



واسطه‌های مالی چه می‌کنند؟

بحثی درباره دگرگونی تدریجی در فعالیت اصلی واسطه‌های مالی

مأخذ: Journal of Banking and Finance

نویسندگان: Anthony M. و Franklin, Allen & Santamero

مترجم: سایه موسوی

اشاره

ابزارهای جدید و سرمایه‌گذاری در خدمات جدید روی آوردن، اگرچه برای حضور موفق در فعالیت‌های غیربانکی، با محدودیت‌های قانونی و مقرراتی روبرو می‌باشند.

همانگونه که در این مقاله آمده است، در کشورهای توسعه‌یافته نیز طی دهه‌های اخیر شاهد تغییر در ترکیب منابع و مصارف بانک‌ها، نوع فعالیت آنها و به تبع آن، مدیریت ریسک آنها می‌باشیم. این تحولات در کشورهای مذکور به گونه‌ای بوده که تدوین‌کنندگان مقررات در پارهای از موارد، آژادسازی‌های مقرراتی را برای آنها در نظر گرفته‌اند تا بانک‌ها بتوانند حدود و نوع فعالیت‌های خود را گسترش دهند.

اینک به نظر می‌رسد که با توجه به توسعه بازارهای مالی و باز شدن بازارهای مالی بین‌المللی به روی پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران ایرانی و همچنین حضور بانک‌های خصوصی در این بازار، و لزوم حرکت بانک‌ها به سوی افزایش کارایی، شایسته است که برخی از مقررات بانکی از نظر نوع و حدود فعالیت‌های بانک‌ها و همچنین چگونگی مدیریت ریسک آنها، مورد بازنگری قرار گیرند.

بانک‌ها، مهمترین واسطه مالی بین منابع هنگفت پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران بشمار می‌آیند. تجربه سیستم مالی در ایران نیز همواره حاکی از نقش مهم این واسطه‌های مالی در جذب منابع پس‌اندازکنندگان و تامین منابع سرمایه‌گذاران می‌باشد.

از سوی دیگر، تحولات بازارهای مالی در سطح جهان، و گسترش بازارهای مالی سازماندهی‌شده (مانند بورس اوراق بهادار) و نوآوری‌های جدید مالی که منجر به ایجاد واسطه‌های مالی جدیدی چون شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده، باعث شده است که نوع فعالیت واسطه‌های مالی و همچنین ترکیب منابع و مصارف آنها در معرض دگرگونی‌هایی قرار گیرد. به عبارت دیگر، در سال‌های اخیر، با رونق بازار اوراق بهادار، روند روبه‌رشد معاملات در بازارهای ارز خارجی، ایجاد بازار مشتقه‌ها و... دیگر نمی‌توان بانک‌ها را به عنوان تنها منبع جذب پس‌انداز خانوارها بشمار آورد، زیرا گسترش اطلاعات و شفاف شدن خدمات این بازارها برای خانوارها، تمایل آنها را به سوی سرمایه‌گذاری در دیگر خدمات مالی افزایش داده است و بانک‌ها نیز برای حفظ سهم خود در بازار، به معرفی

چکیده

فعالیت‌های حق الوکاله‌ای، سهم خود را در تولید ناخالص داخلی حفظ نمایند. مقایسه سبدهای دارایی سرمایه‌گذاران در بین کشورها نشان می‌دهد که خانوارهای آمریکایی و انگلیسی از خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی ریسک‌پذیرتر هستند. در این سه کشور، واسطه‌های مالی با استفاده از ابزارهایی چون نگهداری ذخایر نقدی و هموارسازی بین‌زمانی^(۳)، ریسک را کنترل می‌کنند، اگرچه در بازارهای مالی آمریکا و انگلستان،

در این مقاله^(۱) نشان می‌دهیم که با وجود کاهش چشمگیر نقش سنتی بانک‌ها در آمریکا - به عنوان دریافت‌کننده سپرده‌ها و پرداخت‌کننده اعتبار و گرایش بیشتر سرمایه‌گذاری در موسساتی چون صندوق‌های بازنشستگی و یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز^(۲)، باز هم بانک‌ها توانسته‌اند با ارائه خدمات جدید و تغییر جایگاه خود از فعالیت‌های سنتی به

تحولات و گسترش بازارهای مالی و نوآوری‌های جدید در این زمینه موجب شده است که بانک‌ها موقعیت انحصاری خود را در زمینه جذب منابع پس‌اندازی خانوارها از دست بدهند و ناگزیر برای حفظ سهم خود در بازار، به معرفی ابزارهای جدید و سرمایه‌گذاری در خدمات جدید روی آورده‌اند.



دنبال داشته و به فهم ما از مراحل رشد موسسات مالی کمک می‌کنند، مطرح شوند.

اولین موضوع آن است که چرا با وجود کاهش سهم دارایی بانک‌های تجاری سنتی نسبت به سایر واسطه‌ها در آمریکا، بر سهم دارایی بانک‌ها از تولید ناخالص داخلی افزوده شده است؟ این پدیده نشان می‌دهد که صنعت بانکداری روبه‌انقراض نیست. سوال دوم آنها این است که آیا مدیریت ریسک یک پدیده نوظهور است یا خیر؟ بدیهی است که مدیریت ریسک، جزء جدایی‌ناپذیر عملیات بانکی است و منشأ پیدایش صنعت بانکداری و بیمه نیز همین مساله مدیریت و انتقال ریسک می‌باشد. بنابراین، از آنجایی که عملیات واسطه‌گری با مدیریت ریسک همراه است، لذا آنچه دستخوش دگرگونی شده، همانا شیوه مدیریت می‌باشد. موضوع سوم آنکه، در تئوری واسطه‌گری، لازم است که فرایند پویای نوآوری مالی^(۱۶) کاملاً مشخص شود تا بتواند دگرگونی^(۱۷) بخش مالی را که در حال حاضر در سطح جهانی در شرف وقوع است، به خوبی بیان کند.

بنابراین، در ابتدا، با استفاده از مشاهدات موجود، نشان می‌دهیم که واسطه‌های مالی چه فعالیت‌هایی را انجام می‌دهند. می‌دانیم که فعالیت اصلی سیستم‌های مالی، تخصیص مجدد منابع واحدهای اقتصادی بازار از سوی صاحبان این منابع (پس‌اندازکنندگان) به سمت واحدهای اقتصادی نیازمند این منابع (مقتضیان وام) می‌باشد. اما بحث اصلی این است که چرا و چگونه این نقش در طول زمان و در بین کشورها تغییر کرده است؟ به همین منظور، به مقایسه نقش واسطه‌ها و ارتباط آنها با بازارها در زمان‌های مختلف و در کشورهای آمریکا، انگلستان، فرانسه، آلمان و ژاپن می‌پردازیم.

همچنین در این مقاله مقایسه‌ای از نتایج کارمان با مطالعات اشمیت^(۱۸) و دیگران خواهیم داشت. اشمیت نشان می‌دهد که آیا در کشورهای فرانسه، آلمان و انگلستان از سهم بانک‌ها در بازار مالی کاسته شده است یا خیر؟ رهیافت آنان این بود که نه یک‌گرایش ملی از سوی این واسطه‌ها به سمت بازارها وجود دارد و نه این که کاهش در اهمیت و نقش بانک‌ها در آلمان و انگلستان دیده می‌شود. البته در فرانسه، نشانه‌هایی از کاهش سهم بانک‌ها و حرکت به سمت بازارها وجود دارد، گرچه نکته مهم آن بود که در هر سه سیستم، زنجیره واسطه‌گری بسیار گسترده‌تر شده است.

در ادامه این بخش، معیارهای مناسبی را برای بررسی چگونگی تغییر سیستم مالی آمریکا در طول زمان ارائه می‌دهیم. اگرچه بیشتر این معیارها نشانگر کاهش نقش سنتی بانک‌ها هستند، ولیکن در عین حال نشان می‌دهند که بانک‌ها

رقابت موجب ناکارآمدی این ابزار شده و مدیریت ریسک تنها با به‌کارگیری ابزارهای مشتقه و مشابه آن امکان‌پذیر است، اما می‌توان گفت که عدم‌کارایی روش هموارسازی، موجب شده است که در آمریکا بانک‌ها برای رقابت در بازارهای مالی، با کاهش فعالیت‌های سنتی خود به سوی خدمات نوین مالی و ابتداعات جدید روی آورند.

مقدمه

از دیدگاه سنتی، هزینه‌های معاملات^(۴) و اطلاعات ناقص^(۵)، پایه و اساس شناخت نقش واسطه‌ها است. دیوتریپونت و تریبول^(۶) (۱۹۹۴) و فرکساس و روش^(۷) (۱۹۹۷) ضرورت وجود این واسطه‌ها را در شرایط عدم‌اطلاعات کامل در بازار سرمایه مدل‌سازی کرده‌اند. درحقیقت، دو تئوری عمده واسطه‌گری سانتامرو^(۸) (۱۹۸۴) و باتاچاریو و تاکور^(۹) (۱۹۹۳) نشان می‌دهند که فرضیه عدم‌اطلاعات کامل، نقش مهمی را در ادبیات واسطه‌گری دو دهه اخیر داشته است. این معاملات نشان می‌دهند که با کاهش هزینه معاملات و شفاف‌تر شدن اطلاعات، از نقش واسطه‌ها نیز کاسته می‌شود.

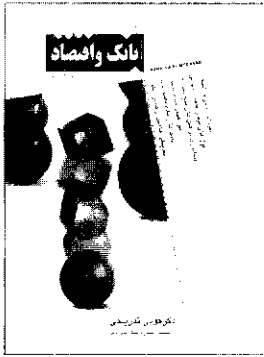
در دهه‌های اخیر، شاهد کاهش چشمگیر هزینه‌های معاملات و شفاف‌تر شدن اطلاعات بوده‌ایم. در همین دوره، از نقش بانک‌های سنتی به عنوان دریافت‌کننده سپرده و پرداخت‌کننده وام نیز تا حدودی کاسته شده است و به‌طور موازی، شکل‌های دیگری از واسطه‌ها مانند صندوق‌های بازنشستگی و همچنین بازارهای جدیدی چون اختیار معاملات^(۱۰) و معاملات آتی^(۱۱) گسترش یافته‌اند، که در واقع، بازارهایی برای واسطه‌ها و نه افراد می‌باشند. این روندها، اگرچه کاملاً در تضاد با تئوری استاندارد نیستند، ولیکن با آن سازگاری زیادی نیز ندارند.

