مرتبط با بازار مالی برای انتظارات تورمی و نرخ‌های بهره متکی شده‌اند. این بدان معنی است که توسعه بازارهای مالی به بانک‌های مرکزی کمک کرده است که اطمینان بیشتری به سیاست‌های خود در دستیابی به اهداف داشته باشند. مطالعه‌ای توسط بانک مرکزی کره جنوبی (Bank of Korea, 2020) با تشریح اقداماتی که دولت برای توسعه زیرساخت‌های بخش مالی انجام داده است و همچنین پیامد گسترش تجارت و روابط مالی کره جنوبی با جهان خارج، اثر توسعه مالی در کره جنوبی بر روی پیامدهای سیاست پولی و ثبات مالی را بررسی کرده است. یافته‌ها که در واقع نوعی دلالت افزایش بازار محوری تامین مالی را منعکس می‌کند، حکایت از آن دارد که ارتباط نرخ بهره بین بازارهای مختلف تقویت شده است و همین موضوع اثرگذاری سیاست پولی و کانال انتقال سیاست پولی به نرخ‌های بهره بازار را افزایش داده است. گرچه نتایج تحقیق دلالت بر آن دارد که نرخ‌های بهره بلندمدت عمدتاً متأثر از تحولات مالی جهانی است و اثرگذاری نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی کره جنوبی بر نرخ بهره‌های بلندمدت ضعیف تر شده است، اما شکنندگی مالی و نوسانات جریان سرمایه کاهش

یافته است. این در حالی است که مطالعه ما و لین (Ma and Lin, 2016) به بررسی رابطه بین توسعه مالی و اثرگذاری سیاست پولی بر تولید و تورم برای ۴۱ کشور پرداخته و نتایج متفاوتی کسب کرده است. آن‌ها نشان داده اند که اثر سیاست پولی بر تورم و تولید دارای رابطه شدید و منفی با توسعه مالی است. به طور مشخص، اثرگذاری یا کارایی سیاست پولی بر تورم و تولید با افزایش درجه توسعه مالی کاهش می‌یابد. در عین حال، آن‌ها نشان داده اند که نتایج به دست آمده به شدت از استحکام برخوردار است.

حال به مرور برخی از مطالعات مرتبط با دلالت بازار محوری و بانک محوری تامین مالی برای نظارت بانکی و ثبات بانکی می‌پردازیم. از جمله مطالعاتی که در ارتباط با دلالت بازار محوری و بانک محوری تامین مالی برای ثبات بانکی می‌توان ذکر کرد، مطالعه باتس و هوبن (Bats and Houben, 2020) است. آن‌ها با استفاده از داده‌های ۲۲ کشور عضو OECD که داده مناسب داشته اند و با استفاده از روش داده‌های پنل به بررسی اثر شاخص‌های معرف بازار محوری و بانک محوری بر روی ریسک سیستمیک در بخش بانکی پرداخته اند. یافته اصلی آن‌ها آن است که ساختار تامین مالی بانک محور در مقایسه با ساختار مالی بازار محور ایجاد کننده ریسک سیستمیک بیشتری است. نتایج تجربی حکایت از آن دارد که در کشورهای با ساختار تامین مالی نسبتاً بانک محور، تامین مالی از طریق بانک‌ها سبب افزایش ریسک سیستمیک می‌شود در حالی که تامین مالی از طریق بازار سرمایه سبب کاهش ریسک سیستمیک می‌شود. از طرف دیگر، در کشورهای با ساختار تامین مالی نسبتاً بازار محور، تامین مالی از طریق بانک‌ها یا از طریق بازار سرمایه اثر معنی داری بر ریسک سیستمیک در بخش بانکی ندارد. لذا، بر اساس یافته‌های این تحقیق بازار محوری تامین مالی سبب مقاومت بیشتر بخش بانکی در مقابل ریسک سیستمیک می‌شود و ثبات بانکی را بهبود می‌بخشد. وان اورد (Van Order, 2006) با تحلیل مبتنی بر اطلاعات نامتقارن توضیح می‌دهد که تامین مالی پروژه‌ها می‌تواند از طریق بانک‌ها یا بازار اوراق انجام شود. گرچه بازار اوراق هزینه کمتری دارد اما دچار مشکل عدم تقارن اطلاعات است چون بانک‌ها از اطلاعات بهتری بهره مند هستند. لذا، تغییرات مختصری در مزیت هزینه‌ای بازار اوراق یا ساختار ریسک پروژه‌ها می‌تواند سبب تغییرات شدیدی در نرخ بهره ها، قیمت دارایی‌ها و ساختار بازار شود. لذا، مبنایی ندارد که از منظر ریسک و شکنندگی مالی، بازار محوری را به بانک محوری ترجیح دهیم. از طرف دیگر، روئیز پوراس (Ruiz-Porras, 2008) با بررسی داده‌های ۲۱۱ کشور برای دوره ۲۰۰۳-۱۹۹۰ نتیجه می‌گیرد که سیستم مالی بازار محور ثبات بانکی را افزایش می‌دهد اما توسعه مالی آن را کاهش می‌دهد. لذا، ساختار مالی و توسعه مالی با هم، در تعیین شکنندگی یا ثبات مالی اهمیت دارند.

