

نگاهی به ساختار مالی کشورهای آلمان و ژاپن

حمید توکلی

موسسه آموزش عالی امین، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، فولادشهر، اصفهان، ایران.

نام نویسنده مسئول:

حمید توکلی

چکیده

اکثر کشورهای جهان اعم از توسعه یافته و در حال توسعه یکی از دو نوع سیستم مالی؛ بازار محور بر اساس مدل آنگلو ساکسون ها و بانک محور بر اساس مدل اروپائیان را به کار گرفته اند. برای ساختار مالی بازار محور کشور آمریکا و برای ساختار مالی بانک محور کشورهایی مانند آلمان و ژاپن را می توان مثال زد. در این مقاله سعی داریم به بررسی ساختار مالی کشورهای پیشرفته با تمرکز بر ساختار مالی کشورهای آلمان و ژاپن بپردازیم. از این رو در ابتدا با الگوی بنیادهای اجتماعی سیستم مالی ویتول به بررسی ترجیحات اجتماعی در خصوص ساختار مالی می پردازیم و در ادامه نیز به فرآیند اصلاحات مالی در هر یک از این دو کشور پرداخته خواهد شد. در انتها با توجه به مطالعات انجام شده، پیشنهادهایی در خصوص ساختار مالی بهینه ارائه خواهد شد.

واژگان کلیدی: ساختار مالی، آلمان، ژاپن.

مقدمه

اکثر کشورهای جهان اعم از توسعه یافته و در حال توسعه یکی از دو نوع سیستم مالی؛ بازار محور بر اساس مدل آنگلو ساکسون ها و بانک محور بر اساس مدل اروپائیان را به کار گرفته اند. برای ساختار مالی بازار محور کشور آمریکا و برای ساختار مالی بانک محور کشورهایی مانند آلمان و ژاپن را می توان مثال زد. در آمریکا بانکها به نسبت بازار سرمایه از اهمیت کمتری برخوردار هستند، به عنوان مثال، نسبت وام بانکی به تولید ناخالص داخلی در آمریکا ۷۳ درصد است، این در حالی است که این نسبت در آلمان حدود ۲ برابر؛ یعنی ۱۳۲ درصد برآورد شده است. از طرف دیگر ارزش بازار آمریکا حدود ۱۲۷ درصد تولید ناخالص داخلی این کشور است که سه برابر بزرگتر از نسبت ارزش بازار آلمان به تولید ناخالص داخلی؛ یعنی ۴۵ درصد می باشد. همچنین در آمریکا خانوارها عموماً از مشتقات مالی در سبد دارایی خود استفاده می کنند، اما خانوارهای آلمانی معمولاً گواهی های ثابت بانکها را در سبد دارایی خود دارند. بنابراین ریسکی که به سبب تغییر دارایی های تغییرپذیری توسط خانوارها در دو کشور نگهداری می شود، متفاوت است.

مقررات مالی نقش مهمی در تعیین اینکه کدامیک از این سیستمها به عنوان سیستم برتر باشد، بازی می کند. از آنجایی که بخش های غیرمالی، مجموعه ای از ترجیحات تقاضا و عرضه را بر اساس هر یک از دارایی های مالی خود (به عنوان مثال محصولات بانکی در برابر مشتقات بازار مالی) دارند، نقطه تعادل جایی اتفاق می افتد که مقررات مالی کشور برای بازار و بانک با وزن ترجیحات بخش غیرمالی جفت و جور شود. بیشتر نظریات در خصوص سیستم های مالی بر قوانین و مقررات مالی تاکید دارند. اما Vitols در مقاله خود در سال ۲۰۰۱ ویژگی های ساختار مالی را محصول دو موضوع قوانین و مقررات مالی و چیزی که او به نام بنیادهای اجتماعی (Society Foundation) یاد می کند، برشمرد. بنا به نظریه او، بنیادهای اجتماعی در سه بخش خانوار، دولت و نظام مستمری بازنشستگی طبقه بندی می شود (سرزعی، ۱۳۹۲).

بخش خانوار

توزیع درآمد و ثروت در جامعه بر ساختار مالی اثرگذار است زیرا گروه های درآمدی متفاوت ترجیحات متفاوتی برای سرمایه گذاری در دارایی ها دارند. برای نمونه، خانوارهای با درآمد بالا ساختار مالی بازار محور را ترجیح می دهند، زیرا این خانوارها انتظار بازده بیشتری را دارند و توانایی بیشتری جهت جذب ریسک های کوتاه مدت دارا هستند. در مقابل، خانوارهای با درآمد پایین تر ظرفیت کمتری برای پس انداز دارند و این همان چیزی است که آنها را به سمت سرمایه گذاری در سپرده بانکی سوق می دهد. طبقه متوسط نیز از یک طرف در مقایسه با گروه های کم درآمد توانایی بیشتری جهت پس انداز دارند؛ از طرف دیگر ریسک کمتری را در مقایسه با گروه های پر درآمد قبول می کنند. بنابراین سپرده های پس انداز و اوراق مشارکت بانکی برای آنها مناسب است، بنابراین سیستم مالی بانک محور بیشتر توسط جوامعی که از سطح پایین نابرابری برخوردار هستند، حمایت می شود.

بخش دولتی

اوراق مشارکت دولتی ساده ترین نوع از دارایی است که سیستم مالی می تواند آن را ایجاد کند. این اوراق از نقدشوندگی بالایی برخوردار بوده و احتمال پرداخت آن از شرکت های خصوصی بیشتر است. از آنجایی که اوراق مشتقه بدهی های دولتی رقیب جدی بانکها به شمار می رود، هر چه حجم بدهی بخش دولتی کمتر باشد از سیستم مالی بانک محور بیشتر حمایت می شود.

