

## برنامه‌های اعتباری هدایت شده برای کشاورزی و صنعت بحث‌هایی از نظریه تا واقعیت

چارلز دلبیو. کالمیریس - چارلز پی. هیمل برگ / ترجمه فتح‌اله تارلی - سعید جوادی پور\*

انگیزه برنامه‌های دولتی در راستای فراهم کردن اعتبارات هدایت شده برای کشاورزی و صنعت ریشه در بحث اطلاعات نامتقارن در بازارهای سرمایه دارد تا بتواند از طریق رفع محدودیت‌های تأمین مالی، منافع را در بازار مالی به وجود آورد. در بخش کشاورزی، برنامه‌های اعتباری هدایت شده به کشاورزان کمک می‌کند ثروت کافی برای تملک زمینی که روی آن کار می‌کنند، جمع‌آوری کرده و تخصیص منابع از این طریق بهبود یابد. در بخش صنعت، عواید ناشی از اعتبارات دولتی ممکن است به علت وجود آثار خارجی بازار محصول و بازار عوامل تولید باشد (در عین حال عواید مستقیم ناشی از کاهش محدودیت‌های اعتباری نیز وجود دارد). به طور کلی، در هر دو بخش، اعتبارات دولتی می‌تواند برای غلبه بر موانعی که واسطه‌های مالی بخش خصوصی با آن روبه‌رو هستند، مفید واقع شود. این موانع، به‌ویژه، هنگام وام‌دادن بروز می‌کند که نیازمند هزینه‌های اولیه ثابت است و واسطه‌های مالی قادر به جبران آن نیستند.<sup>۱</sup>

این‌که آیا دخالت دولت در بازارهای اعتباری می‌تواند موجب دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده شود بستگی به سازوکاری دارد که برای اعطای اعتبارات هدایت شده انتخاب می‌شود. در بعضی موارد، شرایط آسان بازپرداخت و محدودیت‌های ناچیز، به ناکارایی دخالت دولت منتهی می‌شود. ولی در بیشتر موارد می‌توان این مسأله را با استقرار سازوکارهای شفاف‌ی که تخصیص مناسب وجوه و بازپرداخت آن را تضمین می‌کند، حل کرد.

\* به ترتیب دکترای اقتصاد و عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی، کارشناس ارشد اقتصاد و کارشناس

شواهد برنامه‌های اعتباری صنعتی ژاپن بیانگر آن است که بین موفقیت این کشور در هدایت اعتبار به تولیدکنندگان ابزار و ماشین‌آلات و فرایند تصمیم‌گیری توزیع اعتبار، ارتباط آشکاری وجود دارد.

به تازگی تحقیقات انجام شده، در صدد بررسی نقش برنامه‌های اعتباری هدایت شده در کاهش تخصیص نامناسب احتمالی سرمایه، به علت اطلاعات نامتقارن، هستند. در این مقاله احتمال تفاوت ماهیت این‌گونه تخصیص‌های نامناسب در بخش‌های کشاورزی و صنعت بررسی می‌شود و در نتیجه، شیوه دخالت‌های دولت در بازارهای سرمایه این دو بخش هم باید متفاوت باشد. ابتدا در مورد تخصیص‌های بازار سرمایه تحت شرایط نبود تقارن اطلاعات بحث خواهد شد و سپس این مفاهیم نظری به بخش‌های کشاورزی و صنعت تعمیم داده می‌شود. همچنین با ارائه تخمین‌هایی از روش خود رگرسیون برداری پانل دیتا، برخی شواهد تجربی مقدماتی، در مورد آثار برنامه‌های اعتباری هدایت شده در بخش صنعت ژاپن، بیان می‌شود.

این رگرسیون‌ها آثار بنیانی و مثبت وام‌های دولتی ژاپن در دهه ۸۰ را بر سرمایه‌گذاری تولیدکنندگان ابزار و ماشین‌آلات آشکار می‌کنند.

## تخصیص سرمایه در شرایط اطلاعات نامتقارن

الگوهای نظری با کنار گذاشتن فرض اطلاعات متقارن درک ما را از نقش نواقص بازار سرمایه در تعیین رفتار سرمایه‌گذاری و ایجاد واسطه‌های مالی افزایش داده‌اند. با مروری بر ادبیات موضوع، نکته‌ای که بیشتر به چشم می‌خورد، این است که امکان دارد طرح‌های خوب و جوهی را که شایسته آن هستند، دریافت نکنند. زیرا در شرایطی که وام‌گیرنده می‌تواند به واسطه اطلاعات نامتقارن — از فریب وام‌دهنده سود ببرد، تعیین طرح‌های خوب و تحقیق بدون هزینه برای سرمایه‌گذاران مشکل است. به این ترتیب، در چنین شرایطی بعضی از سرمایه‌گذاری‌های مناسب، محروم می‌مانند. بنابراین، تلاش کارآفرینان به گونه‌ای شایسته تدارک و تجهیز نمی‌شود و وام‌ها اغلب به صورت نامناسب قیمت‌گذاری شده و گاهی سهمیه‌بندی می‌شوند.<sup>۲</sup>

نکته بعدی که در ادبیات موضوع دیده می‌شود، آن است که ثروت وام‌گیرندگان سطح سرمایه‌گذاری آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. هنگامی که وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان اطلاعات متقارنی دارند، تخصیص وجوه سرمایه‌گذاری، مستقل از توزیع ثروت است، در حالی که تحت شرایط اطلاعات نامتقارن — یعنی هنگامی که وام‌گیرندگان اطلاعات بهتری نسبت به وام‌دهندگان دارند — کارآفرینانی که ثروت خود را در معرض خطر قرار می‌دهند، می‌توانند اعتماد وام‌دهندگان را افزایش دهند و از این طریق نسبت جوهی که از

منابع پرهزینه تأمین مالی بیرونی<sup>۳</sup> مورد نیاز است، کاهش دهند.<sup>۴</sup> بخش مهمی از شواهد اقتصاد خرد، بیان می‌کند، در شرایطی که تأمین مالی بیرونی نسبتاً پرهزینه است، تغییر در تأمین مالی درونی می‌تواند اثر تخصیصی بر سرمایه‌گذاری داشته باشد.<sup>۵</sup>

ادبیات نظری جدید در مورد نواقص بازار سرمایه، با شیوه اتخاذ تریبات مالی مرتبط است. به این ترتیب، ملاحظه می‌شود در محیط سرشار از اطلاعات، قراردادهای مالی باید به‌طور دقیق شرایط جبران زیاد را در صورت وقوع هر حادثه غیرمترقبه‌ای تعیین کنند و احتمالاً در شرایط اطلاعات نامتقارن، شکل‌های پیچیده‌تری از قراردادهای مالی مطلوب خواهند بود. زیرا از یک سو انگیزه‌های وام‌گیرنده را تحت تأثیر قرار می‌دهند (به‌عنوان مثال از طریق کاهش دادن عایدی ناشی از یک راهبرد پرخطر) و از یک سوی دیگر به وام‌دهنده کمک می‌کنند تا در هزینه‌های نظارت صرفه‌جویی کند. برای مثال، قراردادهای بدهی (وام) ساده می‌توانند بهتر باشند، زیرا تعداد مواردی که وام‌دهنده باید در مورد سود بنگاه تحقیق کند را کاهش می‌دهند<sup>۶</sup> و به‌علاوه پی‌آمدهای ناشی از انتخاب نامناسب<sup>۷</sup> را نیز محدود می‌کنند.<sup>۸</sup>

واسطه‌های مالی نقش مهمی در رفع برخی از محدودیت‌های وام‌گیری بر عهده دارند و این محدودیت‌ها بیشتر از اطلاعات نامتقارن است. به‌عنوان مثال، بانک‌ها می‌توانند در هزینه‌های کسب اطلاعات صرفه‌جویی کنند، زیرا [نسبت به وام‌دهندگان خصوصی] برای شناسایی وام‌گیرندگان مناسب، نظارت بر اقدام‌ها و نتایج همین‌طور اجرای قراردادهای، بهتر تجهیز شده‌اند.<sup>۹</sup>

ویژگی جالب توجه اطلاعات نامتقارن در مقایسه با اطلاعات کامل، آسیب‌پذیری و شکنندگی آن است. یعنی تحت شرایط نبود تقارن اطلاعات، هم تخصیص سرمایه و هم تخصیص مصرف، در برابر اختلالات آسیب‌پذیرترند، به‌گونه‌ای که در این شرایط، قراردادهای بدهی ساده به‌صورت وجه غالب تأمین مالی در می‌آید، بانک‌ها منشأ ایجاد وام‌ها می‌شوند و بر وام‌ها تسلط دارند، نسبت‌های بسیار بالای تأمین مالی داخلی [سهام وام‌گیرنده در سرمایه‌گذاری] الزامی است و پوشش ریسک‌های متنوع بسیار سخت‌تر می‌شود. طبعاً راهبرد تکیه بر بدهی، می‌تواند خطر بحران‌های مالی پُر هزینه - و حتی ورشکستگی - را در پی داشته باشد. به‌دلایل مختلف، سرمایه‌گذاران و پس‌اندازکنندگان قادر به متنوع‌کردن ریسک‌ها نیستند. از دلایل آن می‌توان به این مطلب اشاره کرد که وام‌گیرندگان سهم نامتناسبی از ریسک را جذب می‌کنند، تکیه بر تأمین مالی داخلی توانایی بنگاه را برای تنوع بخشی کاهش می‌دهد و مطابقت انگیزه [بین بنگاه‌های تکیه‌کننده بر تأمین مالی داخلی و بانک‌ها] توانایی بالقوه بانک‌ها را برای فروش وام محدود می‌کند. به‌علاوه، مطالبات سپرده‌گذاران در بانک‌هایی که شبکه شعب گسترده ندارند، مبتنی بر دارایی‌هایی است که بیشتر منشأ محلی داشته و در نهایت، ورشکستگی بانک‌ها می‌تواند توانایی نظام مالی را در تخصیص کارایی سرمایه کاهش

کارهای تجربی، چارچوبی را فراهم می‌آورد که به وسیله آن می‌توان به انتخاب‌های انجام شده در بعضی موارد پی برد. از جمله می‌توان به انتخاب‌های صورت گرفته در مورد ساختار نهادی و قراردادی پرهزینه، نبود امکان تنوع بخشی به ریسک‌ها و سرمایه‌گذاری کمتر از حد اشاره کرد. بنابراین، مسأله اطلاعات نامتقارن در بازارها و واسطه‌های مالی، یک پیام عمومی در بردارد: "روابط مالی فقط پدیده‌های زنجیره‌ای مرتبط با یکدیگر<sup>۱۱</sup> نیست بلکه ترکیب و توزیع ثروت قرض‌گیرندگان، شکل‌های خاص قراردادهای مالی و فعالیت‌های واسطه‌های مالی، نیز تخصیص سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهند".

این رهیافت، کاربردهای واضحی برای سیاست‌گذاری در بردارد. به این معنا که فراهم کردن فضایی که در آن حقوق مالکیت، قراردادها و نهادهای مالی بتوانند پیشرفت کنند، بسیار مهم است. آنچه که وضوح کمتری دارد، شیوه تأثیر برنامه‌های اعتباری هدایت شده دولت بر تخصیص سرمایه و بهبود آن است. چنین برنامه‌هایی معمولاً سبب جایگزینی دولت به جای پس‌اندازهایی می‌شود که از طریق بخش خصوصی در دسترس بوده‌اند. منطق چنین دخالت‌هایی و نحوه بروز آن‌ها، با توجه به این‌که وام در کدام یک از بازارهای اعتباری کشاورزی یا صنعتی پرداخت شود، متفاوت است.

## بازارهای سرمایه کشاورزی و سیاست‌گذاری

مدت زمان مدیدی است که اقتصاددانان دریافته‌اند که ملاحظات مربوط به اطلاعات نامتقارن، به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه، به منبع اعتبار اعطایی در بخش کشاورزی مرتبط است. آکرلوف<sup>۱۲</sup> چنین بحث می‌کند؛ کمیابی اعتبار که نتیجه اطلاعات نامتقارن است مهم‌ترین منبعی است که موجب شده کشاورزان در کشور هند و نواحی دیگر دارای مالکیت زمین نباشند. ادبیات جدید اطلاعات نامتقارن و سهمیه‌بندی اعتباری در جوامع کشاورزی توسعه نیافته<sup>۱۳</sup>، بر پی‌آمدهای نبود رقابت، در بازارهای اعتبار محلی و برتری وام‌دهندگان محلی در این بازارها تأکید می‌کند که نتیجه آن تبدیل کشاورزان به مزدور در زمین طلبکاران است.

کمیابی اعتبار در نواحی کشاورزی، معمولاً در نتیجه قدرت انحصاری اربابان ثروتمند به شکل کسب اجاره و منفعت به‌وجود می‌آید و تحلیل‌های مرتبط، نبود واسطه‌های مالی در این نواحی را پیش فرض قرار داده‌اند، زیرا افتتاح یک بانک بسیار پرهزینه است و هر چه جمعیت ناحیه پراکنده‌تر باشد، هزینه‌های اعطای وام بیشتر می‌شود. بانک‌هایی که در شهرستان‌ها یا شهرها فعالیت می‌کنند، می‌توانند انواع زیادی از کسب و کارها را تأمین مالی کنند، در حالی که بانک‌های نواحی کشاورزی، مجبور به انجام فعالیت تخصصی

در سبد وام‌های بی‌تنوعی هستند که آن‌ها را در برابر آثار آب و هوا و قیمت‌های نامناسب به شدت آسیب‌پذیر می‌کند. اما می‌توان به بانک‌ها اجازه داد شعبه‌هایی افتتاح کنند که هزینه‌های سربرار کمتری داشته و کم هزینه‌تر باشند و به این ترتیب این دو مشکل تا حدی رفع می‌شود.<sup>۱۴</sup>

اثبات ادعای شایستگی دریافت اعتبار برای کشاورزان به سادگی امکان‌پذیر نیست و به همین دلیل، فرایند تخصیص سرمایه در نواحی کشاورزی، کند است. این موضوع نیز از دو مسأله ذاتی کشاورزی ناشی می‌شود، نخست، تولید کشاورزی نیازمند مقادیر بسیاری از اعتبارات پیش پرداختی و همین‌طور نیازمند تأخیر در بازپرداخت وام [تا زمان برداشت محصول] است و دوم از آن‌جاکه کشاورزان ثروت خود را بیشتر به صورت زمین کشاورزی نگاه‌داری می‌کنند، تنوع بخش‌داری و ریسک مربوطه بر ایشان سخت است.<sup>۱۵</sup> کشاورزان معمولاً می‌خواهند تا جایی‌که ممکن است مالک زمین خود باشند، اگرچه ارزش زمین نیز به قیمت‌های بسیار متغیری که برای محصولاتش پرداخت می‌شود، بستگی دارد.