در تئوری آلن و سانتامرو^(۱۲) (۱۹۹۷) (که از این پس با حروف AS نشان داده می‌شود) علت را محدود شدن تدریجی کاربرد تئوری واسطه‌گری می‌دانیم. در این تئوری، به این موضوع می‌پردازیم که این تغییرات مستلزم تئوری‌های دیگری از واسطه‌هاست که بر مقوله‌هایی چون معامله ریسک^(۱۳)، مدیریت ریسک و هزینه‌های مشارکت^(۱۴) به عنوان عوامل اصلی در پیدایش واسطه‌های جدید، تاکید می‌ورزد.

این نظریه، یک سری تشویق‌ها، مذاکرات و مجادلاتی را به همراه داشت و از جمله موضوعات مهمی که اخیراً اسکاتلنز و ون‌ونسوین^(۱۵) (۱۹۹۹) (SW) در این زمینه مطرح کردند، ما را برآن داشت تا در این مقاله دیدگاهمان را به طور کاملتری بیان کنیم.

طرح این موضوع به مثابه نقطه‌عطفی است که موجب شد تا در این مقاله سه موضوع مهم که بحث‌های بیشتری را به

با توجه به توسعه بازارهای مالی و باز شدن بازارهای مالی بین‌المللی به روی پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران ایرانی، شایسته است که برخی از مقررات بانکی از نظر نوع و حدود فعالیت‌های بانک‌ها و همچنین چگونگی مدیریت ریسک آنها مورد بازنگری قرار گیرند.



جدید متناسب با افزایش نیاز مشتریان از نظر سروکار داشتن با ریسک‌هایی است که قبل از این، تنها بانک‌ها درگیر آن بوده‌اند. به‌طور خلاصه، تکامل تدریجی واسطه‌ها، بخشی از تکامل و رقابتی است که در بازارهایی که در آن واسطه‌ها فعالیت دارند، به‌طور شتابنده در حال وقوع است.

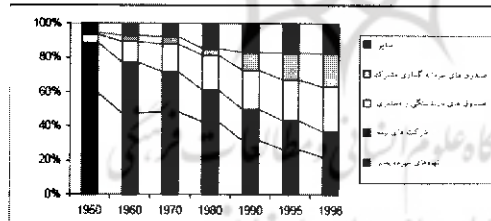
بخش چهارم مقاله نیز شامل خلاصه‌ای از نظریات ما می‌باشد و علاوه بر آن، نکات مبهمی را مطرح می‌کند که با وجود تلاش ما در شناخت تفاوت‌های سیستم مالی، بی‌جواب مانده است. در این بخش، نشان می‌دهیم که بعضی از این نکات ناشی از اشتباهات و مشکلات در اندازه‌گیری است، هرچند که در پشت آنها برخی موضوعات مبهم نیز وجود دارند که به علت کمی دانش ما در پرده‌ای از ابهام قرار گرفته‌اند.

بخش اول - سنجش تفاوت‌ها در سیستم مالی

سال‌های زیادی است که سهم نهادهای سپرده‌پذیر آمریکا از دارایی‌های مالی واسطه‌ها روبه‌کاهش است. اسکاتلنز و ون ونسوین (۱۹۹۹) در نمودار شماره یک این پدیده را نشان داده‌اند. همچنین نمودار شماره دو نشان می‌دهد که این روند نزولی از دهه ۲۰ وجود داشته و پدیده نوظهوری نیست. دهه ۲۰ به علت کاهش سهم دارایی‌های بانک‌ها و رشد دارایی‌های

نمودار شماره یک

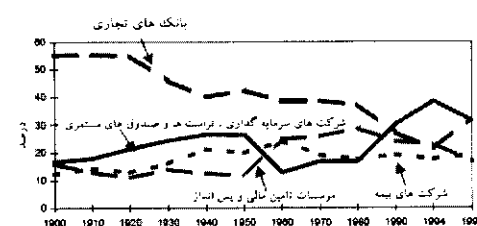
توزیع دارایی‌های مالی در میان انواع اصلی واسطه‌های مالی در آمریکا



Source: Barth et al. 1997 and updated tables from Barth.

نمودار شماره دو

سهم واسطه‌های مالی از کل دارایی‌ها در سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۰۰



Source: Federal Reserve Boulteim.

با نوآوری و تغییر فعالیت‌های خود، موقعیت و سهم خود را در بازار حفظ کرده‌اند.

در بخش دوم، نگاهی خواهیم داشت به وضعیت سبد دارایی خانوارها در این کشورها و تغییر شیوه مدیریت ریسک آنها. در آمریکا و انگلستان، خانوارها سهم زیادی از دارایی خود را در دارایی‌های مخاطره‌آمیز - مانند سهام - سرمایه‌گذاری کرده‌اند و ریسک‌پذیرتر هستند. در ژاپن، فرانسه و آلمان بیشتر خانوارها دارایی‌های مطمئن‌تری - مانند سپرده‌های بانکی و اوراق بهادار با درآمد ثابت - را نگهداری می‌کنند و سهم کمتری از سبد دارایی‌هایشان را به دارایی‌های مخاطره‌آمیز اختصاص می‌دهند. حال سوال این است که چگونه ریسکی که توسط خانوارها ایجاد می‌شود، در بین کشورها متفاوت است؟

در نظریه آلن و گیل (۱۹) (۱۹۹۷ و ۱۹۹۹) به این نتیجه رسیدیم که شیوه مدیریت ریسک در این کشورها با هم تفاوت اساسی دارند. در ژاپن، فرانسه و آلمان، رقابت در بازارهای مالی وجود ندارد و در نتیجه، واسطه‌ها می‌توانند با روش "هموارسازی بین‌زمانی" ریسک را مهار کنند. به عبارتی، بانک زمانی که بازدهی بالا است، دارایی‌های با بازدهی کم، ولی مطمئن را خریداری و نگهداری می‌نماید. در مقابل، زمانی که بازدهی‌ها پایین است، بانک این دارایی‌ها را می‌فروشد و از مشتریان خود در مقابل ریسک حمایت می‌کند. در بازارهای مالی با رقابت شدید - همانند وضعیت آمریکا و انگلستان در سال‌های اخیر - هموارسازی بین‌زمانی امکان‌پذیر نیست. در این کشورها با کاهش بازدهی، خانوارها وجوه خود را از بانک‌ها بیرون آورده و آنها را صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های با بازدهی‌های بالاتر می‌کنند. در این شرایط، بانک نمی‌تواند با افزایش و یا کاهش ذخایر، ریسک موجود را کنترل کند. در عوض، بانک‌ها برای مدیریت ریسک مجبور هستند که از روش‌هایی چون ابزارهای مشتقه یا تکنیک‌های مشابه استفاده کنند.

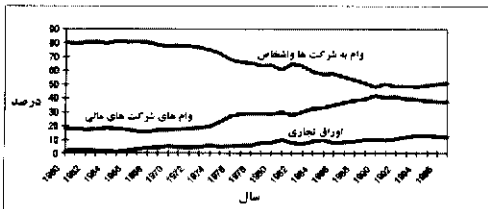
در بخش سوم مقاله، با استفاده از چارچوب طراحی شده در بخش دوم، فرایند تحول سیستم بانکداری آمریکا را به تصویر می‌کشیم. این بخش نشان می‌دهد که تا قبل از تحولات مالی در ۲۵ سال اخیر، در آمریکا نیز شیوه هموارسازی بین‌زمانی روشی متداول برای مدیریت ریسک بود، ولی با شدت‌گرفتن رقابت در بازار مالی، بانک‌ها چاره‌ای جز تغییر شیوه مدیریت ریسک نداشتند. در روش‌های جدید مدیریت ریسک، نیازی به نگهداری حجم زیادی از دارایی‌ها با بازدهی کم وجود ندارد. معاملات سلف (۲۰)، معاملات اختیار و استراتژی‌های تجارت پویا، از جمله این روش‌ها می‌باشند. در واقع، با کاهش سهم فعالیت‌های سنتی بانک، مدیران بانک‌ها درصدد نوآوری و توسعه خدمات جدید برای حفظ و بقای خود شده‌اند. بخشی از این فعالیت‌ها در پاسخ به تقاضای خدمات مدیریت ریسک

چرا با وجود کاهش سهم دارایی بانک‌های تجاری سنتی نسبت به سایر واسطه‌ها در آمریکا، بر سهم دارایی بانک‌ها از تولید ناخالص داخلی افزوده شده است؟ این پدیده نشان می‌دهد که صنعت بانکداری روبه‌انقباض نیست.

عنوان واسطه‌های ریسک اعتباری در آمریکا نشان می‌دهد. در واقع، بانک‌ها در مقایسه با سایر واسطه‌های مالی چون شرکت‌های مالی و همچنین بازارهای سهام - به ویژه بازارهای سهام با یازده بالا و اوراق تجاری - موقعیت خود را از دست داده‌اند.

نمودار شماره چهار

کاهش نقش بانک‌ها به عنوان واسطه‌های ریسک اعتباری

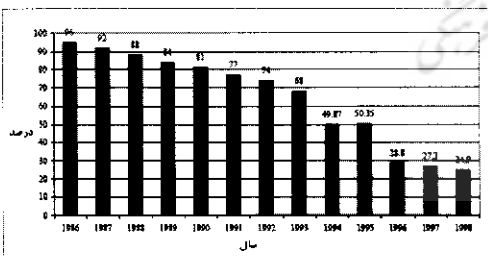


Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts: 1998.

کاهش خدمات وام‌دهی به مشتریان (نمودار شماره پنج) در طی این دوره نشان می‌دهد که از سهم بازار بانک‌ها در مقایسه با نهادهای غیربانکی چون Morgan Stanley Dean Witter, GE, GMAC, AT & T بیست سال گذشته، کلیه خدمات کارت‌های اعتباری در انحصار بانک‌ها بود، ولیکن در حال حاضر، تنها کمتر از ۲۵ درصد این خدمات توسط بانک‌ها و نزدیک به ۸۰ درصد این معاملات توسط نهادهای غیربانکی، از جمله First Data Resources صورت می‌گیرد^(۲۱).

نمودار شماره پنج

سهم بازار بانک‌ها از اسناد دریافتی کارت‌های اعتباری



Source: Faulkner and Gray's Card Industry Directory, Various Years.

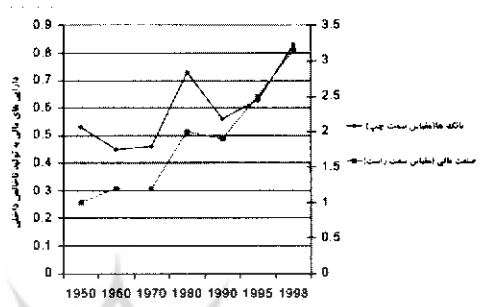
تردید نیست که روزبه‌روز بر رقابت نهادهای تک‌منظوره در رقابت با نهادهای بانکی چندمنظوره^(۲۲) در ارایه برخی از سودآورترین خدمات سنتی بانک‌ها افزوده می‌شود. علاوه بر این، ابزار تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی، شیوه‌های معاملات اعتباری را که در گذشته به شکل وام‌های اعتباری بوده، تنوع بخشیده است.

