

## ساخت مالی متوازن ساختی مناسب برای نظام مالی کشور

محمود عیسوی\*

### چکیده

با توجه به رابطه میان بخش واقعی و بخش مالی اقتصاد، یکی از مسائلی که ذهن اقتصاددانان و متخصصان مالی را به خود مشغول کرده است، یافتن آن نوع ساخت مالی است که کارایی بیشتری را برای نظام اقتصادی در پی داشته باشد. در اغلب کشورهای جهان از جمله کشورهای توسعه یافته نظام مالی یا پایه بانکی و یا پایه بازار است. اما در عمل به تدریج این تمایز از میان رفته است و لذا گروهی بر این باورند که به جای تمرکز بر این مسأله باید به سیستم حقوقی و تنظیمات مالی برخاسته از آن توجه داشت. ما در نوشتار حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای در پی اثبات این فرضیه هستیم که بر اساس آموزه‌های اسلامی و تجربیات جهانی، ترکیبی متوازن از ساخت‌های مالی برای کشور مناسب است. ضمناً تلاش می‌کنیم تا با عنایت به دیدگاه خود در باره پول و بازار آن و با لحاظ ماهیت عقود شرعی و با درس‌آموزی از تجربه بانک‌داری بدون ربای کشور انگلیس را برای نظام مالی کشور ارائه دهیم تا شاید به این وسیله از مشکلات موجود در نظام مالی کشور کاسته گردد.

ساخت مالی متوازن ساختی مناسب برای نظام مالی کشور □ ۶۳

کلید واژه‌ها: نظام مالی، بازارهای مالی، نهادهای مالی، ساخت مالی، تنظیمات و مقررات مالی، بانکداری و مالیه اسلامی.

#### مقدمه

یکی از مسائل مهم در مباحث مالی، به لحاظ نظری، عملی و اجرایی، انتخاب ساختاری مناسب برای انجام فعالیت‌های سالم و کارآمد مالی است. و در این میان، یکی از دغدغه‌های موجود میان اقتصاددانان و متخصصان مالی این است که کدام ساخت مالی بهتر می‌تواند اقتصاد را در دست‌یابی به اهداف خویش یاری رساند. این مسئله آن‌گاه اهمیت خود را بیشتر نشان خواهد داد که به انواع بازارهای مالی و نیز جایگاه آنها در نظام‌های اقتصادی موجود جهان توجه شود. بررسی ساخت‌های مالی رایج در جهان و ملاحظه میزان تاثیرگذاری آنها در رشد و توسعه اقتصادی، ضمن آنکه می‌تواند ما را از تکرار تجربه‌های دیگران بی‌نیاز سازد، انتخاب ساخت مالی مناسب برای نظام مالی کشور بر اساس آموزه‌های اسلامی را تسهیل می‌نماید. از این‌رو، در این نوشتار ابتدا ضمن ارائه پیشینه بحث، با مروری بر ادبیات موضوع در اقتصاد متعارف، به بیان بازارهای مالی و نقش، وظایف و اهداف آنها در اقتصاد و ساخت‌های مالی رایج در جهان پرداخته و سپس دیدگاه خود درباره ساخت مالی مناسب با نظام مالی کشور را بر اساس آموزه‌های اسلامی ارائه می‌نمایم.

این نوشتار در پی اثبات این فرضیه است که بر اساس آموزه‌های اسلامی و تجربیات جهانی ترکیبی متوازن از ساخت‌های مالی برای کشور مناسب است. منظور از ساخت متوازن مالی، ساختی است که در آن به هر یک از بازارهای پول و سرمایه با توجه به توانایی‌های آنها مسئولیت سپرده شود.

#### پیشینه

تأثیرگذاری نوعی خاص از ساخت مالی بر رشد اقتصادی، مسئله‌ای است که به لحاظ سیاست‌گذاری بسیار مهم است؛ زیرا اگر یک ساخت مالی برای رشد اقتصادی سودمندتر از دیگری باشد، به‌ناچار سیاست اقتصادی باید آن را مورد توجه قرار دهد. از این‌رو، تعجب‌آور نیست که تمایز میان نظام‌های مالی بانک‌محور و بازارمحور و اهمیت نسبی آنها

برای رشد اقتصادی، بیش از یک قرن است که کانون بحث‌های نظری بوده است. البته این بحث هنوز بسیار زنده است.<sup>۲</sup>

ادبیات تجربی موجود در این باره در تلاش است تا این مسئله را بیازماید که کدامیک از این دو نظام مالی بهتر از دیگری رشد اقتصادی را توضیح می‌دهد. مطالعاتی که انگلستان و آمریکا را به عنوان نظام‌های مالی بازارمحور در مقابل، ژاپن و آلمان به عنوان بازارهای مالی بانک‌محور تحلیل می‌کنند، نشان می‌دهند که نظام‌های مالی اهمیت دارند.<sup>۳</sup> انتقاد گلد / سمیت به این نوع مطالعات این است که، این کشورها از نرخ‌های رشد مشابه برخوردار هستند. بنابراین، نمی‌توان این کشورها را نمونه مناسبی برای بررسی این موضوع دانست که یکی از این دو نظام، به طور نسبی بیش از دیگری بر فرآیند رشد اقتصادی موثرند.<sup>۴</sup>

از سوی دیگر، مطالعات تابلویی و مقطعی دمیرزگوس-کنت و لواین<sup>۵</sup> در ۱۹۹۶ و نیز مطالعه لواین<sup>۶</sup> در ۲۰۰۲ و ۲۰۰۳ و همچنین بررسی بک و لواین<sup>۷</sup> در ۲۰۰۲ نشان می‌دهد که، ساخت مالی بی‌ارتباط با رشد اقتصادی است. آنها معتقدند که نه نظام مالی بانک‌محور و نه نظام مالی بازارمحور هیچ یک نمی‌توانند رشد اقتصادی را توضیح دهند. در مقابل، ارائه کلی خدمات مالی از سوی بازارهای مالی و بانک‌ها اهمیت دارد.

از جمله دیدگاه‌های خدمات مالی، دیدگاه تأمین مالی و حقوقی است که از سوی لاپورتا<sup>۸</sup> و دیگران در ۱۹۹۸ و نیز لواین<sup>۹</sup> در ۱۹۹۹ ارائه شده است. بر اساس این دیدگاه، نقش نظام حقوقی در ایجاد یک بخش مالی، که رشد اقتصادی را بالا می‌برد، این است که با استفاده از حقوق قانونی و سازوکارهای اجرایی، هم کار بازارها و هم کار واسطه‌ها را تسهیل می‌کند. بنابراین، از منظر این دیدگاه بهترین کار، مطالعه نظام‌های مالی است، نه تمرکز بر نظام بانک‌محور یا بازارمحور. دیدگاه بانک جهانی<sup>۱۰</sup> بر این است که گرچه کشورهای دارای نظام‌های حقوقی ضعیف، از نظام بانک‌محور سود می‌برند، اما نظام حقوقی بهتر نظام‌های بازار محور را بهبود می‌بخشد، همچنان که نظام بازارمحور رجحان دارد.

همچنین لواین<sup>۱</sup> در مطالعه خود در ۲۰۰۲، این مسئله را برای تعداد زیادی از کشورها، که دارای نرخ رشد اقتصادی متفاوتی هستند، به کار می‌گیرد. یافته‌های مطالعه وی نه از نظام بانک‌محور و یا نظام بازارمحور، بلکه از دیدگاه خدمات مالی حمایت می‌کند. دمیروگ - کونت و لواین<sup>۲</sup> نیز در مطالعه خود به این نتیجه رسیده‌اند که، کشورهای دارای مؤسسات بازارمحور کاملاً توسعه یافته، از مؤسسات بانکی کاملاً توسعه یافته‌ای برخوردارند. همچنین کشورهای دارای مؤسسات بازارمحور ضعیف، از مؤسسات بانکی ضعیفی برخوردارند.

#### نقش بازارهای مالی و ساخت مالی در اقتصاد

به طور کلی در مباحث متعارف علم اقتصاد، اقتصاد هر کشور را به دو بخش واقعی<sup>۳</sup> و مالی<sup>۴</sup> تقسیم می‌کنند. بخش واقعی اقتصاد از یک سو، بیانگر جریان کالاها و خدمات از تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان و از سوی دیگر، جریان نیروی انسانی از جانب مصرف‌کنندگان (عرضه‌کنندگان)، به سمت تولیدکنندگان است. بخش مالی اقتصاد نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه دارندگان و عرضه‌کنندگان (پس‌اندازکنندگان)، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به سوی تقاضاکنندگان وجوه و اعتبارات، یعنی سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها، خدمات و یا دولت است. لازمه یک اقتصاد پویا و سالم این است که این دو بخش، همگام با یکدیگر رشد یابند و حرکت نمایند. نتیجه این همگامی و همسویی، رشد و توسعه اقتصادی خواهد بود. بازارهای مالی نیز به این منظور شکل گرفته‌اند که، بخش مالی اقتصاد قادر باشد وظیفه خود یعنی جریان یافتن وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به سوی سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها، خدمات و یا دولت را به درستی ایفا نماید.

بازار، در اقتصاد و بازرگانی امروز به معنای مرکزیت یا تجمیع اشخاص حقیقی یا حقوقی است که احتیاجات یا خواسته‌های مشترک، و سیله مبادله (پول) مشترک و قدرت اجرایی مشترک دارند.<sup>۵</sup> در حالی که، داد و ستد در بخش واقعی هر نظام اقتصادی، شکل دهنده سه نوع بازار یعنی: بازار کالا<sup>۶</sup>، بازار خدمات<sup>۷</sup> و بازار نیروی کار<sup>۸</sup> است. انجام مبادلات در زیر مجموعه دیگر نظام اقتصادی، یعنی بخش مالی اقتصاد، بازارهای مالی<sup>۹</sup> را

شکل می‌دهد. بازار مالی بازاری است که می‌توان از طریق آن منابع مالی مورد نیاز را به‌دست آورد. بازار پول و بازار سرمایه آذو گونه مهم از بازارهای مالی هستند.

«بازار پول» بازاری است که برای وام‌دهی و وام‌گیری منابع کوتاه‌مدت و معامله بر اسناد قابل انتقال به وجود آمده است. اما «بازار سرمایه»، بازاری است که در آن نیازهای واحدهای تولیدی و تجاری و مقامات دولتی را در مورد وام‌های بلند مدت و میان مدت تأمین می‌شود. تأثیر نظام مالی و به تبع آن بازارهای مالی بر ساختار اقتصادی، آن‌چنان دارای اهمیت است که به اعتقاد اقتصاددانان امروزه بدون داشتن یک بخش مالی کارآمد نمی‌توان به رشد اقتصادی مناسب دست یافت. به همین دلیل برخی اقتصاددان‌های بزرگ جهان همچون هیکس و شومپتر بر توسعه ساختار مالی تأکید کرده و آن را موتور و جزء جدایی‌ناپذیر فرآیند رشد اقتصادی برشمرده‌اند.

یکی از نقش‌های اساسی بازارهای مالی انتقال پس‌اندازها و تخصیص آنها به‌عنوان منابع سرمایه‌گذاری می‌باشد. از این‌رو، در بازارهای مالی دو گروه به‌عنوان مشارکت‌کنندگان اصلی وجود دارند:

۱. گروهی که دارای پس‌اندازند، اما موقعیت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری واقعی یعنی سرمایه‌گذاری در فعالیتهای مولد اقتصادی را در اختیار ندارند. خانوارها، افراد و برخی شرکت‌ها، که به‌منظور ارائه وجوه خویش وارد بازارهای مالی می‌شوند، اغلب به‌عنوان واحدهای دارای مازاد<sup>۲۳</sup> معروفند.

۲. گروهی که دارای امکانات لازم برای سرمایه‌گذاری در فعالیتهای مولد واقعی هستند، اما وجوه لازم را برای این منظور در اختیار ندارند. این گروه، افراد و شرکت‌هایی هستند که به دریافت و کسب وجوه از این بازارها می‌پردازند و به‌عنوان واحدهای دارای کسری<sup>۲۴</sup> شناخته می‌شوند.

نقش بازارهای مالی نزدیک و همسو کردن این دو گروه به یکدیگر است، به‌گونه‌ای که بتوان وجوه را از واحدهای دارای مازاد پس‌انداز به واحدهای دارای کمبود منابع یا کسری پس‌انداز انتقال داد. تأثیر مستقیم این فرآیند، فراهم آوردن امکانات لازم برای سرمایه‌گذاری

مولد در بخش واقعی اقتصاد است. بنابراین، اگر اقتصادی فاقد بازارهای مالی باشد و یا از بازارهای مالی ضعیفی برخوردار باشد، امکان تحقق سرمایه‌گذاری‌های مولد در سطح وسیع در آن وجود نخواهد داشت.