گاهی کشاورزان می‌خواهند ریسک‌داری خود را حتی بیش از حالت معمول متنوع کنند، چراکه توانایی آن‌ها برای سرمایه‌گذاری وابسته به ادامه دسترسی به اعتبار است [زیرا واسطه‌های مالی به کشاورزانی که دارای متنوع‌تری دارند راحت‌تر وام می‌دهند] با این حال ممکن است عواید ناشی از کاهش هزینه‌های وام‌گیری کمتر از هزینه‌های تنوع بخشی باشد. از بخت بد روزگار بعضی از پر مخاطره‌ترین‌داری‌ها در اقتصاد [زمین کشاورزی] به عنوان تنها شکل ثروت به وسیله برخی از ریسک‌گریزترین سرمایه‌گذاران [کشاورزان] نگهداری می‌شود. مشکل زمانی شدت می‌یابد که کشاورزان ریسک‌گریز ترکیب محصول خود را نیز متنوع نکنند. یک مورد افراطی پس از جنگ در جنوب آمریکا (۱۸۶۵-۱۸۹۱) رخ داد که تولید پنبه با وجود پرخطر بودن، همچنان به صورت تک محصولی ادامه داشته است، زیرا کشت پنبه بهترین بخت کشاورزان برای بقا یا رشد در فعالیت کشاورزی بوده است.<sup>۱۶</sup>

بانک‌ها زمانی که می‌خواهند به مناطق جدید وارد شوند یا وام‌های جدید اعطا کنند، میزان پُر خطر بودن وثیقه وام‌گیرندگان را مد نظر قرار می‌دهند. در نواحی که قیمت زمین‌ها بی‌ثبات است، بانک‌ها برای ارائه وام‌ها محدودیت‌های کمتری در نظر می‌گیرند، ولی میزان بهره‌های بالاتری مطالبه می‌کنند. همچنین نسبت به سرمایه‌گذاری در کسب اطلاعات از وام‌گیرندگان جدید یا وارد شدن در بازارهای روستایی دارای انباشت سرمایه ناچیز بی‌میل هستند.<sup>۱۷</sup>

ریسک ناشی از متنوع نبودن‌داری‌ها در کشاورزی را نمی‌توان با ایجاد ترکیب مالکیت تعاونی زمین و زمین‌های اجاره‌ای کشاورزی از بین برد. اگرچه قرارداد مزارعه<sup>۱۸</sup> خطر کاهش ارزش زمین را برای کشاورز از بین می‌برد، ولی در حقیقت کشاورزانی که می‌توانند مالک زمین باشند اغلب مالکیت را انتخاب می‌کنند،

زیرا کارایی نسبی در شرایط مالکیت شخصی بر زمین بدیهی است. مطالعات مزارعه<sup>۱۹</sup> بیانگر آن است که مشکلات صاحب اصلی<sup>۲۰</sup> (شامل اثبات هزینه زیاد سهم عوامل؛ کار، زمین و محصول) راه حل مزارعه یا اجاره را تبدیل به بهینه دوم می‌کند. بحث‌های مشابهی را نیز می‌توان برای بازار اجاره سرمایه (ماشین‌آلات) به کاربرد، که می‌تواند سرمایه‌بری و پیشرفت فن‌آوری را [در بخش کشاورزی] محدود کند.

## برنامه‌های اعتباری هدایت شده دولتی برای کشاورزی

یکی از راه‌های حل مسائل بازار سرمایه کشاورزی، کمک اعتباری دولت به کشاورزان است. برای مثال دولت امریکا از طریق نظام اعتباری کشاورزی نیمه دولتی، امکاناتی نظیر وام‌های مستقیم، ضمانت‌های وام و تأمین مالی یارانه‌ای فراهم آورده است. اما این دیدگاه با مسائل متعددی روبرو است.

گرچه دولت‌ها نسبت به عرضه کنندگان خصوصی وام و اعتبار، اهداف متفاوت و منابع وسیع‌تری دارند، اما گاهی نسبت به آن‌ها اطلاعات بهتر یا امکانات مناسب‌تری برای کشف و جریمه رفتارهای نامطلوب وام‌گیرندگان در اختیار ندارند. اگر اعتبارات بخش خصوصی، به علت هزینه بالای استقرار واسطه‌ها کمیاب باشد، دخالت دولت برای پرداخت این هزینه‌ها به شرطی می‌تواند مفید باشد که تخصیص سرمایه را بهبود بخشد. بنابراین، اگر کمبود اعتبار ناشی از اطلاعات نامتقارن باشد و اگر اطلاعات دولت بهتر از عرضه کنندگان خصوصی اعتبارات نباشد، وام‌ها، ضمانت‌نامه‌ها و یارانه‌های دولتی هیچ کمکی در هدایت منابع به جایی که بیشتر به این منابع احتیاج است نمی‌کند و احتمال دارد جایگزین روش‌های مناسب‌تر استفاده از وجوه شود.

به علاوه لازم است هزینه‌های اجتماعی برنامه‌های اعتباری دولت نیز به حساب آورده شوند. به‌ویژه، می‌توان گفت که انگیزه‌های سیاسی به جای اهداف اقتصادی، در توزیع وجوه دخالت دارند.<sup>۲۱</sup> معایب دیدگاه حل مشکلات با پول،<sup>۲۲</sup> برای رفع مشکل کمیابی اعتبارات روستایی، محدود به نرخ‌های بالای نکول و تخصیص نامناسب اعتبار نمی‌شود. ممکن است این‌گونه سیاست‌ها، بازار محلی زمین را نیز بی‌ثبات و در نتیجه مالکیت زمین را برای وام‌گیرندگان شایسته و واجد شرایط که دسترسی به برنامه‌های دولتی ندارند، بسیار مشکل کند. کری<sup>۲۳</sup> بحث می‌کند که افزایش شدید اعتبارات یارانه‌ای دولتی در دهه ۷۰ در ایالات متحده، موجب تشکیل یک حباب سفته‌بازی<sup>۲۴</sup> در قیمت زمین‌های کشاورزی شد و به سقوط شدید ارزش زمین‌ها در ابتدای دهه ۸۰ منتهی شد. اعطای اعتبارات بدون تبعیض دولتی، به ریسک‌پذیرترین و خوشبین‌ترین بخش جامعه اجازه می‌دهد که [وارد بخش کشاورزی شده و] ارزش زمین را تعیین کنند. پیش فروش در بازار سهام و اوراق قرضه می‌تواند عرضه اوراق قرضه را افزایش داده، هم به افراد بدبین و هم به

افراد خوش‌بین اجازه دهد در تعیین قیمت‌های بازار مشارکت کنند، اما این پیش‌فروش در بازار زمین امکان‌پذیر نیست و عرضه ثابت است. به این ترتیب، پارانه‌های اعتباری دولت و وام‌های مستقیم می‌توانند ریسک کشاورزی را افزایش دهند، بعضی از مضامین اطلاعاتی قیمت‌های زمین را از بین برده و کشاورزان را که دچار محدودیت‌های نقدینگی هستند و به اعتبارات دولتی دسترسی ندارند را از گردونه خارج کنند. در نهایت، همان‌طور که بریورمن و استیگلیتز و بل<sup>۲۵</sup> تأکید می‌کنند، اگر اربابان (در روستا) از قدرت انحصاری قوی برخوردار باشند، ممکن است کمک‌های اعتباری دولت به کشاورزان بدون زمین، در رفع محدودیت‌های استقراض مؤثر نباشد. برای مثال، ممکن است عواید برنامه‌های دولتی به شکل هزینه نباشد، وام یا اجاره بالاتر به سادگی به اربابان منتقل شود. این نکات بیانگر آن است که توزیع دوباره زمین، اثربخشی برنامه‌های اعتباری دولت را افزایش داده و بازارهای رقابتی نهاده‌ها و اعتبارات را رونق می‌بخشد.

## ترکیب وجوه دولتی با ساختار انگیزش محلی

دولت‌های بسیاری از کشورها شروع به ترویج و تقلید از رسوم سنتی وام دهی کشاورزی کرده‌اند. با این حال، برنامه‌های اعتباری دولت گاهی قراردادهای مالی را پیشنهاد می‌کنند که به اندازه قراردادهای پیشنهادی وام‌دهندگان خصوصی غنی و پربار نیستند. همان‌طور که بخش بزرگی از ادبیات اطلاعات نامتعارف نشان می‌دهد، وام‌دهندگان غیررسمی اغلب با تکیه بر قراردادهای بدهی ساده که شاید با وثیقه گذاشتن زمین تضمین شوند، بهترین کار را انجام می‌دهند، در حالی که وام‌دهندگان رسمی که هزینه‌های کمتری برای انتخاب متقاضیان و تحقیق در مورد تخلف نکردن از قراردادها را متقبل می‌شوند، می‌توانند قراردادهایی را پیشنهاد کنند که اجازهٔ تنوع بخشی بیشتر ریسک را می‌دهد.

الیم<sup>۲۶</sup> دریافت که فرض دادن به وسیله وام‌دهندگان غیررسمی در پاکستان، بخشی از یک قرارداد چند بعدی پیچیده بین فرض‌گیرنده و فرض‌دهنده بوده که کمک اضطراری و بیمه قیمت محصول و نهاده را در بر می‌گرفته است. به علاوه، وی نشان داد که ارائه خدمت وام‌دهندگان غیررسمی به روستاهای متعددی بوده و در تنوع بخشی نواحی و فعالیت‌ها موفق بوده‌اند. به‌طور معمول یک وام‌دهنده نوعی که حدود پنج سال در این بازار بوده است، حدود یک یا دو روز را برای انتخاب و بررسی شرایط یک متقاضی وام صرف می‌کند و حتی اگر فرض‌دهنده و فرض‌گیرنده دست کم در یک فصل گذشته با هم معامله تجاری داشته باشند، این مرحله انجام می‌شود. به علاوه، گزینش متقاضیان با کنار گذاشتن تقریباً نیمی از آنان، ساده‌تر هم می‌شود. وام‌دهندگان از طریق جمع‌آوری اطلاعات در مورد کسانی که در پرداخت بدهی کوتاهی کرده‌اند اثر بخشی فرایند انتخاب را افزایش می‌دهند، به گونه‌ای که گروه ذکر شده به‌نحو مؤثری از بازار

غیررسمی اعتبار حذف می‌شوند.<sup>۲۷</sup>

با افزایش دانش سیاست‌گذاران و اقتصاددانان در مورد عملکرد بازارهای غیررسمی و نیز موفقیت نسبی این بازارها در فراهم کردن وجوه و تقسیم ریسک، علاقه آن‌ها به یافتن راه‌هایی برای ترکیب اهداف و سرمایه دولت با ساختار انگیزشی، قدرت اعمال قراردادها و مزایای اطلاعاتی شبکه وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان محلی نیز افزایش یافته است. رهیافتی که سعی شده است در مالزی به اجرا درآید، اعلان عمومی دولت برای استخدام وام‌دهندگان محلی بوده است.<sup>۲۸</sup> نکته کلیدی چنین ترتیبی، مرتبط کردن غرامت وام‌دهنده محلی به عملکرد او در اعطای وام است. در نظام کشور اندونزی، مدیران محلی برنامه‌های اعتباری دولت دارای قدرت فراوانی بوده‌اند و جبران غرامت‌های آن‌ها مرتبط به نتیجه تصمیم‌های آن‌ها در مورد اعطای وام بوده است.<sup>۲۹</sup> با وجود این، از آن‌جا که ممکن است وام‌دهندگان محلی به صورت انحصارگر عمل کرده و دسترسی به اعتبار را محدود کنند این رهیافت بحث‌انگیز است. زیرا، حتی اگر میزان بهره‌ها به وسیله دولت تعیین شوند، کارگزار محلی می‌تواند حق اعطای اعتبار را بفروشد و بنابراین رانت انحصاری به دست آورد.

اتکا بر بیمه تعاونی<sup>۳۰</sup> در بین وام‌گیرندگان نیز به عنوان یک اقدام جایگزین مطرح است و می‌تواند سازگاری انگیزه وام‌گیرندگان [برای نظارت متقابل] را تضمین کند. استیگلیتز<sup>۳۱</sup> پیشنهاد می‌کند که قرارداد مشترک (قرض گروهی) در بین وام‌گیرندگان محلی، می‌تواند مسائل اطلاعاتی را از طریق ایجاد نظارت داخلی، تخفیف دهد. ایده اصلی آن است که همه افراد گروه وام‌گیرنده آماده‌اند تا اگر یکی از آن‌ها فعالیت پرخطر را انجام دهد، زیان‌های ناشی از آن جبران کنند. بنابراین همه اعضای گروه متقابل به نظارت یکدیگر و پیروی از قانون خواهند بود. بحث استیگلیتز به صورت پویا نیز گسترش می‌یابد و در آن جا اشاره می‌شود که عملکرد وام‌گروهی ممکن است دسترسی به وام‌های آینده را تحت تأثیر قرار دهد و از این رو انگیزه‌های نظارت را بیش از پیش افزایش می‌دهد.<sup>۳۲</sup>

با ایجاد انگیزه برای کشاورزان در راستای بررسی و نظارت بر فعالیت یکدیگر، دولت می‌تواند بدون آن که مشکلات ناشی از یارانه‌های اعتباری بدون تبعیض و وام‌های دولتی را تجربه کند، محدودیت‌های تامین مالی را تخفیف دهد. کاربرد این نظریه در بسیاری از کشورها با موفقیت زیادی روبه‌رو شده است.<sup>۳۳</sup> بانک کشاورزی و تعاونی‌های کشاورزی تایلند (BAAC)<sup>۳۴</sup> و گرامین بانک<sup>۳۵</sup> بنگلادش دو نمونه از این موفقیت‌ها هستند.