نمودار شماره شش به روشنی نقش روبه‌رشد تبدیل به

مالی دیگر چون صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاع و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شباهت زیادی با دو دهه اخیر دارد. روند تاریخی، نوع ثبات نسبی را در سهم بانک‌ها از بازار مالی در فاصله زمانی دهه ۴۰ تا اواسط دهه ۷۰ نشان می‌دهد. اسکاتلنز و ون‌نسون (۱۹۹۹) نیز نشان داده‌اند که سهم دارایی‌های مالی نسبت به تولید ناخالص داخلی بخش خدمات بانکی، کاهش قابل توجهی نداشته است (نمودار شماره سه).

نمودار شماره سه

سهم بخش مالی و سیستم بانکی آمریکا از کل GDP



Source: Barth et al. 1997 and updated tables from Barth.

چگونه می‌توان میان مشاهدات نمودارهای شماره یک و شماره سه رابطه معناداری پیدا کرد، با آن که می‌دانیم که از سهم بانک‌ها در مقایسه با سایر واسطه‌ها کاسته شده است؟ پاسخ به این سوال در طبقه‌بندی انواع دارایی‌های مالی به سه گروه زیر نهفته است:

اولین طبقه، شامل دارایی‌هایی است که توسط بانک‌ها و به عبارتی، توسط نهادهای سپرده‌پذیر نگهداری می‌شوند؛ گروه دوم، دربردارنده دارایی‌هایی است که توسط واسطه‌های غیربانکی چون صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نگهداری می‌شوند؛ و گروه سوم را دارایی‌هایی چون سهام و اوراق قرضه تشکیل می‌دهند که مستقیماً توسط خانوارها نگهداری می‌شوند. بنابراین، عدم تغییر در سهم دارایی‌های مالی، با وجود کاهش سهم بانک‌ها، نشان می‌دهد که یک جایجایی از نگهداری مستقیم دارایی به سمت واسطه‌های غیربانکی صورت گرفته است. این مساله با کاهش مالکیت فردی، سهام شرکت‌ها در بلندمدت که در نظریه AS به آن اشاره شده، مطابقت دارد.

شواهد نشان داده‌شده در نمودارهای شماره یک تا شماره سه تنها راه سنجش تغییر در سیستم‌های مالی آمریکا نیست، بلکه به دنبال دیدگاه کاهش روبه‌تزايد نقش و اهمیت بانک‌ها، تغییرات دیگری نیز در سیستم بانکداری آمریکا صورت گرفته است. نمودار شماره چهار به روشنی کاهش نقش بانک‌ها را به



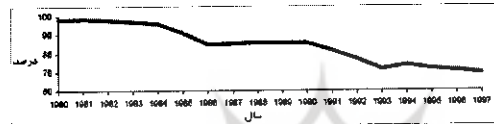
اگرچه نشانه‌هایی حاکی از کاهش نقش سنتی بانک‌ها وجود دارند، اما در عین حال، شواهد دیگر حاکی از آن هستند که بانک‌ها با نوآوری و تغییر فعالیت‌های خود، موقعیت و سهم خود را در بازار حفظ کرده‌اند.



بدیهی است که این گروه سنی، با پیش‌بینی دوران بازنشستگی خود، به جمع‌آوری ثروت روی می‌آورد و همین امر باعث می‌شود که این بازار، پررونق‌ترین بخش ثروت خانوارها را به خود اختصاص دهد. ورود بانک‌های سنتی در رقابت برای جذب پس‌انداز مصرف‌کنندگان - سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار - جای خود را به ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری داده است که ساختار هزینه‌ای کمتر و بازدهی بیشتری خواهند داشت. بر همین اساس، همانگونه که نمودار شماره هفت نشان می‌دهد، سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار بانک‌ها در مقایسه با شرکت‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت از سال ۱۹۸۰ کاهش مستمری داشته است.

نمودار شماره هفت

کاهش سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار بانک‌ها نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت



Source: Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book, 1998; and Federal Deposit Insurance Company, Historical Statistics on Banking, 1997.

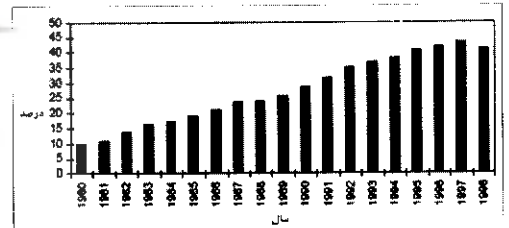
تکنولوژی‌های جدید هم که اغلب توسط نهادهای غیربانکی ارائه می‌شوند، نقش اساسی بانک‌ها را در تسهیل خدمات مرتبط با پرداخت‌ها تهدید می‌کنند. در واقع، بسیاری از گروه‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دفاتر کارگزاری اوراق بهادار، خدمات مدیریت وجه نقد را نیز به مشتریان ارائه می‌دهند؛ حقوق این افراد به طور منظم به این حساب‌ها واریز می‌شود و پرداخت‌های منظم از آن به صورت خودکار و پرداخت‌های غیرمنظم آنها از طریق چک و یا تلفن به صورت ۲۴ ساعته صورت می‌گیرد. برخی از آنها، حتی خدمات استفاده شخصی از حساب‌های بازار پول را نیز ارائه می‌دهند؛ حساب‌های بازار پول نیز می‌توانند به کارت‌های اعتباری وصل شوند و آن هم می‌تواند به صورت یک کارت بدهی از طریق دستگاه‌های ATM برای تامین نیازهای نقدی عمل کند. هرچند که تسویه پرداخت‌های ناشی از این حساب‌ها توسط یک بانک صورت می‌گیرد، ولیکن نقش بانک صرفاً به یک واحد تسویه‌کننده معاملات محدود می‌شود و نه یک رکن اصلی در انجام معامله و یا جایی برای سپرده‌گذاری در آن، به گونه‌ای که رابطه‌ای خاص بین واسطه و مشتری ایجاد کند.

گرایش زیاد به سوی استفاده از کارت‌های اعتباری نیز از سهم سپرده‌های دیداری در سیستم پرداخت‌های آمریکا کاسته

اوراق بهادار کردن دارایی^(۲۳) را در تغییر ساختار معاملات اعتباری نشان می‌دهد. در گذشته، یک بانک به تنهایی وام رهنی را ایجاد و تامین مالی می‌کرد و تا پایان بازپرداخت آن هم خدمات مربوطه را ارائه می‌داد، ولیکن در حال حاضر، یک شرکت می‌تواند یک وام رهنی را ایجاد کند، شرکت دیگر می‌تواند منابع لازم آن را تامین کند و یا چندین وام رهنی را با هم درآمزد و جریان درآمدی حاصل از آنها را به صورت اوراق بهادار قابل معامله - که در اختیار گروه‌های مشخصی از سرمایه‌گذاران در دنیا قرار می‌گیرد - تبدیل کند. شرکت دیگری نیز می‌تواند برای تسهیل این فرایند، این مجموعه وام‌های رهنی را تضمین نماید. سایر خدمات مربوط به وام رهنی نیز می‌تواند توسط شرکت تخصصی دیگری که در فرایند اطلاعات تخصص دارد، صورت گیرد. در نتیجه این فرایند، تامین مالی وام رهنی در مقایسه با شرایطی که واسطه وام رهنی را تا سررسید نزد خود نگهداشت، هزینه کمتری دارد و موجب می‌شود که آنچه در گذشته جزو دارایی غیرنقدی بانک بود، به اوراق بهادار قابل معامله در بازار تبدیل شود.

نمودار شماره شش

سهم وام‌های رهنی تبدیل شده به اوراق بهادار از کل وام‌های رهنی



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts: 1998.

این شیوه‌ها، در بسیاری از معاملات اعتباری مانند معاملات کارت‌های اعتباری^(۲۴)، وام خودرو و وام‌های تجاری خرد موفقیت‌آمیز بوده است. در حال حاضر، با پیدایش و رشد وام‌های باوثیقه (CLO)^(۲۵) ضروری، این روند به حد استاندارد بازار وام‌های تجاری نیز رسیده است.

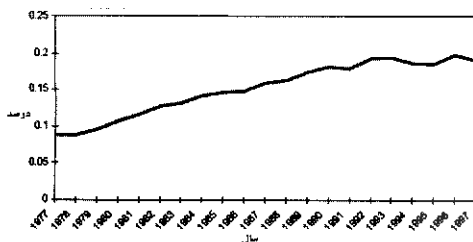
از طرف دیگر، به تدریج از حجم فعالیت بانک‌ها در بخش بدهی ترازنامه کاسته می‌شود. هم‌زمان با بلوغ قله جمعیت^(۲۶) - که ثروتی را به ارث برده و جمع‌آوری کرده‌اند - تقاضای مصرف‌کنندگان از خدمات اعتباری به سمت خدمات پس‌انداز جابجا شده است. این روند، در بیشتر کشورهای سنتی دیده می‌شود. اما در آمریکا به علت نمودار جمعیتی حاصل از قله جمعیت^(۲۷)، بعد از جنگ دوم جهانی این مساله به مراتب شدیدتر می‌باشد. در ۲۰ سال آینده، جمعیت زیر ۵۰ سال آمریکا تغییری نمی‌کند، ولی جمعیت بالای ۵۰ سال دوبرابر خواهد شد.

عدم تغییر در سهم دارایی‌های مالی، با وجود کاهش سهم بانک‌ها، نشان می‌دهد که یک جابجایی از نگهداری مستقیم دارایی به سمت واسطه‌های غیربانکی صورت گرفته است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاع، صندوق‌های مستمري، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر و ثابت، بانکداری رهنی، کارگزاری بیمه و خدمات معاملاتی روی آورده‌اند. نمودار شماره ده نشانگر افزایش سهم درآمدهای غیربهره‌ای از تولید ناخالص داخلی در بخش مالی است. با وجود محدودیت‌های موجود در عملیات مجاز بانکی در آمریکا، به واسطه قانون Glass Stegal و قانون شرکت‌های هولدینگ بانکی، بانک‌ها برای جبران کاهش عملیات واسطه‌گری خود به ارایه و توسعه خدمات جدید روی آورده‌اند.