در واقع، زمانی که اقتصاد دارای بازارهای مالی فعال و کارآمد باشد، هم ارائه‌دهندگان و هم دریافت‌کنندگان وجوه در بازار از موقعیت بهتری برخوردار خواهند بود؛ زیرا از یک‌سو، پس‌اندازکنندگان می‌توانند به صورت غیرمستقیم و همزمان، در یک یا چند فعالیت مولد، سرمایه‌گذاری کنند و از این طریق به کسب درآمد بپردازند و وضعیت خود را در بازار بهبود بخشند. از سوی دیگر، بنگاه‌ها نیز از این طریق می‌توانند به وجوه بیشتری دست یابند، سرمایه‌گذاری بیشتری نموده، فعالیت‌های خود را توسعه دهند. بدین ترتیب، وضعیت مناسب‌تری در اقتصاد به دست آورند. در اقتصاد متعارف، نحوه انتقال پس‌اندازها و تبدیل آنها به سرمایه‌گذاری به دو طریق زیر می‌تواند صورت پذیرد:<sup>۲۵</sup>

۱. پس‌اندازکننده‌ها می‌توانند مستقیماً منابع مالی مازاد خود را به شکل وام‌های بلندمدت - خرید برگه‌های قرضه<sup>۲۶</sup> یا وام‌های موقت و شرکت در سرمایه‌گذاری - خرید سهام - در اختیار بنگاه‌ها قرار دهند.

۲. پس‌اندازکننده‌ها می‌توانند پس‌اندازهای خود را در بانک‌ها یا سازمان‌های مالی دیگر، که به نحوی وجوه را در اختیار بنگاه‌های تولیدی قرار می‌دهند، به شکل وام‌های کوتاه مدت یا بلندمدت سپرده‌گذاری کنند.

در اقتصاد متعارف فرض آن است که، هدف هر نظام اقتصادی تأمین رفاه بیشتر برای جامعه است. تخصیص بهینه منابع، یکی از عناصر مهم در تحقق این هدف است. از این رو، هدف نظام مالی و به دنبال آن هدف بازارهای مالی را نیز به عنوان بخشی از نظام اقتصادی می‌توان تخصیص بهینه منابع مالی در جهت گسترش فعالیت‌ها در بخش واقعی اقتصاد و در نتیجه، کمک به رشد اقتصادی و افزایش سطح رفاه عمومی دانست. طبعاً نظام مالی و بازارهای مرتبط با آن در راستای تحقق هدف مزبور وظایفی را نیز برعهده خواهند داشت. اقتصاددانان این وظایف را چنین برمی‌شمارند: جذب و تجهیز پس‌اندازها و تخصیص بهینه

منابع، توزیع خطر و مدیریت ریسک، تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار اطلاعات، تحلیل آنها و تسهیل داد و ستدها.

بنابراین، وظیفه اصلی بازارهای مالی در اقتصاد متعارف، تخصیص بهینه منابع مالی با حداقل هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی است. انجام این مهم از طریق جذب و تجهیز پس‌اندازها، تخصیص بهینه منابع، مدیریت ریسک و توزیع مناسب آن، انتشار اطلاعات و تحلیل صحیح آنها، تعیین درست قیمت وجوه، سرمایه و نیز آسان نمودن داد و ستدها امکان‌پذیر است.

نهادهای مالی<sup>۷۷</sup> از جمله اجزای تشکیل دهنده ساختار بازار مالی محسوب می‌شوند. واژه «نهاد مالی» یک مفهوم گسترده است و شامل سازمان‌هایی می‌شود که به عنوان عامل یا نماینده<sup>۷۸</sup> دلال<sup>۷۹</sup> و واسطه در معاملات شرکت می‌کنند. نهادهای مالی، بنگاه‌هایی هستند که دارایی اصلی آنها، دارایی‌های مالی نظیر اوراق قرضه و سهام است. در واقع، کار اصلی واسطه‌ها و نهادهای مالی دریافت وجوه از مردم، تبدیل آن به سرمایه‌گذاری و سپس، بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه‌گذاری به مردم است. آنها با ایجاد تنوع، ریسک را کاهش داده و از هزینه‌های معاملاتی و پردازش اطلاعات می‌کاهند. همچنین، این نهادها با حضور خود در بازارهای مالی، تجهیز منابع را تسهیل می‌کنند. به طور کلی، می‌توان گفت که نهادهای مالی، تشکیل سرمایه در اقتصاد را تسهیل و به تجهیز منابع در جهت تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌نمایند. برخی از مهم‌ترین ویژگی‌های نهادهای مالی عبارتند از: وساطت مالی، کمک به کاهش هزینه‌های عملیاتی، توانایی تولید اطلاعات، تنوع‌سازی و توزیع خطر، وساطت در سررسید و کمک به تسهیل تشکیل سرمایه.

بر این اساس، امروزه نهادهای مالی بسیار متنوعی وجود دارند که هر یک وظیفه‌ای خاصی و محصولات و خدمات متنوعی را ارائه می‌دهند. این تنوع موجب شده که از یک سو، به مشتریان حق انتخاب داده شود و از سوی دیگر، به دلیل وجود ویژگی‌های یاد شده، هدف نهایی یعنی سهولت تجهیز پس‌اندازها و تشکیل سرمایه محقق شود. این نهادها بر حسب این‌که به عنوان نماینده دیگران یا به حساب خود در بازار عمل کنند، به دو دسته



عاملان یا کارگزاران و واسطه‌های مالی تقسیم می‌شوند.<sup>۳۲</sup> واسطه‌های مالی، نهادهایی هستند که به حساب خود در بازار مالی اقدام به انجام معامله می‌کنند و از این طریق، به نقل و انتقال وجوه و تسهیل آن کمک می‌نمایند. واسطه‌های مالی سپرده‌پذیر، نهادهای عمده مالی در بازار پول هستند و طبق قانون مجازند مبلغ سپرده مردم را در حساب‌های خود نگه‌دارند. این مؤسسات شامل بانک‌های تجاری، بانک‌های پس‌انداز، نهادهای پس‌انداز، وام و اتحادیه‌های اعتباری می‌باشند.

واسطه‌های مالی قراردادی، مؤسساتی هستند که وجوه را تحت قراردادهای بلند مدت به دست می‌آورند و آنها را در بازارهای سرمایه سرمایه‌گذاری می‌کنند. این مؤسسات، دارای یک جریان نسبتاً ثابت وجوه از سوی دارندگان بیمه‌نامه و اعضای صندوق‌های بازنشستگی هستند. از آنجا که، برای مدیریت این نوع مؤسسات مشکلی به نام نقدینگی وجود ندارد، آنها قادر خواهند بود تا وجوه در اختیار خود را در اوراق بهادار بلندمدت همچون اوراق قرضه و برخی از سهام عادی سرمایه‌گذاری نمایند.<sup>۳۳</sup> بنابراین، این مؤسسات، از یک سو، در گردآوری پس‌اندازهای جامعه و از سوی دیگر، در جهت‌دهی اعتبارات نقش اساسی دارند. مهم‌ترین این نوع مؤسسات، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی هستند. واسطه‌های مالی سرمایه‌گذار، که نهادهای مالی بازار سرمایه هستند، اغلب وظیفه دارند تا خلق اوراق بهادار و مبادله اوراق را، که به طور عمومی قابل مبادله هستند، تسهیل نمایند. این واسطه‌ها شامل سه گروه شرکت‌های تأمین مالی، صندوق‌های تعاونی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌شوند. عاملان و کارگزاران نیز از جمله نهادهای فعال در بازار سرمایه هستند که شامل بانک‌های رهنی، بانک‌های سرمایه‌گذاری و دلان و کارگزاران اوراق بهادار هستند.

بنابراین، با توجه به اهمیت بازارهای مالی و نقش برجسته آنها در اقتصاد و با لحاظ کارکرد بی‌بدیل نهادها در بازارهای مالی، این سؤال مهم مطرح می‌شود که این نهادهای مالی و بازارها، در کدام بستر مالی بهتر می‌توانند به وظایف خود عمل نمایند و کدام

ساخت مالی برای دستیابی به اهداف مورد نظر نظام‌های مالی مناسب‌تر است. تجارب عینی کشورهای مختلف در این باره چه ارمغانی برای ما به همراه دارد؟

### انواع ساخت‌های مالی

بنابر آنچه که درباره اهداف و وظایف نهادها و بازارهای مالی گذشت، می‌توان چنین نتیجه گرفت که ساخت مالی مطلوب در اقتصاد متعارف آن است که، هم بازار پول و هم بازار سرمایه هر دو فعال باشند. اما آنچه در عمل مشاهده می‌شود این است که، در اغلب کشورها، ساخت مالی یا متکی به بانک<sup>۳۶</sup> (پایه بانکی) و یا متکی به اوراق بهادار<sup>۳۷</sup> (پایه اوراق بهادار یا پایه بازار) است. تفاوت این دو ساختار در این است که، در بازارهای مالی دارای ساخت مالی بانک‌محور، بازار پول نسبت به بازار سرمایه، نقش عمده‌تری را بازی می‌کند و فعال‌تر است. بدین معنی که در این ساخت مالی، بانک‌ها به عنوان نهادهای فراگیر<sup>۳۷</sup> عمل می‌کنند و شرکت‌ها برای تأمین نیازهای مالی‌شان تا حد زیادی به سیستم بانکی وابسته‌اند. بانک‌ها انواع طرح‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت را در اختیار مشتریان قرار می‌دهند و انواع مختلفی از خدمات بانکی در قالب بانک‌های تجاری، بانک‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تخصصی به مردم عرضه می‌شود. اما در بازارهای دارای ساخت مالی متکی به اوراق بهادار (پایه بازار)، بازار سرمایه نقش فعال‌تر و گسترده‌تری ایفا می‌کند. در این نوع ساخت، بخش قابل ملاحظه‌ای از نیازهای مالی شرکت‌ها از بازار سرمایه تأمین می‌شود و بانک‌های سپرده‌پذیر نیز به طور کلی، در زمینه اعطای وام‌های کوتاه‌مدت و ارائه خدمات بانک‌داری تجاری فعالیت می‌کنند.<sup>۳۸</sup>

در بسیاری از کشورها شیوه تأمین منابع مالی مورد نیاز فعالیت‌های اقتصادی، بسته به میزان تأکید متقاضیان سرمایه بر روی آوری به بازار سرمایه یا بانک‌ها متفاوت است. گرایش متفاوت به بازارهای سرمایه و پول در تأمین نیازهای مالی تا حد زیادی از تفاوت ساخت نهادهای مالی کشورها سرچشمه می‌گیرد. اهمیت نسبی این دو نهاد، حتی در کشورهای توسعه یافته نیز کم و بیش متفاوت بوده است. برای مثال، شیوه تأمین مالی متکی به بازار اوراق بهادار در نیمه دوم سده نوزدهم، در تأمین منابع مالی مورد نیاز صنایع انگلستان به

عنوان نخستین کشور گام نهاده به انقلاب صنعتی نقش اساسی داشت، به گونه‌ای که بورس اوراق بهادار لندن در سال ۱۸۵۳، یک چهارم منابع مالی تشکیل سرمایه را تأمین کرد. این نسبت تا سال ۱۹۱۳ به یک سوم افزایش یافت. مثال دیگر، اقتصاد ایالات متحده آمریکا است، که در سده بیستم به عنوان نخستین کشور آغازگر انقلاب فراصنعتی در گروه نظام‌های متکی به بازار اوراق بهادار جای گرفته است. از سوی دیگر، کشورهایی مانند آلمان، فرانسه و ژاپن هستند که در تأمین منابع مالی بیشتر به شبکه بانکی اتکا داشته‌اند.<sup>۳۹</sup>

سؤالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که، کدام یک از این دو سیستم بر دیگری برتری دارند؟ آیا باید نظام مالی حاکم بر جامعه را از نوع پایه بانکی طراحی کرد، یا از نوع پایه بازار؟ این سؤال زمانی جدی‌تر خواهد شد که بخواهیم نسبت این مسئله را بار شد اقتصادی یعنی آنچه که امروزه معمولاً به عنوان هدف همه فعالیت‌های اقتصادی پذیرفته شده است، مورد توجه قرار دهیم. در این صورت، این سؤال مطرح می‌شود که برای افزایش رشد اقتصادی کدامیک از سیستم‌های بانک‌محور یا بازارمحور بهترند؟ متخصصان امور مالی در پاسخ به این پرسش، بر اساس مطالعات تجربی خود، سه دیدگاه متفاوت زیر را ارائه داده‌اند:

#### دیدگاه ساخت مالی پایه بانکی

از قرن نوزدهم بسیاری از اقتصاددانان معتقد بودند که نظام‌های پایه بانک در جهت تجهیز منابع پس‌اندازها، شناخت سرمایه‌گذاران خوب و اعمال کنترل کاملاً مناسب، خصوصاً در مراحل اولیه توسعه اقتصادی و در محیط‌های نهادی ضعیف بهترند؛ در مقابل، گروهی دیگر از اقتصاددانان بر مزایای بازارهای سرمایه در تخصیص سرمایه، فراهم آوردن ابزارهای مدیریت ریسک و تخفیف مشکلات مربوط به بانک‌های بسیار قوی تأکید دارند.<sup>۴۱</sup>

برخی اقتصاددانان به طرفداری از دیدگاه پایه بانکی، نقش مثبت بانک‌ها را در موارد زیر برجسته می‌کنند:

۱. بانک‌ها، اطلاعات را درباره بنگاه‌ها و مدیران به دست می‌آورند و تخصیص سرمایه

و نظارت حقوقی را بهبود می‌بخشند.<sup>۴۲</sup>

۲. بانک‌ها ریسک میان بخشی، ریسک زمانی و ریسک نقدینگی را مدیریت می‌کنند. بنابراین، کارایی سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را بالا می‌برند.<sup>۴۳</sup>

۳. بانک‌ها سرمایه را برای استفاده از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس تجهیز می‌کنند.<sup>۴۴</sup> این دیدگاه همچنین بر قصور نظام‌های پایه بازار تأکید دارد. مثلاً استیگلیتز<sup>۴۵</sup> استدلال می‌کند که، بازارهای کاملاً توسعه یافته به سرعت و به طور عام اطلاعات را افشا می‌کنند. انجام چنین کاری انگیزه سرمایه‌گذاران فردی را برای کسب اطلاعات کاهش می‌دهد. ولی بانک‌ها این مشکل را تخفیف می‌دهند؛ زیرا آنها روابط بلندمدتی را با بنگاه‌ها برقرار می‌کنند. ولی فوراً اطلاعات را در بازارهای عمومی افشا نمی‌کنند.<sup>۴۶</sup> همچنین کسانی مانند بوت و تاکور استدلال می‌کنند که بانک‌ها — همچون ائتلاف‌های هماهنگ سرمایه‌گذاران — در نظارت بنگاه‌ها و کاهش خطر اخلاقی پس از قرض، از بازارهای ناهماهنگ بهتر هستند.<sup>۴۷</sup> طرفداران این دیدگاه همچنین تأکید می‌کنند که بازارهای نقد، سرمایه‌گذاران نزدیک‌بینی را به وجود می‌آورند؛<sup>۴۸</sup> زیرا در بازارهای نقد سرمایه‌گذاران می‌توانند سهام خود را ارزان بفروشند، یعنی آنها انگیزه‌های کمی برای اعمال کنترل سخت حقوقی دارند. بنابراین، بر اساس این دیدگاه، توسعه بازار بزرگ‌تر ممکن است مانع کنترل حقوقی و رشد اقتصادی شود.