در مورد BAAC، وجوه به صورت گروهی وام داده می‌شد و افراد به طور مشترک در مورد هر نکولی متعهد بودند. حتی اگر در بیشتر موارد، هم بانک و هم قرض‌گیرندگان انتظار داشتند که در مدت یک ماه پس



برنامه‌های اعتباری هدایت شده برای ... ۱۱۷

از بازپرداخت وام، قرارداد وام دوباره منعقد شود، باز هم *BAAC* در موقع سر رسید وام، قرض گیرندگان را ملزم به بازپرداخت اصل وام می‌کرد. کشاورزانی که دچار مشکلات نقدینگی می‌شدند و قادر به ادای تعهدات خویش نبودند، مجبور می‌شدند که برای دریافت وام موقت<sup>۳۶</sup>، به بازارهای اعتباری غیررسمی گران‌تری مراجعه کنند تا بتوانند دست کم مقداری از بازپرداخت وام را تضمین کنند.

گرامین بانک بنگلادش نیز یکی دیگر از تجربه‌های بسیار موفق است که به افراد فقیر بدون زمین که در گروه‌های پنج نفره سازمان دهی می‌شدند، وام می‌داد. ممکن بود که در این‌جا، دیگر آن منبع تمهید مشترک (مورد قبول در *BAAC* کافی نباشد، چرا که دارایی‌های وام گیرندگان بسیار ناچیز بود. در عوض، گرامین بانک، بر ثروت بالقوه وام گیرندگان به عنوان وثیقه تاکید داشت. به این معنا که، اگر یک گروه بدهی‌اش را پرداخت نمی‌کرد، همه اعضای آن دسترسی آتی خود را به اعتبار از دست می‌دادند و از تنها فرصت خود برای گذار از فقر بی‌زمینی، محروم می‌شدند.

باورپذیری اعمال قوانین بانک با اجرای مواردی مانند، محرومیت از اعتبار در صورت کوتاهی در بازپرداخت وام، به واسطه وضع شبه مستقل گرامین بانک، قوت پیدا می‌کرد. به‌علاوه دولت قوانین این بانک را وضع می‌کرد و یکی از شرکای آن بود، اما ۷۵ درصد سهام آن متعلق به بخش خصوصی بود و بیشتر مدیران را هم بخش خصوصی انتخاب می‌کردند.<sup>۳۷</sup>

آغاز فعالیت گرامین بانک در ۱۹۷۶ با سرمایه‌ای ناچیز بود، ولی این بانک تاکنون به موفقیت‌های خارق‌العاده‌ای دست یافته است. در فوریه ۱۹۸۷ این بانک به وسیله فعالیت ۳۰۰ شعبه خود، ۵۴۰۰ دهکده را پوشش می‌داد و با نزدیک به ۲۵۰ هزار نفر از مردم نیز مشارکت داشت. نرخ‌های نکول در این بانک بسیار پایین بود و میزان بازگشت وام‌ها (مانند فوریه ۱۹۸۷)، برای یک سال پس از پرداخت اعتبار ۹۷ درصد و برای دو سال پس از پرداخت ۹۹ درصد بود.<sup>۳۸</sup> به این ترتیب می‌توان گفت که این بانک آثار مثبت عمیقی بر درآمد فقرای روستایی داشته است.<sup>۳۹</sup>

این مثال‌ها نویدبخش و دلگرم‌کننده و بیانگر آن هستند که، در عمل هم مانند نظریه، ایجاد رابطه نزدیک و شفاف بین ساختار انگیزش محلی و اهداف و منابع دولتی امکان‌پذیر است. گرچه برای کاربردی کردن این طرح‌ها باید از چند مشکل بالقوه اجتناب کرد. نخست، موفقیت چنین طرح‌هایی نیازمند آن است که افراد مشارکت‌کننده از نظارت و گزارش وجود ثقل منتفع شوند و این هم در جای خود نیازمند کوچک بودن گروه است، در غیر این صورت منافع ناشی از نظارت در بین همه مشارکت‌کنندگان بخش می‌شود و مقدار آن به حدی کوچک خواهد بود که نمی‌تواند تلاش‌های فردی برای نظارت را توجیه کند.

دوم این که در مجموع، گروه باید قدرت اعمال قراردادها را بر اعضایش داشته باشد. گروه باید قادر

باشد که اعضای خودش را انتخاب کند و آن‌هایی را که خواستار عمل به قوانین گروه نیستند را اخراج کند. سوم آن‌که، دولت‌ها باید محدودیت‌های شفاف و سختی را به شکل پرداخت‌های الزامی و منظم اصل وام و محرومیت گروه‌های کوتاهی‌کننده در بازپرداخت بدهی از برنامه‌های اعتباری آتی، بر آن‌ها تحمیل کند. کیسلو، لرمان و زوسمان<sup>۴۰</sup> (۱۹۸۹) نیز موضوع سوءاستفاده از وام‌های دولتی برای تعاونی‌های کشاورزی را مورد بحث قرار داده‌اند.

استدلال این افراد به دولت‌ها هشدار می‌دهد که تحت تأثیر و نفوذ تعاونی‌های اعتباری قرار نگیرند. این افراد با مطالعه گروهی از کشاورزان اسرائیلی دریافته‌اند که وابستگی تعاونی‌های اعتباری به دولت و انتظار آن‌ها برای دریافت کمک، انگیزه اعضای این تعاونی‌ها برای بازپرداخت وام را کاهش داده بود.

در مجموع ممکن است دلایل معتبری برای تکمیل تسهیلات اعتباری کشاورزی بخش خصوصی از طریق برنامه‌های اعتباری دولتی وجود داشته باشد. ولی واسطه‌های بخش خصوصی و دولت دارای اهداف متفاوتی هستند و عرضه‌کنندگان اعتبار در بخش خصوصی برخی از مزایای احتمالی ناشی از حذف محدودیت‌های اعتباری را در روال عادی تصمیم‌گیری فعالیت‌های خود، وارد نمی‌کنند. دولت مترصد کسب مزایای توزیع عادلانه درآمد و عواید کارایی ناشی از تخصیص بسیار مناسب بازار سرمایه است که از طریق توزیع دوباره ثروت به وجود می‌آید. بنابراین دولت‌ها باید در سوق دادن کمک اعتباری به کشاورزان، از چند خطا اجتناب کنند. نخست، در مقایسه با برنامه‌های حمایتی قیمتی یا اعطای وام، کمک‌ها باید در اختیار کسانی که به آن نیاز دارند و شایسته هستند، قرار گیرد. پرداخت‌های انتقالی دولت یا اعطای وام‌های بدون تبعیض به فقرای روستایی، مانند یک سطل پُرسوراخ برای انتقال منابع به کشاورزان بهره‌وری که محدودیت اعتباری دارند، عمل می‌کند. دوم آن‌که، در سطح محلی، وجوه باید از طریق گروه‌های کشاورزی که مسؤلیت مشترک و انگیزه‌های مناسب برای انتخاب، نظارت و اجرای قراردادها دارند، هدایت شوند. سوم؛ اعتبار دولت در اجرای مقررات بسیار اساسی است. یعنی تا زمانی که دولت در به اجرا گذاشتن جریمه‌ها و بازپرداخت بدهی‌های بلندمدت پافشاری نکند، ساختارهای انگیزشی محلی بی‌فایده خواهد بود. مانند بسیاری دیگر از سیاست‌های دولتی که می‌توانند نواقص بازار سرمایه را جبران کند — نظیر توزیع دوباره مالکیت و اجرای قرارداد‌های خصوصی — تعهد شفاف دولت برای پیروی از قواعد، شرط اساسی موفقیت است.

## بازارهای سرمایه صنعتی و سیاست‌گذاری

تخصیص‌های نامناسب بازار سرمایه در بخش صنعت در نتیجه اطلاعات نامتقارن، می‌تواند با بخش

کشاورزی کاملاً متفاوت باشد. نیازهای بنگاه‌های صنعتی گاه بیشتر است و اغلب درگیر نوعی ناطمینانی اساسی درباره تقاضای محصولات و هزینه‌های تولید هستند و این موضوع، به‌ویژه در صنایع جدید و در حال رشد مصداق دارد. تولید انبوه محصولات جدید با استفاده از فن‌آوری‌های تازه، مسائل اطلاعاتی خاصی را برای نظام مالی ایجاد می‌کند. به همین صورت نظارت و کنترل مدیریت کسب و کارهای با مقیاس انبوه، که درگیر فرایندهای تولیدی و توزیعی پیچیده هستند، برای وام‌دهندگان بیرونی بسیار مشکل است.

طبیعی است که واگذاری نظارت و کنترل به واسطه‌های مالی، عامل اساسی تجهیز موفقیت‌آمیز وجوه برای صنعتی شدن، به شمار می‌رود. اما واسطه‌ها در اعطای وام به مشتریان صنعتی با مسائل منحصر به فردی روبه‌رو هستند. هزینه‌های نظارت بر صنایع نوزاد، پیش از تولد آن‌ها و در زمان حال پرداخت می‌شود، در حالی که جریان‌های سود این صنایع در آینده خواهد بود. در چنین شرایطی به تعویق انداختن بازپرداخت هزینه‌های نظارتی بانک‌ها، برای بنگاه‌ها منافع زیادی در بردارد. از آن‌جا که تصمیم بانک برای اعطای اعتبار به بنگاه و مذاکره مجدد بعدی در مورد شرایط اعتباری لازم است رعایت شوند، ممکن است بنگاه‌ها و بانک‌ها قادر نباشند که ادامه یک رابطه بلندمدت و شفاف را با یکدیگر تعهد کنند. بنابراین، سایر بانک‌ها می‌توانند از "سواری مجانی" استفاده کنند، یعنی وقتی که بنگاه به وسیله اولین بانک، معتبر شناخته شد، سایر بانک‌ها می‌توانند نکاتی را در مورد تاریخچه اعتباری بنگاه دریابند. اگر فرض کنیم همه بانک‌ها بتوانند در مورد یک مشتری نوعی با یکدیگر رقابت کنند، آن‌گاه می‌توان دریافت، به موازات این که وام‌گیرندگان جدید در بازار جا می‌افتند، ممکن است اولین بانک قادر نباشد هزینه‌های ابتدایی نظارت را در طول زمان جبران کند. مطالعاتی که به تازگی انجام شده<sup>۴۱</sup> بیانگر آن است که آن دسته از نظام‌های بانکی که کنترل بیشتری را روی وام‌دهندگان (بانک‌ها) دارند، ممکن است قادر به حل این مسأله باشند و بنابراین وجوه بیشتری را برای صنایع نوزاد فراهم کنند.

در نهایت، تفاوت مهم دیگری که بین بخش‌های کشاورزی و صنعتی وجود دارد، آن است که در بخش صنعت، محدودیت‌های اعتباری هزینه دیگری علاوه بر اثر مستقیم آن‌ها بر کسب و کارهای دچار محدودیت دارد. یعنی محدودیت‌های اعتباری، توسعه بنگاه‌هایی را که می‌توانستند پی‌آمدهای خارجی مثبتی بر سایر کسب و کارهای تجاری داشته باشند، محدود می‌کنند. به‌عنوان مثال: اگر پیشرفت‌های فن‌آوری در صنایع یا بنگاه‌های دیگر سرریز شود،<sup>۴۲</sup> در این صورت منافع بلندمدت ناشی از کاهش محدودیت‌های بازار سرمایه و بهبود تخصیص سرمایه، در بخش صنعت نسبت به کشاورزی بسیار مهم‌تر خواهد بود.

## شواهد تجربی در مورد بازارهای سرمایه صنعتی

آیا نواقص بازار سرمایه از بُعد تجربی برای صنعت اهمیت دارند؟ تجربه‌های کشورهای مختلف این موضوع را تأیید می‌کند. تأمین مالی داخلی و بدهی بانکی، منابع غالب تأمین مالی شرکت‌ها در سراسر دنیا هستند. البته اتکای ایالات متحده به بازار اوراق قرضه خود برای تأمین مالی صنعتی و تجاری، موردی استثنایی به شمار می‌رود.<sup>۴۳</sup> در سایر کشورها تأمین مالی فعالیت‌هایی که سودهای انباشته [تقسیم نشده]، آن را، تأمین مالی نکرده‌اند، متکی بر استقراض از شمار معدودی از بانک‌های ملی است.

در ایالات متحده، صنایع کوچک و در حال رشد بیشتر به تأمین مالی داخلی وابسته‌اند.<sup>۴۴</sup> مطالعات متعددی مؤید این موضوع هستند که وابستگی رفتار سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها به دسترسی به وجوه نقد، بسیار بیشتر از دسترسی کامل به بازار سرمایه است. این مطالعات شواهدی محکم ارائه می‌کنند که نشان‌دهنده وابستگی شدید بیشتر بنگاه‌ها به تأمین مالی داخلی، به‌علت نواقص بازار سرمایه است.<sup>۴۵</sup> همچنین شواهد نشان می‌دهند که هزینه‌های تحقیق و توسعه به میزان زیادی به وجوه داخلی وابسته است.<sup>۴۶</sup> به‌علاوه شواهدی محکم، از تفاوت بسیار زیاد بین منابع داخلی و خارجی وجوه حکایت می‌کنند. مطالعات اخیر نشان می‌دهند که بانک‌ها اطلاعات بهتری نسبت به وام‌دهندگان بیرونی دارند، هوشی، کاشاپ و شارفستین<sup>۴۷</sup> با استفاده از داده‌هایی در مورد بنگاه‌های فعال در ژاپن، نشان دادند که حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به وجوه نقدی، برای آن دسته از بنگاه‌هایی که ارتباط نزدیکی با بانک اصلی<sup>۴۸</sup> خود ندارند، بسیار بیشتر است. بانک اصلی مهم‌ترین اعتباردهنده به بنگاه و صاحب بخش عظیمی از سهام شرکت است. به‌علاوه، بانک اصلی به‌عنوان یک مدعی بزرگ دارایی‌های بنگاه انگیزه و توانایی نظارت و تنبیه بنگاه‌های عضو و فراهم‌کردن ضمانت شفاف و باورپذیر را در شرایط مضیق مالی داراست. این ضمانت به اشکال مختلفی مانند پراخت بدهی‌های بنگاه، تنظیم تقاضای محصول بنگاه از طریق سایر بنگاه‌های عضو و بهبود مدیریت تصمیم‌گیری، صورت می‌گیرد. کالمیریس<sup>۴۹</sup> بحث می‌کند که نظام بانکی یک پارچه آلمان مزایای مشابهی را برای وام‌دهندگان صنعتی در طول قرن بیستم فراهم آورده و به‌علاوه شرایط دسترسی بنگاه‌های آلمانی به تأمین مالی صنعتی، آسان‌تر از بنگاه‌های نظیر آن‌ها در ایالات متحده بوده است.

