

تحلیل و آزمون نقش قانون و تشریک اطلاعات اعتباری در توسعه مالی

علی طیب‌نیا

دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

taiebni@ut.ac.ir

پوریا قربانی

کارشناس ارشد اقتصاد

pourya.ghorbani@yahoo.com

بازار اعتبار به عنوان یکی از اجزاء اصلی بازار مالی نقش مهمی در تجهیز پس اندازها و تأمین مالی بنگاه‌ها دارد. شناخت بیشتر عوامل مؤثر بر گسترش این بازار ضمن اینکه قدرت تحلیل پژوهشگران را افزایش می‌دهد می‌تواند راهنمای مناسبی برای سیاستگذاران باشد. در این مطالعه با استفاده از شاخص‌های قدرت حقوق قانونی و عمق اطلاعات اعتباری که توسط بانک جهانی تهیه می‌شود و داده‌های ۴۲ کشور در حال توسعه در دوره (۲۰۰۸-۲۰۰۵) به بررسی تجربی این فرضیه‌ها اقدام شده است که آیا افزایش حمایت از حقوق اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی و وثیقه‌ای و حقوق اعتبارگیرندگان در قوانین وثیقه‌ای و همچنین کیفیت اطلاعات اعتباری تشریک شده و گستردگی حوزه جمع‌آوری آنها تأثیر معناداری در گسترش بازار اعتبار دارد یا خیر؟ نتایج تخمین مدل اقتصادسنجی ما دلالت بر عدم رد این فرضیه‌ها دارد، به این معنا که کشورهایی که حمایت قانونی بالاتری از اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی و وثیقه‌ای و حقوق اعتبارگیرندگان در قوانین وثیقه‌ای به عمل می‌آورند بازارهای اعتبار گسترش یافته‌تری دارند. همچنین، بازار اعتبار در کشورهایی که در آنها اطلاعات اعتباری تشریک شده از منبع گسترده‌ای جمع‌آوری می‌شوند و از کیفیت بالایی برخوردارند نیز گسترده‌تر است. با توجه به مشکلات فراوان بنگاه‌های کشور در راه دسترسی به اعتبار، انجام اصلاحاتی در راستای بهبود وضعیت شاخص‌های قدرت حقوق قانونی و عمق اطلاعات اعتباری ضمن اینکه می‌تواند منجر به بهبود وضعیت ایران در این شاخص‌ها شود می‌تواند اقدامی مثبت در راستای گسترش بازار اعتبار نیز باشد.

طبقه‌بندی JEL: G21, K22.

واژه‌های کلیدی: حقوق اعتباردهندگان و اعتبارگیرندگان، اطلاعات اعتباری، شاخص‌های دریافت اعتبار، توسعه مالی.

۱. مقدمه

قرارداد اعتبار یکی از مفیدترین قراردادها در هر اقتصادی می‌باشد که در سطح خرد، اعتبار بنگاه‌ها را قادر می‌سازد تا پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را تأمین مالی نمایند و به افراد اجازه می‌دهد که نوسان‌های جریان مصرفشان را کاهش دهند و آن را هموار سازند. باید توجه داشت که عدم دسترسی به اعتبار کافی همواره یکی از موانع رشد و فعالیت بنگاه‌ها بوده است. بدون دسترسی به اعتبار از یک سو افرادی که دارای پروژه‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش مثبت هستند و می‌خواهند کسب و کاری را تأسیس نمایند قادر به این امر نخواهند بود و از سوی دیگر، بنگاه‌های موجود در گسترش فعالیت‌های خود با مشکل مواجه خواهند شد. در تایید این مطلب باید گفت که گروه مطالعات کسب و کار مرکز پژوهش‌های مجلس از اردیبهشت ماه سال ۱۳۸۹ گزارشی تحت عنوان "پایش محیط کسب و کار کشور" به منظور بررسی وضعیت محیط کسب و کار کشور تهیه و منتشر نموده است. نتایج سه دوره پیمایش مولفه‌های محیط کسب و کار ایران توسط گروه محیط کسب و کار در مرکز پژوهش‌های مجلس برای سال ۱۳۸۹ و یک دوره پیمایش انجام شده در بهار ۱۳۹۰ نشان می‌دهد که از نظر صاحبان کسب و کار ضعف بانک‌ها در ارائه تسهیلات مناسب به بنگاه‌ها در صدر مشکلات صاحبان کسب و کار قرار دارد (گزارش پایش محیط کسب و کار، مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰).

در الجزایر و بسیاری از کشورهای دیگر نیز وضعیت بنگاه‌ها به همین صورت است و مشکل دسترسی به اعتبار در صدر مشکلات آنان قرار دارد (گزارش گروه کسب و کار بانک جهانی، ۲۰۰۵). در سطح کلان نیز همانطور که در بسیاری از مطالعات اقتصادی اشاره شده است، گسترش بازارهای اعتباری و توسعه مالی می‌تواند بر رشد اقتصادی تأثیرگذار باشد. از زمان کار اولیه شومپتر^۱ (۱۹۱۱) رابطه توسعه مالی و رشد اقتصادی همواره مورد بحث اقتصاددانان بوده است و در دیدگاه مرسوم توسعه مالی پیش شرط لازم برای رشد اقتصادی است، زیرا عملکرد خوب مؤسسات مالی می‌تواند باعث ارتقاء کارایی کل اقتصاد، خلق و گسترش نقدینگی، تحرک پس‌اندازها و افزایش تشکیل سرمایه شود.

بسیاری از مطالعات تجربی به این نتیجه دست یافته‌اند که توسعه مالی تأثیر مثبتی بر رشد اقتصادی دارد، اما باید توجه داشت که در بیشتر مطالعات صورت گرفته در زمینه توسعه مالی، هدف بررسی رابطه بین این پدیده و رشد اقتصادی بوده است و مطالعات کمتری را می‌توان یافت که به بررسی تأثیر عوامل مختلف بر توسعه مالی پرداخته باشند. با توجه به اهمیت دسترسی به اعتبار برای بنگاه‌ها در سطح خرد و همچنین اهمیت توسعه مالی برای رشد اقتصادی در سطح کلان لازم است که عوامل مؤثر بر توسعه مالی شناسایی و تأثیر هر یک بر آن بررسی گردد.