به‌علاوه، گرسچنکرون و همچنین راجان و زینگلس تأکید دارند که بانک‌های قوی بیش از بازارهای کوچک می‌توانند بنگاه‌ها را خصوصاً در کشورهای دارای توانایی‌های ضعیف اجرای قرارداد به طور مؤثری به بازپرداخت بدهی خود مجبور کنند. بنابراین، سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است برای تأمین مالی توسعه صنعتی در کشورهای دارای نهادهای توسعه نیافته بی‌میل باشند.<sup>۴۹</sup>

حاصل آنکه، دیدگاه پایه بانک بر آن است که بانک‌ها — اگر از محدودیت‌های نظارتی بر فعالیت‌هایشان آسوده باشند — می‌توانند در پردازش اطلاعات، کاهش خطر اخلاقی از طریق نظارت مؤثر، تشکیل روابط بلندمدت با بنگاه‌ها برای ملایم کردن انحرافات اطلاعات نامتقارن و در نتیجه، بالا بردن رشد اقتصادی، صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس را اعمال کنند.

### ساخت مالی پایه بازار

گروهی دیگر از اقتصاددانان طرفدار نظام مالی بازارمحور هستند و معتقدند که این نوع بازارها از کارایی بیشتری برخوردارند و نقش بهتری در دستیابی اقتصاد به هدف خود، یعنی رشد اقتصادی ایفا می‌کنند. آنها نقش فزاینده رشد بازارهای با عملکرد خوب را در موارد زیر برجسته می‌کنند:

۱. بازارها انگیزه‌های بیشتری را برای بنگاه‌های پژوهشی ایجاد می‌کنند؛ زیرا سود بردن از این اطلاعات به وسیله تجارت در بازارهای نقد بزرگ آسان‌تر است.<sup>۵۰</sup>
۲. بازارها از طریق آسان کردن مبادلات و گره زدن گرامت مدیریتی به عملکرد بنگاه، نظارت حقوقی را افزایش می‌دهند.<sup>۵۱</sup>
۳. بازارها مدیریت ریسک را آسان می‌کنند.<sup>۵۲</sup>

به علاوه، طرفداران دیدگاه پایه بازار بر مشکلات بانک‌ها تأکید دارند. آنها معتقدند که به طور خاص، بانک‌های قوی می‌توانند از طریق کسب رانت‌های اطلاعاتی و حمایت کردن از بنگاه‌هایی که به وسیله بنگاه شبه بانکی تثبیت شده‌اند، مانع نوآوری شوند.<sup>۵۳</sup> علاوه بر این، ممکن است بانک‌های قدرتمند، با وجود محدودیت‌های نظارتی اندک بر فعالیت‌هایشان، در مقابل دیگر طلب کاران با مدیران بنگاه‌ها تبانی کنند و مانع نظارت حقوقی مؤثر شوند.<sup>۵۴</sup> در مقابل، بازارهای سرمایه رقابتی در تجمیع علایم اطلاعات افشا شده و انتقال کارای این اطلاعات به سرمایه‌گذاران، همراه با کاربردهای مفید برای تأمین مالی بنگاه و عملکرد اقتصادی نقش مثبتی را ایفا می‌کنند.<sup>۵۵</sup> بنابراین، طرفداران دیدگاه پایه بازار بر این نکته تأکید دارند که بازارها ناکارآمدی‌های ذاتی مربوط به بانک‌ها را کاهش و رشد اقتصادی را افزایش می‌دهند.

### دیدگاه تنظیمات مالی<sup>۵۶</sup>

در مقابل دو دیدگاه یاد شده، دیدگاه سومی وجود دارد که مسئله را از تقابل میان دو دیدگاه فراتر برده و بر مسئله خدمات مالی تأکید نموده است. برای مثال، میترون و بادی<sup>۵۸</sup> و لورین<sup>۵۹</sup> در پژوهش‌های جداگانه‌ای که انجام داده‌اند، اهمیت بحث پایه بانکی در مقابل پایه بازار را

ناچیز شمرده‌اند. آنها معتقدند که تنظیمات مالی — قراردادها، بازارها و واسطه‌ها — به بهبود عملکرد بازار منجر می‌شود و خدمات مالی را فراهم می‌آورند.

لواین<sup>۶۹</sup> در تبیین این دیدگاه عنوان می‌کند که، تنظیمات مالی به تشخیص فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه، تسهیل مدیریت ریسک، افزایش نقدینگی و آسان کردن تجهیز پس‌اندازها منجر می‌شوند. نظام‌های مالی متفاوت با فراهم آوردن این خدمات مالی، کم و بیش کارا، رشد اقتصادی را کم و بیش یک درجه بالا می‌برند. بر اساس این دیدگاه، موضوع اصلی، بانک یا بازار نیست، بلکه موضوع اصلی ایجاد محیطی است که در آن واسطه‌ها و بازارها، خدمات مالی بی‌عیبی را فراهم آورند. از نظر مفهومی، دیدگاه خدمات مالی کاملاً با هر دو دیدگاه «پایه بانکی» و «پایه بازار» سازگار است. با این وجود، دیدگاه خدمات مالی کانون تحلیل خود را بر چگونگی ایجاد عملکرد بهتر بانک‌ها و بازارها متمرکز می‌کند و بحث پایه بانکی در مقابل پایه بازار را در حاشیه قرار می‌دهد.

وی همچنین سخن للسو<sup>۷۰</sup> را از مقاله‌ای با عنوان «تأمین مالی و حقوق» چنین نقل می‌کند: «تمرکز بر بانک در مقابل بازار، راهی مفید برای تمییز نظام‌های مالی نیست.»<sup>۶۱</sup> لواین در توضیح این دیدگاه چنین می‌نگارد:<sup>۶۲</sup>

این مؤلفین نقش نظام حقوقی در ایجاد بخش مالی که موجب رشد می‌شود را برجسته می‌کنند. مقاله تأمین مالی و حقوق استدلال می‌کند که تأمین مالی، مجموعه‌ای از قراردادهاست. این قراردادها را حقوق قانونی و سازوکارهای اجرایی تعریف و کم و بیش مفید می‌کنند. از این منظر، یک نظام حقوقی با کارکرد خوب، کار بازار و واسطه‌ها را تسهیل می‌کند. این سطح کلی و کیفی خدمات مالی — آن‌چنان که نظام حقوقی آنها را تعیین می‌کند — است که تخصیص کارای منابع و رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد. در حالی که، تمرکز بر نظام‌های حقوقی با نقش مهم بانک‌ها و بازار در تحریک رشد اقتصادی، سازگاری ندارد. للسو به روشنی استدلال می‌کند که نسبت به تمرکز بر اینکه آیا کشورها پایه بانکی یا پایه بازاری هستند، حقوق و سازوکارهای اجرایی راه مفیدتری برای تمییز سیستم‌های مالی می‌باشد.

لواین، برخلاف سایر پژوهش‌ها که بر مطالعات یک کشور خاص تکیه داشته‌اند، در پژوهشی تجربی و میان‌کشوری، وضعیت ساختار مالی چهار کشور آمریکا و انگلیس — به

عنوان کشورهای دارای نظام مالی پایه بازار— و آلمان و ژاپن — به عنوان کشورهای دارای نظام مالی پایه بانکی — را با به‌کارگیری روش‌های آماری و اقتصادسنجی بررسی کرده و به همین نتیجه رسیده است. نتیجه پژوهش وی نیز دیدگاه تنظیمات مالی را تأیید می‌کند. وی در این باره می‌نویسد: «هیچ پژوهش تجربی میان کشوری وجود ندارد که دیدگاه‌های پایه بانکی و پایه بازاری را حمایت کند. هیچ کدام از ایندو نظام مالی به طور خاص در افزایش رشد مؤثر نیستند.»<sup>۳۳</sup> او همچنین می‌نویسد:

شواهد میان کشوری با دیدگاه خدمات مالی سازگار است. نظام‌های مالی بهتر توسعه یافته، به طور مثبت بر رشد اقتصادی مؤثر هستند. ولی به هر حال، به طور نسبی این مسئله که آیا به طور کلی توسعه مالی از توسعه بانک یا بازار ریشه گرفته است، برای رشد اقتصادی بی‌اهمیت است. محتمل‌تر این است که داده‌ها با این دیدگاه سازگار باشند که، نظام حقوقی نقش رهبری‌کننده را در تعیین سطح رشد فزاینده خدمات مالی بازی می‌کند. این اجزای توسعه مالی، که حقوق قانونی سرمایه‌گذاران و کارایی اجرای قرارداد آن را تعریف می‌کند، است که همبستگی بسیار قوی با رشد دارد. بنابراین، این داده‌ها به حمایت از دیدگاه لاسو می‌انجامد که ۱. نظام حقوقی به طور قاطع تعیین‌کننده توسعه مالی است و ۲. ساختار مالی به طور خاص راه مفیدی برای تمیز دادن سیستم‌های مالی نیست، بلکه این نتایج، اهمیت حقوق سرمایه‌گذاران و کارایی اجرای قرارداد را برجسته می‌سازد. ... تمیز دادن سیستم‌های مالی با تکیه بر اینکه آیا آنها پایه بازار یا پایه بانک هستند، از تمرکز بر قوانین خاص و سازوکارهای اجرایی حاکم بر مبادلات نقد و نسیه، کم‌تر مفید است.»<sup>۳۴</sup>

#### دیدگاه برگزیده

برای دست‌یابی به پاسخی مناسب به این سؤال که کدام ساختار مالی برای کشور بهتر است، ابتدا لازم است تا دیدگاه مختار خود را درباره ساختار مالی مناسب بیان کنیم. بدین منظور خوب است بار دیگر، دیدگاه‌های مختلف و نتایج حاصل از مطالعات تجربی را به اختصار مرور کنیم:

طرفداران نظام مالی پایه بانکی بر این باورند:

۱. بانک‌ها ریسک میان‌بخشی، ریسک زمانی و ریسک نقدینگی را مدیریت می‌کنند، بنابراین، کارایی سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را بالا می‌برند.