نظام مستمری بازنشستگی

باید ویژگی های سیاست مستمری بازنشستگی را بررسی کرد؛ زیرا تهیه پشتوانه مالی برای مستمری بگیران مسن نیاز به انباشت حجم بالایی از دارایی های مالی دارد. صندوق های سرمایه گذاری بازنشستگی یکی از متقاضیان اصلی اوراق مشتقه بازار سرمایه محسوب می شوند. بنابراین سیستم های مستمری بگیر که بر حمایت افراد تکیه می کنند از حامیان اصلی سیستم مالی بازار محور هستند. در مقابل در نظام بازنشستگی توازن درآمد با هزینه (Pay as You Go) که نیاز به انباشت کمتر دارایی های مالی دارد، صندوق های بازنشستگی ترجیح می دهند منابع مالی خود را به جای بازارهای مالی در شرکتها سرمایه گذاری کنند؛ لذا در این ساختار، سیستم مالی بانک محور مورد حمایت واقع می شود. علاوه بر این، صندوق های سرمایه گذاری مستمری بازنشستگی دولتی که اساساً در اوراق قرضه بانکی یا دارایی های غیرمشتقه سرمایه گذاری می کنند، سیستم مالی بانک محور را حمایت می کنند (مهاجری تهرانی و مزینی، ۱۳۸۹).

سیستم مالی در ژاپن و آلمان: مروری بر اصلاحات سیستم مالی در این دو کشور

یکی از مشخصه های اقتصاد سیاسی دو کشور آلمان و ژاپن بعد از جنگ، سیستم مالی بانک محور آنها است. در دهه ۱۹۸۰ سیستم مالی بانک محور از مقبولیت زیادی نسبت به سیستم مالی بازار محور برخوردار شده بود، از عوامل این مقبولیت توانایی بالای بانکها در تهیه سرمایه دائمی برای صنایع بود؛ به طوری که بسیاری از محققان و سیاستمداران در آمریکا و انگلستان از این سیستم به عنوان تسکینی برای کاهش رشد بخش صنعتی خود یاد می کردند.

از دهه سال ۱۹۹۰ سیستم مالی بانک محور در ژاپن و آلمان با چالش ها و بحران هایی مواجه شد. اول اینکه از اوایل دهه ۱۹۷۰ بسیاری از موسسات غیرمالی و دولت های محلی به تامین مالی از طریق بازار روی آوردند و این روند تا ۱۹۹۰ مسیر صعودی به خود گرفت. ثانیاً رشد پایین اقتصاد جهانی و سیاست های سمت تقاضا باعث ایجاد بحران بدهی سنگینی شد. این مشکل نه تنها در ژاپن، بلکه در آلمان نیز مشاهده شد. ثالثاً تعداد زیادی از بازیگران به خصوص بعضی از بانک های اصلی، دولت آمریکا و برخی از دولت های محلی ژاپن و آلمان اصلاحاتی در سیاست های مالی خود انجام دادند که موجب تضعیف سیستم بانک محور شد.

سیاست های عمومی اغلب در دو گونه مطلق لیبرال و غیرلیبرال دسته بندی می شوند (که نظام لیبرال به سیستم مالی بازار محور و نظام غیرلیبرال به سیستم مالی بانک محور منجر می شود)، اما در هر دو کشور آلمان و ژاپن به دنبال ترکیب بهینه و مناسبی از این دو برای تدوین مقررات مالی بودند. اگرچه نظام قانونی غیرلیبرال در این دو کشور در بسیاری از کارکردهایشان با یکدیگر مشابه بودند (به طوری که این مقررات تماماً بر حمایت از بازار تاکید داشتند)، اما با این حال به نظر می رسد که نهادهای آلمان از قابلیت انطباق بیشتری با مقررات اقتصاد آزاد به نسبت ژاپن برخوردار باشند. از این رو، جای تعجب نیست که اصلاحات مالی در ژاپن شکل یک انفجار بزرگ یا Big Bang را به خود گرفته بود، ولی در آلمان این اصلاحات در شکل قانون حمایت از بازار اتفاق افتاده بود.

مقایسه بنیادهای اجتماعی سیستم مالی در آلمان و ژاپن

آلمان و ژاپن بعد از جنگ خصوصیات و مشترکات زیادی با یکدیگر دارند. هر دو کشور ساختار صنعتی با تمرکز بر تولید و درصد بالای SMEها دارند. برای مثال شرکت های با کمتر از ۵۰۰ کارگر در آلمان و ژاپن به ترتیب ۶۵ تا ۷۰ درصد از اشتغال را تشکیل داده است، اما در آمریکا و انگلیس این بخش حدود یک سوم از اشتغال را به خود اختصاص داده است. در زمان رشد خیره کننده اقتصاد این کشورها در دوره بازسازی بعد از جنگ، صنایع کلیدی از طریق وام بانکی تامین مالی می شدند و هر دو کشور سطوح کمتری از نابرابری درآمدی و پس اندازهای بالا داشتند. در دهه های اول بعد از جنگ جهانی، هر دو کشور کسری بودجه زیادی داشتند، بنابراین انتشار اوراق قرضه دولتی در بازار سرمایه کم بود. همچنین آلمان دارای سیاست بازنشستگی توازن درآمد و هزینه بوده؛ از طرفی تنها بخش کوچکی از منابع سیستم بازنشستگی ژاپن در بازار سرمایه گذاری می شد و بیشتر منابع این صندوق ها در سپرده ها و اوراق قرضه بانکی سرمایه گذاری می شد.