عوامل متعددی می‌توانند بر توسعه بازارهای مالی تأثیرگذار باشند که می‌توان آنها را به دو دسته عوامل اقتصادی (مانند رشد اقتصادی، تورم، بیمه اعتبارات، درجه باز بودن اقتصاد، آزادسازی حساب سرمایه و...) و عوامل غیراقتصادی (مانند عوامل نهادی از جمله وضعیت سرمایه اجتماعی، حقوق مالکیت، وضعیت نظام حقوقی، فشارهای سیاسی و...) تقسیم‌بندی نمود (صمدی، ۱۳۸۸). گروه کسب و کار بانک جهانی نیز در گزارش سال ۲۰۰۴ خویش عنوان می‌کند: "دو نوع از نهادها موجب گسترش دسترسی به اعتبار و بهبود تخصیص اعتبارات می‌شوند، مؤسسات یا ادارات ثبت اطلاعات اعتباری^۱ و حقوق اعتباردهنده^۲ و اعتبارگیرنده در مجموعه قوانین ورشکستگی و وثیقه‌ای هر کشور". این دو به همراه یکدیگر بهتر عمل می‌کنند. تشریک اطلاعات^۳ اعتباردهندگان را قادر می‌سازد که مشتریان خوب را از بد تمیز دهند، حقوق قانونی اعتباردهندگان حسن اجرای دعاوی را در هنگام کوتاهی افراد از بازپرداخت بدهی^۴ تضمین می‌کند و حقوق قانونی اعتبارگیرندگان موجب سهولت در امر وثیقه‌گذاری می‌شود. با توجه به اهمیتی که حقوق قانونی اعتباردهندگان و اعتبارگیرندگان و مؤسسات تشریک اطلاعات اعتباری در دسترسی به اعتبار و توسعه مالی در کشورها دارند، ابتدا عملکرد مؤسسات تشریک اطلاعات اعتباری از لحاظ حوزه جمع‌آوری اطلاعات افراد، کیفیت اطلاعات و نحوه تأثیرگذاری آن بر دسترسی به اعتبار را بررسی می‌نماییم و سپس به بررسی حقوق قانونی اعتباردهندگان و اعتبارگیرندگان و تأثیر آن بر بازار اعتبار می‌پردازیم.

۲. مبانی نظری

۲-۱. مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری

غربالگری^۵ خوب مشتریان و مدیریت ریسک دو امر حیاتی برای مؤسسات مالی محسوب می‌شوند و همواره منابع بسیاری صرف غربالگری مشتریان می‌شود. در مرحله غربالگری یکی از منابع جمع‌آوری اطلاعات درخصوص شایستگی اعتباری یک شخص، اطلاعات فراهم‌شده توسط اداره‌ها یا مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری است. داده‌های جمع‌آوری شده از مؤسسات مالی، اداره‌های مالیاتی، خرده‌فروشان^۶ و اداره‌های آب و برق^۷ توسط مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری مدیریت شده و در اختیار اعتباردهندگان قرار می‌گیرند. بررسی شایستگی اعتباری مشتری با استفاده از اطلاعات این مؤسسات و اطلاعات بدست آمده از مصاحبه

1. Credit Information Registries or Bureaus
2. Creditor Right
3. Information Sharing
4. Default
5. Screening
6. Retailers
7. Utilities

مستقیم با وی و بکاربردن تکنیک‌های امتیازدهی اعتباری^۱ کامل می‌شود. بنابراین، ادارات و مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری نقش فعالی را در بازار اعتبار ایفا می‌نمایند (ری استرا، ۲۰۰۲).

۲-۲. نقش‌ها و کارکردهای مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری در بازار اعتبار

بقای بانک‌ها تا حد زیادی به توانایی آنها در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات درخصوص متقاضیان اعتباری خود (غربالگری) و همچنین نظارت بر عملکرد اعتبارگیرندگان پس از اعطاء اعتبار بستگی دارد. پیش از اعطاء اعتبار و در مرحله غربالگری، اعتباردهندگان به اطلاعاتی درخصوص ویژگی اعتبارگیرندگان مانند ریسک پروژه سرمایه‌گذاری، سابقه پرداخت‌های قبلی و میزان کل بدهی آنها نیاز دارند. پس از اعطاء اعتبار نیز اعتباردهندگان به اطلاعاتی نیاز دارند که با مطلع شدن از آنها در صورت لزوم رفتار و اعمال اعتبارگیرنده را کنترل کنند، زیرا ممکن است اعتبارگیرندگان تلاشی برای جلوگیری از معوق شدن اعتبار نکنند. حال اگر بانکی اطلاعات مورد نیاز برای غربالگری و نظارت بر مشتریان را نداشته باشد با مشکلات انتخاب بد^۲ و مخاطره اخلاقی^۳ مواجه می‌گردد (جاپلی و پاگانو، ۲۰۰۰).

۲-۱. مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری و انتخاب بد

عدم دسترسی بانک‌ها به اطلاعات مورد نیاز برای غربالگری اعتبارگیرندگان منجر به بروز مشکل انتخاب بد می‌شود. مشکل انتخاب بد به این دلیل رخ می‌دهد که اعتبارگیرندگان با کیفیت پایین و ریسک اعتباری زیاد تمایل بیشتری برای پرداخت نرخ‌های بهره بالا دارند. زمانی که اعتباردهندگان نمی‌توانند بین اعتبارگیرندگان با ریسک کم و زیاد تمایز قائل شوند، تمام اعتبارگیرندگان با یک نرخ بهره متوسط مواجه می‌شوند که این نرخ بهره بیشتر از آن نرخ بهره‌ای است که شایسته اعتبارگیرندگان با ریسک کم است و باعث می‌شود که تعدادی از آنها از بازار خارج شوند، اما بانک‌ها از طریق تشریک اطلاعاتی می‌توانند بین اعتبارگیرندگان در بازار تمایز قائل شوند. دسترسی بهتر به اطلاعات به اعتباردهندگان کمک می‌کند که با دقت بیشتری ریسک اعتبارگیرندگان را شناسایی کنند و اعتبارها را به درستی تخصیص دهند. اگر اعتباردهندگان به اطلاعات درخصوص اعتبارگیرندگان دسترسی داشته باشند، اعتبارگیرندگان با ریسک کم با نرخ‌های بهره پایین‌تری مواجه می‌شوند که موجب افزایش تقاضای آنها شده و اعتبار بیشتری به آنها تخصیص می‌یابد، اما اعتبارگیرندگان با ریسک بالا می‌بایست نرخ‌های بهره بالاتری بپردازند و به همین خاطر تقاضای آنها برای اعتبار کاهش می‌یابد، بنابراین اثر

-
1. Credit-Scoring Techniques
 2. Adverse Selection
 3. Moral Hazard

تشریک اطلاعات اعتباری بر حجم اعتبار اعطایی از طریق کاهش مشکلات انتخاب بد کاملاً معین نیست. به هر حال، حجم اعتبار ممکن است افزایش یا کاهش یابد (ری استرا، ۲۰۰۲).

۲-۲-۲. مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری و مخاطره اخلاقی

مشکل مخاطره اخلاقی در بازار اعتبار زمانی به وجود می‌آید که اعتباردهنده پس از اعطاء اعتبار نتواند اعمال اعتبار گیرنده که بر احتمال بازپرداخت اعتبار تأثیر گذار است را مشاهده و کنترل نماید. به عنوان مثال، می‌توان به میزان تلاش اعتبار گیرنده برای مدیریت صحیح پروژه و جلوگیری از معوق شدن پرداخت‌ها اشاره نمود. در این موارد، وجود مؤسسات یا اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری باعث ایجاد انضباط در رفتار اعتبار گیرنده می‌شود، زیرا اگر وی توانایی بازپرداخت بدهی را نداشته باشد این امر در سیستم مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری ثبت می‌شود، اعتماد اعتباردهندگان را نسبت به وی کاهش می‌دهد و برای درخواست‌های آینده وی برای اعتبار عواقبی را به همراه دارد. بنابراین، تشریک اطلاعات بین اعتباردهندگان باعث می‌شود که اعتبار گیرندگان نهایت تلاش خود را برای جلوگیری از معوق شدن بازپرداخت و خدشه‌دار شدن شهرتشان انجام دهند و بدین وسیله احتمال بروز مشکل مخاطره اخلاقی کاهش می‌یابد. این کارکرد مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری باعث افزایش احتمال بازپرداخت اعتبار و همچنین افزایش تمایل اعتباردهندگان به اعطاء اعتبار می‌گردد و گسترش بازار اعتبار را در پی خواهد داشت (ری استرا، ۲۰۰۲).