۲. بانک‌ها سرمایه را برای استفاده از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس تجهیز می‌کنند.
۳. بازارهای اوراق بهادار کاملاً توسعه یافته به سرعت و به طور عام اطلاعات را افشا می‌کنند. انجام چنین کاری انگیزه سرمایه‌گذاران فردی را برای کسب اطلاعات کاهش می‌دهد. ولی بانک‌ها مشکل افشای عام اطلاعات را تخفیف می‌دهند؛ زیرا آنها روابط بلندمدتی را با بنگاه‌ها برقرار می‌کنند. ولی به سرعت اطلاعات را در بازارهای عمومی افشا نمی‌کنند.
۴. بانک‌ها در نظارت بر بنگاه‌ها و کاهش خطر اخلاقی پس از قرض، از بازارهای ناهماهنگ بهتر هستند.
۵. توسعه بازار بزرگ‌تر ممکن است، مانع کنترل حقوقی و رشد اقتصادی شود. در مقابل، آن گروه از متخصصان امور مالی، که طرفدار نظام مالی پایه بازارند، معتقدند:
  ۱. بازارهای اوراق بهادار انگیزه‌های بزرگ‌تری را برای بنگاه‌های پژوهشی ایجاد می‌کنند؛ زیرا سود بردن از این اطلاعات به وسیله تجارت در بازارهای نقد بزرگ آسان‌تر است.
  ۲. بازارها از طریق آسان کردن مبادلات و گره‌زدن غرامت مدیریتی به عملکرد بنگاه، نظارت حقوقی را افزایش می‌دهند.
  ۳. بازارها مدیریت ریسک را آسان می‌کنند.
  ۴. بانک‌های قوی می‌توانند از طریق کسب رانت‌های اطلاعاتی و حمایت کردن از بنگاه‌هایی که به وسیله بنگاه شبه بانکی تثبیت شده‌اند، مانع نوآوری شوند.
  ۵. بانک‌های قدرت‌مند، با وجود محدودیت‌های نظارتی اندک بر فعالیت‌هایشان، در مقابل دیگر طلب‌کاران می‌توانند با مدیران بنگاه‌ها تباری کنند. در مقابل، بازارهای سرمایه رقابتی با انتقال کارآی اطلاعات به سرمایه‌گذاران ناکارآمدی‌های ذاتی مربوط به بانک‌ها را کاهش و رشد اقتصادی را افزایش می‌دهند.اما طرفداران دیدگاه تنظیمات مالی، برخلاف دو دیدگاه قبلی، چنین خاطرنشان می‌سازند:



۱. موضوع اصلی پیش روی ما بانک یا بازار نیست، بلکه موضوع اصلی ایجاد محیطی است که در آن واسطه‌ها و بازارها خدمات مالی بی‌عیبی را فراهم آورند؛ یعنی این تنظیمات مالی — قراردادهای، بازارها و واسطه‌ها — است که به بهبود عملکرد بازار منجر می‌شود و خدمات مالی را فراهم می‌آورد.
  ۲. تنظیمات مالی به تشخیص فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه، تسهیل مدیریت ریسک، افزایش نقدینگی و آسان کردن تجهیز پس‌اندازها منجر می‌شوند.
  ۳. از نظر مفهومی، دیدگاه خدمات مالی کاملاً با هر دو دیدگاه پایه بانکی و پایه بازار سازگار است و تکیه خود را بر چگونگی ایجاد عملکرد بهتر بانک‌ها و بازارها متمرکز می‌کند.
  ۴. دیدگاه خدمات مالی نقش نظام حقوقی (مجموعه‌ای از قراردادها)، در ایجاد بخش مالی در جهت تخصیص کارایی منابع و رشد اقتصادی را برجسته می‌کند.
  ۵. قراردادهای را نیز حقوق قانونی و سازوکارهای اجرایی تعریف و کم و بیش مفید می‌کنند.
  ۶. یک نظام حقوقی با کارکرد خوب، کار بازار و واسطه‌ها را تسهیل می‌کند. این سطح کلی و کیفی خدمات مالی — آن‌چنان که نظام حقوقی آنها را تعیین می‌کند — است که تخصیص کارآی منابع و رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.
  ۷. هیچ پژوهش تجربی میان کشوری وجود ندارد که دیدگاه‌های پایه بانکی و پایه بازاری را حمایت کند.
  ۸. شواهد میان کشوری با دیدگاه خدمات مالی سازگار است. نظام‌های مالی بهتر توسعه یافته به طور مثبت بر رشد اقتصادی مؤثر هستند.
- به نظر می‌رسد، با تکیه بر مطالعات تجربی صورت گرفته از سوی پژوهش‌گران مختلف، دیدگاه خدمات مالی که بر تنظیمات حقوقی — قوانین و مقررات و ابزارها و نهادهای مالی — تأکید می‌کند، به لحاظ تجربی بر دو دیدگاه دیگر ارجح باشد؛ زیرا همان‌طور که لواین نشان داده است، کشورهای توسعه یافته‌ای همچون آمریکا، انگلیس،

آلمان و ژاپن، با وجود اینکه ساختار مالی متفاوتی دارند، اما از رشد اقتصادی بالایی برخوردار هستند، به گونه‌ای که این چهار کشور روی هم بیش از ۵۰ درصد تولید جهانی را در اختیار دارند. این نکته گویای آن است که هر چند وجود بخش مالی پیشرفته در این کشورها، بر رشد اقتصادی آنها تأثیر شگرفی گذاشته است، اما نوع ساخت مالی این کشورها در دستیابی آنها به رشد اقتصادی تأثیر معنی‌داری را نشان نمی‌دهد.

هرچند به نظر می‌رسد که بر نتایج حاصل از مطالعه کشورهایمانند ژاپن، آلمان، انگلستان و آمریکا این انتقاد وارد است که این نتایج برای سیاست‌گذاری در کشورهای در حال توسعه تنها می‌توانند به عنوان یک حدس مورد استفاده قرار گیرند، اما لواین در سال ۲۰۰۲ این مسئله را برای تعداد زیادی از کشورهای دارای نرخ رشد اقتصادی متفاوت، آزمون کرده است. یافته‌های مطالعه وی نه از نظام بانک‌محور و نه از نظام بازارمحور، بلکه از دیدگاه خدمات مالی حمایت می‌کند. همچنین مطالعه دیگری که از سوی دمیروگ - کونت و لواین<sup>۵</sup> در سال ۱۹۹۶ برای چهل و چهار کشور صنعتی و در حال توسعه در بازه زمانی ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۳ انجام یافته است، نشان می‌دهد که کشورهایی که دارای مؤسسات بازارمحور کاملاً توسعه یافته هستند، از مؤسسات بانکی کاملاً توسعه یافته‌ای نیز برخوردارند و کشورهای دارای مؤسسات بازارمحور ضعیف، از مؤسسات بانکی ضعیفی نیز برخوردارند.

بنابراین، حاصل مطالعات تجربی انجام یافته گویای آن است که، هر دو نظام می‌توانند به رشد اقتصادی کمک نمایند و از این رو، این تقسیم‌بندی اصالت ندارد، بلکه آنچه که در این میان مهم است، نقش خدماتی است که هر یک از این دو نظام بر اساس نظام حقوقی خود می‌توانند ارائه نمایند تا در پرتو آنها به رشد اقتصادی کمک کنند.

به هر حال، در کشورهای در حال توسعه عملاً در بیشتر موارد، ساخت مالی متکی به بانک است، اما بانک‌ها به صورت نهادهای مالی فراگیر عمل نمی‌کنند. نظام بانکی در این کشورها، از دو گروه بانک‌های تجاری و تخصصی تشکیل می‌شود. بانک‌های تجاری بیشتر به اعطای وام‌های تجاری و کوتاه‌مدت می‌پردازند، بانک‌های تخصصی نیز بیشتر در ارائه

وام‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری تمرکز یافته‌اند. در این کشورها، مالکیت انواع بانک‌ها اغلب دولتی است و دولت‌ها دخالت گسترده‌ای در بانک‌های تجاری و تخصصی اعمال می‌کنند.

برخلاف کشورهای در حال توسعه، پیشرفت‌هایی که در زمینه‌های مالی در مورد انواع ابزارهای بازار پول و سرمایه صورت گرفته، به تدریج و ضعیف را به وجود آورده است که در کشورهای صنعتی تمایز بین دو نوع ساخت مالی، در طول زمان از بین رفته یا نامحسوس شده است. البته هر حال، در کشورهای مختلف جهان، با وجود برخورداری از ساختار مالی متفاوت، هم بازار پول و هم بازار سرمایه فعال هستند.

علاوه بر این، می‌توان با بررسی بحران‌های مالی جهان نشان داد که آنچه در این میان اهمیت اساسی دارد و از سوی کارشناسان مالی به عنوان عامل اصلی بروز بحران‌ها تلقی می‌شود، عبارت از فاصله افتادن میان بازارهای مالی و نظام‌های حقوقی پشتیبان آنها، نوآوری‌های بی‌رویه در ابزارهای مالی، به ویژه در سالیان اخیر و فقدان قوانین و مقررات لازم و منطقی برای فعالیت نهادهای مالی و نیز عدم نظارت قانونی و حقوقی بر بازارهای مالی، بیانگر این است که بیش از آنکه ساخت مالی مهم باشد، این نظام حقوقی و تنظیمات مبتنی بر آن است که برای حفظ ثبات اقتصادی و ادامه روند مثبت رشد اقتصادی از اهمیت برخوردار است.

مروری بر بحران‌های گسترده جهانی<sup>۷</sup> همچون بحران سال‌های ۱۹۲۹ و ۲۰۰۸ میلادی آمریکا نشان می‌دهد که، این بحران‌ها در ابتدا بحرانی اعتباری بودند و سپس تبدیل به بحرانی مالی شدند و در نهایت، در قالب یک بحران اقتصادی تمام عیار، اقتصاد همه کشورهای جهان را — صرف‌نظر از نوع ساخت مالی آنها — تحت تأثیر شدید خود قرار داده‌اند. از منظر اقتصاددانان، برخی از علل اساسی بروز چنین بحران‌هایی عبارت‌اند از اتخاذ سازوکارهای غلط در اعطای تسهیلات بانکی، نوآوری‌های مالی بی‌رویه و بحران‌زا، قضاوت ضعیف قرض‌گیرندگان و وام‌دهندگان به دلیل عدم شفافیت بازارها، سفته‌بازی گسترده و بی‌رویه در بازارهای مالی، مقررات‌زدایی از بازارهای مالی و ضعف در نظارت و

تنظیم در بازار مشتقات می‌باشند. بنابراین، نتایج این بررسی نیز خود گویای آن است که به جای تمرکز بر نوع ساخت مالی بازارها، باید بر چگونگی سازماندهی آنها بر اساس قوانین و مقررات مناسب و عادلانه تأکید نمود. این همان چیزی است که ما در این نوشتار بر آن تأکید داریم.

به نظر می‌رسد که با توجه به نقاط ضعف و قوت هر یک از دو دیدگاه پایه بانکی و پایه بازار، و با در نظر گرفتن تجربه عملی کشورهای جهان در این باره و با عبرت‌آموزی از بحران‌های مالی جهانی، بهتر است به جای تمرکز بر ساخت مالی در دستیابی به اهداف اقتصادی، بر موضوع تنظیمات مالی و قواعد و قوانین حقوقی تأکید کنیم و بهترین و کارآمدترین شیوه را برای ارائه خدمات مالی به جامعه انتخاب کنیم. از این رو، برای ارائه الگوی مناسبی برای نظام مالی کشور (بازار پول و سرمایه)، باید هم معیارها، ضوابط، قوانین و مقررات اسلامی درباره امور مالی را مورد توجه قرار داد و هم نظام مالی کشور را ارزیابی نمود. این موضوع را در ادامه دنبال خواهیم کرد.

#### معیارهای لازم انتخاب الگوی مناسب مالی برای کشور

برای انتخاب الگوی مناسب نظام مالی کشور باید چند پرسش اساسی را پاسخ داد؛ نخست آنکه، دیدگاه اسلام درباره بازار پول و بازار سرمایه چیست؟ دوم آنکه، ماهیت عقود شرعی با ساختار کدام بازار سازگارتر است؟ سوم اینکه، تجربه نظام مالی و به ویژه بانکداری بدون ربا در کشور چگونه ارزیابی می‌شود؟ و چهارم آنکه، مشخصات یک نظام مالی مطلوب اسلامی چیست؟

در پاسخ به پرسش اول باید گفت: از آنجایی که، «بانک» در ادبیات مالی مهم‌ترین نماد بازار پول محسوب می‌شود، ضروری است تا در اولین گام، دیدگاه اسلام را درباره «پول»، «بازار پول» و «مبادلات پولی» مورد توجه قرار دهیم. بر اساس آنچه نگارنده در مطالعات خود به آن دست یافته،<sup>۸</sup> «بازار پول» مطرح در اقتصاد متعارف، به دلیل ربوی بودن نمی‌تواند در اقتصاد اسلامی از هیچ جایگاهی برخوردار باشد. «بانک» نیز به عنوان یک نهاد پولی به هیچ‌رو مجاز به انجام معاملات پولی نیست. از این رو، باید در اقتصاد اسلامی

«بانک» را صرفاً واسطه‌ای مالی دانست که تنها به ارائه خدمات پولی و بانکی می‌پردازد و از انجام هرگونه معامله پولی، جز در چارچوب قرض الحسنه و برخی معاملات محدود دیگر همچون تنزیل اسناد تجاری، سلف‌های کوتاه‌مدت و اعتبار در حساب جاری بر اساس خرید دین خودداری کند. از این‌رو، تعریف «بازار پول» از نظر اسلام بازاری است که در آن بانک‌ها و سایر مؤسسات پولی در قالب قوانین و مقررات شرعی عمدتاً به ارائه خدمات پولی و بانکی می‌پردازند.