اگر مروری بر وضعیت اقتصاد ایران داشته باشیم، نه از منظر رشد اقتصادی و نه از منظر ثبات مالی نمی‌توان نتیجه قطعی در مورد ساختار مالی و بانک محوری یا بازار محوری ارائه کرد. از منظر رشد اقتصادی، با شروع فعالیت و گسترش بازار سرمایه در ایران از ابتدای دهه ۱۳۷۰، هیچ تغییر محسوسی در رشد اقتصادی ایران نمی‌توان مشاهده کرد و به نظر می‌رسد همچنان رشد اقتصادی ایران متأثر از جزر و مد درآمدهای نفتی است. از منظر ثبات مالی نیز گسترش بازار سرمایه تفاوتی در این موضوع ایجاد نکرده است. به طور مشخص، در دوران پس از جنگ اقتصاد ایران دو بحران در بخش مالی تجربه کرده است که اولی مرتبط با بیماری هلندی دهه ۱۳۸۰ و انباشت ریسک در ترازنامه بانک‌ها بویژه از ناحیه بخش مسکن و مستغلات بود و دومی نیز مرتبط با حباب بازار سرمایه و ترکیدن آن که هر دو بحران اشاره شده پیامدهای منفی فراوانی هم از نظر تداوم جریان تامین مالی و هم از منظر دلالت شان برای تشدید رشد نقدینگی تورم زا به همراه داشته اند. لذا، از منظر سیاست پولی و نظارتی هیچ ترجیحی برای تشویق بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی موضوعیت ندارد. آنچه مهم است بهبود سیاستگذاری پولی و نظارت با توجه به ساختار موجود تامین مالی است نه تلاش غیرضروری برای افزایش بانک محوری یا بازار محوری.

نتیجه‌گیری

ادبیات گسترده‌ای بویژه از نوع شبه ژورنالیستی در تحیل‌های مالی وجود دارد که به بانک محوری و بازار محوری تامین مالی در اقتصاد می‌پردازد. یک تصور عامیانه وجود دارد که افزایش بازار محوری تامین مالی به افزایش تامین مالی و سرمایه گذاری و در نتیجه رشد اقتصادی

می‌انجامد. اما تحلیلی واقع بینانه نشان می‌دهد که مقدار تامین مالی چه از جنس موجودی منابع مالی و چه از جنس جریان منابع مالی جدید صرفاً به میزان پس انداز کل اقتصاد بستگی دارد و تاثیری از ساختار تامین مالی بانک محور یا بازار محور نمی‌پذیرد. در واقع، حتی می‌توان گفت که به دلیل مشکلات اطلاعات نامتقارن در فرایند تامین مالی، شکل‌گیری بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی عمدتاً متأثر از این موضوع بوده است که بازار مالی قادر به شکل دادن بسیاری از بازارهای تامین مالی نخواهد بود. لذا، از منظر تامین مالی تنها چیزی که می‌توان اشاره کرد آن است که بانک محوری، میزان مشارکت در ریسک صاحبان منابع مالی را کاهش می‌دهد در حالی که بازار محوری تامین مالی سبب افزایش مشارکت در ریسک تامین مالی توسط صاحبان منابع مالی می‌شود.

با مروری بر مباحث نظری و ادبیات تجربی می‌توان نشان داد که هیچ برتری مشخصی برای دو نوع تامین مالی بازار محور و بانک محور وجود ندارد. اگر مهم‌ترین پیامد تامین مالی را نقش آن در تحریک سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی بدانیم، هیچ شاهد تجربی محکمی دال بر تاثیر بیشتر بانک محوری یا بازار محوری تامین مالی در ایجاد رشد اقتصادی وجود ندارد و کشورهای با ساختارهای مختلف تامین مالی دارای عملکرد کم و بیش مشابهی در ایجاد رشد اقتصادی بوده‌اند. نمونه‌های بارز دستیابی به رشد اقتصادی مشابه با وجود تفاوت در بانک محوری و بازار محوری تامین مالی، کشورهای آلمان و ژاپن بانک محور و آمریکا و انگلیس بازار محور هستند.