۳-۲-۲. مؤسسات و اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری و رانت اطلاعاتی

کارکرد دیگر مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری، نقش آنها در کاهش رانت اطلاعاتی است که در صورت عدم وجود این مؤسسات برای برخی از بانک‌ها وجود دارد. هنگامی که یک بانک اطلاعات ویژه‌ای درخصوص یک اعتبار گیرنده دارد می‌تواند برای وی نرخ بهره‌ای وضع کند که به میزان بسیار کمی از نرخ بهره وضع شده توسط یک اعتباردهنده ناآگاه کمتر باشد و از اطلاعاتش رانت کسب کند. اما تشریک اطلاعاتی با سایر بانک‌ها این فرصت را از بین می‌برد و باعث کاهش نرخ بهره به یک سطح رقابتی می‌شود. کاهش نرخ بهره نیز بازدهی بسیاری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و موجب گسترش بازار اعتبار می‌گردد (جاپلی و پاگانو، ۲۰۰۰).

بنابراین، بطور خلاصه انتظار می‌رود که تأثیر تشریک اطلاعات اعتباری بر میزان اعتبارات از طریق نقش آن در کاهش مشکلات انتخاب بد معین نباشد، زیرا از یک سو باعث افزایش اعتبار اعطایی به اعتبار گیرندگان با ریسک کم شده و از سوی دیگر، میزان اعتبار اعطایی به اعتباردهندگان با ریسک بالا را کاهش می‌دهد، اما

انتظار داریم نقشی که در کاهش مخاطره اخلاقی و همچنین کاهش رانت اطلاعاتی و ایجاد رقابت بین بانک‌ها دارد باعث گسترش بازار اعتبار شود.

۲-۳. قوانین انعقاد قرارداد اعتباری

همانطور که از مباحث فوق مشخص است، مؤسسات یا اداره‌های ثبت اطلاعات اعتباری در برطرف ساختن مشکلات انتخاب بد و مخاطره اخلاقی در بازار اعتبار مؤثرند، اما دسترسی به سابقه اعتباری افراد و بنگاه‌ها برای اعتباردهندگان کافی نیست. اعتباردهندگان پس از اعطاء اعتبار این نگرانی را دارند که اگر اعتبارگیرنده در بازپرداخت کوتاهی کرد چه میزان از بدهی را می‌توانند پس بگیرند. یکی از مهم‌ترین راه‌های بازپس‌گیری بدهی‌های معوق، استفاده از وثیقه^۱ است. وثیقه موجب تقویت انگیزه اعتبارگیرندگان برای بازپرداخت بدهی‌هایشان می‌شود، همچنین در صورت کوتاهی اعتبارگیرنده امکان تصاحب اموال وی را فراهم ساخته و اطمینان خاطری را در اعتباردهنده ایجاد می‌کند. قوانین ورشکستگی^۲ نیز یکی دیگر از عوامل مهم و تأثیرگذار در بازپس‌گیری بدهی‌های معوق است. قوانین ورشکستگی تعیین می‌کند که کنترل ورشکستگی از سوی چه کسی انجام شود، چه کسی مالک دارایی‌های یک بنگاه ورشکسته است و اولویت‌ها با چه کسانی است. کارکرد عمده قوانین ورشکستگی، فراهم آوردن یک بستر مناسب برای حل و فصل اختلاف بین ادعای اعتباردهندگان مختلف و همچنین تعیین سرنوشت یک اعتبارگیرنده ورشکسته می‌باشد. هر رژیم ورشکستگی باید تعیین کند که فرایند تجدید سازمان^۳ یک بنگاه ورشکسته چگونه انجام شود؟ (لازم به ذکر است که پس از صدور حکم ورشکستگی توسط دادگاه ممکن است تحت شرایط قانونی مشخص به صاحبان بنگاه اجازه داده شود بنگاه خود را بازسازی کنند و در صورت سوددهی مقداری از بدهی خود را پرداخت نمایند). آیا مدیریت بر سرکار خود می‌ماند؟ و اینکه آیا اعتباردهندگان تضمین شده^۴ (برخوردار از وثیقه) نسبت به بقیه اعتباردهندگان، اداره‌های مالیاتی و یا کارکنان بنگاه برای تسویه مطالبات خود از محل وجوه بدست آمده از انجمن و فروش دارایی‌های بنگاه اولویت دارند یا خیر؟ حمایت از اعتباردهندگان در هر یک از موارد فوق می‌تواند تأثیر بسیاری بر میزان اعتباردهی آنها و نرخ بهره‌ای که برای اعتبار وضع می‌کنند داشته باشد. از سوی دیگر، می‌تواند تمایل بنگاه‌ها برای گرفتن اعتبار را تحت تأثیر قرار دهد (هااسلمن و همکاران، ۲۰۱۰). البته اعتبارگیرندگان نیز در قوانین وثیقه‌ای در زمینه نوع دارایی که می‌توانند از آن به عنوان وثیقه استفاده کنند دارای حقوقی هستند که حمایت از آن می‌تواند موجبات افزایش دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار را فراهم آورد.

-
1. Collateral
 2. Bankruptcy
 3. Reorganization
 4. Secured Creditor

بدون حمایت‌های قانونی از اعتباردهندگان در هریک از حوزه‌های فوق، آنها یا قیمت اعتبار را احتمالاً تا نرخی که فراتر از توان برخی متقاضیان است افزایش می‌دهند یا به هیچ وجه اعتبار نمی‌دهند. عدم حمایت قانونی از حقوق اعتبارگیرندگان در قوانین وثیقه‌ای نیز موجب می‌شود که بنگاه‌ها نتوانند از انواع مختلف دارایی‌های خود به عنوان وثیقه استفاده کنند و دسترسی آنها به اعتبار کاهش یابد. بنابراین، لازم است که حقوق اعتباردهندگان در قوانین وثیقه‌ای و ورشکستگی و حقوق اعتبارگیرندگان در قوانین وثیقه‌ای و تأثیراتی که بر دسترسی به اعتبار دارند را بررسی کنیم.