«بازار سرمایه» بازاری است که در آن با سازوکارهای خاصی اوراق بهادار خرید و فروش می‌شوند و از این طریق، انتقال وجوه از پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران تسهیل می‌شود. در نتیجه، وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت فراهم می‌شود. وجود بازار سرمایه نیز اگر معاملات آن در چارچوب شرع مقدس اسلام صورت گیرد، نه تنها مغایرتی با مبانی شرعی ندارد، بلکه وجود آن با توجه به دیدگاه ما در باب بازار پول برای نظام مالی اسلام یک ضرورت است و می‌تواند با فقدان بازار پول به شیوه متعارف، نقش فعالی را در نظام مالی اسلام ایفا نماید. مهمترین مسئله درباره مشروعیت وجود بازار سرمایه در اسلام، وجود پدیده سفته‌بازی در این بازار است که زمینه داد و ستد اوراق بهادار را فراهم می‌کند. با مطالعه صورت گرفته این نتیجه به دست آمده است که، سفته‌بازی نوعی معامله است و طبق قواعد اسلامی حاکم بر باب معاملات، اگر در قالب یکی از عقود پذیرفته شده شرعی همچون بیع صورت گیرد، معامله‌ای صحیح و جایز است. این معامله مادامی که مستلزم غرر یا ضرر و اکل مال به باطل نباشد و با مصالح کلی نظام مالی جامعه در تعارض نباشد، دلیلی بر بطلان و عدم جواز آن وجود نخواهد داشت. از این‌رو، اصل وجود بازار سرمایه در اسلام پذیرفتنی است و مغایرتی با مبانی اسلامی ندارد. البته، چون معمولاً بیم آن می‌رود که سفته‌بازی مورد سوء استفاده قرار گیرد و از این مسیر، در نظام مالی اخلاص صورت گیرد، لازم است قوانین مناسب در زمینه لزوم شفافیت و افشای اطلاعات و بر ضد تبانی تصویب نمود و از سازوکارهای مناسب نظارتی استفاده کرد تا نظام مالی از عواقب سوء سفته‌بازی در امان بماند.

در پاسخ به این سؤال که ماهیت عقود شرعی با ساختار کدام بازار سازگارتر است؟ مطالعه حقوق اقتصادی اسلام در باب معاملات، نشان می‌دهد که همه عقود اسلامی موجود در زمینه معاملات اعم از عقودی که همچون عقد قرض، ماهیت خیرخواهانه دارند، آنها که مانند بیع، اجاره و استصناع از ماهیتی مبادله‌ای برخوردارند و نیز عقودی همچون شرکت، مضاربه، مزارعه، مساقات و جعاله، که ماهیتی مشارکتی دارند، از این قابلیت برخوردارند که هم در بانکها و هم در بازار سرمایه به‌کار گرفته شوند. اما چه بسا با توجه به ویژگی‌های این عقود و نقاط ضعف و قوت بازارهای پول و سرمایه بهتر است که بر اساس اصل تخصص‌گرایی و اصل تفکیک وظایف نهادهای مالی، هر یک از این عقود تنها در نهادی به کار گرفت که کارآیی بیشتری را به دنبال داشته باشد.

بر این اساس، باید بررسی نمود که کدام یک از خدمات مالی در نهادهای بازار سرمایه و کدام یک در نهادهای پولی بهتر و کارآمدتر خواهند بود. برای تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر در این باره، لازم است تجربه کشور در زمینه بازارهای مالی بررسی شود و این بررسی به معنای دادن پاسخ به پرسش سوم است که، تجربه نظام مالی و به‌خصوص بانکداری بدون ربا در کشور چگونه ارزیابی می‌شود؟

مروری بر نظام مالی کشور نشان می‌دهد که، از ابتدای شکل‌گیری بازارهای مالی، یعنی از زمان شروع فعالیت اولین بانکهای خارجی در کشور (۱۲۶۶ ش) تاکنون، نظام مالی کشور ساختاری بانک محور داشته و بازار سرمایه یا وجود نداشته و یا از وجود نحیف برخوردار بوده و در سایه نظام بانکی به سر برده است. البته تحولات اخیر در بازار سرمایه کشور نوید آن را می‌دهد که جایگاه این بازار در نظام مالی کشور به تدریج ارتقا یابد.

از سوی دیگر، تجربه بانکداری کشور نیز چندان تجربه موفق نیست در میان اندیشمندان اقتصادی کشور، اعم از تحصیل‌کرده‌های دانشگاه و دانش‌آموختگان حوزه منتقدانی جدی دارد. به اعتقاد بسیاری از این کارشناسان، اشکالات متعددی در این نظام وجود دارد که بیشتر جنبه ساختاری دارند. برخی از این اشکالات، که از سوی بسیاری از کارشناسان پذیرفته شده‌اند، عبارتند از:

۱. عدم ارائه تعریفی روشن و کاربردی از نظام بانکی و تبیین قلمرو شمول قانون؛
۲. عدم قابلیت نظام بانکی کشور برای طراحی الگوهای متناسب با انواع مؤسسه‌های اعتباری بانکی و غیر بانکی؛
۳. عدم جامعیت و نارسایی قانون درباره هدف‌ها و سلیقه‌های سپرده‌گذاران؛
۴. نداشتن جامعیت و نارسایی قانون درباره هدف‌ها و سلیقه‌های متقاضیان تسهیلات؛
۵. صوری شدن معاملات در سیستم بانکی کشور؛
۶. عدم تناسب برخی عقود با ماهیت بانک‌ها؛
۷. هزینه بالای اجرای صحیح برخی از عقود در بانک‌ها؛
۸. ضعف توان و عدم وجود کارشناسان متخصص در بانک‌ها برای تعیین طرح‌های دارای توجیه فنی و اقتصادی بالا؛
۹. ضعف نظام نظارتی و بازرسی کارآمد در نظام بانکی؛ و
۱۰. وجود شبهه ربا در عملیات بانکی کشور.<sup>۷۲</sup>

از سوی دیگر، به نظر می‌رسد، که نقش برجسته سیستم بانکی کشور در تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی، یکی از دلایل عمده پانگرفتن بازار اوراق بهادار قدرت‌مند در کشور است؛ زیرا تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی دولتی و خصوصی تا حد زیادی به منابع اعتباری بانکی اتکا داشته است. به عبارت دیگر، باید اذعان داشت که نظام تأمین مالی پایه بانکی کشور از پیش از پیروزی انقلاب اسلامی تاکنون، یکی از عمده‌ترین دلایل به تعویق افتادن شکل‌گیری یک بازار فراگیر سرمایه در کشور بوده است. عدم شکل‌گیری چنین بازار کارآمدی، در کنار تسلط بخش پولی کشور، فقدان تمهیدات لازم برای حمایت از سرمایه‌گذاران و در نهایت، ابهام و ناهماهنگی در چارچوب قوانین و مقررات موجب شده است که، منابع مالی جامعه عمدتاً به بانک‌ها انتقال یابد و عملاً قدرت تصمیم‌گیری برای مسائل مالی کلان کشور در انحصار مدیران بانک‌ها و حتی شعب آنها قرار گیرد. این مجموعه شرایط موجب ناکارآمدی در انجام فعالیت‌های اقتصادی کشور و بالا رفتن هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی جامعه شده است.<sup>۷۳</sup>

فقدان یک بازار سرمایه کارآمد، در کنار سیستم بانکی سبب شده است که بازار پول کشور بار بازار سرمایه را نیز بر دوش کشد و ناکارآمدی آن تشدید گردد. به عنوان مثال، گاهی بانکها با مازاد منابع روبه‌رو می‌شوند. در این صورت، نگهداری وجوه به صورت پول نقد، هزینه فرصت دارد و به ضرر بانک و سپرده‌گذاران است. وجود بازار سرمایه فعال می‌تواند این هزینه فرصت را کاهش دهد و به رشد بانکها کمک کند. همچنین هزینه به کارگیری عقود مشارکتی در نظام بانکی بسیار بالاست و نیازمند ساختار و نیروی انسانی کارشناس و مناسب برای مطالعه دقیق طرحها از نظر توجیه اقتصادی برای اجرای آنها دارد. این مهم از عهده بانکها خارج است و لذا آنها را به سمت استفاده از عقود مبادله‌ای سوق می‌دهد. این مسئله اولاً، موجب شده است که به کارگیری عقود مشارکتی در نظام بانکی کشور ناموفق باشد و ثانیاً، الزام بانکها به استفاده از این عقود، موجب صوری شدن معاملات بانکی شده و در نتیجه نظام مالی کشور را به ربا آلوده کرده است. وجود چنین شرایطی موجب شده است تا عملاً عقود مشارکتی از گردونه مبادلات مالی کشور خارج شوند و نظام مالی کشور نیز از ابزارهای مالی مهمی محروم شود.

در پاسخ به چهارمین پرسش که مشخصات یک نظام مالی مطلوب اسلامی چیست؟، با توجه به آموزه‌های اسلام می‌توان ویژگی‌های زیر را به عنوان ویژگی‌های چنین بازاری برشمرد. البته، چه بسا میان برخی ویژگی‌های زیر و ویژگی‌های بازارهای مالی متعارف مشابهتی دیده شود، ولی با توجه به قوانین و مقررات اسلامی و روح حاکم بر آنها، باید این مشابهت را ظاهری دانست. با این توضیح، مهم‌ترین ویژگی‌های بازارهای مالی اسلامی به قرار زیر است:

۱. هدف تأمین عدالت و رشد اقتصاد ملی را دنبال نماید؛
۲. در خدمت تأمین منافع کلان جامعه و نه منافع گروه‌های خاصی از جامعه باشد؛
۳. در چارچوب شریعت عمل نماید؛
۴. شرایط رقابتی بر آن حاکم باشد و با توجه به قاعده ممنوعیت غرر، گردش اطلاعات در آن به سهولت و با شفافیت جریان داشته باشد؛



۵. نیازهای گروه‌های مختلف جامعه را پاسخ گو باشد؛
۶. نیاز افراد مختلف با روحيات گوناگون را پوشش دهد؛ و
۷. اصل تقسیم کار و تخصص‌گرایی با توجه به پیچیدگی‌های حوزه‌های مالی در آن رعایت شود.

اصل اول، برخاسته از اهداف کلان نظام اقتصادی اسلام است که در جای خود از سوی اقتصاددانان مسلمان تبیین شده‌اند. مطابق بسیاری از آیات و روایات، اصل عدالت در ابعاد گوناگون مورد توجه اسلام قرار دارد. برای بیان جایگاه این اصل در مجموعه معارف اسلامی، به نمونه‌ای از آنها اشاره می‌کنیم:

خداوند در سوره نساء آیه ۵۸، فرمان به اجرای عدالت در داوری‌ها می‌کند: خداوند به شما فرمان می‌دهد که امانت‌ها را به صاحبان آن برسانید و هنگامی که میان مردم داوری می‌کنید از روی عدالت داوری کنید، خداوند پند و اندرزهای خوبی به شما می‌دهد، خداوند شنوا و بیناست.

همچنان که در آیه ۱۳۵ همین سوره نیز می‌فرماید:

ای کسانی که ایمان آورده‌اید کاملاً قیام به عدالت کنید، برای خدا گواهی دهید اگر چه (این گواهی) به زیان خود شما یا پدر و مادر یا نزدیکان شما بوده باشد، چه اینکه اگر آنها غنی یا فقیر باشند خداوند سزاوارتر است که از آنها حمایت کند، بنابراین از هوی و هوس پیروی نکنید که از حق منحرف خواهید شد، و اگر حق را تحریف کنید و یا از اظهار آن اعراض نمایند خداوند به آنچه انجام می‌دهید آگاه است.

نکته مهمی که در این آیه وجود دارد این است که، «قوامین» جمع «قوام» صیغه مبالغه به معنی «بسیار قیام کننده» است، یعنی مؤمنان باید در هر حال، و هر کار، در هر عصر و زمان، قیام به عدالت کنند، به گونه‌ای که این عمل خلق و خوی آنها شود، و انحراف از آن بر خلاف طبع و روحشان گردد.

آیه مزبور نشان‌دهنده توجه فوق العاده اسلام به مسئله عدالت اجتماعی در ابعاد گسترده و همه جانبه آن است. تأکیدات مختلفی که در این آیه به کار رفته، گویای حساسیت بسیار زیاد اسلام به این مسئله انسانی و اجتماعی است. خداوند متعال در آیات متعددی، از جمله

آیه ۱۵۲ سوره انعام، به طور مشخص رعایت عدالت را در امور اقتصادی جامعه فرمان می‌دهد:

و به مال یتیم جز به نحو احسن (و برای اصلاح) نزدیک نشوید تا به حد رشد برسد، و حق پیمانه و وزن را به عدالت ادا کنید، (و به مال یتیم جز به نحو احسن (و برای اصلاح) نزدیک نشوید تا به حد رشد برسد، و حق پیمانه و وزن را به عدالت ادا کنید».

همچنین خداوند در سوره اعراف، آیه ۲۹ به طور همه‌جانبه، پیامبر اکرم ﷺ و دیگران را به اجرای عدالت مأمور می‌کند: «بگو پروردگرم به عدالت فرمان داده است». و نیز در سوره هود، آیات ۸۴ تا ۸۶ از قول شعیب ﷺ در زمینه ضرورت رعایت عدالت در امور اقتصادی چنین آمده است:

و به سوی مدین برادرشان شعیب را فرستادیم، گفت‌ای قوم من! «اللّه» را پرستش کنید که جز او معبود دیگری برای شما نیست و پیمانه و وزن را کم نکنید (و دست به کم‌فروشی نزدیک) من خیر خواه شما هستم و من از عذاب روز فراگیر بر شما بیمناکم! \* وای قوم من! پیمانه و وزن را با عدالت وفا کنید و بر اشیاء (و اجناس) مردم عیب مگذارید و از حق آنان نگاهید و در زمین فساد مکنید \* سرمایه حلالی که خداوند برای شما باقی گذارده برایتان بهتر است اگر ایمان داشته باشید، و من پاسدار شما (و مأمور بر اجبارتان به ایمان) نیستم.