بانک‌ها به سه دلیل هزینه‌های وقوع بحران‌های مالی را کاهش داده‌اند. نخست، وقتی بنگاه‌های وابسته به بانک می‌خواهند یک برنامه کاری طراحی کنند، از آن‌جا که تعداد اعتباردهندگان کمتری دارند، نیاز به هماهنگی بین آن‌ها کمتر است. دوم، قدرت بانک‌ها برای مصادره دارایی‌ها برای جبران غرامت، می‌تواند تهدیدی برای بنگاه باشد<sup>۵۰</sup> و سوم آن‌که، بانک‌ها اطلاعات فوق‌العاده‌ای درباره وضع بنگاه دارند و از این‌رو تشخیص این‌که بنگاه باید بین یک برنامه کاری یا ورشکستگی، کدام را انتخاب کند، برای بانک‌ها

شواهد تجربی موجود در مورد نواقص بازار سرمایه، توضیحات نظری ارائه شده در مورد بازار سرمایه را به شدت تأیید می‌کند. به علاوه، شواهد قوی وجود دارند که نشان می‌دهند نواقص بازار سرمایه، برای بازارهای صنعتی به همان اندازه بازارهای سرمایه‌کشاورزی اهمیت دارد.

## برنامه‌های اعتباری هدایت شده دولت برای بخش صنعت

سیاست‌های دولتی بسیاری در بخش صنعت می‌توان یافت که در مورد آن‌ها توافق نسبی وجود دارد. از آن‌ها می‌توان به مواردی نظیر، محافظت از حقوق مالکیت و اجتناب از مقررات نسنجیده اشاره کرد. اما در واری این دستورالعمل‌های ظاهری، آیا دولت وظیفه دارد که در بازار سرمایه دخالت کند؟ به طور مشخص، آیا از بُعد نظری، نقش قابل دفاعی برای سیاست‌هایی که از طریق واسطه‌های مالی دولتی یا شبه دولتی، اعتبارات را به طور مستقیم به بنگاه‌ها تخصیص می‌دهند، وجود دارد؟ توجیه اصلی آن است که به نظر می‌رسد اعتبار هدایت شده مؤثرترین سازوکار برای تصحیح پی‌آمدهای خارجی بازارهای محصول و عوامل تولید باشد و به علاوه، ممکن است اعتبار هدایت شده سازوکار مؤثری برای تصحیح نواقص بازار سرمایه باشد.

### پی‌آمدهای خارجی بازارهای محصول و عوامل تولید: شاید تحقیقات جدیدی که

نشان‌دهنده تأثیر پی‌آمدهای خارجی بر رشد هستند، متقاعدکننده‌ترین دلیل اقتصادی برای برنامه‌های کمک‌کننده به بخش صنعت، باشد. ادبیات این موضوع، شواهد تجربی و استنتاج‌های نظری جدیدی در مورد آثار پی‌آمدهای خارجی تولید<sup>۵۲</sup>، پی‌آمدهای خارجی تحقیق و توسعه<sup>۵۳</sup>، پی‌آمدهای خارجی آموزش،<sup>۵۴</sup> و صرفه‌ها یا زیان‌های ناشی از تراکم در بازار عوامل تولید<sup>۵۵</sup>، در بر دارد.

پی‌آمدهای خارجی در بازارهای محصول و عوامل تولید می‌توانند هر نوع سازوکاری را برای اعطای یارانه‌های صنعتی توجیه کنند. در برخی مواقع، سیاست‌های اعتباری، یکی از راه‌های بسیار جذاب برای ایجاد انگیزه‌های سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود. اما اگر بنگاه‌ها دچار محدودیت‌های اعتباری باشند، ممکن است اعتبار هدایت شده نسبت به انگیزه‌های قیمتی (یارانه‌ها) ابزار قدرتمندتری برای ایجاد سرمایه‌گذاری باشند.

### عواید مستقیم کاهش محدودیت‌های بازار سرمایه: ممکن است در برخی شرایط،

دولت‌ها در مقایسه با کارگزاران خصوصی، قدرت بیشتری برای فراهم کردن اعتبار داشته باشند. استیگلیتز<sup>۵۶</sup> بحث می‌کند که ممکن است برنامه‌های دولتی به علت پایین‌تر بودن هزینه‌های به اجرا گذاردن قراردادها و

قوانین [نسبت به بخش خصوصی] توجیه داشته باشند، اما این موضوع بحث‌انگیز است البته دولت امکان پی‌گیری و مصادره کامل دارایی‌های بنگاه‌ها از طریق امتیازات خاص و نیروی پلیس را دارد، اما به‌جای این کار، می‌توان حقوق قانونی ویژه‌ای را برای واسطه‌های مالی قائل شد.<sup>۵۷</sup>

دوم آن‌که، در اختیار داشتن قدرت وضع مالیات، ممکن است مزایایی برای دولت به‌عنوان یک واسطه فراهم کند. همان‌طور که در الگوهای گوناگون بانکداری بحث شده است<sup>۵۸</sup>، به‌علت نبود تمرکز کافی ثروتی که در اختیار بانکداران بالقوه است، ممکن است سازماندهی واسطه‌های مالی به سختی امکان‌پذیر باشد و همین امر بانکداری را امری غیرممکن می‌کند. این سؤال، به‌ویژه ممکن است در کشورهای در حال توسعه مصداق داشته باشد، بنابراین بانک‌های دولتی که از طریق مالیات تأمین مالی می‌شوند، یکی از راه حل‌های این سؤال است.

سوم آن‌که، همان‌طور که گفته شد، واسطه‌های خصوصی گاهی انگیزه تأمین مالی بنگاه‌های نوزاد (بی‌اعتبار) را از دست می‌دهند، چرا که چنین بنگاه‌هایی توانایی برقراری رابطه‌ای بلندمدت و شفاف با بانک را ندارند. اگر تعهد ادامه بلندمدت این رابطه، از سوی بنگاه وجود نداشته باشد، سایر بانک‌ها ممکن است بتوانند از تلاش‌های بانک مذکور در راستای فراهم کردن کمک‌های پرهزینه و زود هنگام به این بنگاه بی‌اعتبار، سوء استفاده کنند [سواری مجانی بگیرند]. با این همه، اگر در چنین مواردی تأمین مالی به صورت کار انجام شود، یک وام‌دهنده دولتی قادر به انجام این کار و همین‌طور قادر به وضع مالیات به منظور تأمین مالی هزینه‌های نظارتی خود هم خواهد بود.

همچنین ممکن است عده‌ای موافق اعطای کمک اعتباری به صنایع بالغ در حال افول باشند. به‌عنوان مثال، الگوهای نظری جدید<sup>۵۹</sup>، عواید کارایی ناشی از کاهش هماهنگ شده ظرفیت<sup>۶۰</sup> را شناسایی کرده‌اند. اما می‌توان گفت که یارانه‌های دولتی مانند تمهیداتی برای حل "معمای زندانی"<sup>۶۱</sup> عمل می‌کنند. زیرا اگر کاهش هماهنگ شده ظرفیت صورت نگیرد، بنگاه‌ها به‌منظور حفظ سهم بازار در صنعت در حال افول، به‌عنوان بخشی از یک راهبرد رقابتی پویا، ظرفیت بالا و ناکارایی خود را حفظ خواهند کرد.

توجیه سیاست‌های اعتباری دولتی به‌منظور حمایت از صنایع، به معنای آن نیست که اجرای این سیاست‌ها فکر درستی است و این موضوع که شروط لازم برای توجیه دخالت دولت، برآورده شده‌اند یا نه، هنوز واضح نیست. به‌علاوه، در اقتصادهایی که بازار سرمایه بخش خصوصی تجربه بیشتری دارند، ممکن است فرصت کمی برای دخالت سودمندان دولت باقی بماند و از همه مهم‌تر این‌که، حتی اگر دولت‌ها اهداف معقول و مزیت‌های رقابتی نیز داشته باشند، معمولاً کارها را درست انجام نمی‌دهند. اجرای برنامه‌های دولتی در بازار سرمایه، اغلب به رانت‌جویی، فساد و بیرون راندن بخش خصوصی از اقتصاد

منتهی می‌شود. حتی اگر مثال‌های موفق از برنامه‌های اعتباری صنعتی دولت وجود داشته باشد، ممکن است تقلید این کار برای کشورهایی که نظام‌های سیاستی متفاوتی دارند، امکان‌پذیر نباشد. البته، امروزه استفاده از آموزه‌های تجربه ژاپن در اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت شده، برای کشورهای در حال توسعه بسیار مهم و مفید است ولی وجه تمایز برنامه‌های اعتباری دولت ژاپن، نرخ پایین و غیرمعمول نکول آن است و همین امر موجب استدلال بعضی از افراد شده که ژاپن یک مورد خاص است.

در نهایت، برنامه‌های اعتباری صنعتی باید از منظر تعادل عمومی نیز مورد ارزیابی قرار گیرند. حتی اگر این برنامه‌ها به رشد در یک بخش خاص اقتصاد منتهی شوند، ممکن است این کار را به قیمت کاهش رشد در بخش‌های دیگر انجام داده باشند. به همین ترتیب، اگر رشد از طریق مزایای خاص یا تحمیل مقررات خاص دولتی (مانند مالیات بر مصرف در ژاپن) به دست آمده باشد، ممکن است این تصور به وجود آید که هزینه‌های مستقیم ایجاد شده برای مصرف‌کنندگان، از عواید مورد ادعایی که بنگاه‌ها و صنایع خاص به دست آورده‌اند اهمیت بیشتری داشته است.

## سیاست‌های اعتباری صنعتی در ژاپن

ریشه فکری سیاست اعتبارات هدایت شده دولت برای بخش صنعت به زمان پس از جنگ جهانی دوم باز می‌گردد. بانک توسعه ژاپن<sup>۶۲</sup> ضمن شرح تاریخ تلاش‌های اخیر برای سازمان‌دهی برنامه‌های اعتباری هدایت شده در طول این دوره بیان می‌کند که این تلاش‌ها موجب استقرار بانک صادرات - واردات ژاپن<sup>۶۳</sup> و بانک توسعه ژاپن شد که دو موتور اصلی فراهم‌کننده کمک‌های اعتباری برای صنایع این کشور بودند. برنامه‌های پنج ساله دولت ژاپن نیز با ذکر این که به چه بخش‌هایی باید کمک شود، همواره در هدایت کمک‌های اعتباری در این کشور، مؤثر بوده‌اند. البته باید توجه داشت که اعتبارات تنها یکی از اجزای سیاست صنعتی بوده‌اند و سیاست تعرفه‌ای، یارانه و دیگر دخالت‌های دولتی در تلفیق با سیاست‌های اعتباری، برای برآورده کردن هدف‌های کلی برنامه دولت به کار رفته است.

در این کشور، جزئیات تخصیص اعتبارات در بخش‌ها، از طریق یک فرایند مشورتی پیچیده به نتیجه می‌رسد که شوراها مشورتی و دیگر افراد مشاور تشکیل شده از کارخانه‌داران، کارگران، دانشگاهیان، بانک‌داران، سیاست‌مداران و مدیران اداری در آن درگیر هستند و کم و بیش تمام اقتصاد در این فرایند به صورت اجباری مشارکت می‌کنند. در این گردهمایی ملی، ممکن است نمایندگان افراد ذی‌نفع بخش‌های مختلف، دلایلی را برای اولویت نیازهایشان ارائه کنند. در مقایسه با فرایند سیاسی امریکا که در آن کمیته‌های تخصصی مجلس که بیشتر هم تحت تأثیر منافع لابی<sup>۶۴</sup>‌های خاص هستند، در ژاپن گروه‌های ذی‌نفع

مجبورند برای کسب رأی اکثریت رقابت کنند. پس از این که خط‌مشی‌های کلی در این مرحله تعیین شدند، بنگاه‌های متقاضی اعتبار باید استانداردهای اعتبار وام‌دهندگان خصوصی را برآورده کنند و این وام‌دهندگان نیز به استقلال خود از فشارهای دولتی در تعیین شایستگی دریافت اعتبار وام‌گیرندگان، افتخار می‌کنند.

به این ترتیب اهداف تعیین شده برنامه‌ها و اهداف تئوریک قابل دفاع، کاملاً با هم سازگار شده‌اند. به تازگی یک بیانیه سیاستی که صندوق اقتصادی ماوراء بحار<sup>۶۵</sup> (OECD) منتشر کرده است به‌طور مشخص به مواردی نظیر پی‌آمدهای خارجی، تولید، توسعه فن‌آوری و بازار عوامل تولید و همین‌طور به عواید کاهش محدودیت‌های تأمین مالی که کسب و کارهای در حال رشد با آن روبه‌رو هستند، اشاره می‌کند. بر طبق بیانیه OECD، دخالت دولت در این موارد مجاز شمرده می‌شود:

- هنگامی که ریسک سرمایه‌گذاری در یک فعالیت خاص بسیار بالاست (به دلیل نیاز به فعالیت‌های ابتکاری، بلندمدت و با مقیاس وسیع).