نمودار شماره ده

سهم درآمدهای غیربهره‌ای از کل GDP بخش مالی

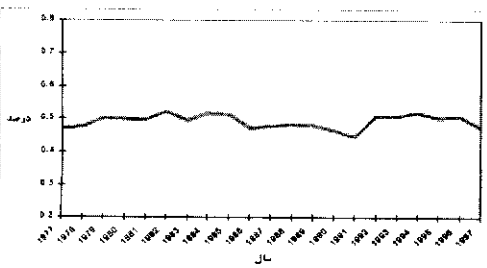


Source: Survey of Current Business; and Federal Deposit Insurance Company, Historical Statistics on Banking, 1997.

به‌طور کلی، این تنوع و تغییر در عملیات بانک‌ها، به حفظ جایگاه آنها در بخش مالی کمک کرده است. همانطور که نمودار شماره یازده نشان می‌دهد، سهم ارزش افزوده بانک‌ها از تولید ناخالص داخلی بخش مالی، در طول سال‌های زیادی نسبتاً ثابت مانده است. تنها تفاوت در این است که ترکیب درآمدهای بانک‌ها تغییر شگرفی داشته است^(۳۱). تنها در یک دهه گذشته، نزدیک به ۸۰ درصد از دریافت‌های بانک‌ها به یک نوع درآمد خاص اختصاص داشته است، در حالی که در شرایط حاضر، بزرگترین بانک‌های منطقه‌ای و مراکز پول^(۳۲)، بیش از

نمودار شماره یازده

سهم ارزش افزوده بانک‌ها از کل GDP بخش مالی

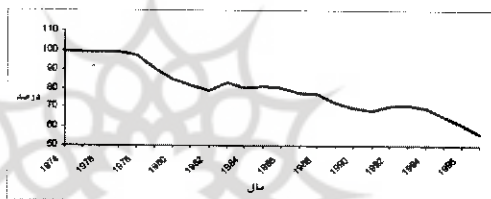


Source: Survey of Current Business; and Federal Deposit Insurance Company, Historical Statistics on Banking, 1997.

است. در واقع، با حدود ۵۰۰ میلیون کارت اعتباری^(۳۸)، بر تعداد معاملات کارت‌های اعتباری همه‌روزه افزوده می‌شود. این رقم تا سال ۱۹۹۷ به ۱۷ تریلیون رسیده است^(۳۹). در حال حاضر، سیستم‌های پرداخت^(۳۱)، اغلب توسط موسسات تخصصی تعبیه شده و از طریق پست در سطح انبوه توزیع می‌شود. ماهیت کار این سازمان‌ها کاملاً با روابط بانکداری چندمنظوره متفاوت است و از نقش بانک‌های محلی و خدمات سپرده‌ای بیش از پیش می‌کاهد. با فراگیر شدن تجارت الکترونیکی، روزبه‌روز بر نقش سیستم‌های پرداخت در معاملات - در مقایسه با سپرده‌های دیداری سنتی و چک‌های کاغذی - افزوده می‌شود. نتیجه این روند نیز به صورت کاهش اهمیت نسبی مانده‌های سپرده‌های قابل معامله با چک نمود پیدا می‌کند (نمودار شماره هشت).

نمودار شماره هشت

کاهش سپرده‌های جاری نسبت به سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

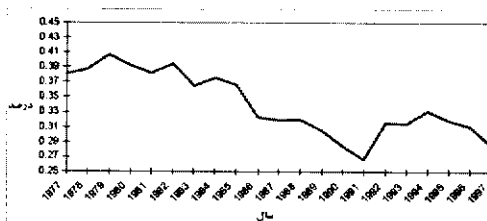


Source: Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book, 1998; and Federal Deposit Insurance Company, Historical Statistics on Banking, 1997.

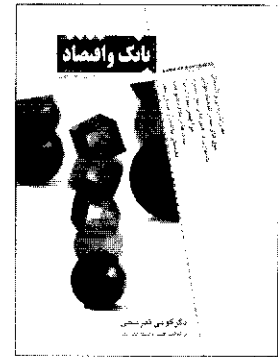
با مشاهده کاهش نقش خدمات سنتی واسطه‌گری، هیچ جای تعجب نیست که از نقش درآمدهای بهره‌ای خالص در بخش بانکداری و همچنین در اقتصاد آمریکا، کاسته شود (نمودار شماره نه). هرچند که کاهش نقش واسطه‌گری به منزله سقوط بانک‌ها نیست، بلکه بانک‌ها در این دوره، از فعالیت‌های سنتی واسطه‌گری، به فعالیت‌های حق‌الوکاله‌ای چون

نمودار شماره نه

سهم درآمدهای بهره‌ای از کل GDP بخش مالی



Source: Survey of Current Business; and Federal Deposit Insurance Company, Historical Statistics on Banking, 1997.



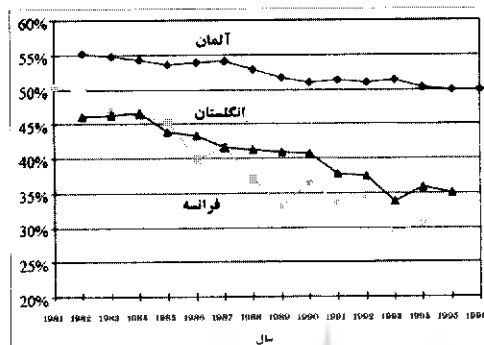
تا بیست سال گذشته، کلیه خدمات کارت‌های اعتباری در انحصار بانک‌ها بود، ولیکن در حال حاضر، تنها کمتر از ۲۵ درصد این خدمات توسط بانک‌ها انجام می‌شود.



مطالبات خانوارها از بانکها به کل داراییهای مالی بانکها در این سه کشور، بهویژه در فرانسه کاهش یافته است.

نمودار شماره سیزده هم مشابه این وضعیت را برای مطالبات مالی همه بخشهای غیرمالی بر روی بانکها نشان میدهد.

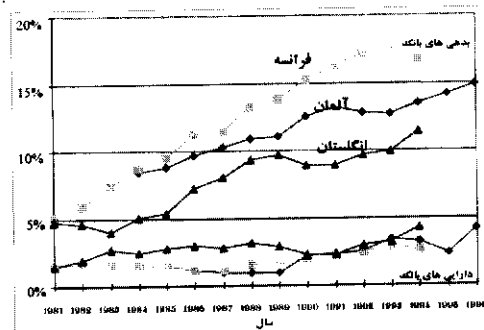
نمودار شماره سیزده
نسبت مطالبات بخشهای غیرمالی از بانکها



Source: Schmidt et al, 1999.

نکته دیگر آن که، شیوه عملیات بانکها نیز تغییر کرده است. نمودار شماره چهارده که توسط اشمیت در سال ۱۹۹۹ ترسیم شده است، حاکی از افزایش چشمگیر نسبت بدهیهای بانکها به واسطههای مالی غیربانکی در مقایسه با کل بدهیهای مالی است. همزمان بر نسبت بدهیهای مالی قابل تبدیل به اوراق بهادار بانکها به کل بدهی مالی بانکها افزوده شده است. این تغییر در فرانسه بیشتر است و در آلمان به میزان کمتری دیده میشود و در انگلستان محسوس نمیشود. بنابراین، این وضعیت نه تنها در آمریکا، بلکه در کشورهای دیگری که اقتصادی مشابه دارند، نیز به چشم میخورد.

نمودار شماره چهارده
نسبت بدهی بانکها به واسطههای مالی غیربانکی



Source: Schmidt et al, 1999.

نیمی از درآمد خود را از طریق کارمزدها و درآمدهای تجاری به دست میآورند.

در نتیجه، نقش بانکها در آمریکا در دهه اخیر تحول چشمگیری داشته است، به گونه ای که نقش اصلی آنها دیگر تامین مالی مشتریان و ارائه خدمات مالی نیست؛ همچنین آنها دیگر خزانه اصلی پس اندازهای نقد در سیستم مالی نیستند، بلکه آنها عملیات خود را به گونه ای تجدید ساختار کرده اند که کمتر به درآمدهای واسطهگری سنتی متکی باشند.

این مطالب نشان میدهد که سیستم مالی آمریکا، در این سالها، تغییرات پیچیده ای داشته است. این تغییرات را می توان به صورت زیر خلاصه نمود:

■ در قیاس با واسطههای غیربانکی، سهم داراییهای بانکها کم شده است.

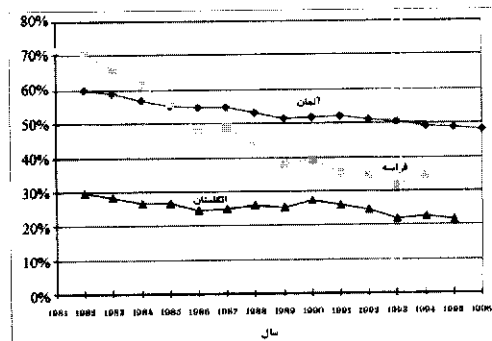
■ سهم دارایی بانکها از کل داراییهای مالی کاهش نیافته است.

■ نگهداری مستقیم داراییها، به سوی واسطههای غیربانکی سوق پیدا کرده است.

■ فعالیتهای بانکی تغییر چشمگیری یافته است. به عبارت دیگر، فعالیت سنتی آنها - جذب سپرده و پرداخت وام به شرکتهای مصرفکنندگان - جای خود را به فعالیتهای حقوق الوکاله ای مانند صندوقهای سرمایه گذاری مشاع، صندوقهای مستمری، شرکتهای سرمایه گذاری با سرمایه ثابت و متغیر، بانکداری رهنی، کارگزاری بیمه و خدمات معاملاتی داده است.

سوالی که در اینجا مطرح میشود، این است که این وضعیت در سایر کشورها چگونه بوده است؟ اشمیت (۱۹۹۹) در یک بررسی کلی، تغییر نقش بانکها در سه کشور مهم و مرتبط به هم شامل فرانسه، آلمان و انگلستان را مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. نمودار شماره دوازده نشان میدهد که چگونه نسبت

نمودار شماره دوازده
نسبت مطالبات مالی خانوارها از بانکها به کل دارایی مالی خانوارها



Source: Schmidt et al, 1999.

تکنولوژیهای جدید هم که اغلب توسط نهادهای غیربانکی ارائه میشوند، نقش اساسی بانکها را در تسهیل خدمات مرتبط با پرداختها تهدید می کنند.