در این آیات حضرت شعیب ﷺ، پس از دعوت مردم مدین به توحید، آنها را به حق و عدالت در امور مالی و تجارت دعوت می‌کند. این نکته نشان می‌دهد که، مسائل اقتصادی یک جامعه را نمی‌توان ساده شمرد. همچنین نشان می‌دهد که، پیامبران فقط مأمور به بیان و اجرای مسائل اخلاقی نبوده‌اند، بلکه اصلاح و وضع نابسامان اجتماعی و اقتصادی و تلاش در جهت اجرای عدالت اقتصادی نیز بخش مهمی از دعوت آنها را تشکیل می‌داده است تا آنجا که آن را پس از دعوت به توحید قرار می‌دادند. و در نهایت، عدالت و اجرای آن از سوی مردم در آیه ۲۵ سوره حدید، به عنوان یکی از اهداف بعثت انبیای الهی شمرده شده است:

ما رسولان خود را با دلائل روشن فرستادیم، و با آنها کتاب (آسمانی) و میزان (شناسایی حق و قوانین عادلانه) نازل کردیم، تا مردم قیام به عدالت کنند، و آهن را نازل کردیم که در آن قوت

شدیدی است، و منافی برای مردم، تا خداوند بداند چه کسی او و رسولانش را یاری می‌کنند  
بی‌آنکه او را ببینند، خداوند قوی و شکست‌ناپذیر است.

ملاحظهٔ احادیث زیر نیز به عنوان نمونه‌ای از حجم انبوه روایاتی که در بارهٔ عدالت از سوی  
بزرگواران معصوم‌علیهم‌السلام به ما رسیده است، برای درک اهمیت این موضوع در نگرش  
اسلامی کفایت می‌کند.

رسول خدا ﷺ برپایی آسمان‌ها و زمین و همه موجودات از جمله جامعهٔ بشری را بر  
اساس عدالت می‌دانند: «آسمان‌ها و زمین بر اساس عدل استوار هستند».<sup>۷۴</sup>

این تعبیر ر ساطرین تعبیر ممکن دربارهٔ عدالت است؛ یعنی نه تنها زندگی محدود بشر  
در این کرهٔ خاکی بدون عدالت برپا نمی‌شود، بلکه سراسر جهان هستی، آسمان‌ها و زمین  
در پرتو عدالت و قرار گرفتن هر چیزی در جای مناسب خود برقرار هستند. اگر لحظه‌ای و  
اندکی از این اصول منحرف شوند، رو به نابودی خواهند گذارد.<sup>۷۵</sup>

اصل دوم، یعنی ضرورت اینکه بازارهای مالی باید در خدمت تأمین منافع کلان جامعه  
باشد، نه منافع گروه‌های خاصی از جامعه، در واقع تأکیدی بر همان اصل اول در حوزهٔ  
مسائل مالی است؛ زیرا رانت‌هایی که از این مسیر با شیوه‌های مختلف همچون قوانین  
نامناسب ممکن است ایجاد شود، به طور جدی می‌تواند زمینه را برای کسب ثروت‌های  
نامشروع از سوی عدهٔ اندکی و به زیان اکثریت جامعه فراهم سازد.

هدف اصل سوم، یعنی لزوم سازماندهی بازار سرمایه در چارچوب شریعت اسلامی،  
حفظ سلامت بازار سرمایه است. اصول بعدی، هدف کارایی این بازار را دنبال می‌کنند.  
اصل چهارم، یعنی لزوم وجود شرایط رقابتی در بازار مالی اسلامی برخاسته از چند اصل و  
قاعدهٔ اساسی در حقوق اقتصادی اسلام است. نخستین آنها، پذیرش اصل مالکیت  
خصوصی در اسلام است.<sup>۷۶</sup> بر طبق این اصل، اسلام حق مالکیت افراد بر دارایی و درآمد  
مشروعشان را محترم می‌شمرد. اصل دوم، اصل آزادی اقتصادی است.<sup>۷۷</sup> طبق دیدگاه اسلام،  
همهٔ افراد آزاد آفریده شده‌اند و از این آزادی در چارچوب شرع مقدس اسلام بهره‌مند  
هستند. بر اساس این اصل، آنان آزادند تا در هر کجا که مایلند سکنی گزینند و به هر کاری

که مایلند اشتغال ورزند و تا زمانی که این آزادی آنها مغایرتی با احکام شرع و مصالح عمومی جامعه نداشته باشد، کسی حق ممانعت از آن را نخواهد داشت. دولت اسلامی مؤظف است قوانین و مقررات لازم و سازوکارهای مناسب را برای این منظور فراهم نماید و از آزادی فعالیت اقتصادی افراد جامعه به بهترین صورت حمایت و صیانت نماید. نتیجه منطقی پذیرش این دو اصل در زندگی اجتماعی و اقتصادی آحاد جامعه، پذیرش اصل رقابت در فعالیت‌های اقتصادی آنهاست. البته، قواعدی همچون «قاعده ضرر» و «قاعده غرر» در کنار اصل، «لزوم حضور دولت در عرصه اقتصاد» در جهت صیانت حقوق و مصالح جامعه اسلامی، که برخاسته از اصل تقدم منافع جامعه بر منافع افراد است،<sup>۸</sup> به خوبی محدوده این رقابت را مشخص خواهد کرد. تجربه بشری نیز گواه آن است که رقابت سالم در بسیاری از موارد کارآتر از فضای انحصاری کسب و کار است.

در توضیح اصول پنجم و ششم، یعنی ضرورت پاسخ‌گویی بازار مالی اسلامی به نیازهای گروه‌های مختلف جامعه و توجه به روحیات گوناگون آنها، باید به این نکته توجه داشت که، پیدایش هر نهاد اجتماعی باید برخاسته از وجود یک نیاز اجتماعی باشد و استمرار آن نیز مشروط به این است که، توانایی پاسخگویی به این نیاز را حفظ کند. بدیهی است که مهم‌ترین نیاز برای وجود بازارهای مالی در جامعه، وجود نیازهای منطقی و مشروع مالی افراد جامعه است که از طریق این نهاد قابلیت پاسخگویی داشته باشند. این نیازهای مالی را می‌توان چنین بیان کرد:

۱. نیاز به تأمین مالی کوتاه‌مدت مانند: تعمیر مسکن، ازدواج، تحصیل، درمان و تعویض مغازه از سوی یک کاسب یا نیاز به سرمایه در گردش برای یک فعال اقتصادی.
۲. نیاز به تأمین مالی میان مدت مانند: خرید ماشین تراش کاری یا تراکتور از سوی یک صنعت‌گر یا کشاورز.
۳. نیاز به تأمین مالی بلندمدت مانند: احداث یک پروژه جدید مانند یک نیروگاه یا یک کارخانه سیمان یا توسعه فازهای جدید یک پروژه.

روشن است که افراد دارای نیازهای اول طالب مشارکت نیستند. برای افراد دارای نیازهای دوم، استفاده از شیوه‌های مبادله‌ای و هم شیوه‌های مشارکتی امکان‌پذیر است. ولی به طور متعارف این گروه، استفاده از شیوه‌های تأمین مالی مبادله‌ای را ترجیح می‌دهند. افرادی که دارای نیازهای گروه سوم هستند، معمولاً شیوه‌های مشارکتی را ترجیح می‌دهند تا ریسک سرمایه‌گذاری را با دیگران تقسیم کنند. از سوی دیگر، انگیزه‌های افراد و روحیات آنها برای انجام فعالیت اقتصادی، نیز متفاوت است. در متون اقتصادی دارندگان وجوه یا همان سرمایه‌گذاران بازارهای مالی را به سه دسته تقسیم می‌کنند:

۱. افراد ریسک‌گریز که به بازدهی معینی از سرمایه خود اکتفا می‌کنند.
۲. افراد ریسک‌پذیر که خواهان سود بالاتری هستند و برای دستیابی به سود بالاتر، حاضر به پذیرش درجات بالاتر ریسک هستند.
۳. افراد متعارف که ترجیح خاصی ندارند و متناسب با وضعیت اقتصادی جامعه و مصالح خود تصمیم‌گیری می‌کنند.

بنابراین، رعایت دو اصل پنجم و ششم بازار مالی اسلامی را از جامعیت لازم برخوردار خواهد کرد. در پرتو این جامعیت، این بازار از چنان ظرفیتی برخوردار خواهد شد که بتواند به همه انتظارات و نیازهای فعالان اقتصادی جامعه اسلامی به کارآترین شکل پاسخ گوید. اصل هفتم، برگرفته از این واقعیت است که هرچه مناسبات میان پدیده‌ها پیچیده‌تر می‌شود، تنظیم صحیح این مناسبات مستلزم تفکیک وظایف و تعیین قلمروهای فعالیت برای عناصر دخیل در آنها خواهد بود. مناسبات مالی، از جمله مناسبات اجتماعی میان انسان‌هاست که به موازات پیچیده‌تر شدن زندگی اجتماعی انسان‌ها و پیدایش نیازهای متنوع و جدید و همگام با پیشرفت‌های صنعتی و فن‌آورانه از پیچیدگی روزافزونی برخوردار شده است. نوآوری‌هایی که در حوزه امور مالی و اقتصادی جهان صورت می‌گیرد و ابزارها و نهادهای مالی که به دنبال آن در سالیان اخیر ابداع شده است، به خوبی گویای وجود چنین پدیده‌ای است. بدیهی است که، موضع صحیح در قبال این مسئله پذیرش اصل تخصص‌گرایی و گردن نهادن به تفکیک وظایف میان نهادهای مالی است. منظور از تخصص‌گرایی این است که، هر نهاد مالی متناسب با توانمندی‌های خود وظایف

مشخصی را برعهده گیرد. روشن است که، نمی‌توان انتظار داشت یک نهاد مالی به تنهایی هم در امور خدماتی و هم در امور بازرگانی؛ هم در صنعت و کشاورزی صاحب تخصص باشد. بنابراین، از آنجا که نهادهای مالی به عنوان بنگاه‌های اقتصادی باید به طور دقیق حساب سود و زیان فعالیت‌های خود را داشته باشند، باید شناخت کافی از زمینه فعالیت خود را دارا باشند.

#### الگوی مطلوب برای بازارهای پول و سرمایه کشور

نتیجه حاصل از مطالعات تجربی در جهان، که به جای تمرکز بر ساخت مالی برای دستیابی به اهداف اقتصادی، بر موضوع تنظیمات مالی و قواعد و قوانین حقوقی تأکید دارد، ما را به این سو رهنمون می‌سازد که برای ارائه الگویی مناسب برای بازارهای پول و سرمایه کشور، باید بر نظام حقوقی اسلام در باب معاملات تکیه نماییم. از این رو، می‌توان با محور قرار دادن نظام حقوقی اسلام، ساخت مالی مطلوب کشور را به دست آورد با توجه به ماهیت عقود شرعی و با عنایت به دیدگاه ما در باب بازار پول و بازار سرمایه در اسلام و با لحاظ تجربه بانکداری بدون ربا در کشور و با در نظر گرفتن مشخصات بازارهای مالی در اسلام، الگوهای پنج‌گانه زیر را به اختصار مورد بررسی قرار می‌دهیم. روشن است که نتیجه‌گیری نهایی در این باره، مستلزم انجام پژوهش‌های میدانی درباره نظام مالی کشور با رویکرد ارائه شده در این نوشتار است. اما پیش از پرداختن به الگوهای مورد نظر، شاید سسته است به نکته‌ای دیگر توجه نماییم. راه‌حلی‌هایی که تاکنون برای حل مشکلات نظام بانکی کشور ارائه شده است، عمدتاً نگاهی درون سیستمی به بانکداری کشور دارند و در تلاشند تا با تمرکز بر نظام بانکی کشور و ارائه الگوهای جدید، اشکالات موجود را برطرف نمایند.<sup>۹</sup> به نظر می‌رسد، این راه‌حل‌ها مفید نیست. به دلیل ارتباط تنگاتنگ میان بازارهای پول و سرمایه و لزوم تنظیم دقیق و مناسب روابط میان آنها بر اساس فقه اسلامی، ارائه راه‌حل‌های جدید ضروری است. البته، نتیجه این رویکرد می‌تواند اصلاح نظام بانکی کشور نیز باشد.

*الگوی اول*، الگویی است که بر اساس آن همه عقود بدون محدودیت در هر دو بازار پول و سرمایه به کار گرفته می‌شوند. در بازار پول، تجهیز منابع در قالب سپرده‌گذاری و

تخصیص منابع در قالب یکی از عقود اسلامی صورت می‌گیرد. این امر در بازار سرمایه در قالب انتشار اوراق بهادار انجام می‌پذیرد. مطابق این الگو، نظام مالی کشور از یک طراحی دو پایه‌ای برخوردار خواهد بود. هر چند اجرای این الگو رقابت حداکثری میان دو بازار پول و سرمایه را امکان‌پذیر می‌سازد، اما با ناکارآمدی مواجه خواهد شد؛ زیرا افزون بر اینکه بخش بانکی آن همان وضعیت موجود کشور است و همه اشکالات مطرح مزبور همچنان در آن وجود خواهد داشت تجربه نشان داده است که با فراهم آمدن چنین میدان عمل گسترده‌ای برای این نظام، عرصه بر بازار سرمایه تنگ خواهد شد و این مهم مغایر با اهمیت بازار سرمایه و نقش برجسته آن در مناسبات مالی است.