- هنگامی که منافع شخصی و اجتماعی به میزان قابل ملاحظه‌ای مغایرت دارند (برای مثال دولت به منظور جلوگیری از مهاجرت به مناطق شهری، به صنایعی که فرصت‌های شغلی را در مناطق روستایی افزایش دهند، اولویت می‌دهد).

- زمانی که در یک صنعت خاص صرفه‌جویی ارزی صورت می‌گیرد و بنابراین، محدودیت تراز پرداخت‌ها را در کمک به رشد دیگر بخش‌ها، تا حدی کاهش می‌دهد.

- وقتی یک سرمایه‌گذاری خاص عوایدی برای کنترل آلودگی و حفاظت زیست محیطی دارد.

- وقتی صنایع نوزاد با هزینه‌های بالای استقرار اولیه روبه‌رو هستند.

- وقتی مسائل اطلاعاتی، انگیزه وام‌دادن به فعالیت‌های با مقیاس کوچک و متوسط را کاهش می‌دهد.

واضح است بین فلسفه اصلی بیان شده برای دخالت دولت و به اجرا درآوردن سیاست‌های صنعتی و

انگیزه‌های نظری مورد بحث، انطباق زیادی وجود دارد.

فهرستی نظیر اهداف یاد شده، در مورد بانک توسعه ژاپن نیز وجود دارند و این بانک به صورت جالب توجهی بر نقش خود به عنوان یک تزریق‌کننده مالی محرک<sup>۶۶</sup> تأکید می‌کند. از نظر مایر<sup>۶۷</sup>، ممکن است این بحث پیش بیاید که سیاست تزریق انگیزه رشد<sup>۶۸</sup> نیازمند سرمایه‌گذاری زیربنایی دولت در هزینه‌های نظارتی است و البته این سرمایه‌گذاری زیربنایی از طریق منافع عمومی ناشی از کمک به افزایش شایستگی بنگاه‌ها برای دریافت اعتبار، جبران خواهد شد. *JDB* به صراحت از نظارت و اعتبار بخشی<sup>۶۹</sup> به عنوان دو نقش کلیدی خود در وام‌دهی به صنایع نوزاد یاد می‌کند و به واسطه پیشرفت‌های فن‌آوری سریع و میزان بالای رشد که در صنایع هدف حاصل شده، به خود مباحثات می‌کند.



مطالعه‌ای مشابه نشان می‌دهد که ترتیب کمک‌های اعطایی به صنایع مختلف، براساس پی‌آمدهای خارجی مورد انتظار بازار عوامل تولید و محصول آنان بوده است. در دهه ۵۰، صنایع اصلی یعنی صنایع برق، آهن و فولاد، کشتی‌سازی و معادن زغال‌سنگ حجم بزرگی از تأمین مالی را از آن خود کردند. همین که این صنایع توسعه یافتند، دولت صنایع کارخانه‌ای، به‌ویژه صنایع تولیدکننده ابزار ماشینی و قطعات اتومبیل را هدف قرار داد. زیرا تصور می‌شد که این صنایع به‌واسطه پیشرفت‌های فن‌آوری و بهسازی کالاهای سرمایه‌ای، عواید گسترش‌یافته<sup>۷۰</sup> برای دیگر صنایع دارند و به‌تازگی با همین دلایل، صنایع الکترونیک برخوردار از فن‌آوری پیشرفته، مورد حمایت قرار گرفته‌اند.

دولت ژاپن علاوه بر اعطای کمک به بنگاه‌های در حال رشد، به صنایع در حال افول نیز اعتبار می‌دهد. به تازگی اعطای اعتبار به عنوان جزئی از برنامه دولت در راستای کاهش ظرفیت در این صنایع، مورد توجه قرار گرفته است. از آن‌جا که به‌نظر می‌رسد که صنایع در حال افول رو به نابودی می‌روند، در بسیاری از کشورها هیچ اعتباری به آن‌ها داده نمی‌شود اما در ژاپن، برخلاف بسیاری از کشورها، صنایع در حال افول نظیر زغال‌سنگ مجبور شده‌اند که کارگران خود را همزمان با آموزش دوباره آن‌ها برای دیگر فعالیت‌ها، کاهش دهند.

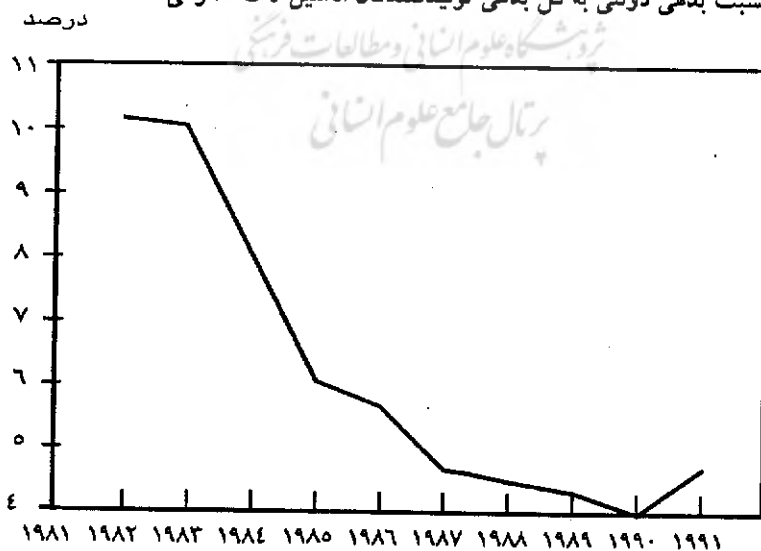
به‌رغم این موفقیت‌های آشکار و هماهنگی که بین نظریه دخالت دولت برای بهبود رفاه و سیاست‌های رسمی تعیین‌شده دولتی وجود دارد، باز هم دلایلی برای تردید در مورد عواید این برنامه‌های اعتباری وجود دارد<sup>۷۱</sup>؛ اول آن‌که، بدنه اصلی نظام بانکی ژاپن به‌صورتی کاملاً استثنایی توانسته است عواید بلندمدت ناشی از تأمین مالی بنگاه‌های بدون اعتبار را در روال عادی تصمیم‌گیری فعالیت‌های خود<sup>۷۲</sup> وارد کند، زیرا ابزار کنترل شرکت‌ها که در اختیار بانک‌ها قرار دارد، از انحراف بنگاه‌ها جلوگیری می‌کند. دوم موفقیت‌های آشکار بخش‌هایی که اعتباردهی به آن‌ها هدف‌گذاری شده است، می‌تواند به‌وسیله سایر عوامل توضیح داده شود. زیرا ممکن است در بخش‌هایی که کمک‌های اعتباری دریافت کرده‌اند، سیاست‌های صنعتی دیگر نیز به‌صورتی همسو هدف‌گذاری شده باشند.

از آن‌جا که اطلاعات کافی در مورد ارتباط بین کمک‌های دولتی و رشد یک بنگاه خاص وجود ندارد، تحلیل چنین برنامه‌های اعتباری نیز دچار خدشه می‌شود. حتی اگر اعتبار هدایت شده، رشد را در بنگاه هدف‌گذاری شده افزایش دهد، سازوکاری که این اعتبار از طریق آن عمل کرده، مبهم است. آیا این کار از طریق غلبه بر نواقص بازار اعتبار صورت گرفته یا دولت با متقاعدکردن وام‌دهندگان بخش خصوصی نسبت به تضمین آینده دریافت‌کننده اعتبار و در نتیجه کاهش ریسک اعتباری وام‌دهندگان موجود آن بوده است؟ برای پاسخ به این سوال، ما با استفاده از تحلیل خرد، مقادیر مساوی کمک‌های دولت و اعتبار

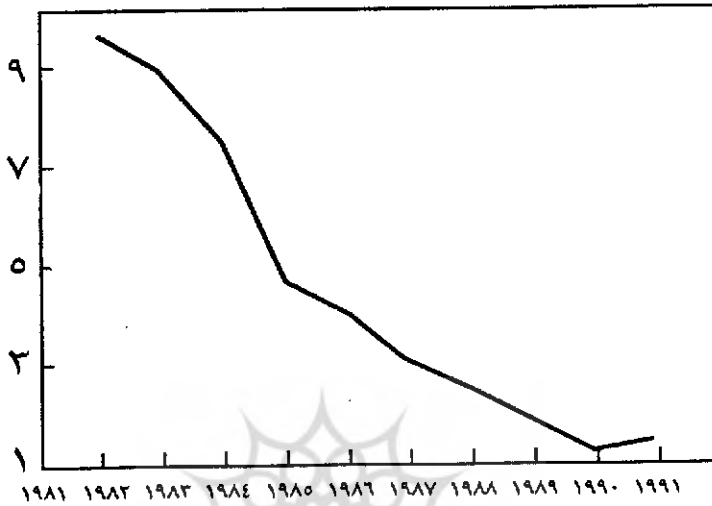
خصوصی را افزایش داده‌ایم و اثر کمک‌های اعتباری را به واسطه نوع صنعت مجزا کرده‌ایم. این تحلیل ارتباط بین اعتبارات دولتی و وضع اقتصادی بنگاه‌ها را در صنایع تولید ابزار و ماشین‌آلات، با تأکید بر دوره ۹۲-۱۹۸۱، مورد آزمون قرار می‌دهد. باید در این‌جا اذعان کرد که اطلاعات دهه‌های ۵۰ و ۶۰ یعنی سال‌هایی که طی آن‌ها کمک‌های دولت به اوج رسید، در دسترس نبود.

خوشبختانه، نزولی بودن مجموع کمک‌های دولت طی این دوره، مانع از استنتاج نتایجی در مورد اثر اعتبارات بر وضع بنگاه‌ها نشد، چرا که هنوز هم تفاوت‌های مقطعی قابل ملاحظه‌ای در توزیع این وجوه وجود داشت. تقریباً بیش از ۵۰ درصد بنگاه‌ها در این صنایع، هیچ نوع اعتبار دولتی دریافت نکرده بودند، در حالی‌که آن بخش از بنگاه‌ها که در دامنه بالایی از طیف توزیع اعتبارات قرار داشتند، وام‌های به نسبت سنگینی دریافت کرده بودند. با وجود این‌که تصور می‌شود رقم مجموع اعتبارات دولتی کوچک بوده است، باید گفت که به واسطه تغییرات مقطعی رخ داده در بستر زمان، عرصه وسیعی برای کشف آثار اعتبارات بر بنگاه‌ها، وجود دارد. تولیدکنندگان ماشین‌آلات یکی از اولین اهداف برنامه‌های سیاست صنعتی در دهه‌های ۶۰ و ۷۰ بوده‌اند. نمونه مورد مطالعه شامل سه گروه می‌شد: ماشین‌آلات عمومی (۱۷۰ بنگاه)، ماشین‌آلات الکتریکی (۱۶۵ بنگاه) و ابزار دقیق (۳۵ بنگاه). این طبقه‌بندی صنعتی با کدهای صنعتی سه رقمی ۰۲۷، ۰۲۵، ۰۳۱ که بانک توسعه ژاپن تعریف کرده، مطابقت داشت.

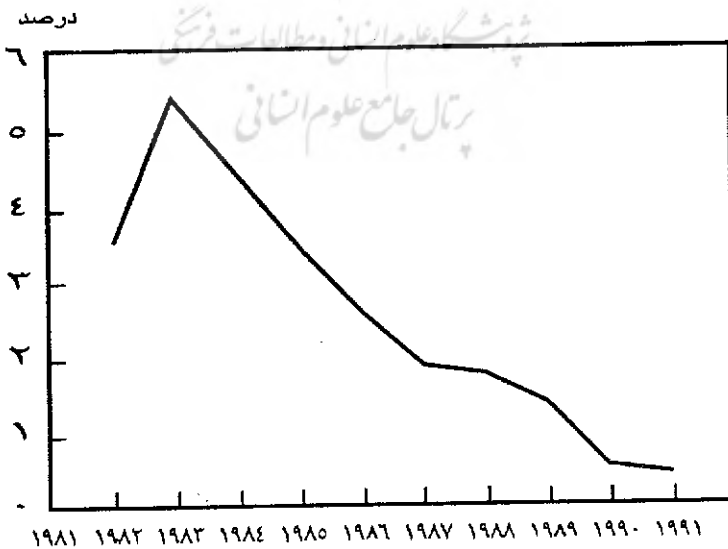
شکل ۱. نسبت بدهی دولتی به کل بدهی تولیدکنندگان ماشین‌آلات عمومی



شکل ۲. نسبت بدهی دولتی به کل بدهی تولیدکنندگان ماشین‌آلات الکتریکی



شکل ۳. نسبت بدهی دولتی به کل بدهی تولیدکنندگان ماشین‌آلات ابزار دقیق



شکل‌های (۱) تا (۳) نشان می‌دهند که ارقام و روندهای کلی در طول زمان و در بین این صنایع تقریباً روند یکسانی داشته‌اند. در ۱۹۸۲، رقم مجموع اعتبارات دولتی اعطا شده نسبت به بدهی ناخالص سازندگان ماشین‌آلات عمومی و الکتریکی در حدود ۱۰ درصد بوده است و به ترتیب به ارقام ۵ و ۱/۴ درصد در ۱۹۹۱ کاهش یافته است. سطح تأمین وجوه تولیدکنندگان ابزار دقیق که در ابتدای دوره مورد مطالعه حدود ۳/۵ درصد بود، به طور موقت به ۵/۵ درصد در ۱۹۸۳ افزایش یافت و سپس به کمتر از ۱ درصد در انتهای دوره کاهش یافت.