بنیادهای اجتماعی سیستم مالی بانک محور در هر دو کشور با فشارهای مشابهی مواجه شدند، اما این فشارها از نظر زمانی و شدت با یکدیگر متفاوت بودند. الگوی تامین مالی برای شرکت های بزرگ در هر دو کشور از اوایل دهه هفتاد که رشد این شرکت ها کمتر شد، دچار تحول شد. تقاضا برای تامین مالی از منابع خارج شرکت به طور کلی شروع به تغییر کرد و بنگاه های بزرگ بیشتر قادر شدند تا منابع مالی ارزان قیمت تر از وام بانکی دریافت کنند (برای مثال انتشار اوراق قرضه بازار یورو) بنابراین شرکت های بزرگی که به سمت کاهش بدهی های خود حرکت کردند، حامیان اصلی تامین مالی از طریق بازار شدند. با بررسی وضعیت بدهی شرکت ها در این دو کشور، مشاهده می شود که تعداد بنگاه های بزرگی که به حمایت بیشتر بانکها در فرآیند تامین مالی خود نیاز داشتند، در ژاپن بیشتر از آلمان بود. در مقابل، SMEها بیشتر به تامین مالی از طریق بانک وابسته بودند زیرا رقابت شدید حاشیه سود و بنابراین توانایی برای تامین مالی از طریق منابع شرکت را از این شرکت ها گرفته است. بنگاه های SME دارای تکنولوژی بالا که بیشتر علاقه مند به تامین مالی از طریق بازار هستند و آن هم از طریق عرضه اولیه (IPO) یک چنین بنگاه هایی بخش کوچکی از بخش اقتصادی این دو کشور را تشکیل می داد.

دومین تغییر اساسی، تغییر در الگوی تامین مالی بخش دولتی بود. در حالی که بدهی های بخش دولتی در دوران بعد از جنگ پایین و اساساً از طریق سیستم بانکی مدیریت می شد، دولت ها در این دو کشور اوراق بدهی زیادی منتشر کردند. ژاپن در اواسط دهه هفتاد در جهت تحریک سیاست مالی خود که در دوران بحران نفتی واقع شد، اوراق زیادی منتشر کرد. انتشار این بدهی ها در دهه ۹۰ جهت تحریک اقتصاد بعد از حباب (Post Bubble Economy) سرعت زیادی به خود گرفت.

تامین مالی دولتی آلمان در دهه ۸۰ میلادی تا حدودی کنترل شده بود، اما از این دهه به بعد دولت حجم زیادی از بدهی جهت کمک به یک شکل کردن تامین مالی (Finance Unification) منتشر کرد. نقش بازار بدهی دولتی در تحلیل بردن قدرت بانکها مکتوب است. بازار برای اوراق مشتقه دولت فدرال آلمان در حال حاضر بزرگ ترین و تنها بازار مشتقه اروپا را تشکیل داده است.

در بخش خانوار تغییرات کمی اتفاق افتاد. در آلمان تمایل خانوارهای با درآمد متوسط به سرمایه گذاری در صندوق های سرمایه گذاری به نسبت ژاپن بیشتر دیده شد. این تغییر مسیر به سمت صندوق های سرمایه گذاری حاکی از حمایت غیرمستقیم از بازار است زیرا اساساً صندوق های سرمایه گذاری منابع خود را در اوراق مشتقه سرمایه گذاری می کنند. حرکت سریع تر نابرابری درآمدی روند تغییر مسیر به سمت حمایت غیرمستقیم از بازار را تسریع می بخشد.

به طور خلاصه بیشترین تمایل به سمت ساختار مالی بازار محور در این دو کشور بیشتر توسط شرکت های بزرگ و دولت اتفاق افتاده است، اما هنوز در میان بنگاه های SME و خانوارها از سیستم مالی بانک محور حمایت می شود. در این بین به نظر می رسد تمایل کشور آلمان به سمت سیستم بازار محور از ژاپن بیشتر است و این به خاطر تعداد کمتر بنگاه های دارای بدهی ناچیز و تا حدودی تمایل خانوارها به سمت صندوق های سرمایه گذاری است.

مقررات و دستورالعمل صنفی در سیستم بانکداری آلمان

نظام قبل از سرمایه داری محدودیت هایی را بر فعالیت های مالی از قبیل محدودیت های رباخواری و محدودیت در خصوص انواع بدهی های بنگاه اعمال می کرد. این محدودیت ها با نگرش عدم مداخله دولت در امور اقتصادی اعمال می شد با این وضع یک چنین فعالیتی در قرن نوزدهم برای توسعه بازارهای مالی مهم بود. این نوع نگاه به توسعه سیستم مالی با آشفتگی هایی که رکود بزرگ را در دهه ۱۹۳۰ میلادی به اوج خود رساند، همراه بود. شدت بحران مالی یکی از مهم ترین فاکتورهایی بود که نگرش جایگزینی عدم مداخله دولت در امور اقتصادی با رژیم های مقرراتی و قانونی مداخله گرایانه را تشدید کرد. قبل از دهه ۳۰ میلادی مقررات سیستم مالی آلمان با نگرش عدم مداخله دولت در این سیستم تعریف شده بود. در مواجهه با بحران بانکداری سال ۱۹۳۱، که تحت تاثیر مشکلات مربوط به سقوط شدید سهام در آمریکا بود، تعدادی از بانک های بزرگ ملی شدند و رژیم قانون گذاری صنفی پایه گذاری شد. مقررات اصلی رژیم قانون گذاری صنفی در زمان جنگ نیز ثابت باقی ماند و در دوران بعد از جنگ جهانی دوم دوباره بنا نهاده شد. این مقررات شامل: مقررات صنفی بر نرخ های بهره در خصوص سپرده های بانکی و نرخ کارمزد خدمات پایه، کفایت سرمایه و الزامات و معیارهای نقدینگی، تعریف ممیزی بدهی های بانکی با مشارکت انجمن های بانک های دولتی و تعاونی ها و همچنین محدودیت های ورود و خروج به صنعت بانکداری بود. به خاطر ترس از افزایش نرخ بهره بلندمدت، کمیته صنفی اوراق قرضه به وسیله ناشران بزرگ اوراق مشتقه (شامل بانک های با مسئولیت نامحدود، بانک های دولتی و تعاونی های اعتباری) در دوره بازسازی برای کنترل بازارهای سرمایه، بنا نهاده شد. اگرچه دولت بعد از جنگ آدنور (Adenauer) تعهد کلامی به بازار آزاد سرمایه داشت، اما در حقیقت سیاست دولت از سرعت توسعه این بازارها به عنوان منبع تامین مالی بلندمدت برای صنعت کاست. مشوق های مالیاتی بیشتر به نفع اوراق قرضه دولتی (به ویژه برای خانه سازی و ساخت زیربناها) بود تا اوراق قرضه بخش صنعت. کمیته صنفی اوراق قرضه عملاً تقدم آشکاری بین اوراق قرضه بانک ها و دولت در مقایسه با اوراق قرضه بخش صنعت جهت انتشار در بازار سرمایه اعمال می کرد. در نتیجه تامین مالی خارج از دارایی های بنگاه ها برای بخش صنعت تقریباً به وسیله وام های بانکی به جای انتشار سهام و اوراق قرضه تامین می شد.