۳-۲-۱. مزایای حمایت از حقوق اعتباردهنده در قوانین وثیقه‌ای

اگر اعتباردهنده امکان دریافت وثیقه را نداشته باشد، به دلیل عدم توانایی آن در تشخیص اعتباردهندگان با ریسک کم و زیاد از یکدیگر یا اصلاً اعتبار نمی‌دهد و یا نرخ بهره را بسیار بالا تعیین می‌کند تا بتواند ریسک پرداخت اعتبار به متقاضیان با ریسک بالا را پوشش دهد. این پدیده همان مشکل انتخاب بد است که پیش از این نیز بحث شد، اما اگر امکان گذاشتن وثیقه برای متقاضیان اعتبار وجود داشته باشد بطور قطع متقاضی با ریسک کمتر نسبت به متقاضی با ریسک بالاتر تمایل بسیار بیشتری برای گذاشتن وثیقه و دریافت اعتبار با نرخ بهره پایین را دارد. تمایل اعتبارگیرنده به گذاردن وثیقه می‌تواند تا حدودی بین متقاضیان با ریسک کمتر و بیشتر تمایز قابل شود و این دو را از یکدیگر جدا کند. بنابراین، قرارداد اعتباری که در آن وثیقه نیز وجود داشته باشد با نرخ بهره پایینی همراه است و تخصیص آن نیز بهینه‌تر می‌شود. این امر انگیزه اعتباردهنده را نیز برای اعتباردهی افزایش می‌دهد.

مزیت دیگر وثیقه، نقش آن در کاهش مشکل مخاطره اخلاقی است. این مشکل ناشی از این است که اعتباردهندگان نمی‌توانند بر اعمال اعتبارگیرندگان نظارت کنند. به عنوان مثال، ممکن است اعتبارگیرنده مبلغ اعتبار را در پروژه‌ای که ریسک آن بالاتر از پروژه‌ای است که برای دریافت اعتبار و انجام آن با اعتباردهنده توافق کرده است هزینه کند و یا در مدیریت پروژه خود کم‌کاری کند. در این موارد حق توقیف وثیقه به اعتباردهندگان این تضمین را می‌دهد که اعتبارگیرندگان به این شیوه عمل نمی‌کنند، زیرا رفتارهای فرصت‌طلبانه احتمال عدم توانایی در بازپرداخت اعتبار را افزایش می‌دهند و امکان توقیف وثیقه را فراهم می‌سازد. حال اگر اعتباردهندگان از حق داشتن وثیقه و توقیف آن در زمان‌های عدم توانایی اعتبارگیرنده در بازپرداخت اعتبار محروم باشند در مواجهه با چنین مشکلاتی نرخ‌های بهره را افزایش می‌دهند و اگر این امر برای پوشش ریسک اعتباردهی کافی نباشد از دادن اعتبار خودداری می‌کنند. بنابراین، حمایت از حق توقیف وثیقه توسط اعتباردهنده منجر به افزایش تمایل اعتباردهندگان به دادن اعتبار و گسترش بازار اعتبار شده و همچنین نرخ‌های بهره را کاهش می‌دهد.

تاکنون مباحثی را در خصوص اینکه حمایت از حقوق اعتباردهندگان در دریافت وثیقه کارایی را در تخصیص اعتبار افزایش می‌دهد و همچنین منجر به افزایش تمایل اعتباردهندگان به پرداخت اعتبار و گسترش بازار اعتباری می‌شود، انجام دادیم. حال ببینیم اگر مسئله ناطمینانی حل شد و اعتبار تخصیص یافت اما اعتبارگیرنده قادر به بازپرداخت اعتبار نبود چه اتفاقی رخ می‌دهد و کارکرد حمایت از حقوق اعتباردهندگان در ورشکستگی چیست؟ (پادبلا و رکجو، ۲۰۰۰)

۲-۳-۲. مزایای حمایت از حقوق اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی

اگر اعتبارگیرنده در سررسید اعتبار توانایی بازپرداخت اعتبار را نداشته باشد دو راه وجود دارد، یکی اینکه دارایی‌های بنگاه که شامل پروژه سرمایه‌گذاری شده نیز می‌شود به فروش می‌رسد و ارزش آن برای بازپرداخت بدهی‌های اعتبارگیرنده مورد استفاده قرار می‌گیرد (انحلال بنگاه) و یا اینکه براساس یک توافقنامه پروژه وارد فرایند تجدید سازمان می‌شود و به کار خود ادامه می‌دهد. انحلال و فروش دارایی‌های بنگاه زمانی کاراست که ارزش انحلال دارایی‌ها از ارزش پروژه در حالتی که وارد فرایند تجدید سازمان شده است بیشتر باشد، اما اگر در مواقعی که اعتبارگیرنده از بازپرداخت اعتبار ناتوان است قوانین ورشکستگی از اعتباردهندگان به خوبی حمایت نکند، یعنی به اعتبارگیرندگان اجازه دهد که بدون نیاز به کسب رضایت اعتباردهندگان برای تجدید سازمان تشکیل پرونده دهند، کنترل بنگاه و دارایی‌هایشان را در طول فرایند تجدید سازمان در اختیار خود داشته باشند و مهر و موم دارایی‌های بنگاه در فرایند تجدید سازمان وجود داشته باشد ممکن است انحلال حتی اگر کارا هم باشد اتفاق نیفتد. به عبارت دیگر، عدم حمایت از اعتباردهندگان در ورشکستگی منجر به انتخاب ناکارا بین انحلال و ورود به فرایند تجدید سازمان می‌شود. علاوه بر این، زمانی که از اعتباردهندگان حمایتی به عمل نیاید آنها تمایل چندانی به دادن اعتبار ندارند. نتیجه چنین امری، کاهش اعتبار اعطایی به بنگاه‌ها و ایجاد مشکل برای بنگاه‌ها در تأمین مالی پروژه‌های آنها است (پادبلا و رکجو، ۲۰۰۰).

۲-۳-۳. هزینه‌های حمایت از حقوق اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی

مقررات حامی اعتباردهنده ممکن است به سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه^۱ منجر شوند، زیرا اگر اعتباردهندگان در زمانی که اعتبارگیرنده توانایی بازپرداخت اعتبار را ندارد به شدت حمایت شوند انگیزه‌ای برای دادن اجازه تجدید سازمان و ادامه فعالیت‌های پروژه سرمایه‌گذاری ندارند. بنابراین، ممکن است دارایی‌های اعتبارگیرنده حتی زمانی که ادامه فعالیت پروژه بصورت پروژه دایر کارا تر باشد توقیف شده و پروژه منحل گردد. بنابراین، حمایت شدید از حقوق اعتباردهنده در قوانین ورشکستگی موجب افزایش ریسک اعتبارگیرندگان می‌شود.

حال اگر اعتبار گیرنده ریسک‌گریز باشد انگیزه وی برای گرفتن اعتبار و اجرای پروژه سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت و بدین شکل تقاضای اعتبار کاهش می‌یابد. بنابراین، ممکن است حمایت شدید از حقوق اعتباردهنده به عنوان مانع بر سر راه ورود کسب و کارهای جدید عمل کند.