علاوه بر شباهت‌هایی که در رفتار سری‌های زمانی متغیر "نسبت بدهی‌های دولت به کل بدهی‌های" این صنایع وجود دارد، شباهت‌هایی نیز در توزیع مقطعی این متغیر بین این صنایع دیده می‌شود بنگاه‌های میانه در هر سه صنعت، هیچ‌گونه تأمین مالی دولتی دریافت نکرده‌اند. در حقیقت، مشخص می‌شود که فعالیت‌های وام‌دهی بانک‌ها و کارگزاران دولتی بیشتر بر یک سوم از بنگاه‌های هر صنعت متمرکز شده‌اند. در ۱۹۸۲، نسبت بدهی‌های دولتی به کل بدهی‌ها برای بنگاه‌هایی که درصد آن در رتبه نوزدهم گروه ماشین‌آلات عمومی قرار داشت، حدود ۱۷ درصد بوده است و به ۸ درصد در ۱۹۹۱ کاهش یافته است. صنایع تولیدکننده ماشین‌آلات الکتریکی و ابزار دقیق نیز الگوهای مشابهی را نشان داده‌اند. همچنین مشخص شده است که درصد‌های بالاتر و پایین‌تر این متغیر، روند نزولی به صورت یکنواخت در این توزیع وجود دارد. بنابراین رفتار سری‌های زمانی این متغیر می‌تواند به واسطه این واقعیت توضیح داده شود که در این دوره بخش نسبتاً ثابتی از بنگاه‌ها، اعتبارات دولتی را دریافت کرده‌اند، اما در عین حال اهمیت نسبی اعتبارات دولتی در تأمین مالی اغلب این بنگاه‌ها، در طول زمان کاهش یافته است.

از بین بنگاه‌هایی که مقدار مثبتی بدهی دولتی در ترازنامه خود در ۱۹۸۱ داشته‌اند، بیش از ۷۵ درصد بدهی خود را تا ۱۹۹۱ کاهش داده‌اند و  $\frac{۱}{۳}$  از آن‌ها ( $\frac{۱}{۳}$  از ۷۵ درصد) نیز بدهی دولتی خود را به صفر رسانده‌اند و تنها ۲۵ درصد از این بنگاه‌ها اعتبار بیشتری از دولت دریافت کرده‌اند. از بین بنگاه‌هایی که در سال ۱۹۸۲ هیچ بدهی دولتی نداشته‌اند، حدود ۹ درصد تا ۱۹۹۱ اعتبار دولتی دریافت کرده‌اند.

در واقع، وقایع یاد شده این دیدگاه را که وام‌دهندگان دولتی فقط تا زمانی به بنگاه‌ها اعتبار می‌دهند که آن‌ها نتوانند به بازار خصوصی اعتبار دسترسی پیدا کنند و پس از آن دست از این کار می‌کشند و همچنین، این نکته که کارگزاران وام‌دهی سعی می‌کنند اعتبارات را بیشتر به وام‌گیرندگان جدیدتر بدهند، تأیید می‌کند شواهد ذکر شده امکان بروز این پدیده را که بنگاه‌های دارای ارتباطات سیاسی به اعتبارات دولتی دسترسی داشته باشند و بتوانند این دسترسی را حفظ کنند، رد می‌کند. در عین حال با این ادعا که اعتبارات دولتی بر طبق استانداردهای وام‌دهی بی‌طرفانه توزیع می‌شوند، اگرچه نه به طور کاملاً قاطع، سازگار است.

این مطالعه نشان می‌دهد که کمک‌های دولتی برای بنگاه‌هایی هدف‌گذاری شده‌اند که احتمال ایجاد پی‌آمدهای خارجی ناشی از فن‌آوری در آن‌ها بیشتر است. بنگاه‌هایی که در ۱۹۸۲ کمک‌های نقدی دولتی بیشتری دریافت کرده‌اند، میزان رشد فروش و سرمایه‌گذاری بالاتری داشته‌اند. به‌علاوه، در این بنگاه‌ها نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به سرمایه در مقایسه با سایر بنگاه‌ها بالاتر بوده است، به این ترتیب که در ۱۹۸۲، نسبت ذکر شده در این بنگاه‌ها حدود ۶ درصد، در برابر ۳ درصد در بنگاه‌هایی بوده است که وجوه دولتی دریافتی آن‌ها کاهش یافته است. در ۱۹۸۲، میزان سرمایه‌گذاری خالص سالانه بنگاه‌هایی که وجوه دریافتی آن‌ها از دولت افزایش یافته است، حدود ۱۸ درصد بوده است، در حالی‌که این میزان برای بنگاه‌هایی که اعتبار دولتی دریافتی آن‌ها کاهش یافته است، حدود ۱۱ درصد است. همچنین، بنگاه‌هایی که تأمین مالی دولتی دریافت کرده‌اند، رشد فروش ۱ درصد را تجربه کرده‌اند و بنگاه‌هایی که اعتبار دولتی آن‌ها رو به کاهش بوده است میزان رشد فروش آن‌ها منفی ۱ درصد بوده است.

نتایج دقیق‌تر اقتصادسنجی، با استفاده از تخمین‌های خودرگرسیون برداری پانل دیتا<sup>۷۳</sup> در ضمیمه آورده شده‌اند. نتایج این رگرسیون‌ها شواهدی قوی در مورد این واقعیت ارائه می‌کنند که تفاوت بین میزان سرمایه‌گذاری و وضع رشد را می‌توان به‌طور مستقیم به تفاوت در کمک‌های اعتباری دولت نسبت داد. یافته‌ها همچنین نشان می‌دهد که افزایش بدهی دولت، افزایش شدید بدهی به بخش خصوصی را قابل پیش‌بینی می‌کند. در حقیقت، افزایش‌های تجمعی بدهی به بخش خصوصی در پاسخ به افزایش بدهی به بخش دولتی، به میزان دو برابر افزایش تجمعی سرمایه‌گذاری ناخالص این بنگاه‌ها است و این موضوع بیانگر آن است که افزایش بدهی به دولت، نسبت سرمایه‌گذاری‌هایی را که بخش خصوصی تأمین مالی کرده، افزایش می‌دهد و این واقعیت با اثر تزریق مالی محرک<sup>۷۴</sup> سازگار است. اگرچه فرم کاهش یافته الگو (همان‌گونه که در ضمیمه بحث شده است) شواهد مسلمی را فراهم نمی‌آورد که اثبات‌کننده اعتبارات دولتی، محدودیت‌های استقراض بنگاه‌ها را کاهش می‌دهد و با معیار شناختن بنگاه‌ها، موجب کاهش ریسک اعتباری آن‌ها می‌شود، اما این نتایج را می‌توان به‌طور ضمنی از آن استنباط کرد. البته کارهای بیشتری نیز برای مجزا کردن منابع تأثیر اعتبارات دولتی (از یکدیگر) انجام شده است. به‌عنوان مثال، تمایز آثار مستقیم وام‌دهی دولت از سایر آثار آن بسیار مهم است، به این ترتیب که اعطای اعتبارات دولتی به بنگاه‌ها، خطرات وام‌دهی به آن‌ها را (به‌طور غیرمستقیم) بیمه می‌کند و هزینه‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد. به‌هر حال، یافته‌های ما شواهدی در حمایت از این بحث فراهم می‌آورد که دخالت دولت ژاپن در بازار سرمایه جزء مهمی از سیاست صنعتی این کشور بوده است و احتمالاً، به‌علت ساختار نهادی برنامه‌های وام‌دهی دولت در این کشور تصمیم‌های اعطای وام در چارچوب این سیاست بیشتر براساس منطق اقتصادی و نه

کسب وام از طریق سیاسی بوده است. به‌علاوه در این کشور، اعطای وام‌های دولتی، که معمولاً برای بنگاه‌های در حال رشد و متکی بر تحقیق هدف‌گذاری می‌شود، به سرعت از بنگاه‌های معتبر سلب شد، در حالی که پی‌آمد آن برای بنگاه‌های یاد شده، افزایش شدید سرمایه‌گذاری و دسترسی به اعتبارات خصوصی بوده است.

## نتیجه‌گیری

در این مقاله، درباره توجیهات نظری برنامه‌های اعتباری هدایت شده دولتی بحث و استدلال شد که دست‌کم در بعضی موارد، اعتبارات هدایت شده به اهداف موجه سیاست‌های بخش عمومی دست یافته‌اند. همچنین تفاوت مسائل بخش‌های مختلف به‌ویژه بین بازارهای سرمایه صنعتی و کشاورزی مورد بحث قرار گرفت. در بخش کشاورزی، ممکن است دولت قادر باشد به کشاورزان کمک کند تا به عواید ناشی از کارایی دسترسی پیدا کنند و این امر معمولاً با تجمع یک سطح حداقل از ثروت، به واسطه کمک به سازماندهی و تأمین مالی تعاونی‌های اعتباری (توسط دولت) صورت می‌گیرد. در بخش صنعت نیز دولت می‌تواند کمک کند تا مسائل مهمی که به خاطر سوء استفاده (سواری مجانی) از سرمایه‌گذاری سایر وام‌دهندگان در نظارت و یا به واسطه پی‌آمدهای خارجی بازارهای محصول و عوامل تولید به وجود آمده‌اند، حل شوند.

البته این بحث‌ها از دخالت دولت در بازارهای سرمایه به‌طور قاطع حمایت نمی‌کنند. در حقیقت، در بسیاری از موارد دخالت دولت از طریق تأمین مالی وام‌گیرندگان ناکارا و بیرون‌راندن واسطه‌های اعتباری بخش خصوصی از بازار سرمایه، هزینه‌های بالایی را به وجود آورده است.

یکی از عوامل تعیین‌کننده موفقیت که در این جا به آن اشاره شد، سازوکار نهادی است که از طریق آن اهداف سیاستی به برنامه‌های دولتی تبدیل می‌شوند. برنامه‌های اعتباری کشاورزی تایلند و بنگلادش و برنامه اعتباری صنعتی ژاپن که در این جا ذکر شدند، به گونه‌ای شکل گرفته‌اند که حداقل بیرون‌راندن منابع اعتباری بخش خصوصی از بازار سرمایه و حداقل مسائل مرتبط با ملاحظات اخلاقی را به وجود آوردند. در ژاپن، اولویت‌های سیاست‌های اعتباری به‌عنوان بخشی از برنامه ملی و همراه با مشارکت وسیع تعیین می‌شوند و به محض این‌که اولویت‌ها مشخص شدند، کارگزارانی که از فشارهای سیاسی ایمن هستند تصمیم‌های وام‌دهی را اتخاذ می‌کنند. در نظام‌های سیاسی که توانایی اجرای قواعد محرومیت (در صورت کوتاهی در بازپرداخت) برای اعتبارات کشاورزی را ندارند یا نمی‌توانند برنامه‌ای کارا برای توزیع اعتبارات صنعتی تهیه و اجرا کنند، ممکن است مشکلاتی که دولت با اجرای برنامه‌های اعتباری هدایت شده ایجاد می‌کند بیش از مزایای آن‌ها باشد.

## پیوست

جدول‌های A.۱ و A.۲، رگرسیون، میزان سرمایه‌گذاری را بر روی عرضه با وقفه اعتبارات دولتی نشان می‌دهند. به بیان دقیق‌تر، این رگرسیون، یک معادله خود رگرسیون برداری VAR با سه وقفه است. برای فراهم کردن ساختار پانل داده‌ها، ما معادله‌ای را تخمین می‌زنیم که هم شامل بنگاه‌های مختلف باشد و هم طول زمان را در نظر بگیرد. به علاوه آماره  $t$  و آزمون والد<sup>۷۵</sup> که با ناهمسانی (واریانس) جمله خطا در شرایطی بین بخشی و در طول زمان تعدیل شده‌اند، نیز محاسبه شده‌اند. از آن‌جا که رهیافت خود رگرسیون برداری (VAR) هیچ نوع محدودیت ساختاری را ایجاد نمی‌کند و اجازه می‌دهد که تصریح معادله سرمایه‌گذاری بسیار کلی باشد، به نظر می‌رسد که نتایج این رگرسیون‌ها، به‌عنوان گام اول مفید باشد و مجموعه محدودی از آماره‌ها را برای نشان دادن و خلاصه کردن همبستگی جزئی در داده‌ها، فراهم کند.

در معادلات تخمین زده شده، همه متغیرها با استفاده از میزان حجم سرمایه در ابتدای دوره، شاخص‌بندی شده‌اند. برای کنترل آثار (متغیرهای) متعدد بر سرمایه‌گذاری، مقادیر با وقفه‌ای از فروش، درآمد عملیاتی و سرمایه‌گذاری نیز در الگو وارد شده‌اند. سپس به این فهرست، متغیر نشان‌دهنده سیاست اعتباری دولت اضافه شد که با تغییر در سطح اعتبارات معوق دولتی (که با حجم سرمایه در ابتدای دوره شاخص‌بندی شده است) اندازه‌گیری می‌شود. معادلات نهایی که مورد تخمین قرار گرفته‌اند از همه مشاهدات در دسترس، به جز آن‌هایی که به واسطه نبود اطلاعات نادیده گرفته شده‌اند، استفاده کرده‌اند. ما سه وقفه اول (متغیرهای با وقفه سرمایه‌گذاری) را از مدل VAR بر می‌داریم (و یک وقفه اضافی برای متغیر ابزاری به مدل اضافه می‌کنیم مانند مراحل‌ی که در روش هولتزکین، نوی و روزن لازم است)، داده‌های پانل باقی مانده شامل ۳۷۰ بنگاه است که در فاصله زمانی شش ساله ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۱ است و ۱۶۱۸ مشاهده ارائه می‌کند.

معادله‌های ارائه شده در جداول A.۱ و A.۲ یکی هستند و فقط در جدول A.۱ سرمایه‌گذاری ناخالص به کار می‌رود ولی در جدول A.۲ سرمایه‌گذاری خالص وجود دارد (سرمایه‌گذاری ناخالص منهای ماشین‌آلات فعال مستهلک شده). در هر جدول ستون اول نشان‌دهنده رگرسیون است که در آن تنها متغیر تأمین مالی بیرونی، خالص تأمین مالی دولتی است. در ستون دوم همان معادله رگرسیونی ارائه شده است و فقط یک متغیر نشان‌دهنده بدهی غیردولتی، که با تغییر در حجم بدهی معوق غیردولتی اندازه‌گیری می‌شود، اضافه شده است. این متغیر اضافه شده است تا نشان‌دهنده تعداد وقفه‌های [مناسب] فعالیت تأمین مالی برای پیش‌بینی فرصت‌های رشد آتی و در نتیجه میزان‌های سرمایه‌گذاری بالاتر باشد. به بیان دیگر، هدف این تخمین‌ها اثبات این موضوع است که ضرایب متغیرهای با وقفه بدهی به بخش دولتی و خصوصی (به اندازه

کافی) بزرگ هستند و از نظر آماری تأثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی می‌کنند. پس اگر ما بتوانیم، نوعی علیت قوی برای تأمین مالی دولتی بیابیم ولی این امر برای تأمین مالی خصوصی امکان‌پذیر نباشد، این امر بیانگر آن خواهد بود که تأمین مالی دولتی نقش یگانه‌ای را در تأمین مالی این بنگاه‌ها ایفا می‌کند.