مشخصه دیگر مقررات مالی آلمان، بزرگی بخش بانکداری دولتی در سیستم مالی این کشور بود. بخش بانکداری دولتی تقریباً نیمی از دارایی های سیستم بانکی آلمان را تشکیل می داد. طبق قانون این بانک ها برای کمک به گروه های کم درآمد و ارتقای توسعه منطقه ای مورد حمایت قرار می گرفتند. کمتر از ۲۰ درصد از دارایی های سیستم بانکداری برای بخش تعاونی های اعتباری که هدفشان حمایت از کسب و کارها و حرفه های کوچک به حساب می آید، تخصیص داده می شد. دیگر ویژگی سیستم مالی بعد از جنگ آلمان، حرکت سیاست های مالی به سمت نرخ ارز پایین جهت ارتقای صادرات بود.

به استثنای سیاست مالی که به سمت تثبیت قیمت های اوایل دهه ۷۰ حرکت کرد، رژیم قانون گذاری مالی در دهه ۹۰ بدون تغییر باقی ماند. تعداد محدودی از اصلاحات کوچک با هدف مقررات زدایی به وسیله دولت لیبرال-محافظه کار در اوایل دهه ۸۰ به اجرا گذاشته شد که اثرات خیلی ناچیزی داشت. این اصلاحات شامل حذف مالیات مبادله اوراق مشتقه، ایجاد بازار فرابورس (OTC) و ... می شد.

در دهه ۹۰ الگوی تغییرات ناچیز شکسته شد و اصلاحاتی اساسی اعمال شد. مهم ترین دلیل برای این اصلاحات تغییر در نرخ های بانک های خصوصی بزرگ مانند *Gorßbanken* بود. به رغم معرفی شکل جدیدی از بانکداری به نام بانکداری جهانی (Universal Bank)، در دوران بعد از جنگ تصویری که بانک های خصوصی بزرگ از فعالیت خود داشتند هنوز تصویر سپرده پذیری و دادن اعتبار به مشتریان بود. در این دوران هنوز مردم به عنوان قرض دهندگان و مشتریان اصلی بانک ها شناخته می شدند. این بانک ها به ویژه بانک *Deutsche* و بانک *Dresdner* شروع به تطبیق خودشان به صورت بانک های سرمایه گذاری (تامین سرمایه) آمریکا کردند و تغییر فعالیت خود از بانکداری تجاری آن زمان را شروع کردند. چند روز قبل از قتل رئیس بانک *Deutsche* (آلفرد هرهوسن) توسط انجمن ارتش سرخ در سال ۱۹۹۰، وی بیان کرد که بانک مطبوعش فرصتی ده ساله برای تغییر یا نابودی دارد. در دهه ۹۰ میلادی فعالیت های انجام شده به وسیله بانک های آلمانی در بسیاری از مراکز مالی بین المللی (بالاخص از طریق تملک بانک های سرمایه گذاری آمریکا و انگلیس) افزایش یافت. این بانک ها نیاز دیدند تا پایه داخلی قوی در جهت

تبدیل شدن به بازیگران جهانی در عرصه بانکداری سرمایه‌گذاری داشته باشند. تطابق سیستم مالی داخلی با سیستم مالی آمریکا گامی جدی برای قدرتمند کردن این پایه بود.

با تثبیت الگوی قانون‌گذاری صنفی، انجمن ملی بانک‌های خصوصی (Bundesverband deutscher Banken) هدایت پیشنهادی سیاستی را بر عهده گرفت. نقش دولت به عنوان یکی از نهادهای سازمان‌دهنده فرآیند قانون‌گذاری بود که فرآیند مذاکرات را هدایت می‌کرد و پیش نویس اولیه و نسخه نهایی قوانین را تهیه می‌کرد. از مهم‌ترین این قوانین که در دهه ۹۰ تهیه شد می‌توان به قوانین ارتقای بازار مالی دوم و سوم و قانون کنترل و شفافیت اطلاعاتی در بنگاه‌ها (KonTraG) اشاره کرد.

قانون توسعه بازار مالی ثانویه (۱۹۹۴) مهم‌ترین گام به سمت تدوین مقررات به شکل آمریکایی در بازار سرمایه بود. این قانون یک نهاد قانون‌گذاری مستقلی (Wertpapierhandel) برای سیاست‌گذاری بازارهای مالی مشابه با کمیته SEC آمریکا را تاسیس کرد. همچنین طبق این قانون بازار پول اجازه یافت تا تامین مالی Bundesbank را بعد از سقوط جایگاه این اوراق انجام دهد و همچنین قانون فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری خطر پذیر نیز گسترش پیدا کند.

سومین قانون ارتقای بازارهای مالی (۱۹۹۷)، قانون افزایش تعداد صندوق‌های مجاز سرمایه‌گذاری مشترک بود، بانک‌های بزرگ فعالیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری خود را افزایش دادند، به طوری که این حوزه از فعالیت، حوزه‌ای سودده در آلمان محسوب می‌شد. تغییر مهم بین پیش نویس اولیه و نسخه نهایی این قانون، مربوط به معافیت‌های مالیاتی برای طرح‌های پس‌انداز بازنشستگی بخش خصوصی بود. این قانون به خاطر مخالفت شرکت‌های بیمه عمر (که از واگذاری کسب و کار خود به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستقل یا وابسته به بانک واگمه داشتند) و همچنین دایره بودجه وزارت دارایی و اقتصاد به شکست انجامید.