بخش دوم - تفاوت ریسک‌های ایجادشده توسط خانوارها در کشورهای مورد بررسی

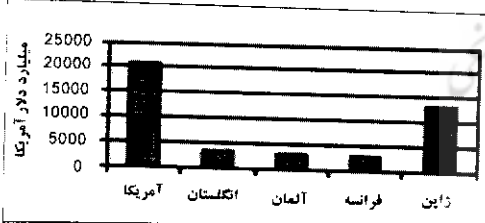
همانطور که اشاره شد، مدیریت ریسک از مهمترین فعالیت‌های اصلی بانک‌ها و واسطه‌های مالی در سال‌های اخیر بشمار می‌آید. به کارگیری ابزارهای مشتقه توسط نهادهای مالی و روند روبه‌رشد آن هم شاخصی است که نشان می‌دهد مدیریت ریسک، رکن اصلی را در فعالیت‌های نهادهای مالی در بازار سرمایه دارد. برخلاف نظر اسکاتلنز و ون‌ونسون در سال ۱۹۹۹ - که مدیریت ریسک را به عنوان قلب واسطه‌های مالی از آغاز پیدایش این موسسات می‌دانند - بانک‌ها همواره دارایی‌های مخاطره‌آمیز را نگهداشته‌اند و منابع تامین این دارایی‌ها نیز سپرده مطمئن بوده است. بحث اساسی در اینجا، چگونگی مدیریت ریسک توسط سیستم مالی و در طول زمان است، و مهمتر از آن، تفاوت قراردادهای منعقد شده توسط خانوارها و قراردادهای منعقدشده توسط شرکت‌ها می‌باشد. آیا شواهدی وجود دارد که نشان دهد شیوه مدیریت ریسک سیستم‌های مالی نوین در آمریکا یا دیگر سیستم‌های مالی متفاوت است؟ نمودار شماره پانزده تفاوت سید دارایی خانوارها را - دارایی‌هایی که به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم مالک آن هستند - در پنج کشور نشان می‌دهد. در آمریکا تنها ۱۹ درصد دارایی‌ها به صورت نقد و یا شبه‌نقد در بانک‌ها سپرده‌گذاری می‌شود. بخش قابل توجه آن - ۳۱ درصد - در دارایی‌های با درآمد ثابت و مطمئن شامل اوراق قرضه داخلی و خارجی سرمایه‌گذاری می‌شود. دارایی‌های مخاطره‌آمیز شامل دارایی‌های غیرمنقول و سهام خارجی و داخلی نیز با ۴۶ درصد بیشترین سهم را در سید مالی دارند. در انگلستان نیز با وضعیتی تقریباً مشابه، بیش از ۲۴ درصد دارایی‌ها وجه نقد و شبه‌نقد است و میزان کمتری، یعنی ۱۳ درصد آن را دارایی‌های با درآمد ثابت و سهم بالایی از آن (۵۲ درصد) را دارایی‌های مخاطره‌آمیز تشکیل می‌دهد. بنابراین، در هر دو کشور، خانوارها گرایش بیشتری به نگهداری دارایی‌های مخاطره‌آمیز دارند.

از سوی دیگر، خانوارهای ژاپنی نسبتاً ریسک‌گریز هستند، به طوری که در سید دارایی خود ۵۲ درصد وجه نقد و شبه‌نقد، ۱۹ درصد دارایی‌های با درآمد ثابت و ۱۳ درصد دارایی‌های مخاطره‌آمیز را نگهداری می‌کنند. در فرانسه و آلمان - اگرچه نه به محافظه‌کاری خانوارهای ژاپنی، ولیکن در مقایسه با آمریکا و انگلستان - دارایی‌های مطمئن تری نگهداری می‌شود. در سید دارایی این خانوارها، به ترتیب وجه نقد و شبه‌نقد - با سهم کمتری نسبت به ژاپن - معادل ۳۸ درصد و ۳۶ درصد، دارایی‌های با درآمد ثابت با سهم بالاتری معادل ۳۳ درصد و ۴۰ درصد و دارایی‌های مخاطره‌آمیز در هر دو کشور تقریباً مشابه و به میزان ۱۶ درصد نگهداری می‌شود.

از این آمارها چنین استنباط می‌شود که سهم دارایی‌های مخاطره‌آمیز خانوارهای آمریکایی و انگلیسی، از دیگر کشورهای مورد بررسی بیشتر است. این مساله را نمی‌توان به میزان مطلق ریسکی که توسط خانوارهای این کشورها ایجاد می‌شود نیز تعمیم داد، چرا که در کشورهای ژاپن، فرانسه و آلمان میزان بیشتری از دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌شود.

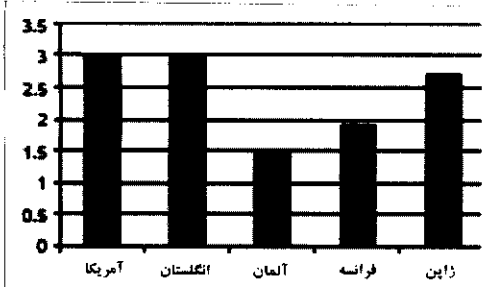
نمودار شماره شانزده - الف، دارایی‌های مالی ناخالصی را که در سال ۱۹۹۴، بخش خانوار در این کشورها مالک نهایی آن است، نشان می‌دهد. نمودار شماره شانزده - ب، ارقام استاندارد شده را براساس سهم هریک از این دارایی‌ها به تولید ناخالص داخلی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد. به طوری که این نمودار نشان می‌دهد، در آمریکا و

نمودار شماره شانزده - الف
دارایی‌های ناخالص مالی نزد خانوار



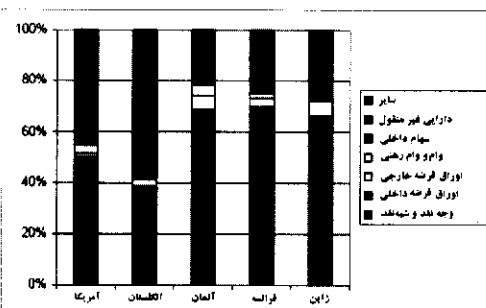
نمودار شماره شانزده - ب

سهم دارایی‌های ناخالص مالی خانوارها از کل GDP



نمودار شماره پانزده

ترکیب دارایی‌های مالی خانوارها



Source: Miles, 1996, Table 5, P.21.

Source: Miles, 1996, Table 4, P.21.

بانک‌ها در این دوره، به فعالیت‌های حق‌الوکاله‌ای چون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشاع، صندوق‌های مستمری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر و ثابت، بانکداری رهنی، کارگزاری بیمه و خدمات معاملاتی روی آورده‌اند.



روش توزیع زمانی ریسک در بین نسل‌ها^(۳۶) می‌باشد. در این روش، ریسک‌های یک میزان دارایی مشخص، در بین نسل‌ها با تجارب ناهمسان توزیع می‌شود. استراتژی دیگری هم به مساله انباشت دارایی به منظور کاهش نوسانات در مصرف در طول زمان تکیه دارد. هر دوی این استراتژی‌ها، نمونه‌هایی از هموارسازی بین‌زمانی بازدهی‌های دارایی می‌باشند.

آلن و گیل نشان می‌دهند که هموارسازی بین‌زمانی در سیستم‌های مالی بانک‌محور^(۳۷) و بازارمحور^(۳۸) متفاوت است. بازارهای مالی تکامل نیافته قادر به استفاده کارآمد از روش هموارسازی بین‌زمانی نیستند، ولیکن موسسات مالی با تجربه زیاد، مانند بانک‌ها تا زمانی که در معرض رقابت چشمگیر با بازارها قرار نگیرند، از این روش می‌توانند استفاده نمایند. در واقع، چنین رقابتی، باعث ازهم‌گسیختگی روش هموارسازی بین‌زمانی موسسات قدیمی می‌شود. این پدیده، ناشی از آن است که افراد در شرایط خوب ترجیح می‌دهند که پول خود را از سیستم بانکی خارج کرده و در بازار سرمایه‌گذاری کنند تا از انباشت دارایی‌های^(۳۹) خود در جایی که منفعتی برای آنها ندارد، اجتناب ورزند. بنابراین، در بلندمدت، هموارسازی بین‌زمانی توسط بانک‌ها، در صورت وجود رقابت در بازارها، موفقیت‌آمیز نخواهد بود.

این نظریه، چارچوبی را برای اندیشیدن به مقوله نقش مدیریت ریسک در سیستم‌های مالی مختلف فراهم می‌آورد. در سیستم‌های مالی بانک‌محور مانند آنچه در ژاپن، فرانسه و آلمان دیده می‌شود، مدیریت ریسک از طریق هموارسازی بین‌زمانی امکانپذیر است و واسطه‌های مالی، ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقد کوتاه‌مدت را حفظ می‌کنند. در این سیستم، انواع دیگر مدیریت ریسک به علت نقش کم توزیع مقطعی ریسک از اهمیت و توجه کمتری برخوردارند. به عبارت دیگر، در سیستم‌های مالی بازارمحور، روش هموارسازی بین‌زمانی به واسطه رقابت بازارهای مالی، امکانپذیر نیست. در این سیستم‌ها، توزیع مقطعی ریسک از اهمیت خاصی برخوردار است. اشخاص و موسسات مالی مستقل برای حفظ منافع و جلب مشتریان خود لازم است که شیوه‌های بسیار متفاوتی را در معاملات و مدیریت ریسک به کار گیرند. آنها نیاز دارند که بدانند چه افرادی ریسک‌پذیرتر هستند و آستانه پذیرش ریسک آنها چه میزان است.

طبق تئوری آلن و گیل، هرچه سیستم‌های مالی گرایش بیشتری به سمت بازار پیدا می‌کنند^(۴۰)، مدیریت ریسک با استفاده از ابزارها و تکنیک‌های مشابه از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شود. بنابراین، تئوری مزبور با این حقیقت سازگاری دارد که مدیریت ریسک در کشورهایی مانند آمریکا و انگلستان در مقایسه با کشورهای چو ژاپن، فرانسه و آلمان - که سیستم

انگلستان ارزش دارایی مالی نسبت به تولید ناخالص داخلی بالاترین میزان، یعنی سه می‌باشد. اما وضعیت در انگلستان و ژاپن از این لحاظ بسیار یکسان است. نتایج نشان می‌دهد که فرانسه و آلمان به ترتیب با سهم دو درصد و ۱/۵ درصد کمترین سهم را دارا می‌باشند.

با درهم‌آمیختن نتایج نمودارهای شماره پانزده و شماره شانزده مشاهده می‌شود که در بین این کشورها، بین میزان دارایی‌های مالی و دارایی‌های مخاطره‌آمیز رابطه همسویی وجود دارد. به عبارت دیگر، نه تنها در انگلستان و آمریکا سهم دارایی‌های مخاطره‌آمیز بالاتر می‌باشد، بلکه این خانوارها دارایی‌های مالی بیشتری را نیز - به‌ویژه در مقایسه با خانوارهای فرانسوی و آلمانی - نگهداری می‌کنند.