الگوی دوم آن است که، بانک‌ها فقط در زمینه قرض‌الحسنه، حساب‌های جاری و نیز ارائه خدمات بانکی فعالیت کنند، و اجرای همه عقود مبادله‌ای و مشارکتی به بازار سرمایه سپرده شود. این الگو بر ساخت بازار محور منطبق خواهد بود و نظام بانکی را به طور کامل به سود بازار سرمایه تضعیف خواهد کرد. نتیجه آنکه، رقابت مؤثر میان این دو بازار از بین خواهد رفت. همچنین اجرای چنین الگویی نمی‌تواند روحیات افراد مختلف را پوشش دهد. حال آنکه، ضروری است یک نظام مالی مناسب و کارآمد از این ویژگی برخوردار باشد.

الگوی سوم، الگویی است که در آن عقود دارای درآمد ثابت (عقود مبادله‌ای)، افزون بر قرض‌الحسنه، حساب‌های جاری و ارائه خدمات بانکی، به نظام بانکی سپرده می‌شود. اجرای عقود مشارکتی نیز برعهده بازار سرمایه قرار گیرد. البته، با در نظر گرفتن اصل تفکیک و تخصص‌گرایی در نظام بانکی، قرض‌الحسنه، حساب‌های جاری و خدمات بانکی در بانک‌های قرض‌الحسنه و عقود مبادله‌ای در بانک‌های تخصصی اجرا خواهند شد.

در این الگو، گرچه اصل تقسیم کار و تفکیک وظایف به طور کامل رعایت شده است، اما این الگو می‌تواند رقابت میان دو بازار را منخوش کند، زیرا با توجه به قدرت نقد شوندگی سپرده‌های بانکی و ریسک کمتر آنها، انتظار می‌رود منابع مالی جامعه عمدتاً با سمت بازار پول سرازیر شوند و بازار سرمایه به سود بازار پول تضعیف گردد. این الگو نیز

ساختی بانک محور را در عمل رقم خواهد زد که بسیاری از اشکالات موجود را حفظ خواهد کرد.

الگوی چهارم آن است که، بانکها در آن مجاز هستند به صورت تخصصی در زمینه همه عقود فعالیت نمایند. بدین گونه که مأموریت بانکهای قرض الحسنه فعالیت در زمینه قرض الحسنه، حسابهای جاری و خدمات بانکی است. بانکهای تجاری در زمینه عقود مبادله‌ای فعالیت می‌کنند و بانکهای تخصصی عقود مشارکتی را به اجرا در می‌آورند. بازار سرمایه نیز می‌تواند به عرضه ابزارهای مالی مبادله‌ای و مشارکتی بپردازد. در این الگو نیز مانند الگوی اول، رقابت میان دو بازار حداکثری است و روحیات افراد مختلف را می‌تواند پوشش دهد. اما تقسیم کار میان دو بازار پول و سرمایه به توانمندی هر یک از آنها در تجهیز وجوه و تخصیص آنها و سیاست‌گذاری‌های مسئولان دستگاه‌های اجرایی وابسته خواهد بود. در این رقابت، به احتمال قوی بخش بانکی برنده خواهد شد و نظام مالی کشور ساختی بانک‌محور خواهد یافت. در نتیجه، بسیاری از اشکالات موجود دوباره رخ خواهد نمود.

اما الگوی پنجم، در بخش بانکی مشابه الگوی سوم است، به گونه‌ای که حسابهای قرض الحسنه، حسابهای جاری و خدمات بانکی برعهده بانکهای تجاری قرار می‌گیرد. بانکهای تخصصی عهده‌دار عقود مبادله‌ای خواهند بود. اما در بازار سرمایه، هم عقود مبادله‌ای و هم عقود مشارکتی اجرا خواهد شد. طراحی چنین الگویی مبتنی بر دیدگاه تنظیمات مالی، جایگاه پول و بازار آن در اسلام و ماهیت عقود شرعی و ابزارهای مالی اسلامی است و از مزایای زیر برخوردار خواهد بود:

۱. رقابت میان دو بازار به طور نسبی و مؤثر ایجاد می‌شود؛
۲. با توجه به ماهیت بانکها، که صرفاً واسطه وجوه هستند و توان ارزیابی پروژه‌های تخصصی مختلف را ندارند و چنین کاری برای آنها بسیار پرهزینه است، تقسیم کار میان دو بازار به طور منطقی‌تری صورت می‌گیرد؛
۳. مانع صوری شدن قراردادها در بانکها می‌شود؛



۴. قراردادهای مشارکتی به دلیل گرایش بانکها به عقود مبادله‌ای به فراموشی سپرده نخواهند شد؛ و

۵. افراد با روحیات مختلف را پوشش می‌دهد و آنها با توجه به روحیات خود می‌توانند به یکی از دو بازار یا هر دو مراجعه نمایند.

۶. پاسخ‌گوی نیازهای مختلف جامعه خواهد بود.

۷. شبهه ربوی بودن معاملات در بخش بانکی از بین می‌رود.

در نهایت، به نظر می‌رسد این الگو شامل ساختی متوازن از بازارهای مالی است؛ زیرا در آن به توانمندی‌های هر دو بازار پول و سرمایه توجه شده و با لحاظ این موضوع به آنها مسئولیت داده شده است؛ زیرا در این الگو تلاش شده است تا بانکها با توجه به شعب فراوان خود، در کنار ارائه خدمات بانکی، وظیفه تجهیز و تخصیص وجوه را صرفاً در قالب تعریف بانکها به عنوان واسطه وجوه بودن انجام دهند و تا آنجا که مقدور است وارد سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیرمستقیم نشوند و ایفای چنین وظیفه‌ای را به نهادهای بازار سرمایه بسپارند. اما علت اینکه در الگوی پیشنهادی خود، اجرای عقود مبادله‌ای را به هر دو بازار سپرده‌ایم، به ماهیت دو بازار برمی‌گردد؛ زیرا طبق تعریف، بازار پول ماهیتی کوتاه‌مدت دارد. اما بازار سرمایه از ماهیتی بلندمدت برخوردار است. از سوی دیگر، عقود مبادله‌ای می‌توانند به حسب مورد ماهیتی دوگانه داشته باشند.

#### نتیجه‌گیری

بدون شک دستیابی به یک اقتصاد پویا و سالم زمانی امکان‌پذیر است که، هر دو بخش واقعی و مالی، همگام با یکدیگر رشد یابند و متناسب با هم حرکت نمایند. در این میان، نقش بازارهای مالی این است که جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به سوی سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها و خدمات و یا دولت را به بهترین شکل تسهیل نمایند. تأثیر مستقیم چنین فرآیندی، فراهم آوردن امکانات لازم برای سرمایه‌گذاری مولد در بخش واقعی اقتصاد است. اقتصاد فاقد بازارهای مالی و یا دارای بازارهای مالی ضعیف، امکان تحقق

سرمایه‌گذاری‌های مولد را در سطح وسیع نخواهد داشت. همچنین بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه پولی، ریسک‌های اقتصادی را نیز توزیع می‌کنند. این‌گونه وظایف، زمانی در بازارهای مالی به درستی انجام می‌گیرد که مانند هر بازار دیگری ضمن رعایت اصل تخصص‌گرایی و تفکیک دقیق وظایف، شرایط رقابتی نیز در آنها حاکم باشد. به علاوه، بازارهای مالی برای انجام در ست وظایف خود نیازمند نهادهای مالی هستند. نهادهای مالی بسیار متنوعی وجود دارند که هر یک وظیفه خاصی را انجام می‌دهند و محصولات و خدمات متنوعی ارائه می‌کنند. برخی از این نهادها در بازار پول و برخی دیگر در بازار سرمایه فعال هستند.

با توجه به اینکه یک نظام مالی بیشتر به کدام نوع از نهادهای مالی میدان دهد، نظام مالی متکی به بانک و یا متکی به بازار خواهد بود. بر اساس مشاهدات عملی، در اغلب کشورها، ساخت مالی یا متکی به بانک (پایه بانکی) و یا متکی به اوراق بهادار است. همچنین ساخت مالی برخی از کشورهای توسعه یافته، پایه بانکی و ساخت مالی برخی دیگر، پایه بازار است. با توجه به نقاط ضعف و قوت این دو نظام، هر یک از آنها طرفدارانی دارند. در این میان، گروهی از متخصصان مالی محور قرار گرفتن قوانین و مقررات را اصل می‌دانند و معتقد به دیدگاه تنظیمات مالی هستند. به اعتقاد آنها هیچ پژوهش تجربی میان کشوری وجود ندارد که دیدگاه‌های پایه بانکی و پایه بازاری را حمایت کند. از این‌رو، آنها بر این باورند که این تنظیمات مالی — قراردادهای بازارها و واسطه‌ها — است، که به بهبود عملکرد بازار منجر می‌شود و خدمات مالی را فراهم می‌آورد. هر چند دیدگاه خدمات مالی با هر دو دیدگاه پایه بانکی و پایه بازار سازگار است، طرفداران آن توجه خود را بر چگونگی ایجاد عملکرد بهتر بانک‌ها و بازارها متمرکز می‌کند، نقش سیستم حقوقی (مجموعه‌ای از قراردادهای) را در ایجاد بخش مالی در جهت تخصیص کارای منابع و رشد اقتصادی برجسته می‌کنند.

پیشرفت‌های حاصل در زمینه‌های مالی و در مورد انواع ابزارهای بازار پول و سرمایه، به تدریج وضعی را به وجود آورده است که در کشورهای صنعتی تمایز بین این دو نوع

ساخت مالی در طول زمان از بین رفته یا نامحسوس شده است. همچنین با بروز بحران‌های مالی در هر دو گروه از این کشورها، و با عنایت به نتایج حاصل از تحلیل این بحران‌ها، می‌توان نتیجه گرفت که فقدان انضباط مالی و اتخاذ سازوکارهای غلط در اعطای تسهیلات بانکی، نوآوری‌های مالی بی‌رویه و بحران‌زا، قضاوت ضعیف قرض‌گیرندگان و وام‌دهندگان به دلیل عدم شفافیت بازارها، سفته‌بازی گسترده و بی‌رویه در بازارهای مالی، مقررات زدایی از بازارهای مالی و ضعف در نظارت و تنظیم بازار، گویای آن است که به جای تمرکز بر نوع ساخت مالی بازارها، باید بر چگونگی سازماندهی آنها بر اساس قوانین و مقررات مناسب و عادلانه تمرکز نمود. بنابراین، با توجه به نکات یاد شده ما نیز دیدگاه تنظیمات مالی را به صواب نزدیک‌تر می‌دانیم.

برای عملیاتی کردن این دیدگاه در نظام مالی کشور، الگوهای پنج‌گانه‌ای را برای بازارهای پول و سرمایه کشور ارائه دادیم. اما با توجه به دیدگاه خود درباره بازار پول و با عنایت به ماهیت عقود شرعی و با لحاظ عملکرد بانک‌داری بدون ربای کشور در سالیان گذشته، از میان این الگوها، الگوی پنجم کارآمدتر از سایر الگوها به نظر می‌رسد. بر اساس این الگو، ارائه حساب‌های قرض‌الحسنه حساب‌های جاری و خدمات بانکی بر عهده بانک‌های تجاری قرار می‌گیرد، بانک‌های تخصصی به عقود مبادله‌ای می‌پردازند و در بازار سرمایه، هم عقود مبادله‌ای و هم عقود مشارکتی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

پی‌نوشت‌ها .....

۱ Stiglitz, J. E, "Credit Markets and the Control of Capital" *Journal of Money, Credit, and Banking*, No.17, p.133-152.

۲ Levine, R, "Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?" *Journal of Financial Intermediation*, No,11, p.398-428.

۳ Hoshi, T & Others, "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics*, No.106, p.678-709 / Mork, R, & Others, "Banks and Corporate Control in Japan." *Journal of Finance*, No.54, p.319-340.

۴ Goldsmith, R.W, *Financial Structure and Development*, p.407.

۵ Demirguc-Kunt, A. and Levine, R, "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview." *World Bank Economic Review*, No.10(2), p.223-239.

۶ Levine, R, "Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?" *Journal of Financial Intermediation* 11 (4): 398-428.

۷ Beck, T. and Levine R, "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence." *NBER Working Paper Series No. 9082*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

۸ La Porta, R, & Others, "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106(6), p.1113-1155.

Levine, R., "Law, Finance, and Economic Growth." *Journal of Financial Intermediation* 8 (1-2), p.8-35.

World Bank, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. A World Bank Policy Research Report. Washington D.C.: World Bank.

Ibid.

Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. 1996. "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview." *World Bank Economic Review*, No10(2), p.223-239.

Real Sector Economy

Financial Sector Economy.

۱۵. ریمون بار، *اقتصاد سیاسی*، ترجمه منوچهر فرهنگ، ج ۱، ص ۵۱۲.