قانون دیگری که در سال ۱۹۹۷ تصویب شد و برای توسعه بازارهای مالی اهمیت داشت، قانون شفاف‌سازی اطلاعاتی و کنترل بر بنگاه‌ها (KonTraG) بود. برخلاف قانون ارتقای بازارهای مالی، این قانون آغازی بود برای یک ائتلاف حاکمیتی. این ائتلاف مجبور شد تا در پاسخ به تعدادی از ورشکستگی‌های غیرعادی، کنترل از طریق هیات‌های نظارت (ورشکستگی Vullkan and Balsam Metallgesellschaft به علاوه افشای وام کلان بانک Deutsche به گروه ورشکسته توسعه املاک Schneider) را در دستور کار خود قرار دهد.

مهم‌ترین بخش KonTraG، که حق اختیار معامله سهام و خرید جبرانی سهام‌ها (Buyback of shares) را شامل می‌شد، به پیشنهاد ائتلافی از انجمن‌های صنعتی و بانکداری در این قانون تعبیه شد. قانون KonTraG برای حدود یک سال به حالت تعلیق درآمده بود؛ زیرا اتحادیه‌ها به خاطر کاهش تعداد اعضای هیات‌های نظارت (و در نتیجه تعداد نمایندگان این اتحادیه‌ها) به این لایحه اعتراض کردند. علاوه بر این، دولت‌های منطقه‌ای و محلی نیز مخالف این قانون بودند و اذعان داشتند که این قانون اثرگذاری آنها را بر شرکت‌ها به ویژه در مالکیت (به عنوان مثال حذف حق رای برای گروهی از سهام‌ها) آنها کاهش داده است. تنها پس از اجرای این اصلاحات بود که مخالفت‌ها خوابید و قانون KonTraG به تصویب رسید. اگرچه از این تغییرات به عنوان تغییرات مهم اساسی یاد می‌شود؛ اما آلمان هنوز خیلی با سیستم قانون‌گذاری Adversarial Legalistic آمریکایی فاصله دارد. اول اینکه، فرآیند سیاست‌گذاری صنف محور و مبتنی بر رضایت طرفین باقی مانده است. انجمن‌های بانکداری در مرکز فرآیند سیاست‌گذاری قرار دارند و یک انجمن می‌تواند به تنهایی تغییرات را وتو کند. دوم، نهاد قانون‌گذاری و نظارت بر اوراق مشتقه، که در غیبت سیستم قضایی برای حمایت از سیستم قانون محور نیاز است، بسیار ضعیف عمل می‌کند. در حقیقت سیستم قانون‌گذاری مالی که در آلمان استفاده می‌شود ترکیبی از عوامل صنفی سنتی و نهادهای قانون‌گذاری لیبرال آمریکا است.

ژاپن، تغییرات دولت محور یا کاهش و افزایش دستورالعمل اجرایی

همانند آمریکا و آلمان، سیستم قانون‌گذاری مالی در ژاپن قبل از دهه ۱۹۳۰ با نگرش حداقل دخالت دولت شناخته می‌شد. با وقوع بحران بانکداری جهانی در سال ۱۹۲۷، بحران بزرگ دهه ۱۹۳۰ و تحرک فعالیت‌ها در خصوص جنگ، سیستم قانون‌گذاری بر ثبات و کانالیزه کردن منابع مالی برای به دست آوردن اهداف دولتی بنا گردید. به‌رغم تلاش‌هایی که به وسیله آمریکایی‌ها در زمان اشغال این کشور برای دموکراتیزه کردن سیستم مالی ژاپن صورت گرفت، خیلی از ویژگی‌های این سیستم قانون‌گذاری در دوران بازسازی ثابت باقی ماند یا دوباره در اواخر دهه ۱۹۴۰ بنا نهاده شدند.

هسته اصلی این نظام را قانون‌گذاری تشکیل می‌دهد که رابط بین دولت و نهادهای مالی بوده و به عنوان رهبر اجرایی (Administrative Guidance) شناخته می‌شود. این رکن از قانون، مسئول اجرای الزامات تعیین شده است؛ به طوری که، مشاوره اجرایی مجوز این فعالیت‌ها را از دولت دریافت می‌کرد. بوروکرات‌های دولتی از قدرت اختیار زیادی برخوردار بودند؛ زیرا معیار اعطای این مجوزها بسیار مبهم بود و این مشاوران برای انجام فعالیت اجرایی نیازمند داشتن این مجوز بودند. بعد از جنگ جهانی دوم، رهبر اجرایی در یک سیستم گسترده‌ای از روابط غیررسمی بین قانون‌گذاران و نهادهای مالی توسعه پیدا کرد و اغلب دستورالعمل‌ها را به صورت شفاهی در خصوص فرآیند قرض‌دهی بانک‌ها و سیاست تاسیس شعب جدید، تملک موسسات مالی کوچک‌تر و دیگر جنبه‌های سیاست مالی به این موسسات ابلاغ می‌کرد.

علاوه بر قدرت های قانون گذاری غیررسمی که به وسیله رهبر اجرایی ایجاد شده بود، محدودیت های قانونی و رویه های غیررسمی با هدف جلوگیری از رشد بازار سرمایه در این زمان وجود داشت. یکی از این محدودیت ها، محدودیت سختگیرانه بر انتشار اوراق قرضه بنگاه ها بود، از قبیل الزاماتی سختگیرانه در خصوص وثیقه گذاری برای انتشار این اوراق. این رویه باعث کاهش استفاده از اوراق بهادار ثانویه جهت افزایش سرمایه شرکت ها شد؛ زیرا این قانون، انتشار اوراق جدید را برای شرکت هایی که سهام شان از ارزش ذاتی نسبتا بالایی برخوردار بودند، محدود کرده بود. در نهایت کمیته اوراق قرضه که از نمایندگان موسسات مالی بزرگ و دولتی تشکیل شده بود، دسترسی به بازارهای سرمایه را از طریق حجم و زمان بندی انتشار اوراق قرضه جدید تنظیم می کرد. نتیجه تمام این محدودیت ها این بود که بازار سرمایه در مکانیزم تامین مالی برای صنعت کمتر استفاده می شد و تقریبا تمام منابع خارجی در طول دوران رشد طلایی اقتصاد این کشور از طریق وام های بانکی تامین شد.