حال این سوال مطرح می‌شود که چرا ریسک‌پذیری خانوارها در سیستم‌های مالی مختلف، متفاوت است؟ تئوری مالی استاندارد، هدف اصلی بازارهای مالی را توزیع بهینه ریسک^(۴۱) بیان می‌کند. بازارهای مالی در آمریکا و انگلستان از نظر بسیاری از معیارها، در مقایسه با کشورهای فرانسه، ژاپن و به‌ویژه آلمان توسعه یافته‌تر هستند. این مساله چگونه باعث می‌شود که خانوارهای آمریکایی و انگلیسی نسبت به خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی ریسک بیشتری را بپذیرا باشند؟

آلن و گیل (۱۹۹۷ و ۱۹۹۹a) راه‌حلی برای این معما ارائه داده‌اند. به نظر آنها، تئوری مالی سنتی قادر نیست که چگونگی پوشش ریسک‌های غیرقابل توزیع^(۴۲) را توضیح دهد. این تئوری مجموعه‌ای از دارایی‌ها را در نظر می‌گیرد و تنها بر توزیع موثر این ریسک‌ها از طریق مبادله تکیه دارد. به عنوان مثال، مقوله تنوع‌بخشی (توزیع) استاندارد^(۴۳) مستلزم آن است که خانوارها دارایی‌های خود را به گونه‌ای مبادله کنند که سرمایه‌گذار مقدار کمی از هر ریسک را داشته باشد. در نتیجه، ریسک‌ها به گونه‌ای معامله می‌شوند که افراد ریسک‌گریزتر، بتوانند نسبت به افراد کمتر ریسک‌پذیر، ریسک کمتری را تقبل کنند. این نوع توزیع ریسک، به توزیع مقطعی ریسک موسوم است، چرا که به واسطه مبادلات ریسک در بین افراد در یک زمان مشخص به وجود می‌آید. ضمناً باید در نظر داشت که چنین استراتژی‌هایی نمی‌توانند نوسانات کلان اقتصادی را - که می‌توانند اثری مشابه بر همه دارایی‌ها بگذارند - حذف کنند.

آلن و گیل، فراتر از نظریه سنتی، برای آن دسته از ریسک‌هایی که قابل تنوع‌بخشی نیستند، نظریه هموارسازی بین‌زمانی را پیشنهاد می‌کنند. براساس این نظریه، برای کاهش اثر این ریسک‌ها بر رفاه افراد، می‌توان آنها را در طول زمان هموار نمود. از جمله استراتژی‌های پوشش چنین ریسک‌هایی،

در حال حاضر، بزرگترین بانک‌های منطقه‌ای، بیش از نیمی از درآمد خود را از طریق کارمزدها و درآمدهای تجاری به دست می‌آورند.



هموارسازی بین‌زمانی کاسته است. در شرایط مناسب، به علت بالابودن بازدهی بازارهای مالی، بانک‌ها با جریان خروجی نقدینگی به سمت این بازارها مواجه می‌شوند. در چنین شرایطی، بانک‌ها برای حفظ وضعیت و سهم خود در بازار، مجبور به رقابت با بازارها و پایان‌دادن به روش هموارسازی بین‌زمانی هستند.

داده‌های موجود در بخش دوم، چگونگی تغییر ماهیت عملیات بانک‌ها را در آمریکا نشان می‌دهد. همانطور که در آن بخش اشاره شد، بانک‌ها برای حفظ و بقای خود در بازار مالی، مجبور به نوآوری و نوآوری‌های بیشتری هستند. آنها به بازارهای جدید راه می‌یابند و محصولات جدیدی را عرضه می‌کنند. نقش سنتی آنها هم از سپرده‌گیری و وام‌دهی در این سال‌ها، روندی همواره کاهنده را تجربه کرده است. با وجود مقررات محدودکننده فعالیت‌های مجاز بانک‌ها در حوزه بانکداری تجاری، آنها توانسته‌اند پا را از این مقررات فراتر گذارند و به اصلاحاتی در این مقررات مبادرت ورزند. مقررات جدید به آنها امکان انجام عملیاتی چون پذیرهنویسی^(۴۲)، توزیع^(۴۳)، مدیریت دارایی، عملیات بیمه‌ای و همچنین توسعه محصولات جدید را می‌دهد^(۴۴). همانطور که نمودار شماره ده نشان می‌دهد، آنها در جایگزینی فعالیت‌های حق‌الوکاله‌ای با فعالیت‌های سنتی خود موفق بوده‌اند، و در نتیجه، در بسیاری از معاملات نقش بانک‌ها از عاملیت اصلی^(۴۵) به نمایندگی^(۴۶) تغییر یافته است.

بدهی است که این روند، کاملاً با تغییر شیوه مدیریت ریسک بانک‌ها از هموارسازی بین‌زمانی، به توزیع مقطعی ریسک که در بخش قبلی اشاره شد، سازگاری دارد. واسطه‌های موجود، با انتقال ریسک افرادی که قدرت پذیرش آن را داشته‌اند، توانسته‌اند نقش اصلی را در این بازار ایفا کنند.

در سال‌های اخیر، اگرچه ادبیات زیادی در زمینه نوآوری‌های مالی مطرح شده است (برای اطلاع بیشتر نگاه کنید به آلن و گیل (۹۴)، دافی و راهی (۹۵)، ولیکن این مقالات بیشتر به مقوله نوآوری‌های اوراق بهادار در بازارهای مالی پرداخته‌اند، و نه شناخت نقش واسطه‌ها در فرایند و یا تحولات مستمر در این موسسات. لذا لازم است که کارهای بیشتری در این زمینه برای درک این تحولات صورت گیرد.

نظریه ما به اهمیت موضوع هزینه‌های مشارکت^(۴۷) در شناخت واسطه‌های مالی جدید و نقش جدید آنها پرداخته است. به نظر ما، کاهش هزینه‌های مشارکت، عاملی موثر در ایجاد انگیزه برای نوآوری‌های بیشتر در خدمات مالی است. طبیعی است که مدیریت مستقیم ریسک با استفاده از روش‌های جدید، برای هر فرد به تنهایی بسیار پرهزینه است.

نکته کلیدی که باید به آن توجه داشت، مفهوم دقیق هزینه

مالی آنها کمتر بازارمحور است - از اهمیت بیشتری برخوردار می‌باشد.

همچنین، این تئوری با پدیده رشد سریع مدیریت ریسک در سال‌های اخیر نیز سازگاری دارد. نمودار شماره دو نشان می‌دهد که سیستم مالی آمریکا در قرن اخیر دگرگونی چشمگیری داشته است. تا میانه دهه ۷۰، بانک‌ها به عنوان موسسات مالی غالب در کشور، نقش محوری داشته‌اند و بازارها نقش کم‌رنگی را در این صنعت ایفا می‌کرده‌اند. به علاوه، ساختار سیستم مالی این کشور با کشورهای ژاپن، فرانسه و آلمان شباهت بسیاری داشت - در واقع، تا زمانی که بانک‌ها قادر به هموارسازی بین‌زمانی بودند. اما با گسترش نوآوری‌های مالی در ۲۵ سال اخیر، سیستم مالی از یک سیستم بانک‌محور به سیستم بازارمحور تبدیل شد و همانطور که در بخش قبلی نیز نشان دادیم، بانک‌ها در آمریکا با رقابت شدید بازارها مواجه شدند. به عبارتی، با روی کار آمدن بازارهای مشتقه، مدیریت ریسک اهمیت قابل توجهی پیدا کرد. در آمریکا نیز روزبه‌روز از تعداد واسطه‌هایی که با روش هموارسازی بین‌زمانی ریسک را مدیریت می‌کردند، کاسته شد و بر تعداد واسطه‌های مالی که با این نوع جدید مدیریت ریسک سروکار دارند، افزوده شد.

بخش سوم - تئوری پویای واسطه‌گری

یک تئوری کامل واسطه‌گری، باید جوانب ایستا و پویای فرایند را در نظر بگیرد. در واقع، باید دربردارنده تئوری‌های پویایی باشد که بتواند ضرورت و ماهیت نوآوری‌های مالی را به روشنی بیان کند.

همانطور که نتایج بررسی‌های دو بخش قبلی نشان داد، ما بر این باوریم که نقش واسطه‌ها در آمریکا و همچنین انگلستان تحولی اساسی پیدا کرده است و میزان ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری در این کشورها، متفاوت و از خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی بیشتر است.

در یک اقتصاد مبتنی بر بانک‌های سنتی، که در آن بازارهای مالی تشکل خاصی پیدا نکرده‌اند، شیوه اصلی مدیریت ریسک بانک‌ها بر هموارسازی بین‌زمانی استوار است. این بانک‌ها در شرایط خوب، دارایی‌های نقد کوتاه‌مدت را به عنوان ذخیره حفاظتی^(۴۱) نگه می‌دارند که در شرایط نامطلوب این ذخیره کاهش می‌یابد. در نتیجه این ذخیره حفاظتی، خانوارهایی که عمده دارایی‌شان به صورت سپرده بانکی و بقیه در قالب دارایی‌های با درآمد ثابت می‌باشد، با ریسک کمتری مواجه شده و جریان مصرفی هموار و ملایمی را خواهند داشت.

توسعه بازارهای مالی و رقابت بین بانک‌ها، از کارایی شیوه

نقش اصلی بانک‌ها دیگر تامین مالی مشتریان و ارائه خدمات مالی نیست؛ همچنین آنها دیگر خزانه اصلی پس‌اندازهای نقد در سیستم مالی نیستند، بلکه آنها عملیات خود را به گونه‌ای تجدیدساختار کرده‌اند که کمتر به درآمدهای واسطه‌گری سنتی متکی باشند.



بخش چهارم - نتیجه گیری

دنیای سیستم مالی در دهه اخیر با دگرگونی‌های چشمگیری روبرو بوده است. در آمریکا، بانک‌ها و بسیاری از واسطه‌های دیگر، از فعالیت‌های اصلی و سنتی خود - سپرده‌گیری و وام‌دهی - یا فراتر گذاشته‌اند. اگرچه سهم آنها از اندوخته‌های واسطه‌ای کاهش یافته، ولیکن از سهم آنها نسبت به تولید ناخالص داخلی کاسته نشده است و جایگاه آنها - به عنوان بخش مهمی از سیستم مالی - حفظ شده است. دستیابی به این امر، از طریق جایجایی نقش آنها از یک واسطه مالی ساده، به عملیات حق الوکاله‌ای بوده است.

مقایسه سیستم مالی جدید آمریکا با دیگر سیستم‌های مالی، اگرچه روندی بسیار مشابه را نشان می‌دهد، ولیکن مدل‌های عملیاتی آن کاملاً متفاوت است. به‌طور کلی، آمریکا و انگلستان وضعیتی بسیار مشابه دارند و فرانسه و ژاپن حرکتی به سمت یک مدل انگلو - ساکسون^(۵۲) نشان می‌دهند و آلمان نیز روشی کاملاً متفاوت را دنبال می‌کند.