هر چهار معادله ارائه شده در جدول‌های  $A.1$  و  $A.2$  شواهدی قوی فراهم می‌کنند که نشان می‌دهد تأمین مالی از طریق بدهی به دولت، اثر نهایی بزرگ، مثبت و از لحاظ آماری معناداری بر سرمایه‌گذاری خالص و ناخالص دارد. آزمون هانسن<sup>۷۶</sup> در مورد محدودیت‌های شناسایی بیش از حد مدل<sup>۷۷</sup> در مورد هیچ یک از معادلات معنادار نیست و این امر تضمین لازم را برای کفایت شناسایی معادله  $VAR$  ارائه می‌کند. در جدول  $A.1$  و در معادله (۱) مجموع ضرایب متغیرهای با وقفه تأمین مالی از طریق بدهی به دولت معادل  $2/22$  است و نشان می‌دهد که اثر تجمعی سه ساله یک دلار تأمین مالی از طریق بدهی، بیشتر از دو دلار سرمایه‌گذاری ناخالص اضافی در دارایی‌های سرمایه‌ای ثابت است. در معادله (۲) مجموع ضرایب (همین) متغیرهای با وقفه برابر با  $1/81$  است.

تخمین‌ها نشان می‌دهد که مقادیر مشابه و کمی کوچک‌تر برای سرمایه‌گذاری خالص به دست می‌آید [جدول  $A.2$ ]. در معادله (۳) مجموع ضرایب متغیرهای با وقفه برابر  $1/65$  است، در حالی که در معادله (۴)، ضرایب با الگویی مشابه به مجموع  $1/76$  می‌رسند. در یک مقایسه جالب، مشاهده می‌شود که مقدار نسبی (مجموع) ضرایب متغیرهای با وقفه تأمین مالی از طریق بدهی به بخش غیردولتی، نزدیک به صفر است و برابر با  $0/001$  و  $-0/011$  و همچنین  $-0/002$  است که همگی از نظر آماری بی‌معنا هستند.

علاوه بر این، دلیل آماری دیگری که بر اهمیت تأمین مالی از طریق بدهی به دولت تأکید می‌کند، از طریق آزمون علیت گرنجری که در انتهای هر جدول ارائه شده، فراهم می‌آید. اعداد ارائه شده در جدول‌های شامل مقادیر  $P$ ، احتمال فرض صفر بودن مجموع ضرایب متغیرهای با وقفه ذکر شده [تأمین مالی از طریق بدهی به دولت] است. در معادله (۱) در جدول  $A.1$  مقدار احتمال ارائه شده برابر صفر است. یعنی ما می‌توانیم این فرض را که مجموع ضرایب متغیرهای با وقفه تأمین مالی از طریق بدهی به دولت برابر صفر است، به شدت، رد کنیم. از این رو ما می‌توانیم بگوئیم که تأمین مالی از طریق بدهی به دولت، علیت گرنجری سرمایه‌گذاری ناخالص است (مشروط به وجود متغیرهای با وقفه فروش، درآمد عملیاتی، سرمایه‌گذاری، آثار بنگاه‌ها و متغیرهای مجازی سال‌های خاص). این آزمون همچنین نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق بدهی به بخش غیردولتی علیت گرنجری سرمایه‌گذاری ناخالص است (هر چند مقدار این اثر اقتصادی با توجه ضرایب ارائه شده بسیار کم است).



## برنامه‌های اعتباری هدایت شده برای ... ۱۳۳

نتایج آزمون علیت گرنجر که در جدول 4.۲ ارائه شده است، زمینه مقایسه بیشتری را فراهم می‌آورد. در این جا دوباره مقدار احتمال ارائه شده برای تأمین مالی از طریق بدهی به دولت برابر صفر است که نشان‌دهنده علیت گرنجر آن است. اما برای تأمین مالی از طریق بدهی به دولت، مقدار احتمال برابر ۰/۴۴۴ است که نشان می‌دهد نمی‌توان این فرضیه را که ضرایب متغیرهای با وقفه بدهی غیردولتی به‌طور مشترک صفر هستند را رد کرد و این به آن معناست که تفاوت بین تأمین مالی از طریق بدهی به دولت و بدهی به بخش غیردولتی بسیار زیاد است. ما همچنین الگوهای VAR مشابهی را برای جریان بدهی به بخش خصوصی تخمین زده‌ایم که در این جا ارائه نشده‌اند. در حقیقت افزایش تجمعی بدهی به بخش خصوصی در واکنش به افزایش بدهی به دولت، دو برابر افزایش تجمعی در سرمایه‌گذاری ناخالص است و این امر بیانگر آن است که افزایش اعتبارات دولتی، نسبت سرمایه‌گذاری را که از طریق بدهی به بخش خصوصی تأمین مالی می‌شود، افزایش می‌دهد و این موضوع با اثر تزریق مالی محرک<sup>۷۸</sup> که در مقاله بحث شد، سازگار است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

جدول A.۱: نتایج تخمین‌های خودرگرسیون برداری برای سرمایه‌گذاری ناخالص در صنعت ماشین‌آلات (۱۹۶۸-۹۱)

معادله ۲	معادله ۱	متغیرهای توضیحی
۰/۰۴۴۹ (۱/۲۷۶۱)	۰/۰۵۵۱ (۱/۵۱۲۱)	۱- (نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه)
-۰/۰۱۸۴ (-۱/۱۵۰۲)	-۰/۰۱۸۸ (-۱/۱۲۵۰)	۲- (نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه)
-۰/۰۵۵۶ (-۴/۳۷۱۶)	-۰/۰۴۹۲ (-۳/۶۰۰۹)	۳- (نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه)
۰/۰۱۴۱ (۱/۴۹۰۶)	۰/۰۱۵۸ (۱/۷۲۳۵)	۱- (نسبت فروش به سرمایه)
-۰/۰۰۱۱ (-۰/۴۱۰۴)	۰/۰۰۲۹ (۰/۸۴۳۹)	۲- (نسبت فروش به سرمایه)
۰/۰۱۰۸ (۲/۲۲۲۰)	۰/۰۰۷۵ (۱/۸۳۷۲)	۳- (نسبت فروش به سرمایه)
۰/۰۲۲۳ (۰/۰۶۲۸)	۰/۰۵۸۸ (۰/۹۱۳۳)	۱- (نسبت درآمد به سرمایه)
-۰/۰۳۴۲ (-۱/۰۶۰۴)	۰/۰۰۱۸ (۰/۰۵۱۷)	۲- (نسبت درآمد به سرمایه)
-۰/۰۳۸۴ (-۰/۹۵۷۱)	۰/۰۲۹۵ (۰/۷۷۶۴)	۳- (نسبت درآمد به سرمایه)
۰/۱۱۲۸ (۰/۳۵۱۴)	۰/۳۵۳۶ (۱/۲۱۹۳)	۱- (نسبت بدهی دولت به سرمایه)
۱/۰۴۷۳ (۵/۱۳۶۶)	۱/۲۴۴۹ (۴/۷۹۴۵)	۲- (نسبت بدهی دولت به سرمایه)
۰/۶۴۷۴ (۵/۳۵۴۷)	۰/۶۲۵۰ (۴/۰۵۴۲)	۳- (نسبت بدهی دولت به سرمایه)
۰/۰۴۵۹ (۲/۹۹۷۲)		۱- (نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه)

ادامه جدول A.1

۰/۰۰۹۹ (-۰/۶۸۰۳)		۲- (نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه)
۰/۰۱۵۵ (۱/۰۹۹۲)		۳- (نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه)
		متغیر مجازی زمان (منظور نشده است)
۱۶۱۸	۱۶۱۸	تعداد مشاهدات موجود (مشاهدات اولیه - مشاهدات حذف شده) مقدار
۰/۲۶۲	۰/۲۲۱	احتمال آزمون هانسن مقدار احتمال آزمون علیت گرنجر
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	بدون تأمین مالی دولتی
۰/۰۰۲		بدون تأمین مالی بخش خصوصی

\* مقادیر داخل پرانتز آماره ۱ هستند و به منظور تصحیح ناهمسانی واریانس تعدیل شده‌اند.

جدول A.۲: نتایج تخمین‌های خودرگرسیون برداری برای سرمایه‌گذاری خالص در صنعت ماشین‌آلات (۹۱-۱۹۶۸)

معادله ۴	معادله ۳	متغیرهای توضیحی
۰/۰۰۳۳ (۰/۱۱۱۷)	-۰/۰۸۴۵ (-۲/۴۴۶۶)	۱- [نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه]
-۰/۰۱۵۹ (۰/۹۸۳۲)	-۰/۰۴۱۷ (-۲/۱۵۴۳)	۲- [نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه]
-۰/۰۲۸۹ (-۲/۰۱۲۲)	-۰/۰۴۶۳ (-۲/۵۴۱۹)	۳- [نسبت سرمایه‌گذاری به سرمایه]
۰/۰۳۳۱ (۴/۸۲۰۱)	۰/۰۴۴۶ (۵/۶۲۴۷)	۱- [نسبت فروش به سرمایه]
۰/۰۰۴۲ (۱/۷۸۶۰)	۰/۰۱۰۸ (۳/۳۷۱۰)	۲- [نسبت فروش به سرمایه]
۰/۰۱۳۱ (۳/۸۶۷۵)	۰/۰۱۱۲ (۲/۸۳۰۶)	۳- [نسبت فروش به سرمایه]
-۰/۱۶۶۶ (-۳/۰۸۵۳)	-۰/۱۲۳۹ (-۲/۱۷۶۴)	۱- [نسبت درآمد به سرمایه]
-۰/۰۲۱۰ (-۰/۸۴۹۲)	-۰/۰۳۷۱ (-۱/۳۴۵۹)	۲- [نسبت درآمد به سرمایه]
-۰/۰۸۶۸ (-۳/۵۷۰۱)	-۰/۰۴۴۲ (-۱/۳۹۴۳)	۳- [نسبت درآمد به سرمایه]
۰/۹۰۴۳ (۳/۹۲۱۷)	۰/۹۱۰۹ (۳/۹۲۴۲)	۱- [نسبت بدهی دولت به سرمایه]
۰/۵۸۱۲ (۳/۹۲۱۷)	۰/۵۰۴۶ (۲/۶۵۹۶)	۲- [نسبت بدهی دولت به سرمایه]
۰/۲۷۱۸ (۱/۹۹۸۴)	۰/۲۳۵۸ (۱/۵۴۳۲)	۳- [نسبت بدهی دولت به سرمایه]
۰/۰۰۱۳ (۰/۱۰۸۶)		۱- [نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه]

ادامه جدول A.۲

-۰/۰۱۱۷ (-۱/۱۲۴۶)		۲- (نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه)
-۰/۰۰۲۲ (-۰/۱۷۲۹)		۳- (نسبت بدهی غیردولتی به سرمایه)
۱۶۱۸	۱۶۱۸	متغیر مجازی زمان (منظور نشده است) تعداد مشاهدات موجود (مشاهدات اولیه - مشاهدات حذف شده)
۰/۲۸۹	۰/۲۲۴	مقدار احتمال آزمون هانسن مقدار احتمال آزمون علیت گرنجر
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	بدون تأمین مالی دولتی
۰/۴۴۴		بدون تأمین مالی بخش خصوصی

\* مقادیر داخل پرانتز آماره هستند و به منظور تصحیح ناهمسانی واریانس تعدیل شده‌اند.

پی‌نویس‌ها

۱. تمامی این هزینه‌ها، هزینه‌های نظارتی است (مترجم).

۲. نگاه کنید به؛

*Stiglitz and Weiss (1981); Gertler (1987); Calomiris and Hubbard (1990)*

۳. در سر تا سر متن منظور از تأمین مالی بیرونی، کسب اعتبار از بازارهای پولی و مالی است و در مقابل آن تأمین مالی درونی یعنی انتشار سهام جدید قرار دارد.

۴. نگاه کنید به؛ *Fisher (1933), Bernanke (1983); Calomiris and Hubbard (1989)*

۵. نگاه کنید به؛

*Fazzari, Hubbard, and Peterson (1989), Devereux and Schiantarelli (1990); Gilchrist and Himmelberg (1992).*

۶. نگاه کنید به؛ *Calomiris and Hubbard (1994).*

۷. نگاه کنید به؛ *Townsend (1979).*

8. *Adverse Selection*

۹. نگاه کنید به؛ *Mayers and Majluf (1984); De Meza and Webb (1987).*

۱۰. نگاه کنید به؛

*Campbell and Kracaw (1980); Diamond (1984); Ramakrishnan and Takor (1984), Calomiris and Kahn (1991). Bernanke (1983); Calomiris, Hubbard, and Stock (1986)*

11. *Epiphenomenal*

*Akerlof (1970).*

۱۲. نگاه کنید به؛

*Braverman and Stiglitz (1982).*

۱۳. برای مثال نگاه کنید به؛

۱۴. نگاه کنید به؛

*Calomiris, Hubbard and Stok (1986); Evanoff (1988), Calomiris (1993).*

15. *Leland and pyle (1977).*

16. *Wright (1986).*

*Binswanger and Rosenzweig (1986).*

۱۷. برای بحث‌های مرتبط رجوع کنید به؛

18. *Sharecropping.*

*Otsuka and Hayami (1998).*

۱۹. نگاه کنید به؛

20. *Principal-Agent.*

*Aleem (1985); Braverman and Guasch (1986).*

۲۰. نگاه کنید به؛

22. *Throwing Money at the Problem.*

23. *Carey (1989).*

24. *Speculative Bubble.*

25. *Braverman and Stiglitz (1982) and Bell (1988).*

26. *Aleem (1985, 1990).*

*Huppi and Feder (1990).*

۲۷. برای مروری کلی بر ادبیات وام‌دهی غیررسمی نگاه کنید به؛

28. *Wells (1978).*

29. *Yaron (1992), Chaves and Gonzalez-Vega (1993).*

30. *Mutuall Insurance.*

31. *Stiglitz (1990).*

*Basu (1986).*

۳۲. برای بحث‌های مرتبط نگاه کنید به؛

برنامه‌های اعتباری هدایت شده برای ... ۱۳۹

Huppi and Feder (1990).