بطور خلاصه در جمع‌بندی فواید و هزینه‌های حمایت از حقوق اعتباردهندگان می‌توان گفت که یکی از اصلی‌ترین دلایل حمایت از حقوق اعتباردهنده نقش آن در کاهش هزینه اعتبار است و این امر منجر به افزایش میزان اعتبارات می‌شود. از سوی دیگر، حمایت از حقوق اعتباردهندگان موجب می‌شود افراد ریسک‌گریز از اجرای پروژه‌های خود منصرف شوند و تقاضای اعتبار را کاهش دهند. بنابراین، حمایت از حقوق اعتباردهنده از یک سو باعث افزایش میزان اعتبار می‌شود و از سوی دیگر آن را کاهش می‌دهد و اثر کل آن به شدت این افزایش یا کاهش بستگی دارد (پادیلا و رکجو، ۲۰۰۰).

۲-۳-۴. حمایت از اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای

حمایت از اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای نیز می‌تواند تأثیر شگرفی بر دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار داشته باشد. در اغلب کشورها تنها بنگاه‌های بزرگ و همچنین بنگاه‌هایی که دارای ارتباطات قوی هستند می‌توانند به اعتبارهای تضمین نشده دسترسی داشته باشند و دسترسی به اعتبار برای دیگر بنگاه‌ها تنها با گذاردن وثیقه امکان‌پذیر است، اما در برخی از موارد قوانین وثیقه‌ای این امر را مشکل می‌سازند و در جهت سهولت دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار عمل نمی‌کنند. به عنوان مثال، در گزارش سال ۲۰۰۶ گروه کسب و کار بانک جهانی عنوان شده است که بیش از دو تریلیون دلار سرمایه بنگاه‌ها در کشور چین دارایی‌هایی هستند که به دلیل محدودیت‌های قانونی نمی‌توان از آنان به عنوان وثیقه در کسب اعتبار استفاده نمود. این موضوع بیانگر اهمیت قوانین وثیقه‌ای در دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار است. قوانین وثیقه‌ای زمانی می‌توانند راه‌گشای مشکل دسترسی به اعتبار باشند که به بنگاه‌ها اجازه دهند از انواع مختلف دارایی‌های خود مانند موجودی انبار، حساب‌های دریافتی و دارایی‌های آینده مانند محصولات کشاورزی کشت شده کشاورزان به عنوان وثیقه در دریافت اعتبار استفاده نمایند. این امر دسترسی به اعتبار را به‌ویژه برای بنگاه‌های کوچک و تازه تأسیس افزایش می‌دهد، اما در گزارش سال ۲۰۰۵ گروه کسب و کار بانک جهانی آمده است که تنها در ۴۰ کشور دنیا چنین اجازه‌ای به اعتباردهندگان داده می‌شود و در دیگر کشورها وضعیت چنین نیست که کشورمان نیز در زمره این کشورها قرار دارد. البته در چندین کشور در این زمینه اصلاحاتی صورت گرفته است. به عنوان مثال، کشور اسلواکی در سال ۲۰۰۲ به اعتبارگیرندگان خود اجازه داده است که از تمام انواع دارایی‌های خود به عنوان وثیقه استفاده نمایند. پس از این اقدام، ۷۰ درصد از اعتبار اعطایی به بنگاه‌های جدید از طریق دارایی‌های منقول و حساب‌های دریافتی آنان تضمین شد و این امر موجب شد که اعتبار اعطایی به بخش خصوصی در این کشور در یک سال به میزان ۱۰ درصد افزایش یابد. بنابراین،

همانطور که نتیجه اصلاحات کشور اسلواکی نشان می‌دهد حمایت از حقوق اعتبار گیرنده در قوانین وثیقه‌ای یک کشور می‌تواند تأثیر شگرفی بر دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار مورد نیازشان داشته باشد و مقدمات توسعه مالی را فراهم آورد.

۳. پیشینه تحقیق

این قسمت را به دو بخش تقسیم نموده‌ایم. بخش اول به بررسی مطالعات در زمینه رابطه حقوق اعتباردهندگان و توسعه مالی اختصاص داده شده است و در بخش دوم به بررسی مطالعاتی که آثار هر دوی حقوق اعتباردهندگان و تشریک اطلاعات اعتباری بر توسعه مالی را بررسی نموده‌اند، می‌پردازیم.

۳-۱. مطالعات مرتبط با رابطه حقوق اعتباردهندگان و توسعه مالی

لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷) به عنوان پیشگامان بررسی تأثیر حمایت از حقوق اعتباردهندگان در گسترش بازار اعتبار با استفاده از شاخص حقوق اعتباردهندگان^۱ که آنها در سال ۱۹۹۶ تهیه کرده بودند و داده‌های ۴۹ کشور و بهره‌گیری از روش رگرسیون مقطعی^۲ به بررسی تأثیر حمایت از اعتباردهندگان بر توسعه مالی پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که در کشورهای مورد بررسی حمایت از اعتباردهندگان نقش معناداری در گسترش بازار اعتبار داشته است. پس از آنها لوین (۱۹۹۸) با استفاده از شاخص حقوق اعتباردهندگان که توسط وی ساخته شده بود و داده‌های ۴۲ کشور به این نتیجه رسید که کشورهایی که از اعتباردهندگان خود حمایت می‌کنند نسبت به سایر کشورها بازار اعتباری توسعه یافته‌تری دارند.

۳-۲. مطالعات مرتبط با تأثیر هر دوی حقوق اعتباردهندگان و تشریک اطلاعات اعتباری بر روی توسعه مالی

مطالعه جاپلی و پاگانو (۲۰۰۲) از اولین مطالعات انجام شده در زمینه تشریک اطلاعات اعتباری و تأثیرات آن بر بازار اعتبار است. آنها در مطالعه خود از متغیرهای مجازی برای مقداری کردن تشریک اطلاعات اعتباری بهره بردند و همچنین از شاخص حقوق اعتباردهندگان لاپورتا و داده‌های ۴۰ کشور استفاده نموده‌اند. نتایج آنها نشان می‌دهد کشورهایی که در آنها اطلاعات اعتباری تشریک می‌شود و فضای قانونی در آنها به شکلی است که از اعتباردهندگان حمایت به عمل می‌آید نسبت به سایر کشورها بازارهای اعتبار توسعه یافته‌تری دارند. در سال ۲۰۰۷ نیز دیانکوف^۳ و همکاران به منظور بررسی تأثیر حقوق اعتباردهندگان و تشریک اطلاعات اعتباری بر توسعه مالی کشورها از رگرسیون مقطعی و میانگین داده‌های ۱۲۹ کشور در سال‌های (۲۰۰۳-۱۹۹۹) استفاده نمودند و به این نتیجه

1. Creditor Rights Index
2. Cross Section
3. Djankov

دست یافتند که شاخص حقوق اعتباردهندگان و وجود مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری تأثیر مثبت و معناداری بر توسعه مالی کشورهای نمونه دارند.

در جمع‌بندی مطالعات انجام شده می‌توان گفت که در تمام موارد از شاخص حقوق اعتباردهندگان لاپورتا که تنها میزان حمایت از اعتباردهنده در قوانین ورشکستگی را نشان می‌دهد استفاده شده است، همچنین تنها تأثیر وجود یا عدم وجود تشریح اطلاعات اعتباری بر توسعه مالی مورد بررسی قرار گرفته است. اما همانطور که در قسمت بعدی ذکر خواهیم کرد قصد داریم در این مطالعه تأثیر حمایت از اعتباردهنده در قوانین ورشکستگی و حمایت از اعتباردهنده و اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای و همچنین کیفیت اطلاعات اعتباری تشریح شده بر توسعه مالی را بررسی نماییم.