این مساله به واسطه متفاوت بودن منشأ پیدایش ریسک در اقتصاد این کشورها است و از ترکیب‌های مختلف سبد دارایی آنها می‌توان به این موضوع دست یافت. این نتیجه نشان می‌دهد که تخصیص دارایی‌ها توسط خانوارهای آمریکایی و انگلیسی مشابه، ولی با خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی کاملاً متفاوت است. خانوارهای آمریکایی و انگلیسی، دارایی‌های مخاطره‌آمیز بیشتری را در مقایسه با خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی نگاه می‌دارند.

ما همچنین به این موضوع پرداختیم که در قالب مدل آلن و گیل (۱۹۹۷ و ۱۹۹۹ a) می‌توان به این تفاوت دست یافت. در صورت نبود رقابت شدید در بازارهای مالی، مانند وضعیت ژاپن، فرانسه و آلمان، واسطه‌ها قادر به حذف ریسک از روش هموارسازی بین‌زمانی هستند. آنها با افزایش بازدهی، اقدام به افزایش ذخایر دارایی‌های کوتاه‌مدت می‌کنند و با کاهش بازدهی، از حجم این دارایی‌ها می‌کاهند، ولیکن در آمریکا و انگلستان که بازارهای مالی توسعه یافته‌تری وجود دارد، واسطه‌ها نمی‌توانند این روش را به کارگیرند، و در صورت استفاده از این روش، سرمایه‌گذاران تمامی وجوه خود را از بانک‌ها بیرون کشیده و در دیگر بازارها سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این کشورها، مدیریت ریسک از طریق توزیع مقطعی ریسک میسر است، یعنی مدیریت ریسک با سرمایه‌گذاری در ابزارهای مشتقه و استراتژی‌های مشابه امکانپذیر می‌باشد و نه انتقال ذخایر از دوره‌ای به دوره دیگر.

این تئوری نشان می‌دهد که گسترش چشمگیر بازارهای مالی در آمریکا در ۲۵ سال گذشته، با تغییر ماهیت سیستم صنعت بانکداری سازگاری دارد. تا پیش از این دگرگونی،

مشارکت در این مقوله است. یک تفسیر از هزینه مشارکت، زمان صرف‌شده برای یک تصمیم‌گیری مالی است. براساس نظریه ما، هزینه فرصت زمان افراد، به ویژه برای افراد متخصص، در ۱۵ سال اخیر به شدت افزایش یافته است. اگرچه براساس مطالعه اسکاتلنز و ون‌ونسوین (۱۹۹۹) دستمزدهای واقعی در آمریکا در این دوره ثابت بوده است، ولیکن به علت افزایش نابرابری درآمدها در این دوره، این پدیده برای افراد متخصص - اکثریت پس‌اندازکنندگان - مصداق ندارد و مهمتر آن‌که، هزینه فرصت تنها بخشی از هزینه مشارکت در بازارها را تشکیل می‌دهد.

درک کامل مفهوم هزینه مشارکت، مستلزم شناخت انواع نوآوری در این بازار است. انجام معاملات پیچیده، پیدایش ریسک‌های پیچیده و مدیریت آن، مستلزم تخصص و دانش بالایی است. چگونگی دستیابی و استفاده از چنین تخصص‌هایی، پایه اصلی برای درک مفهوم هزینه‌های مشارکت است.

آنچه بیشتر واسطه‌های جدید انجام می‌دهند، رودررو کردن افراد با بازارهای مالی پیچیده است. به منظور چنین رویارویی موثری، واسطه‌ها باید محصولات خود را تا حد امکان ساده و قابل درک معرفی کنند؛ حتی اگر به آن سادگی قابل اجرا نباشند. از طرف دیگر، طبق نظر آلن و گیل (۱۹۹۹ b) اصولاً زمانی که سرمایه‌گذار با محصول مالی خاص آشنایی ندارد، چنین تصمیم‌گیری‌هایی را به واسطه واگذار می‌کند و این رفتار، رابطه بلندمدتی را بین سپرده‌گذار و واسطه برقرار می‌کند. در چنین شرایطی، بازارهای مالی و واسطه‌های مالی رابطه‌ای مبتنی بر همزیستی مسالمت‌آمیز دارند که موجبات اعتماد بیشتر سرمایه‌گذارانی را فراهم می‌آورد که تصمیمات خود را به واسطه‌ها واگذار کرده‌اند. به عبارتی، واسطه‌ها و بازارهای مالی برای بقا و ادامه فعالیت خود به یکدیگر نیاز دارند. بدون وجود واسطه‌ها، نبود اطلاعات کافی برای مشارکت، مانع از مشارکت^(۴۸) سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی جدید می‌شود و امکان دوام بازارها به تنهایی وجود ندارد. همزمان، بازارهای مالی نسبت به گذشته امکاناتی را فراهم کرده‌اند که از آن طریق، می‌توان ریسک‌های عملیاتی را به‌طور کارایی پوشش داد.

این مقاله نشان می‌دهد که نوآوری‌ها نقش مهمی را در تئوری واسطه‌گری^(۴۹) بازی می‌کنند. بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی به دنبال یافتن راه‌های جدید برای کاهش هزینه‌های مشارکت هستند. این مساله این امکان را فراهم می‌آورد تا هر فردی از توزیع مقطعی ریسک منفعت ببرد. مرتون و بادی^(۵۰) (۱۹۹۵) عبارت "ماربیچ نوآوری‌های مالی"^(۵۱) را برای بیان این پدیده به کار برده‌اند.

چرا ریسک‌پذیری خانوارها در سیستم‌های مالی مختلف، متفاوت است؟ و چرا خانوارهای آمریکایی و انگلیسی نسبت به خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی ریسک‌پذیرترند؟



به علت اختلاف سیستم حسابداری کشورهای مختلف قابل اغماض نیست. همچنین، این روش تمایزی بین منابع مالی داخلی و خارجی یا وجود اهمیت آن قابل نشده است. روش دیگر که بیشتر مورد استفاده قرار گرفته، استفاده از حساب‌های ملی کشورهاست. می‌یر (۱۹۸۸ و ۱۹۹۰) و پس از آن برترو (۱۹۹۴) و کوربت و جنکینسون (۱۹۹۶) پیشگامان این روش بشمار می‌آیند. مزیت این شیوه در این است که می‌توان قیاسی درست و قابل اتکا را از داده‌ها و همچنین، تامین مالی داخلی و خارجی داشت.

این مطالعات، خالص تامین مالی^(۵۷) از طریق منابع مختلف را مورد توجه قرار می‌دهند و بر این اساس، میزان سرمایه‌گذاری صورت‌گرفته را محاسبه می‌کنند. جدول شماره یک برگرفته از کار برترو برای فرانسه (۱۹۹۴) و کار کوربت و جنکینسون (۱۹۹۶) برای سایر کشورها، نتایجی را در این زمینه در دوره ۸۹-۷۰ آشکار می‌سازد. این نتایج نشان می‌دهد که تاکنون تامین مالی داخلی، عمده‌ترین روش جمع‌آوری وجوه در همه کشورها بوده است. تامین مالی بانک‌ها، در بیشتر کشورها، به‌ویژه در ژاپن و فرانسه، از اهمیت نسبتاً زیادی برخوردار است. تامین مالی از طریق اوراق قرضه^(۵۸) تنها در آمریکا ابزار مهمی می‌باشد و تامین مالی از طریق سهام^(۵۹) - از جمله بازخرید سهام^(۶۰) - در همه کشورها نقشی کم و یا حتی منفی - به عنوان مثال، بازخرید سهام - دارد.

حال این سوال مطرح است که چگونه می‌توان به رابطه معناداری بین این نتایج و اطلاعات مربوط به ترکیب سبد دارایی‌های خانوار دست یافت؟ به نظر می‌رسد که در بلندمدت سبدهای دارایی خانوار، یازتابی از الگوهای تامین مالی بنگاهها^(۶۱) می‌باشد. از آنجایی که تامین مالی داخلی به سهامداران تعلق می‌گیرد، لذا ممکن است این تصور ایجاد شود که سهام از اهمیت زیادی، به‌خصوص در ژاپن، فرانسه و آلمان

بانک‌ها در بازارهای مالی رقابت کمتری یا دیگر واسطه‌های مالی داشتند و هموارسازی بین‌زمانی، روشی موثر در مهار ریسک بود، اما افزایش رقابت بازارهای مالی، موجب ناکارآمدی این شیوه شد و واسطه‌ها را وادار به استفاده از روش‌های دیگری برای مهار ریسک کرد. افزایش اهمیت توزیع مقطعی ریسک هم منجر به استفاده از ابزارهای مشتقه و سایر روش‌های مدیریت ریسک شد. این تحولات، بانک‌ها را مجبور به تغییر ماهیت خود از فعالیت‌های سنتی سپرده‌پذیری و وام‌دهی، به سمت فعالیت‌های حق‌الوکاله‌ای نمود تا بتوانند با نوآوری و کارآفرینی در خدمات مالی، وضعیت خود را در صنعت حفظ نمایند.

هنوز هم یکسری مسایل مبهم و یا حداقل موضوعات باز باقی مانده‌اند. در بخش سوم مقاله، به بررسی سبدهای دارایی خانوارها در کشورهای مختلف پرداختیم و نشان دادیم که ترکیب سبد خانوارهای آمریکایی و انگلیسی، با خانوارهای ژاپنی، فرانسوی و آلمانی کاملاً متفاوت است، اگرچه به موازات این کار، پژوهش دیگری شیوه‌های تامین مالی شرکت‌ها را عامل وجود این تفاوت‌ها در بخش مالی می‌داند. در این زمینه، مطالعات زیادی صورت گرفته است که از آن جمله می‌توان به می‌یر^(۵۳) (۱۹۸۸ و ۱۹۹۰)، برترو^(۵۴) (۱۹۹۴)، راجان و زینگالز^(۵۵) (۱۹۹۵)، کوربت و جنکینسون^(۵۶) (۱۹۹۶) اشاره کرد، هرچند که نتایج بررسی‌های انجام‌شده در این مطالعات، به شفافیت نتایج گزارش ما نمی‌باشد.