حامیان رهبر اجرایی، مجموعه ای از موسسات مالی غیرانتفاعی بودند که برای بعضی از اهداف دولتی تاسیس شده بودند. از جمله مهم ترین این حامیان، پست بانک (Postal Savings System) بود که به خاطر داشتن تعداد شعب زیاد و همچنین مزیت های مالیاتی، بسیاری از خانوارها ترجیح می دادند پس انداز خود را در این سیستم سپرده گذاری کنند. با ارائه خدمات متنوع و همچنین سیاست های گوناگونی از قبیل سیاست های بیمه و سپرده، پست بانک مقدار زیادی از دارایی های مالی را مدیریت می کرد. این پس اندازها به سمت بخش واقعی اقتصاد (با ارائه وام و سرمایه گذاری مالی و همچنین خرید اوراق قرضه) هدایت می شد. دیگر موسسات مالی دولتی تخصصی (به عنوان مثال برای تامین مالی بخش ساخت و ساز مسکن) و مجموعه گسترده ای از شرکت های تعاونی غیرانتفاعی، نیازهای کسب و کار مشاغل کوچک کشاورزی را برآورده می کردند.

در طول دوران شکوفایی اقتصادی ژاپن، بانک ژاپن

بانک ژاپن (Bank of Japan) تحت هدایت وزارت اقتصاد جهت تشویق سرمایه گذاری در بخش صنعت نرخ بهره را به صورت مصنوعی پایین می آورد. اگرچه کارآیی این هدف گذاری هنوز مورد مناقشه است، با این حال، توافق کلی وجود دارد که نرخ بهره پایین باعث انتقال سرمایه زیادی از سمت خانوارها به بخش های تولید و خدمات شده است.

در نتیجه شوک نفتی سال ۱۹۷۳ دولت ژاپن با کسری بودجه سنگینی مواجه شد و مجبور شد حجم زیادی اوراق قرضه منتشر کند. انتشار اوراق قرضه به قدری زیاد بود که کانال های فروش (بانک ها) بیش از اندازه از این اوراق پر شد و برای جذب این اوراق مشتقه بایستی بازاری ایجاد می شد. در مقایسه با بازار سهام، بازار اوراق بدهی دولتی، جهت ترغیب به خرید این اوراق، آرام آرام به سمت کارکرد صحیح بازار در خصوص نقدشوندگی، مناسبات قیمتی و بازده حرکت کرد.

دومین بخشی که از سیستم مالی بعد از جنگ باید مورد بررسی دقیق تر قرار بگیرد، سیستم نرخ بهره ساختگی پایین است. اولین دلیلی که برای این موضوع ذکر می شد، ایجاد بازار برای اوراق قرضه دولتی بود. وجود نرخ های بهره بالا در این بازار موجب انتقال دارایی ها از بخش هایی از سیستم مالی که در آنجا نرخ بهره کنترل شده است، به سمت بازار اوراق قرضه دولتی می شد. این کار بزرگ ترین مشوق برای مقررات زدایی تدریجی نرخ بهره سپرده های بانکی بود. دومین دلیل برای نرخ بهره پایین، جهت گیری سیاست مالی به سمت اثرگذاری بر نرخ ارز بعد از آزادسازی نرخ های بهره و همچنین حرکت به سمت شناورسازی نرخ ارز بود. با آزادسازی نرخ ارز، دولت ژاپن به سرعت از بدهکار به اعتباردهنده تبدیل شد و این روند با فشار بر نرخ ارز سرعت بیشتری به خود گرفت. حرکت جدی دیگر در جهت مقررات زدایی، با اعمال بسته اصلاحات سیستم مالی که در سال ۱۹۹۲ تصویب شد، صورت گرفت. این اصلاحات که در ۱۶ قانون متفاوت تدوین شده بود، گام بزرگی در راستای کنار گذاشتن بخش بندی بین بانک های تجاری، اوراق مشتقه و فعالیت های اعتباری به حساب می آمد. طی این اصلاحات به موسسات مالی اجازه داده شد تا با تاسیس شرکت های تابعه جدید یا خرید شرکت های موجود به دیگر بخش ها وارد شوند.

اگرچه این گام ها، (ایجاد بازار اوراق قرضه دولتی، مقررات زدایی در خصوص نرخ بهره و تضعیف ملزومات واردشدن در سایر بخش ها)، باعث مقررات زدایی چشمگیری شد؛ اما ساختار اصلی رهبر اجرایی تا نیمه اول دهه ۱۹۹۰ دست نخورده باقی ماند. در نهایت قدرت رهبر اجرایی نیز با اجرای فرآیند مقررات زدایی نرخ بهره در bank of Japan رو به ضعف نهاد. در حقیقت بسته اصلاحی سال ۱۹۹۲ تسلط وزارت مالی و اقتصادی ژاپن بر سیستم مالی را بیشتر کرد.

به بهانه کنترل فضای تغییرات در سیستم مالی، موسسات مالی می بایست مجوزی را از وزات اقتصادی و مالی در جهت ورود به بخش های جدید مالی دریافت می کردند. این قانون قدرت اجرایی قوی را برای وزارت اقتصادی و مالی ژاپن فراهم کرد. اگرچه نهاد رگولاتور (The securities and exchange surveillance commission) بر اساس مدل SEC آمریکا، برای نظارت بر بازارهای سرمایه تاسیس شد؛ اما در واقع این نهاد به طور کلی تحت کنترل وزارت اقتصاد و دارایی بود (به عنوان مثال این نهاد هیچ قدرت مستقلی برای مخالفت با قوانین اوراق مشتقه نداشت).