۴. روش شناسی، معرفی مدل و داده‌ها

یکی از شاخص‌های مطرح شده در مورد سنجش محیط قانونی انعقاد قرارداد اعتبار که در سال‌های اخیر توجه زیادی را نیز به خود جلب کرده است، شاخص طراحی شده توسط بانک جهانی است. این شاخص تحت‌عنوان شاخص قدرت حقوق قانونی^۱ از سال ۲۰۰۵ بصورت سالانه توسط این نهاد در قالب گزارشات انجام کسب و کار^۲ منتشر می‌شود و میزان حمایت از اعتباردهنده در قوانین ورشکستگی و حمایت از اعتباردهنده و اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای را اندازه می‌گیرد. شاخص دیگری که توسط این نهاد در زمینه اندازه‌گیری سهولت بنگاه‌ها در کسب اعتبار ساخته شده است، شاخص عمق اطلاعات اعتباری^۳ است که گستردگی حوزه جمع‌آوری اطلاعات و کیفیت اطلاعات منتشر شده را اندازه می‌گیرد.

از آنجایی که شاخص‌های قدرت حقوق قانونی و عمق اطلاعات اعتباری بانک جهانی از سال ۲۰۰۵ بصورت سالانه منتشر می‌شود، به دلیل کوتاهی دوره نمی‌توان از مدل‌های سری زمانی برای استخراج نتایج تجربی استفاده نمود، بنابراین با استفاده از داده‌های ۴۲ کشور^۴ در حال توسعه در دوره زمانی (۲۰۰۸-۲۰۰۵) و با استفاده از روش رگرسیون داده‌های تلفیقی^۵ به بررسی رابطه حمایت از حقوق اعتباردهندگان و

1. Strength of Legal Rights Index

2. Doing Business

3. Depth of Credit Information Index

۴. کشورهای منتخب عبارتند از آرژانتین، آذربایجان، آلبانی، آفریقای جنوبی، اردن، اروگوئه، اکراین، الجزایر، ایران، برزیل، بلاروس، بلغارستان، بوتسوانا، بوسنی و هرزگوین، پاراگوئه، پاناما، پرو، ترکیه، تونس، جامائیکا، جیبوتی، دومینیک، روسیه، رومانی، سوریه، شیلی، صربستان، عربستان، عمان، قزاقستان، کاستاریکا، کلمبیا، کویت، گابن، لبنان، لتونی، لیتوانی، مالزی، مراکش، مقدونیه، مکزیک و ونزوئلا.

5. Panel Data

اعتبارگیرندگان و همچنین کیفیت اطلاعات اعتباری تشریک شده و توسعه مالی اقدام خواهد شد. انتخاب این روش از یک سو به دلیل عدم دسترسی به داده‌های به این دو شاخص در بازه زمانی طولانی است که مانع استفاده از مدل‌های سری زمانی می‌شود و از سوی دیگر، به دلیل توان روش رگرسیون داده‌های تلفیقی در شناسایی و اندازه‌گیری بهتر آثاری است که صرفاً با داده‌های سری زمانی قابل تشخیص نیستند.

فرضیه‌های اصلی این پژوهش عبارتند از افزایش حمایت قانونی از حقوق اعتباردهنده و اعتبارگیرنده منجر به گسترش بازار اعتبار و توسعه مالی می‌شود و تشریک اطلاعات اعتباری با کیفیت بالا منجر به گسترش بازار اعتبار و توسعه مالی می‌شود. در این بخش برای بررسی تجربی این فرضیه‌ها با استفاده از متغیرهای استفاده شده در مطالعات پیشین و یک متغیر استفاده شده در اکثر مطالعاتی که هدف آنها تعیین عوامل مؤثر بر توسعه مالی بوده است اقدام به طراحی مدل اقتصادسنجی می‌شود. متغیرهای اصلی مورد استفاده در تمام مطالعات پیشین عبارتند از تولید ناخالص داخلی یا تولید ناخالص داخلی سرانه که برای نشان دادن سطح فعالیت‌های اقتصادی در کشور و میزان توسعه اقتصادی بکار رفته است، نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، متغیر نشانگر کیفیت اجرای قوانین که لاپورتا و همکاران و جاپلی و پاگانو از شاخص حاکمیت قانون، لوین از شاخص حاکمیت قانون و ریسک تغییر یک قرارداد منعقد شده توسط دولت و دیانکوف و همکاران از اطلاعات مربوط به تعداد روزهای صرف شده برای اجرای یک قرارداد در کشورهای نمونه خود استفاده کرده‌اند، متغیر نشانگر حمایت از اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی و متغیر مجازی نشان‌دهنده وجود یا عدم وجود تشریک اطلاعات اعتباری. بنابراین، بر مبنای متغیرهای مذکور و متغیر نشانگر درجه بازبودن اقتصاد که در مطالعات هوآنگ (۲۰۰۵)، چین و ایتو (۲۰۰۵) و هرگر و همکاران (۲۰۰۷) که با هدف بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی صورت گرفته‌اند، استفاده شده است. مدل مطالعه ما بصورت زیر تصریح شده است:

$$\begin{aligned} CRE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GDPP_{it} + \beta_2 LEG_{it} + \beta_3 DCI_{it} + \beta_4 RUL_{it} \\ & + \beta_5 GR_{it} + \beta_6 INF_{it} + \beta_7 TR_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$i = 1, 2, \dots, 42 \quad t = 2005 \dots 2008$

CRE: به عنوان متغیر وابسته مدل بیانگر نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی است که معیاری از توسعه مالی کشورها می‌باشد. از آنجا که انتظار داریم شاخص‌های قدرت حقوق قانونی و عمق اطلاعات اعتباری بر دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار تأثیرگذار باشند، از این شاخص به عنوان شاخصی از توسعه مالی استفاده می‌کنیم که منبع این داده بانک جهانی است.

GDPP که بیانگر تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه است برای کنترل اثر سطح توسعه یافتگی کشور بر گسترش بازار اعتبار آورده شده است. در این باره لوین (۲۰۰۴) بیان می‌کند که ایجاد بازارهای مالی دارای هزینه‌های ثابت بالایی است، اما درآمد سرانه بالای یک کشور و سطح توسعه یافتگی بالای آن موجب می‌شود که این هزینه‌ها مانعی بر سر راه ایجاد بازارهای مالی و توسعه آنها نباشند و توسعه اقتصادی می‌تواند توسعه بازارهای مالی را به همراه داشته باشد. بنابراین، انتظار داریم رابطه مثبتی بین سطح توسعه یافتگی کشورها و میزان گسترش بازار اعتبار آنها وجود داشته باشد. برای نشان دادن تأثیر توسعه یافتگی یک کشور بر توسعه بازارهای مالی آن از داده‌های تولید ناخالص داخلی سرانه بر حسب دلار آمریکا در سال پایه ۲۰۰۰ استفاده نموده‌ایم که منبع این داده بانک جهانی است.