از منظر سیاست پولی و ثبات بانکی و نظارت بر بانک‌ها و موسسات اعتباری نیز مطالعات حکایت از آن دارد که با قاطعیت نمی‌توان بانک محوری یا بازار محوری را در توفیق سیاست پولی یا ثبات بانکی ارجح دانست. شواهد تجربی نشان می‌دهد که کشورهای با هر دو ساختار توانایی کنترل تورم به عنوان مهم‌ترین هدف سیاست پولی را داشته‌اند. همچنین، شواهد تجربی نشان می‌دهد که کشورهای با ساختار بانک محوری و بازار محوری هر دو می‌توانند در معرض بی‌ثباتی بانکی و مالی قرار گیرند و نمونه‌های آن بحران بانکی دهه ۱۹۹۰ ژاپن و بحران بانکی ۲۰۰۹-۲۰۰۷ ایالات متحده بوده است. در اقتصاد ایران نیز شواهد حکایتی از بهبود رشد اقتصادی یا بهبود ثبات بانکی بر اثر گسترش و توسعه بازار سرمایه به دست نمی‌دهد. لذا، سیاستگذار پولی همچنان فارغ از ساختار تامین مالی باید بر کنترل تورم متمرکز شود و نظارت بانکی را در راستای ثبات بانکی دنبال کند.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازین اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازین 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 کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

Extended Abstract

Introduction

The debate over the dominance of bank-based versus market-based financial systems has long captivated economists, especially in the context of policy formulation. In countries like Iran, where financial systems are heavily reliant on banks, there has been growing advocacy among analysts and policymakers for shifting toward more market-oriented financing. This view stems from the belief that a market-based financial system enhances the efficiency of financial resource allocation, increases investment, and consequently promotes economic growth.

However, foundational theories in macroeconomics suggest a more nuanced picture. As argued by Fama (1980), savings are the primary source of financial resources in any economy, whether intermediated through banks or the capital market. Thus, the form of intermediation does not affect the aggregate volume of financial resources available for investment but merely alters the distribution of risk between savers and financial intermediaries. This observation has been further elaborated upon by Mishkin (2022), who emphasized that financial intermediaries—be they banks or capital markets—serve the same basic function of transferring surplus resources to deficit units in the economy.

Recent empirical studies such as those by Levine (2002) and Sahoo (2014) indicate no consistent superiority of either financial structure in fostering long-term economic growth. While countries like Germany and Japan (bank-based) and the U.S. and U.K. (market-based) all achieved significant economic development, their divergent financial structures suggest that success is not inherently linked to one model over the other. Rather, the key lies in the robustness and inclusivity of the financial system as a whole.

Given this context, the present study investigates the implications of a bank-based versus a market-based financial structure for monetary policy and financial stability in Iran. By analyzing the balance sheets of financial institutions and tracing the flow of savings through various financial channels, this study aims to determine whether shifting from a bank-oriented to a market-oriented financial system is a valid policy goal or a misdirected strategy based on misconceptions.

Methods and Materials

The analysis was conducted using a conceptual framework grounded in macroeconomic theory and financial system design. The study develops schematic representations of the financial flow between savers and firms under both bank-based and market-based models. It constructs hypothetical bank balance sheets under each model to illustrate how the structure of liabilities and assets changes with the type of financial intermediation. The study also performs a comparative analysis using stylized facts from international financial systems, including the U.S., U.K., Germany, and Japan. Empirical observations about the composition of bank liabilities (demand vs. time deposits) and the duration of loans (short vs. long term) are used to illustrate liquidity risk and maturity mismatch issues.

Quantitative data, including average economic growth rates, were collected from historical records covering the period from 1950 to 2019. Additional insights were drawn from the experiences of emerging markets, particularly India, as studied in relevant empirical literature.

Findings

The analysis revealed several critical findings:

1. **Neutrality of Financial Structure on Resource Volume:** The choice between bank-based and market-based financing does not affect the total volume of financial resources in the economy. Both forms of intermediation ultimately draw upon household savings.
2. **Risk Distribution Differences:** Bank-based financing shifts the risk of default and loss from savers to banks, effectively socializing financial risk. In contrast, market-based financing places the risk directly on savers through instruments like stocks and corporate bonds.
3. **No Systematic Growth Advantage:** Long-term data analysis from countries with differing financial structures (e.g., Japan vs. U.S.) does not support the claim that one model significantly outperforms the other in terms of GDP growth. Growth outcomes are more strongly correlated with overall financial development rather than the structure per se.
4. **Implications for Bank Balance Sheets:**
 - In bank-based systems, long-term loans dominate the asset side while time deposits dominate liabilities, increasing liquidity risk due to maturity mismatches.
 - In market-based systems, firms maintain higher levels of demand deposits while banks issue more short-term loans, leading to a more dynamic but potentially volatile structure.
5. **Impact on Monetary Policy Transmission:**
 - In bank-based systems, changes in policy rates directly affect deposit and lending rates, ensuring a stronger and quicker transmission of monetary policy.
 - In market-based systems, the effect is more diffuse and depends on the structure and maturity of market instruments.
6. **Stability Considerations:**
 - Bank-based systems are more prone to systemic risk due to the maturity transformation role played by banks and the implicit government guarantee of deposits.
 - Market-based systems reduce the chance of bank runs, as there are fewer callable liabilities like deposits, but may carry increased asset price volatility.
7. **Case of Iran:**
 - Despite increased emphasis on developing capital markets, Iran has not seen corresponding improvements in economic growth or financial stability.
 - Two major financial crises—one linked to real estate and the other to the capital market bubble—demonstrate that neither model inherently ensures stability.

Discussion and Conclusion

The findings of this study challenge the prevailing narrative that increasing the share of market-based financing will necessarily lead to improved economic outcomes. Both bank-based and market-based financial systems are essentially mechanisms for channeling household savings to productive uses. The distinction between the two lies primarily in how financial risk is distributed rather than how much financing is actually mobilized.

From a policy perspective, prioritizing the development of one financial structure over the other is not justified by either theoretical frameworks or empirical evidence. Instead, the focus should be on enhancing the efficiency, transparency, and inclusiveness of the financial system as a whole. This includes improving regulatory oversight, mitigating systemic risk, and fostering financial literacy among savers and investors.

For monetary policy, the type of financial intermediation does have implications for the effectiveness of transmission channels. Bank-based systems tend to offer a more predictable response to changes in policy rates, which can be advantageous for central banks seeking to manage inflation and demand. However, this benefit may be offset by increased systemic risk if the regulatory environment is weak or ineffective.

In contrast, market-based systems can dilute the potency of monetary policy but offer greater resilience to liquidity shocks and depositor panic. They also introduce more market discipline and potentially better risk pricing, although they may suffer from information asymmetries and speculative behavior.

Ultimately, the decision to promote one structure over another should not be driven by ideological preferences or superficial indicators but should be rooted in a realistic assessment of institutional capacities, regulatory frameworks, and the maturity of financial markets. In the context of Iran, improving monetary policy effectiveness and financial sector supervision should take precedence over restructuring the financial intermediation model.

The central conclusion is that there is no one-size-fits-all solution. Both systems have merits and drawbacks. Therefore, policy should aim for a balanced approach that leverages the strengths of both models while mitigating their respective weaknesses.

References

- Bats, J. V., & Houben, A. C. F. J. (2020). Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk. *Journal of Banking and Finance*, 114, 1–13.
- Bank of Korea. (2020). Financial market development, monetary policy and financial stability in Korea. In Bank for International Settlements (Ed.), *Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies* (BIS Papers No. 113, pp. 173–182).
- Berges, A., Lopez, A., & Rojas, F. (2019). Banking versus market-oriented financial systems: Questioning the European–US paradigm. *Funcas CEFO*, 8(4), 43–50.
- Cecchetti, S. G., & Krause, S. (2001). Financial structure, macroeconomic stability and monetary policy (NBER Working Paper No. 8354). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w8354>
- Fama, E. F. (1980). Banking in the theory of finance. *Journal of Monetary Economics*, 6(1), 39–57.
- Friedman, M. (1956). The quantity theory of money: A restatement. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (pp. 3–21). University of Chicago Press.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? (NBER Working Paper No. 9138). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w9138>
- Ma, Y., & Lin, X. (2016). Financial development and the effectiveness of monetary policy. *Journal of Banking and Finance*, 68, 1–11.
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, Bank of England, 14–27.
- Mehrotra, A., & Schanz, J. (2020). Financial market development and monetary policy. *BIS Papers*, 113, 1–18.
- Mishkin, F. S. (2022). *The economics of money, banking, and financial markets* (13th ed.). Pearson.
- Rahmani, T. (2021). *Pul: Yek ketāb-e darsi-ye pul va bānk-dāri* [Money: A textbook on money and banking]. Nour Elm Publications. [In Persian]
- Ruiz-Porras, A. (2008). Financial structure, financial development and banking fragility: International evidence (MPRA Paper No. 12124). Munich Personal RePEc Archive.
- Sahoo, S. (2014). Financial intermediation and growth: Bank-based versus market-based financial systems. *The Journal of Applied Economic Research*, 8(2), 93–114.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65–86.
- Van Order, R. (2006). A model of financial structure and financial fragility. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(3), 565–585.