سیستم رهبر اجرایی به نوبه خود برای اولین بار در سال ۱۹۹۶ با ابلاغ نخست‌وزیر ژاپن، هاشیموتو، درخصوص اصلاحات اساسی در مقررات دولتی و در آیین‌نامه‌ها و قوانین مالی (به طوری که از این اصلاحات به عنوان بیگ بنگ یاد شده است) به صورت بنیادی تغییر کرد. با شروع بحران مالی کشورهای آسیایی در سال ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸، بانک‌های ژاپن در معرض ورشکستگی قرار گرفتند و این موضوع سبب شد حمایت گسترده‌ای برای اصلاحات بنیادی در ساختار مالی این کشور ایجاد شود.

احتمالاً اساسی‌ترین تغییر، تلاش برای تاسیس مجموعه‌ای از نهادهای قانون‌گذار مستقل از وزارت دارایی و فعالیت در یک محیط قانون‌مند و شفاف بود. در صورت موفقیت این طرح، ایجاد یک چنین نهادهای قانون‌گذار مستقل و کارآ، مهم‌ترین گام در تثبیت رژیم قانون‌گذاری مالی لیبرال در ژاپن محسوب می‌شد.

چنین حرکتی همراه بود با تبدیل Bank of Japan از یک بازوی وابسته به وزات اقتصاد به یک بانک مرکزی مستقل. قانون جدید ترکیب ساختار هیات مدیره بانک مرکزی ژاپن را با خارج کردن اعضای وابسته به دولت اصلاح کرد. شورای سیاست‌گذاری این بانک تحت قانون جدید بایستی صورت جلسه‌های (مصوبات) خود را جهت ایجاد شفافیت در تصمیم‌گیری به صورت عمومی منتشر کند. استقلال BOJ از مخالفت‌های وزارت اقتصاد و دارایی مشهود بود؛ به طوری که این بانک در برابر خواسته‌های وزارت ایستادگی می‌کرد، بانک همچنین از خرید مستقیم اوراق قرضه دولتی جهت تامین مالی بسته‌های سیاستی امتناع می‌کرد، دخالت در تغییر نرخ ارز را در اواخر سال ۱۹۹۹ و اوایل سال ۲۰۰۰ خنثی کرد یا نرخ بهره صفر را با افزایش نرخ‌های بهره در سال ۲۰۰۰ اصلاح کرد.

دومین گام اساسی به سمت ایجاد رژیم قانون‌گذاری لیبرال، تاسیس آژانس نظارت مالی (FSA) برای مقررات بانک‌ها و واسطه‌گران مالی بود. انتقادی که به این قانون وارد می‌شد این بود که وزارت اقتصاد و دارایی از نظر علایق با این آژانس تقابل آرا داشت. وزارت اقتصاد و دارایی تلاش کرد تا این دخالت‌ها را از طریق کنترل اعضا و کارمندان FSA و به بهانه این که نهاد جدید با منابع و نیروهای ناکارآمد ایجاد شده است، از بین ببرد. از طرف دیگر دولت با انتخاب و اعمال نظر در گزینش کارمندان در این آژانس، با این شرط که اجازه داده نمی‌شود تا به وزارت اقتصاد و دارایی برگردند، جلوی این تلاش‌ها را گرفت.

سومین معیار مهم آزادی سیستم مالی، معرفی قوانین شفاف و بهبود شفافیت برای سیستم مالی است. یک جنبه از این قانون، جایگزینی سیستم‌های جوازدهی با اعمال محدودیت در تاسیس شرکت‌های تابعه جدید در بخش‌های مالی بود. تعریف و اعمال این مجموعه از الزامات اساساً قدرت تصمیم‌گیری وزارت اقتصاد و دارایی را کاهش داد. دومین جنبه این بود که معرفی قانون فوریت اصلاح (Prompt Corrective Action: PCA) بود که در این قانون اجازه دخالت نهاد قانون‌گذار در صورت سقوط کفایت سرمایه بانک‌ها زیر ۸ درصد را صادر می‌کرد. شدت دخالت این نهاد به بانک چقدر در معرض ورشکستگی بستگی داشت. جایگزینی روش حسابداری mark to cost با mark to mark به قصد ارائه تصویری بهتر و درست‌تری از وضعیت مالی بانک اعمال شد؛ زیرا ارزش‌دهی‌هایی از قبیل سهام، ممکن است با قیمت خرید آن تفاوت زیادی داشته باشد (حقیقی، ۱۳۸۴).