LEG: بیانگر میزان حمایت از اعتباردهنده در قوانین ورشکستگی و حمایت از اعتبارگیرنده و اعتباردهنده در قوانین وثیقه‌ای است که با شاخص قدرت حقوق قانونی بانک جهانی اندازه گرفته شده است. طبق یکی از فرضیه‌های اصلی این پژوهش انتظار داریم کشورهایی که قوانین در آنها به گونه‌ای طراحی شده‌اند که از حقوق اعتباردهنده در قوانین وثیقه‌ای و ورشکستگی و حقوق اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای حمایت می‌کنند نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی بیشتری داشته باشند که منبع این داده گزارش‌های سالانه گروه کسب و کار بانک جهانی است.

DCI: بیانگر حوزه جمع‌آوری و کیفیت اطلاعات منتشر شده توسط مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری است که برای اندازه‌گیری آن از شاخص عمق اطلاعات اعتباری بانک جهانی استفاده کرده‌ایم. بر اساس دیگر فرضیه اصلی پژوهش انتظار داریم کشورهایی که در آنها مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری فعالیت دارند و همچنین کیفیت اطلاعات منتشر شده نیز در آنها بالاتر است نسبت به دیگر کشورها بازار اعتبار توسعه یافته‌تری داشته باشند. منبع این داده گزارش‌های سالانه گروه کسب و کار بانک جهانی است.

RUL: نشانگر کیفیت اجرا و حاکمیت قانون است و جهت سنجش آن در کشورها از شاخص حاکمیت قانون که توسط بانک جهانی منتشر می‌شود استفاده شده است.^۱ این شاخص بیانگر میزان احترام عملی است که دولتمردان و شهروندان یک کشور برای نهادهایی قائل هستند که با هدف وضع و اجرای قانون و حل اختلاف ایجاد شده است. طراحی قوانین در جهت سهولت دسترسی بنگاه‌ها به اعتبار در شرایطی تأثیرگذارتری بر گسترش بازار اعتبار دارند که این قوانین ضمانت اجرایی نیز داشته باشند و عملی شوند. عملکرد بهتر نظام قضایی در اجرای قراردادهای مالی و قوانین شرکت‌ها منجر به کاهش ناطمینانی و افزایش تمایل اعتباردهندگان به پرداخت اعتبار می‌شود. بنابراین، انتظار داریم که رابطه مثبتی بین این متغیر و میزان گسترش بازار اعتبار برقرار باشد.

GR: بیانگر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی در کشورهای نمونه است و از آنجا که رشد و گسترش فعالیت‌های اقتصادی نیاز به خدمات مالی را افزایش می‌دهد انتظار داریم کشوری که نرخ رشد اقتصادی بالایی دارد بازارهای مالی توسعه یافته‌تری داشته باشد که منبع این داده بانک جهانی است.

INF: بیانگر نرخ تورم در کشورها است. در ادبیات اقتصادی آمده است که افزایش نرخ تورم، بازدهی حقیقی دارایی‌های مالی را کاهش می‌دهد. در چنین شرایطی پس‌اندازکنندگان تمایلی برای سپرده‌گذاری ندارند و سعی می‌کنند پس‌اندازشان را به خرید دارایی‌های حقیقی اختصاص دهند. بانک‌ها نیز در این شرایط تمایل چندانی به دادن اعتبار ندارند. بنابراین، انتظار بر این است که رابطه منفی بین این متغیر و توسعه مالی کشورها وجود داشته باشد که منبع این داده بانک جهانی است.

TR نیز نشان‌دهنده گستردگی تجارت در یک کشور است که برای اندازه‌گیری آن از نسبت مجموع واردات و صادرات کشورها به تولید ناخالص داخلی آنها استفاده نموده‌ایم. در ادبیات اقتصادی آمده است که آزادی تجارت همواره مخاطراتی را برای بنگاه‌های داخلی به همراه دارد که به عنوان مثال می‌توان به تکانه‌های تقاضای خارجی^۱ و یا قرار گرفتن در معرض رقابت خارجی اشاره نمود. در این حالت، بنگاه‌ها برای غلبه بر اختلال‌های کوتاه‌مدت در نقدینگی خود و مواجهه با مخاطرات نیاز به اعتبار دارند. از این منظر، آزادی تجارت می‌تواند باعث افزایش تقاضای خدمات مالی و توسعه بازار مالی شود (هوآنگ و تمپل، ۲۰۰۵). انتظار بر این است که بین گستردگی تجارت در یک کشور و توسعه بازارهای مالی آن رابطه مثبت وجود داشته باشد که منبع این داده بانک جهانی است.

۵. نتایج تجربی

به منظور انتخاب بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن^۲ استفاده شد، میزان آماره کای دو این آزمون ۲۱/۵۷۸ بدست آمد که بیانگر عدم استقلال اثرات فردی کشورها از متغیرهای توضیحی مدل است و لزوم برآورد مدل با اثرات ثابت را بیان می‌کند. نتایج تخمین برای دوره (۲۰۰۸-۲۰۰۵) با استفاده از نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیر وابسته در جدول (۱) آورده شده است.

1. External Demand Shocks
2. Husman Test

جدول ۱. نتایج تخمین مدل

متغیر توضیحی	نسبت اعتبار خصوصی به تولید ناخالص داخلی
تولید ناخالص داخلی سرانه (β_1)	۰/۰۸۳ (۴/۸۴)*
شاخص قدرت حقوق قانونی (β_2)	۱/۵۱۷ (۲/۰۸)**
شاخص عمق اطلاعات اعتباری (β_3)	۱/۲۸۴ (۲/۱۱۴)**
کیفیت اجرای قوانین (β_4)	۱۰/۸۰۶ (۱/۹۳۴)**
نرخ رشد تولید ناخالص داخلی (β_5)	-۰/۲۷۶ (-۱/۴۷)
نرخ تورم (β_6)	-۰/۱۹۵ (-۱/۴۸)
نسبت تجارت به تولید ناخالص داخلی (β_7)	۰/۳۰۵ (۳/۹۱)*
ضرب تعیین (R^2)	۰/۹۷
روش تخمین	اثرات ثابت

- اعداد داخل پرانتز نشان‌دهنده مقادیر آزمون t برای بررسی معناداری ضرایب برآورد شده می‌باشند.

* بیانگر معناداری در سطح یک درصد می‌باشد.

** معناداری در سطح ۵ درصد می‌باشد.

*** معناداری در سطح ۱۰ درصد می‌باشد.

مأخذ: نتایج تحقیق.