۳۳. نگاه کنید به؛

34. *Thailands Bank of Agriculture and Agricultural Cooperative (BAAC)*.

35. *Bangladesh 's Grameen Bank*

36. *Bridge Loan*.

37. *Yaron (1992)*.

39. *Hossain (1984)*.

۳۸. بانک جهانی (۱۹۸۹)؛ صفحه ۱۱۷

40. *Kislev, Lerman, and Zusman (1989)*.

41. *Mayer (1998) & Calomiris(1994)*.

42. *Spillover*

43. *Calomiris (1993)*.

44. *Butters and Lintner (1945), Fazzari, Hubbard and Peter san (1989)*.

۴۵. نگاه کنید به؛

*Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991); Gilchrist and Himmelberg (1992);*

*Hubbard Calomiris (1994)*.

*Himmelbery and Peterson*.

۴۶. به تازگی، توسط؛

47. *Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1990, 1991)*.

48. *Main Bank*.

49. *Calomiris (1994)*.

50. *Garber and Weisbord (1991)*.

51. *Gilson, John, and Lang (1990), Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1990 b)*.

52. *Caballero and Lyons (1989)*.

53. *Grliches and Lichenberg (1984); Jaffe (1986); Bernstein and Nadiri (1990)*

54. *David (1975); Krueger and Tuncer (1982)*.

55. *David and Rosenbloom (1990)*

56. *Stiglitz (1990)*.

57. *Garber and Weisbord (1991)*

58. *Leland and pyle (1977); Calomiris and Khan (1991)*

59. *Ghemawat and Nalebuff (1985)*

60. *Coordinated Capacity Reduction.*

۶۱. *Prisoner's Dilemma* که در بحث *Game Theory* مطرح می‌شود و در این جا منظور ضرر هر دو طرف (دولت و دریافت‌کنندگان یارانه) است.

62. *Japan Development Bank (1993).*

63. *Japan Export-Import Bank*

64. *Lobbying Interests*

65. *Overseas Economic Cooperation Fund (1991).*

66. *Pump Primer*

67. *Mayer (1988)*

68. *Pump - Priming*

69. *Seasoning*

70. *Spillover Benefits*

*Vittosand & Wang (1991); Calomiris and Others (1992).*

۷۱. نگاه کنید به ۶۰

72. *Internalizing*

73. *Panel Data Vector Auto Regression.*

74. *Pump - Priming Effect.*

75. *Wald Test.*

76. *Hansen's Test.*

77. *Over Identification*

78. *Pump - Priming Effect.*

## منابع و مأخذ

Akerlof, George (1970), "The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics* 84 (August):



488-500.

Aleem, Irfan, (1985), "Information, Uncertainty, and Rural Credit Markets in Pakistan," Ph.D.thesis. Oxford University, oxford, U.K.

\_\_\_\_\_(1990), "Imperfect Information, Screening, and the Costs of Informal Lending: A Study of a Rural Credit Market in Pakistan. *World Bank Economic Review* 4(3): 329-50.

Basu, Kaushik (1986), "One Kind of Power," *Oxford Economic Papers* 38 (July): 259-82.

Bell, Clive, (1988), "Credit Markets and Interlinked Transactions," In Hollis Chenery and T.N. Srinivasan, eds., *Handbook of Development Economics*, Vol. 1. Amsterdam: Elsevier Science Publishers.

Bernanke, Ben S. (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review* 79 (June): 14-31.

Bernstein, J.I., and M.I. Nadiri, 1990, "A Dynamic Model of Product Demand, Cost of Production, and Inter-Industry R&D Spillovers," New York University Working Paper.

Binswanger, Hans, and Mark Rosenzweig (1986)," Behavioral and Material Determinants of Production Relations in Agriculture," *Journal of Development Studies* 22 (April): 503-39.

Braverman, Avishay, and Luis Guasch, (1986), "Rural Credit Markets and Institutions in Developing Countries: Lessons for Policy Analysis from Practice and Modern Theory," *World Development* 10: 1253-67.

Braverman, Avishay, and Joseph E. Stiglitz (1982)," Sharecropping and the Interlinking of Agrarian Markets," *American Economic Review* 72 (September): 695-715.

Butters, J. K., and J. V. Lintner (1954), *Effects of Federal Taxes on Growing*

- Enterprises*. Cambridge, Mass.: Harvard Business School Press.
- Caballero, R.J., and R.K. Lyons (1989), "The Role of External Economies in U.S. Manufacturing," NBER Working Paper 3033. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Calomiris, Charles W. (1993), "Regulation, Industrial Structure, and Instability in U.S. Banking: An Historical Perspective," In Michael Klausner and Lawrence J. White, eds., *Structural Change in Banking*, Homewood, Ill.: Irwin.
- \_\_\_\_\_ (1994) "The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914," In Naomi Lamoreaux and Daniel Raff, eds., *Coordination Within and Between Firms*. Chicago, Ill.: University of Chicago Press.
- Calomiris, Charles W., and R. Glenn Hubbard. 1989, "Price Flexibility, Credit Availability, and Economic Fluctuations: Evidence from the United States, 1894-1909," *Quarterly Journal of Economics* 104 (August): 429-52.
- \_\_\_\_\_ (1990) "Firm Heterogeneity, Internal Finance, and Credit Rationing," *Economic Journal* 100 (March): 90-104.
- \_\_\_\_\_ (1994), "Internal Finance and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936-1937," NBER Working Paper 4288, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Calomiris, Charles W., and Charles M. Kahn. 1991, "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements," *American Economic Review* (June): 497-513.
- Calomiris, Charles W., C. P. Himmelberg, C. M. Kahn, and D. Vitas. 1992, "Evaluating Industrial Credit Programs in Japan: A Research Proposal," Working Paper. University of Illinois, Department of Finance, Urbana.
- Calomiris, Charles W., R. G. Hubbard, and J.H. Stock. 1986, "The Farm Debt Crisis and Public Policy," *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 441-85.

Campbell, T., and William Kracaw, 1980, "Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation," *Journal of Finance* 35 (September): 863-81.

Carey, Mark (1989), "Feeding the Optimists: The Federal Land Banks, Land Market Efficiency, and the Farm Credit Crisis," Ph.D. dissertation. University of California, Berkeley.

Chaves, Rodrigo A., and Claudio Gonzalez-Vega (1993), "The Design of Successful Rural Financial Intermediaries: Evidence from Indonesia," Working Paper. Ohio State University, Columbus.

David, Paul A (1975), Technical choice, *Innovation and Economic Growth: Essays on American and British Experience in the Nineteenth Century*. London: Cambridge University Press.

David, Paul A., and Joshua Rosenbloom (1990), "Marshallian Factor Market Externalities and the Dynamics of Industrial Localization," *Journal of Urban Economics* 28: 349-70.

De Meza, David and David C. Webb (1987), "Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information," *Quarterly Journal of Economics* 102 (May): 281-92.

Devereaux, Michael, and Fabio Schianterelli (1990), "Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data," In R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, Ill.: University of Chicago Press.

Diamond, Douglas (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economics and Statistics* 51 (July): 393-414.

Evanoff, David D. 1988, "Branch Banking and Service Accessibility," *Journal of Money, Credit, and Banking* 20 (May): 191-202.

Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce C. Petersen, 1989, "Financing

- Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 141-95.
- Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica* 1 (October): 337-57.
- Garber, Peter, and S. Weisbrod (1991), *The Economics of Money, Liquidity, and Banking*, Lexington, Mass.: D.C. Heath.
- Gertler, Mark L (1987), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview," *Journal of Money, Credit and Banking* 20 (August) (Pt 2): 559-88.
- Ghemawat, Pankaj, and Barry Nalebuff (1985), "Exit," *Rand Journal of Economics* 16: 184-94.
- Gilchrist, Simon, and Charles P. Himmelberg (1992), "Evidence on the Role of Cash Flow for Investment," New York University, Department of Economics, Stern School of Business.
- Gilson, Stuart C., Kose John, and Larry H.P. Lang (1990), "Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," *Journal of Financial Economics* 27 (October): 315-54.
- Greenwald, Bruce C., Joseph E. Stiglitz, and Andrew M. Weiss, 1984. "Informational Imperfections in Capital Markets and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Association Papers and Proceedings* 74 (May): 194-200.
- Griliches, Zvi, and Frank Lichtenberg. (1984), "Interindustry Technology Flows and Productivity Growth: A Reexamination," *Review of Economics and Statistics*, 61: 324-29.
- Himmelberg, Charles P., and Bruce C. Petersen, Forthcoming, "R & D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High Tech Industries," *Review of Economics and Statistics*.

- Holtz- Eakin, Douglas, Whitney K. Newey, and Harvey S, Rosen (1988), "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica* 56: 1371-95.
- Hoshi, Takco, Anil Kashyap, and David Scharfstein, (1990)a. "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships, "In R. Glenn Hubbard. ed., *Asymmetric Information. Corporate Finance, and Investment*. Chicago, Ill.: University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_. 1990b. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan." *Journal of Financial Economics* 27: 67-88.
- \_\_\_\_\_(1991), "Corporate structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics* 105 (February): 33-60.
- Hossain, Mahabub (1984), *Credit for the Rural Poor: The Experience of the Grameen Bank in Bangladesh*. Dhaka Bangladesh Institute of Development Studies.
- Huppi, Monika, and Gershon Feder (1990), "The Role of Groups and Credit Cooperatives in Rural Lending. *World Bank Research Observer* 4(July): 187-204
- Jaffe, Adam B. (1986), "Technological Opportunity and Spillovers of R & D. *American Economic Review* 76 (December): 984-1001.
- Japan Development Bank (1993), *Policy- Based Finance: The Experience of Postwar Japan*. Tokyo.
- Kislev, Yoav, Zvi Lerman, and Pinhas Zusman (1989), "Cooperative Credit in Agriculture: The Israeli Experience. "Working Paper. World Bank, Washington, D.C.
- Krueger, Anne O. (1990), "Government Failures in Development. *Journal of*

*Economic Perspectives* 4:9- 23.

Krueger, Anne O. and Brian Tuncer (1982), "An Empirical Test of the Infant Industry Argument." *American Economic Review* 72 (December):1142-52.

Leland, H.,and D. Pyle (1977),"Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation."*Journal of Finance* 32 (May): 371- 87.

Mayer, Colin (1988), "New Issues in Corporate Finance. "*European Economic Review* 32 (June): 1167- 83

Mckinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.:Brookings Institution.

\_\_\_\_\_ (1990), "Financial Repression and the Productivity of Capital" Empirical Findings on Interest Rates and Exchange Rates."Working Paper. Stanford University, Department of Economics, Stanford, Calif.

Meyer, J.R.,and E. Kuh (1957), *The Investment Decision*. Cambridge, Mass.;; Harvard University Press.

Myers, S.C., and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not. "*Journal of Financial Economics* 13 (June):187-221.

Nadiri, M.I.,and T.P. Mamuneas (1991), "The Effects of Public Infrastructure and R&D Capital on the Cost Structure and Performance of U.S.

Manufacturing Industries. "C.V. Starr Research Report 91-57, Now York University.

Otsuka, Keijiro, and Yujiro Hayami (1988)," Theories of Share Tenancy: A Critical Survey," *Economic Development and Cultural Change* 37 (October): 31-68.

OECD (Overseas Economic Cooperation Fund). (1991),"Issues Related to the World Bank's Approach to Structural Adjustment: Proposal from a Major Partner," OECD Occasional Paper 1. Tokyo.

Pulley, Robert V. (1989), *Making the Poor Creditworthy: A Case Study of the Integrated Rural Development Program in India*. World Bank Discussion Paper 58. Washington, D.C.

Ramakrishnan, Ram T.S., and Anjan Thakor (1984), "The Valuation of Assets under Moral Hazard," *Review of Economic Studies* 51:415-32.

Rucker, Randal R., and Lee J. Alston (1987), "Farm Failures and Government Intervention: A Case Study of the 1930s," *American Economic Review* 77 (September): 724-30.

Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

Sheard, Paul (1985), "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization* 11: 399-422.

Stiglitz, Joseph E. (1990), "Peer Monitoring and Credit Markets," *World Bank Economic Review* 4 (September): 352-66.

Stiglitz, Joseph E. and A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information," *American Economic Review* 71 (June): 393-410.

Townsend, Robert (1979), "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification," *Journal of Economic Theory* (October): 265-93.

Tybout, James (1983), "Credit Rationing and Investment Behavior in a Developing Country," *Review of Economics and Statistics* 65: 598-607.

Udry, Christopher (1991), "Rural Credit in Northern Nigeria," Ph.D. dissertation. Yale University, New Haven, Conn.

Vittas, Dimitri, and Bo Wang (1991), "Credit Policies in Japan and Korea: A Review of the Literature," Policy Research Working Paper 747. World Bank, Policy Research Department, Washington, D.C.

Wells, R.J. D. (1978), "An Input Credit Programme for Small Farmers in

West Malaysin," *Journal of Administration Overseas* 17 (January): 4-16.

Williamson, Stephen (1986), "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing," *Journal of Monetary Economics* 17 (September): 156-79.

World Bank (1989), *World Development Report 1989*. New York: Oxford University Press.

Wright, Gavin (1986), *Old South, New South: Revolutions in the Southern Economy since the Civil War*. New York: Basic Books, Inc.

Yaron, Jacob (1992), *Successful Rural Finance Institutions*. World Bank Discussion Paper 150. Washington, D.C.