ساختار مالی بازار محور یا بانک محور؛ کدام یک بهتر است؟

اقتصاددانان درباره مزایا و معایب سیستم‌های مالی بانک محور در برابر بازار محور مناقشات و اختلافات زیادی دارند. در سیستم‌های مالی بانک محور از قبیل آلمان و ژاپن، بانک‌ها نقش محوری در بسیج کردن پس‌اندازها، تخصیص سرمایه، نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران بنگاه و ارائه ابزارهای مختلف مدیریت ریسک بر عهده دارند. در سیستم مالی بازار محور از قبیل انگلستان و آمریکا، بازار مشتقات مالی با بانک‌ها در خصوص تخصیص سپرده‌ها و پس‌اندازها به بنگاه‌ها مشارکت می‌کنند و فرآیند مدیریت ریسک را تسهیل می‌بخشند. بعضی تحلیل‌گران پیشنهاد می‌کنند که بازارها در ارائه ابزارها و خدمات مالی موثرتر هستند. دیگر تحلیلگران مزیت واسطه‌های مالی را بیشتر از بازارها می‌دانند. این اختلاف تا به حال بدون جواب باقی‌مانده است و مانع ارائه یک سیاست پیشنهادی می‌شود. نظریه‌پردازان رویکرد بازار محور تاکید می‌کنند که بانک‌های قدرتمند در بیشتر مواقع جلوی نوآوری را با دریافت اطلاعات و حمایت از بنگاه‌های قدیمی می‌گیرند. همچنین بانک‌های قدرتمند و بانک‌هایی که با محدودیت‌های قانونی مواجه هستند، ممکن است با مدیران بنگاه‌ها در برابر دیگر سهامداران تباری کنند و به این وسیله مانع از مدیریت درست بنگاه شوند در نهایت موافقان نظریه بازار محور بر این عقیده هستند که بانک‌های دولتی کمتر به حل اختلافات بازار تمایل نشان می‌دهند و بیشتر به رسیدن اهداف سیاسی تمایل دارند. این نظریه احتمال می‌دهد که بانک‌های دولتی منابع را به جای اینکه به سمت صنایع استراتژیک هدایت کنند، بیشتر به سمت صنایع نیروی انسانی محور سوق دهند. بنابراین بعضی نظریات تاکید دارند که بازارها از اثرات منفی قدرت بانک‌های بزرگ کاسته و صنایع تحقیق محور و نوآور در اقتصاد را ارتقا می‌دهد. علاوه بر این، بانک‌ها و بازارها ممکن است همان‌طور که خدمات مالی را ارائه می‌دهند با یکدیگر سیستم مالی را تکمیل کنند. عیب سیستم مالی بازار محور این است که بازار ناکامل است و تامین نیازهای بازار نیازمند پرداخت هزینه ثابت است. عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک مخاطرات رفتاری و دیگر دلایل منجر به شکست بازار می‌شود. سیستم مالی مبتنی بر واسطه‌گری می‌تواند از این مشکلات با ایجاد قراردادهای تقسیم ریسک پیشگیری نماید. مقررات مالی می‌تواند برتری یک

روش را بر دیگری تعیین کند و نقش مهمی در تعیین اینکه کدامیک از این سیستمها به عنوان سیستم برتر باشد، بازی کند. از آنجا که بخش های غیرمالی، مجموعه ای از ترجیحات تقاضا و عرضه را بر اساس هر یک از دارایی های مالی خود (به عنوان مثال محصولات بانکی در برابر مشتقات بازار مالی) دارند، نقطه تعادل جایی اتفاق می افتد که مقررات مالی کشور برای بازار و بانک با وزن ترجیحات بخش غیرمالی جفت و جور شود. همان طور که گرشنکرون (Gerschenkron) نیز در مقاله خود اشاره کرده است، بانکها در کشورهای کمتر توسعه یافته و توسعه نیافته در فرآیند توسعه صنعتی موثرتر از بازار عمل می کنند. بانکهای قدرتمند نسبت به بازارهای بورس بهتر می تواند بنگاهها را ترغیب کند تا اطلاعاتشان را آشکار کنند و بدهی خود را پرداخت کنند. گرشنکرون همچنین ادعا کرده است که بانکهای دولتی می توانند بر مشکلات و شکست بازار فائق آیند و پس اندازهای داخلی را به سمت پروژه های مهم استراتژیک سوق دهند.

بحث و نتیجه گیری

با بررسی سیستم مالی کشورهای مختلف، به این نتیجه می توان رسید که در کشورهای با درآمد بالا، بازار بورس فعال تر و کارآتر نسبت به بانکها عمل می کند. همان طور که کشورها ثروتمندتر می شوند، تمایل برای حرکت به سمت سیستم مالی بازار محور بیشتر می شود. کشورهای با مقررات حسابداری خوب، قوانین حقوقی قوی در خصوص حمایت از حقوق سهامداران و میزان رشوه پایین، تمایل دارند به سمت سیستم مالی بازار محور حرکت کنند. همچنین کشورهایی با قوانین ضعیف در مورد حمایت از حقوق سهامداران، رشوه بالا، استانداردهای حسابداری ضعیف، مقررات بانکداری محدودکننده و تورم بالا تمایل دارند به سمت سیستم مالی بانک محور حرکت کنند.

بهبودسازی ساختار مالی این است که ساختاری را بسازیم تا کارکردهای خود را به درستی انجام دهد. در واقع این سیستم بایستی توازنی از ساختار مالی بانک محور و بازار محور را در بر گیرد تا توسعه همه جانبه ساختار مالی را نتیجه دهد. سیستم مالی فعلی باید از توسعه همکارانه نهادهای مالی و بازار سرمایه برخوردار باشد. توسعه نهادهای مالی و بازار سرمایه بیشتر نقش مکمل را بازی می کند تا نقش رقیب. بازار سرمایه با کارایی بالا باید توسط نهادهای مالی واسطه ای سالم حمایت شود و توسعه مبادلات در بازار سرمایه نمی تواند مستقل و بدون حمایت نهادهای مالی محقق شود.

خوشبختانه در سال های اخیر با طراحی ابزارهای جدید در بورس کشور مانند صکوک اجاره و اوراق مرابحه، زمینه برای تامین مالی از این بازار نیز فراهم شده است. از این رو جهت کارکرد بهتر سیستم مالی در کشور لازم است تا حمایتها از این بازار افزایش یافته و نهادهای مالی با حمایت بهتر از این بازار در توسعه هر چه بیشتر آن مشارکت داشته باشند. با این حال، انتشار و تصویب مقررات و ضوابط در خصوص حمایت از سرمایه گذاران برای توسعه این بازار حیاتی است؛ به ویژه مقرراتی در خصوص استانداردهای حسابداری شرکت های بورس و سیستم افشای اطلاعات.

منابع و مراجع

- [۱] حقیقی، ایمان؛ توسعه اقتصادی ژاپن و عوامل کلیدی آن؛ راهبرد یاس، ۱۳۸۴
- [۲] سرزعی، علی (۱۳۹۲)، اقتصاد بانکداری، تهران، انتشارات آریانا قلم.
- [۳] مهاجری تهرانی، محمدحسن و مسعود مزینی (۱۳۸۹)، بانکداری بین المللی-۲، تهران، انتشارات موسسه عالی بانکداری ایران.

[4] <https://donya-e-eqtesad.com/>

[5] <http://otaghiranonline.ir/news/12688>