لازم به ذکر است که از جمله مشکل اصلی در این مطالعات، داده‌های آماری است. در بررسی ادبیات تامین مالی شرکت‌ها، از دو منبع آماری استفاده شده است. اولین منبع، داده‌های بازار و حسابداری با تمرکز بر ساختار سرمایه شرکت‌ها است که می‌توان به کار راجان و زینگالز (۱۹۹۵) به عنوان بهترین مقاله در این زمینه اشاره کرد. این شیوه، مشکلاتی را به همراه دارد که

جدول شماره یک

میانگین ساده تامین منابع مالی بنگاه‌های غیرمالی (ناخالص) سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۹

(درصد از کل)

شرح	آمریکا	انگلستان	ژاپن	فرانسه	آلمان
تامین منابع داخلی	۹۱/۳	۹۷/۳	۶۹/۳	۶۰/۶	۸۰/۶
وام بانکی	۱۶/۶	۱۹/۵	۳۰/۵	۴۰/۶	۱۱
اوراق قرضه	۱۷/۱	۳/۵	۴/۷	۱/۳	-۰/۶
انتشار سهام جدید	-۸/۸	-۱۰/۴	۳/۷	۶	۰/۹
اعتبار تجاری	-۳/۷	-۱/۴	-۸/۱	-۲/۸	-۱/۹
نقل و انتقالات سرمایه	-	۲/۵	-	۱/۹	۸/۵
سایر	-۳/۸	-۲/۹	-۰/۱	-۶/۵	۱/۵
تعدیلات آماری	-۸/۷	-۸	۰	۲/۵	۰

منبع: برترو (۱۹۹۴) و کوربت و جنکینسون (۱۹۹۶).

مردم در شرایط خوب ترجیح می‌دهند که پول خود را از سیستم بانکی خارج کرده و در بازار سرمایه‌گذاری کنند تا از انباشت دارایی‌های خود در جایی که منفعتی برایشان ندارد، اجتناب ورزند.



خالص وضعیت باز ملاک محاسبه ارزش می‌باشد. در نتیجه، این مساله باعث می‌شود که از حجم کل معاملات ریسک‌زا و وضعیت‌های واقعی برآوردی بیش از حد داشته باشیم. این که چه معیار مناسبتری می‌تواند جایگزین این روش شود، هنوز جای سوال است. تنها مطلبی که در این زمینه می‌توان گفت، آن است که ریسک موجود در فعالیت‌های مزبور^(۶۷) را بیش از حد نشان می‌دهد.

زیر نویس‌ها

1) Journal of Banking and Finance / 25 (2001) / P.271-294.

۲) اگرچه Mutual Funds در اصل به معنای شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر و با نایت می‌باشد، ولی اصولاً زمانی که این واژه به تنهایی به کار می‌رود، به شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر اطلاق می‌شود (مترجم).

- 3) Intertemporally Smoothing.
- 4) Transaction Costs.
- 5) Assymetric Informations.
- 6) Dewatripont & Tirole.
- 7) Freixas & Rochet.
- 8) Santomero.
- 9) Bhattacharya & Thakor.
- 10) Options.
- 11) Future.
- 12) Allen & Santomero.
- 13) Risk Trading.
- 14) Participation Costs.
- 15) Schotlens & Vanwensveen.
- 16) Financial Innovation.
- 17) Transformation.
- 18) Schmidt et al.
- 19) Allen & Gale.
- 20) Forward.
- 21) Business Week / 12 June 1995 / P.70.
- 22) Full Service.
- 23) Securitization.
- 24) Credit Card Receivables.
- 25) Collateralized Loan Obligation.
- 26) As the Baby Boom Matures.
- 27) Baby Boom.

(۲۸) BIS سال ۱۹۹۸، جدول ۷.

(۲۹) BIS سال ۱۹۹۸، جدول ۱۲.

30) Payment Vehicles.

(۳۱) هم Kaufman and Mote (۱۹۹۴) و هم Boyd and Gertler (۱۹۹۴) به این نکته اشاره کرده‌اند.

32) Money Center Banks.

33) Risk Diversification.

34) Hedging Nondiversifiable Risk.

35) Standard Diversification Argument.

برخوردار است، هر چند که تفاوت‌های زیادی میان دو سری داده‌ها وجود دارد. به عنوان مثال، سبد دارایی خانوارها، دارایی‌های مالی را شامل می‌شود و بنگاه‌های خصوصی را در بر نمی‌گیرد، در حالی که منابع این وجوه و استفاده‌کنندگان آن، همه شرکت‌ها را در بر دارد. با وجود این، چنین اختلافاتی نمی‌تواند چنین منابرت‌های فاحشی را سبب شود.

برای رفع این مغایرت، راه‌حل واحد و مورد توافق وجود ندارد، هر چند که در مقاله اخیر هکتال و اشمیت (۱۹۹۹)^(۶۲) این مساله را به واسطه یک فرض تقریباً خنثا (بی‌اثر) در روش‌شناسی به کار رفته در این مطالعات می‌دانند، از جمله این فرضیه که تامین مالی جدید توسط بانک در ابتدا برای بازپرداخت وام‌های گذشته و بقیه آن برای سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. این مساله برای سایر روش‌های تامین منابع مالی مانند اوراق قرضه و سهام نیز دیده می‌شود. تنها استثنا هم در تامین مالی داخلی است که در آن، چیزی برای بازپرداخت وجود ندارد. این فرضیه، اندازه‌گیری منابع تامین مالی را با اشتباه مواجه می‌سازد و آن را بیش از حد واقعی مهم جلوه می‌دهد و با تصحیح این اشتباهات، ارقام به دست آمده با ارقامی که در اینجا گزارش شده، مطابقت دارد.

معمای دیگر بر سر میزان فعالیت‌های ریسک‌زا در بازارهای مالی است که با شاخص‌هایی از جمله وضعیت باز و یا مقادیر اسمی معاملات نرخ ارز و ابزارهای مشتقه قابل سنجش است. به سختی می‌توان ادعا نمود که چنین مبالغ زیادی صرفاً منجر به انتقال ریسک بین ذینفع‌های نهایی خواهد بود. اگرچه مشکلات اندازه‌گیری زیادی در این زمینه می‌تواند مطرح شود، ولیکن مشکل واقعی بر سر شیوه‌ای است که در آن حجم معاملات ملاک محاسبه ریسک در بازارهای استاندارد می‌باشد. به خاطر می‌آورید که مبادله ریسک فعالیت پویایی است که به واسطه نیاز حداقل یک فرد (گروه) برای تغییر بازدهی احتمالی در یک معامله مالی پدید می‌آید. همانطور که شرایط تغییر می‌کند، معاملات پوششی^(۶۳) یا یکسری فعالیت‌های جایگزین^(۶۴) برای بهبود وضعیت و تغییر بازدهی مالی توسط ذینفع صورت می‌گیرد. در نتیجه، در طول زمان، بسیاری از این معاملات پوشش داده می‌شوند و لذا وضعیت باز، کسر کوچکی از حجم معاملات خواهد بود، اگرچه باز هم بیشتر فعالیت‌های ریسک‌زا مربوط به بازار واسطه - کارگزار^(۶۵) می‌باشد. به عنوان مثال، بیشتر معاملات ارزی، عملیات معاملات تمویزی^(۶۶)، و مشتقه‌های اعتباری در زمره معاملات واسطه - کارگزار قرار می‌گیرند.

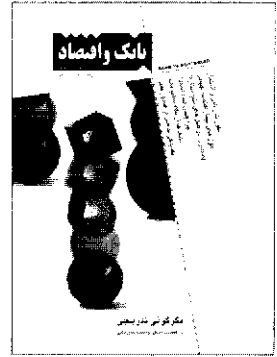
این مساله از آنجایی حایز اهمیت است که در اندازه‌گیری ریسک، حجم معاملات واسطه - کارگزار بر اساس مقادیر اسمی ناخالص آن محاسبه می‌شود. از طرف دیگر، برای معاملات ارز

چگونگی تغییر ماهیت عملیات بانک‌ها در آمریکا نشان می‌دهد که بانک‌ها برای حفظ و بقای خود در بازار مالی، مجبور به نوآفرینی و نوآوری‌های بیشتری هستند.

- 51) Financial Innovation Spiral.
- 52) Anglo - Saxon.
- 53) Mayer.
- 54) Bertero.
- 55) Rajan & Zingales.
- 56) Robert & Jenkinson.
- 57) Net Financing.
- 58) Bond Finance.
- 59) Equity Finance.
- 60) Shares are being Repurchased in Aggregate.
- 61) Financing Pattern of Firm.
- 62) Hackethel and Schmidt.
- 63) Offsetting Trades.
- 64) Alternative Subsequent Trades.
- 65) Broker - Dealer.
- 66) Swaps.
- 67) Activity in Question.

- 36) Intergeneration Risk Sharing.
Bank-based System (۳۷): منظور آن دسته از موسساتی است که صرفاً خدمات بانکی انجام می‌دهند (مبتنی بر خدمات بانکی) (مترجم).
- 3۸) Market Oriented: منظور آن دسته از موسساتی است که کلیه خدمات مالی را انجام می‌دهند (مبتنی بر بازار یا خدمات مالی) مانند Conglomerates و... (مترجم).
- 39) Asset Accumulation.
۴۰) سیستم‌های مبتنی بر بازار یا بازارمحور (مترجم).
- 41) Buffer.
۴۲) Underwriting: در این شیوه، پذیرهنویس، اوراق بهادار جدید را به فروش عموم رسانده و فروش تعداد مشخصی از این اوراق را به قیمت مشخص برای صادرکننده تضمین می‌کند. ریسک ناشی از کاهش قیمت یا عدم فروش این اوراق نیز متوجه پذیرهنویس است. (Investor Words.com)
- ۴۳) Distribution: فروش تدریجی سهام یک شرکت خاص به منظور جلوگیری از اثرات منفی فروش یکباره آن در بازار. (Investor Words.com)
- ۴۴) برای اطلاعات بیشتر در این زمینه، نگاه کنید به: فصل ۲۴، ساتامرو و بابل (۹۷).

- 45) Principal
- 46) Agent.
- 47) Participation Costs.
- 48) Reaping.
- 49) Theory of Intermediation.
- 50) Merton & Bodie.



کاهش هزینه مشارکت،
عاملی موثر در ایجاد انگیزه
برای نوآوری‌های بیشتر در
خدمات مالی است.

برگه اشتراک

تاریخ

نام و نام خانوادگی مشترک:

سن: تحصیلات: شغل:

شماره‌های درخواستی: از شماره تا شماره

نشانی پستی:

شماره تلفن تماس:

مشترک گرامی

* هزینه اشتراک مجله برای ششماه ۲۴۰۰۰ ریال و برای یک سال ۴۸۰۰۰ ریال است. لطفاً هزینه اشتراک را به حساب بانکی شماره ۲۷۸۹۰۳۰۰۱ نزد شعبه سامان بانک تجارت (کد ۳۲۴) واریز کنید و فتوکپی رسید بانکی را همراه با برگه اشتراک تکمیل شده به نشانی زیر بفرستید:

تهران / خیابان حجاب / کوچه سوم / شماره ۱۱+۲ / صندوق پستی: تهران / ۱۴۱۵۵-۵۵۴۸