Goods Market

Services Market

Labor Market

Financial Market

۲۰. تعاریف ارائه شده در این نوشتار از منبع زیر نقل می‌شود. در موارد خاص به منبع مورد نظر جداگانه اشاره خواهد شد:

(فیروزه خلعت‌بری، *مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی*.)

Money Market

Capital Market

Surplus Units

Deficit Units

Eivesey, Frank; Study & Revision Pack, Stage 1 Economics, Pitman Publishing, P.2.

۲۱. Debenture برگه‌ای است با بهره ثابت که به مبالغ مشخص انتشار داده می‌شود و بهره آن معمولاً هر ۶ ماه یکبار قابل پرداخت است.

Financial Institution

Agent

Broker

Agents and Brokers.

Financial intermediance.

Edmister Robert. o; "Financial Institution Market & Management", MCGRAW HILL Second Edition, p.10.

Kidwell, David S. & Richard L. Peterson; "Financial Institutions, Markets, and Money", p.

۳۲

Bank Based Financial Structure

Securities Based Financial Structure

Market Based

Universal Institution

۳۸. شرکت سرمایه‌گذاری، «سازمان صنایع ملی ایران؛ نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی»، گزارش تحقیقی شماره، ش

۲۰، ص ۸.

Frankline, Allen; " Stock markets and resource allocation", in Colin Mayer and Xavier Vives (Eds.); *Capital markets and financial Intermediation*, CEPR, Cambridge, P.81-108.

Levine, Ross; *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*; Department of Finance; Carlson School of Management; p.1

Ibid.

§ DIAMOND, D, Financial intermediation and delegated monitoring, Rev. of Econ. Studies 51, p. 393-414.

§ ALLEN, F. AND GALE, D, Diversity of opinion and financing of new technologies, J. of Financial Intermediation 8; p.1-22.

§ SIRRI, E.R. AND TUFANO, P; The economics of pooling, in "The Global Financial System: A Functional Approach", p.81-128.

§ STIGLITZ, JOSEPH E, Credit markets and the control of capital, Journal of Money, Credit and Banking, 17, p.133-52.

§ BOOT, A.W & Others; Reputation and discretion in financial contracting, p.1165-83.

§ BOOT, A.W. And THAKOR, A.V, Financial system architecture, Rev. of Financial Studies 10 p. 693-733.

§ BHIDE, AMAR; The hidden costs of stock market liquidity, Journal of Financial Intermediation 34; p.1-51.

§ GERSCHENKRON, ALEXANDER; "Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays"; Harvard University Press; Cambridge, MA, p.12.

- RAJAN, RAGHURAM G. AND ZINGALES, LUIGI; Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis, Journal of Applied Corporate Finance 11; p.40-48.

§ HOMSTROM, B. AND TIROLE, J; Market liquidity and performance monitoring, J. of Political Economy 101, p.678-709

§ Managerial Compensation

§ JENSEN, M.C. AND MURPHY, K.J; Performance pay and top-management incentives, J. of Political Economy 98; p.225-64.

§ LEVINE, R. (1991); Stock markets, growth, and tax policy, J.Finance 46, p.1445-65.

§ RAJAN, RAGHURAM G; Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt, Journal of Finance 47, p.1367-1400.

§ WENGER, EKKEHARD AND KASERER, CHRISTOPH; The German system of corporate governance: A model which should not be imitated, in "Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models"; p.41-78.

§ BOOT, A.W. AND THAKOR, A.V; Financial system architecture, Rev. of Financial Studies 10; p.693-733.

§ Financial arrangements

§ MERTON, ROBERT C. AND BODIE, ZVI; A conceptual framework for analyzing the financial environment, in "The Global Financial System: A Functional Perspective" (Dwight B. Crane et al., Eds.), Harvard Business School Press, Boston, MA; p.3-32.

§ Levine, Ross (2002), p.5.

§ Ibid.

§ Ibid.

§ Ibid.

§ Ibid.

§ Ibid.

§ Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. 1996. "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview." *World Bank Economic Review* 10(2): 223-239.

۶۶. شرکت سرمایه‌گذاری، سازمان صنایع ملی ایران؛ نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی، گزارش تحقیقی شماره ۲۰؛

تیرماه ۱۳۷۱، ص ۱۰.

۶۷. ر.ک: عیسوی، محمود، *ساختار بازار سرمایه در اسلام با نگاهی به بازار سرمایه کشور*، رساله دکتری، بخش چهارم، فصل شانزدهم، قم، موسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی، زمستان ۱۳۸۷.
۶۸. همان.
۶۹. همان، فصل هفدهم.
۷۰. همان، فصل دهم و یازدهم.
۷۱. همان، بخش سوم.
۷۲. ر.ک: سیدعباس موسویان، «نقد و بررسی قانون عملیات بانکی بدون ربا و پیشنهاد قانون جایگزین»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۵، ص ۱۹.
۷۳. هر چند مطالب بالا با نگاه اجمالی به وضعیت بازارهای مالی کشور به روشنی آشکار است، با این وجود، این مسأله به لحاظ تجربی نیاز به مطالعه دارد و می‌تواند مورد آزمون قرار گیرد.
۷۴. ابن ابی جمهور احسانی، *عوالی الالکی*، ج ۴، ص ۱۰۲.
۷۵. پیامبر اکرم ﷺ در روایتی دیگر، اجرای عدالت در مدت کوتاهی را از عبادت هفتاد سال، که در آن روزهایش به روزه و شب‌هایش به نماز گذارنده شود، بالاتر می‌دانند. «عَدْلُ سَاعَةٍ خَيْرٌ مِنْ عِبَادَةِ سَبْعِينَ سَنَةً قِيَامٌ لَيْلُهَا وَ صِيَامُ نَهَارُهَا» (محدث نوری، مستدرک الوسائل، ج ۱۱، ص ۳۱۶). یک ساعت عدالت بهتر از هفتاد سال عبادت است که شب‌هایش به نماز و روزهایش به روزه گذرانده شود.
- امیرالمؤمنان ﷺ نیز عدالت را بهترین اساس هر چیزی می‌دانند. «عدالت بهترین پایه و اساس هر چیزی است» (همان) و در روایتی دیگر، اجرای عدالت را اقتداء به سنت الهی و موجب ثبات و دوام دولت‌ها می‌شمرند. «اجرای عدالت به معنی اقتداء به سنت خداوند و موجب ثبات دولت‌هاست» (همان)
- همچنین می‌فرمایند: «که هیچ چیز همچون اجرای عدالت، موجب عمران و آبادی کشورها نخواهد شد» (همان)
- امام صادق ﷺ نیز اجرای عدالت را موجب بی‌نیازی مردم و نزول رزق از آسمان و خروج برکات از زمین معرفی می‌کنند. آنجا که می‌فرمایند: «هرگاه به عدالت میان مردم رفتار شود آنها بی‌نیاز خواهند و به اذن خداوند آسمان رزقش را فرو خواهد فرستاد و زمین برکاتش را خارج خواهد نمود» (کلینی، کافی، ج ۳، ص ۵۶۸).
۷۶. گروه مؤلفان، *مبانی اقتصاد اسلامی*، ص ۱۴۲ به بعد.
۷۷. همان؛ ص ۱۱۶.
۷۸. همان؛ ص ۱۶۲ به بعد.
۷۹. سیدعباس موسویان، «نقد و بررسی قانون عملیات بانکی بدون ربا و پیشنهاد قانون جایگزین»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۵، ص ۱۹.

## منابع

- احسانی، ابن ابی جمهور، *عوالی الآلی*، قم، سیدالشهدا، ۱۴۰۵ ق، ج ۴.  
بار، ریمون، *اقتصاد سیاسی*، ترجمه منوچهر فرهنگ، تهران، سروش، ۱۳۶۷.  
خلعت‌بری، فیروزه، *مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی*، تهران، شب‌ویز، ۱۳۷۱.  
شرکت سرمایه‌گذاری، *سازمان صنایع ملی ایران: نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی*، گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیرماه ۱۳۷۱.  
عیسوی، محمود، *ساختار بازار سرمایه در اسلام با نگاهی به بازار سرمایه کشور*، قم مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی، زمستان ۱۳۸۷.  
کلینی، محمد، *الکافی*، تهران، دار الکتب الإسلامیة، ۱۳۶۵ ش، ج ۳.  
گروه مؤلفان، *مبانی اقتصاد اسلامی*، دفتر همکاری حوزه و دانشگاه، تهران، سمت، ۱۳۷۴.  
محدث نوری، مستدرک الوسائل؛ قم، مؤسسه آل‌البیت، ۱۴۰۸ ق، ج ۱۱.  
موسویان، سیدعباس، «نقد و بررسی قانون عملیات بانکی بدون ربا و پیشنهاد قانون جایگزین»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۲۵، بهار ۱۳۸۶.  
ALLEN, F. AND GALE, D. (1999); Diversity of opinion and financing of new technologies, J. of Financial Intermediation 8.  
Arestis, P, & others, "Financial Development and Economic, 2001. Growth: The Role of Stock Markets." Journal of Money, Credit, and Banking 33(1).  
Beck, T. and Levine R, "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence." NBER Working Paper Series No. 9082. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2002.  
BENCIVENGA, V.R. AND SMITH, B.D, Financial intermediation and endogenous growth, Review of Economics Studies 58, 1991.  
BHIDE, AMAR; The hidden costs of stock market liquidity, Journal of Financial Intermediation 34, 1993.  
BOOT, A.W & Others; Reputation and discretion in financial contracting, American Economic Review 83. ies 10, 1993.  
BOOT, A.W. AND THAKOR, A.V, Financial system architecture, Rev. of Financial Stud, 1997.  
Demirguc-Kunt, A. and Levine, R, "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview." World Bank Economic Review 10(2), 1996.  
DIAMOND, D; Financial intermediation and delegated monitoring, Rev. of Econ. Studies 51, 1984.  
Dixon, Rob and Holmes, Phill; "Financial Market: an Introduction", Chapman and Hall, 1995.  
Edmister, Robert O; "Financial Institutions, Market & Management"; Mc Grow Hill; second Edition; 1986.



- Frankline, Allen; " Stock markets and resource allocation", in Colin Mayer and Xavier Vives (Eds.); Capital markets and financial Intermediation, CEPR, Cambridge, 1995.
- GERSCHENKRON, ALEXANDER; "Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays"; Harvard University Press; Cambridge, MA, 1962.
- Goldsmith, R.W, Financial Structure and Development. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1969.
- HOMSTROM, B. AND TIROLE, J; Market liquidity and performance monitoring, J. of Political Economy 101, 1993.
- Hoshi, T & others, "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." Quarterly Journal of Economics 106, 1991.
- JENSEN, M.C. AND MURPHY, K.J, Performance pay and top-management incentives, J. of Political Economy 98, 1990.
- Kidwell, David S. & Richard L. Peterson; "Financial Institutions, Markets, and Money"; U.S.: Dryden Press, Fourth Edit, 1990.
- La Porta, R & Others, "Law and Finance." Journal of Political Economy 106(6), 1998.
- LEVINE, R; Stock markets, growth, and tax policy, J.Finance 46, 1991.
- LEVINE, ROSS, Financial development and economic growth: Views and agenda, Journal of Economic Literature 35, 1997.
- Levine, R, "Law, Finance, and Economic Growth." Journal of Financial Intermediation 8 (1-2): 8-35, 1999.
- Levine, Ross; Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?; Department of Finance; Carlson School of Management; University of Minnesota; Minneapolis; February 2002.
- Levine, R, "More on Finance and Growth: More Finance More Growth?" Federal Reserve Bank of St. Louis Review 85 (4), 2003.
- Livesey, Frank; Study & Revision Pack, Stage 1 Economics, Pitman Publishing, 1987.
- MERTON, ROBERT C. AND BODIE, ZVI; A conceptual framework for analyzing the financial environment, in "The Global Financial System: A Functional Perspective" (Dwight B. Crane et al., Eds.), Harvard Business School Press, Boston, MA, 1995.
- Mork, R. and Nakamura, M, "Banks and Corporate Control in Japan." Journal of Finance 54, p.319-340, 1999.
- OBSTFELD, M; Risk-taking, global diversification, and growth, American Economic Review 84, 1994.
- RAJAN, RAGHURAM G; Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt, Journal of Finance 47, 1992.
- RAJAN, RAGHURAM G. AND ZINGALES, LUIGI; Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis, Journal of Applied Corporate Finance 11, 1998.
- RAMAKRISHNAN, R.T.S. AND THAKOR, A.V, Information reliability and a theory of financial intermediation, Rev. of Financial Studies 51, 1984.

- SIRRI, E.R. AND TUFANO, P; The economics of pooling, in “The Global Financial System: A Functional Approach” (D.B. Crane, et al., Eds.), Harvard Business School Press; Cambridge, MA, 1995.
- STIGLITZ, JOSEPH E, Credit markets and the control of capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 1985.
- WENGER, EKKEHARD AND KASERER, CHRISTOPH; The German system of corporate governance: A model which should not be imitated, in “Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models” (Stanley W. Black and Mathias Moersch, Eds); North –Holland Press, New York, 1998.
- Weinstein, D. E. and Yafeh, Y, “On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Bank Relations in Japan.” *Journal of Finance* 53, 1998, p.635- 672.
- World Bank, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. A World Bank Policy Research Report. Washington D.C.: World Bank, 2001.