همانطور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود ضریب β_1 که نشان‌دهنده تأثیر سطح توسعه‌یافتگی کشورها بر توسعه مالی آنهاست مثبت و از لحاظ آماری در سطح یک درصد معنادار است، به این معنا که همراه با افزایش سطح توسعه‌یافتگی در یک کشور یا به عبارت دیگر افزایش تولید ناخالص داخلی سرانه نسبت اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی در آن کشور افزایش می‌یابد. ضریب β_2 که نشانگر تأثیر نحوه طراحی قوانین بر توسعه مالی کشورهاست از لحاظ آماری مثبت و در سطح ۵ درصد معنادار است. با توجه به اینکه مقدار بالاتر شاخص قدرت حقوق قانونی به این معناست که قوانین به گونه‌ای طراحی شده‌اند که سهولت بیشتری در دسترسی به اعتبار فراهم می‌آورند که این نتیجه دلالت بر تأیید (یا عدم رد) یکی از فرضیه‌های اصلی مطالعه ما دارد. از آنجایی که β_3 ۱/۵۱۷ بدست آمده است، به این معناست که در نمونه مورد بررسی با یک

واحد بهبود در شاخص قدرت حقوق قانونی اندازه بازار اعتبار نسبت به GDP بطور متوسط ۱/۵۱ درصد افزایش می‌یابد. ضریب β_6 که بیانگر تأثیر کیفیت و نوع اطلاعات اعتباری منتشر شده بر توسعه مالی کشورهاست مثبت و از لحاظ آماری معنادار است. مقدار بالاتر این شاخص بیانگر کیفیت بالاتر اطلاعات اعتباری منتشر شده است و مثبت بودن ضریب آن دلالت بر عدم رد فرضیه دوم مطالعه ما دارد. ضریب بدست آمده بدین معنا است که در نمونه ما با یک واحد بهبود در شاخص عمق اطلاعات اعتباری، اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی بطور متوسط ۱/۲۸۴ درصد افزایش می‌یابد. ضریب β_7 که بیانگر تأثیر کیفیت اجرای قانون و حاکمیت قانون است نیز از لحاظ آماری مثبت و در سطح ۱۰ درصد معنادار است، یعنی اجرایی شدن قوانین طراحی شده و عملکرد بهتر سیستم قضایی تأثیر مثبتی بر توسعه مالی کشورهای نمونه ما دارد. ضریب β_8 نیز که بیانگر تأثیر نرخ رشد اقتصادی بر توسعه مالی است، هر چند علامت منفی دارد و مطابق انتظار ما نیست اما از لحاظ آماری معنادار نیست. ضریب β_9 که بیانگر اثر نرخ تورم کشورها بر توسعه مالی آنهاست نیز علامت منفی و مورد انتظار را داراست اما از لحاظ آماری معنادار نیست، اما ضریب β_{10} که بیانگر تأثیر گستردگی تجارت بر توسعه بازارهای مالی است مثبت و از لحاظ آماری در سطح یک درصد معنادار است، به این معنا که با افزایش نسبت تجارت یک کشور به تولید ناخالص داخلی آن میزان اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی افزایش می‌یابد. ضریب بدست آمده نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در نسبت تجارت به تولید ناخالص داخلی نسبت اعتبار خصوصی به تولید ناخالص داخلی ۰/۳۰۵ درصد افزایش می‌یابد.

۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هدف از انجام این مطالعه بررسی تأثیرات کیفیت تشریک اطلاعات اعتباری و بستر قانونی قرارداد اعتبار بر توسعه مالی در ۴۲ کشور در حال توسعه بین سال‌های (۲۰۰۸-۲۰۰۵) است. بدین منظور ابتدا به معرفی مؤسسات ثبت اطلاعات اعتباری و بیان کارکرد آنها و نقشی که در بازار اعتبار دارند پرداختیم، سپس با حقوق اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی و وثیقه‌ای و همچنین حقوق اعتبارگیرنده در قوانین وثیقه‌ای و نحوه تأثیرگذاری آنها بر بازار اعتبار آشنا شدیم. در ادامه، برای آزمون فرضیه‌های خود از مدل رگرسیون داده‌های تلفیقی کمک گرفتیم. نتایج تخمین بیانگر تأیید (عدم رد) فرضیه‌های این مطالعه بود، بدین معنا که شاخص قدرت حقوق قانونی که بیانگر حمایت قانونی از حقوق اعتباردهندگان در قوانین ورشکستگی و وثیقه‌ای و حمایت قانونی از حقوق اعتبارگیرندگان در قوانین وثیقه‌ای است و شاخص عمق اطلاعات اعتباری که بیانگر کیفیت اطلاعات اعتباری تشریک شده است تأثیر مثبت و معناداری بر گسترش بازار اعتبار و توسعه مالی در کشورهای نمونه ما داشته است.

این نتیجه می‌تواند دلالت‌های مهمی برای سیاست‌گذاران در کشورمان داشته باشد. همانطور که در ابتدای مقاله ذکر شد طبق گزارش‌های پایش محیط کسب و کار کشور مشکل عدم دسترسی به اعتبار در صدر مشکلات بنگاه‌های کشورمان قرار دارد. بنابراین، توجه به بستر قانونی قرارداد اعتبار و همچنین کیفیت اطلاعاتی که مؤسسات تشریک اطلاعات اعتباری منتشر می‌کنند می‌تواند راهگشای مشکلات بنگاه‌ها باشد.

منابع

- صمدی، علی حسین (۱۳۸۸)، "سرمایه اجتماعی و توسعه مالی: اقتصاد ایران (۱۳۸۵-۱۳۵۰)"، *مجله تحقیقات اقتصادی*، صص ۱۴۴-۱۱۷.
- مرکز پژوهش‌های مجلس (۱۳۹۰-۱۳۸۹)، "گزارشات پایش محیط کسب و کار ایران"، تابستان.
- Chinn, M. D. & H. Ito (2005), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", NBER Working Paper 11370.
- Djankov, S., McLiesh, C. & A. Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, PP. 299-329.
- Haselmann, R., Pistor, K. & V. Vig (2010), "How Law Affects Lending", *The Review of Financial Studies*, Vol. 2, PP. 549-580.
- Heger, N., Hodler, R. & M. Lobsiger (2007), "What Determines Financial Development? Culture, Institutions or Trade", Working Paper, No. 2007/05.
- Huang, Y. & J.R.W. Temple (2005), "Does External Trade Promote Financial Development?", CEPR Discussion Paper, No. 5150.
- Huang, Yongfu (2005), "What Determines Financial Development?", Discussion Paper, No. 05/580.
- Jappelli, T. & M. Pagano (2002), "Information Sharing, Lending, and Defaults: Cross-Country Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, PP. 2017-2045.
- Jappelli, T. & M. Pagano (2000), "Information Sharing in Credit Markets: A Survey", CSEF Working Paper, No. 36.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & R. Vishny (1996), "Law and Finance", NBER Working Paper, No. 5661.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, PP. 1131-1150.
- Levine, R. (1998), "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, PP. 596-613.
- Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working Paper, No. 10766.
- Padilla, A. & A. Requejo (2000), "The Costs and Benefits of the Strict Protection of Creditor Rights: Theory and Evidence", Research Network Working Paper.
- Riestra, Amparo San Jose (2002), "Credit Bureaus in Today's Credit Markets", ECRI Research Report 4.
- World Bank, "Doing Business in 2004: Understanding Regulation", Washington, DC.
- World Bank, "Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth", Washington, DC.
- World Bank, "Doing Business in 2006: Creating Jobs", Washington, DC.