

## باسمه تعالی

## هزینه مبادله تأمین مالی بنگاههای تولید - ساخت

(مطالعه موردی ۴۰ بنگاه کوچک)

علی نصیری اقدم<sup>۱</sup> و الیاس نادران<sup>۲</sup>

## چکیده

اهمیت دسترسی آزاد به ابزارها و شیوه‌های مختلف تأمین مالی در مساعد نمودن زیست‌بوم فعالیت بنگاه چیست؟ براساس فرضیه مودیگلیانی - میلر در غیاب هزینه مبادله و مقررات دولتی، ساختار سرمایه بنگاه و شیوه تأمین مالی آن اهمیتی ندارد. یعنی، تمام هماهنگیهای لازم جهت تأمین وجوه مورد نیاز بنگاه را ساز و کار قیمت انجام می‌دهد و هر بنگاه می‌تواند در نرخ رایج بازار، نیازش را آزادانه مرتفع نماید. اما، با معرفی هزینه مبادله، پیش‌بینی این فرضیه برای دنیای واقع خدشه‌دار و نامرتبط می‌شود. در چارچوب اقتصاد هزینه مبادله، هر بنگاه باید با توجه به نوع نیازش به وجوه مالی یک مبادله مالی را ترتیب دهد. فرضیه محوری اقتصاد هزینه مبادله (ترازسازی تبعیض‌آمیز) شیوه ترتیب دادن این مبادله را پیش‌بینی می‌کند: مبادلات براساس ویژگیهایشان از یکدیگر متمایز می‌شوند؛ ساختارهای سازماندهی این مبادلات نیز هزینه‌ها و قابلیت‌های خود را دارند؛ هر مبادله به شیوه‌ای تبعیض‌آمیز از طریق ساختاری سازماندهی می‌شود که انجام مبادله را در کمترین هزینه میسر نماید. یعنی، بنگاه وجوه مورد نیازش را به شیوه‌ای تأمین می‌کند که کمترین هزینه را دارد.

با پذیرش این نکته که متناسب با ویژگیهای بنگاه و نوع نیازش به وجوه مالی، یک ساز و کار تأمین مالی کمترین هزینه را دارد، می‌توان پیش‌بینی نمود که در صورت عدم وجود یا ناکارایی (پرهزینه بودن) بعضی از سازوکارهای سازماندهی مبادلات مالی، بنگاهها به سمت ساز و کارهایی سوق می‌یابند که هزینه بیشتری برایشان دارد. تفاوت هزینه تأمین مالی از طریق یک ساز و کار متناسب و تأمین مالی از طریق ساز و کار بدیل و به عبارت دیگر، هزینه عدم دسترسی آزادانه به شیوه تأمین مالی متناسب مهمترین هزینه‌ای است که بر بنگاه تحمیل می‌شود. در واقع، این محدودیت یکی از دلایلی است که کسب حقوق مالکیت جدید و حفاظت از حقوق موجود را در زیست‌بوم فعالیت بنگاه پرهزینه می‌کند. این هزینه‌های برخاسته از چارچوب نهادی قدرت رقابت بنگاه را محدود می‌نماید و در بلند مدت از صنعت خارج می‌کند. این فرضیه در مورد ۴۰ بنگاه تولید - ساخت<sup>۳</sup> کوچک فعال در زیست‌بوم اقتصاد ایران مطالعه شده است. برای این منظور، پرسش‌نامه‌هایی تدوین و ضمن مصاحبه حضوری با تولیدکنندگان تکمیل شده است.

**واژه‌های کلیدی:** نهاد، اقتصاد نهادگرایی جدید، هزینه مبادله، اقتصاد هزینه مبادله، فرضیه ترازسازی تبعیض‌آمیز، تأمین مالی و بنگاه تولید - ساخت.

طبقه‌بندی JEL: G34, G32, G21, K00, D23, B52.

<sup>۱</sup>. دانشجوی دکترای دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران و پژوهشگر جهاد دانشگاهی

<sup>۲</sup>. دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران

<sup>۳</sup>. Manufacturing Firm

## ۱. مقدمه

اهمیت دسترسی آزاد به ابزارها و شیوه‌های مختلف تأمین مالی در مساعد نمودن زیست‌بوم فعالیت بنگاه چیست؟ صاحبان بنگاه برای تولید محصول، فروش آن و کسب سود باید مبادلاتی را سازماندهی کنند. یکی از این مبادلات تأمین مالی بنگاه است. بنگاه برای اینکه بتواند امور روزمره خود را سازماندهی کند، دستمزد کارگران را پردازد، مواد اولیه تهیه کند، حق بیمه، هزینه آب، برق، گاز و تلفن، و هزینه سرمایه و اجاره کارگاه را پرداخت کند به وجوه مالی نیاز دارد. از یک طرف، یکی از دغدغه‌های اصلی تولیدکنندگان، که همواره ابراز می‌دارند و آن را یکی از موانع مهم توسعه خود معرفی می‌کنند، کمبود نقدینگی و عدم دسترسی به وجوه مالی است و از طرف دیگر، شاخصهای کلان اقتصادی نشان می‌دهد حجم نقدینگی جامعه بسیار زیاد است و همین عامل مسبب تورمهای دو رقمی است. دلیل این ناسازگاری چیست؟ چرا بنگاهها از این حجم بالای نقدینگی بهره‌مند نیستند؟ چرا مبالغی که می‌تواند در اختیار تولید قرار بگیرد و به رشد اقتصادی دامن بزند، وارد بخش تولید نمی‌شود و باعث تورم و تحدید رشد اقتصادی می‌شود؟ یک فرضیه قابل طرح این است که نقص بازارهای مالی باعث شده است منابعی که به اقتصاد تزریق می‌شود وارد بخش تولید نشود. پذیرش این فرضیه تحمل این معنا را دارد که با اصلاح بازارهای مالی می‌توان دسترسی تولیدکنندگان به وجوه مالی را تسهیل کرد، زیست بوم فعالیت آنها را مساعدتر نمود و از این طریق به رشد اقتصادی دامن زد.

این مقاله برای طراحی فرضیه مناسب از ادبیات اقتصاد هزینه مبادله استفاده می‌کند و آن را در مورد ۴۰ بنگاه فعال در زیست بوم اقتصاد ایران بررسی می‌کند. برای این منظور چارچوب مقاله به این شکل تنظیم شده است: ابتدا ادبیات نظری موجود مرور شده است. در این قسمت چرایی و چگونگی حرکت تکاملی اقتصاد نئوکلاسیک به سمت اقتصاد هزینه مبادله تبیین شده است. سپس، در قسمت سوم مقاله ایده‌های برآمده از اقتصاد هزینه مبادله با ادبیات تأمین مالی بنگاه تلفیق شده و فرضیه‌هایی برای مطالعه تجربی استخراج شده است. قسمت چهارم به مطالعه تجربی مقاله اختصاص دارد. در این قسمت ۴۰ بنگاه تولید-ساخت (تولید کننده محصولات کارخانه‌ای)<sup>۱</sup> با این پرسش مورد مطالعه قرار گرفته است که آیا از ابزارهای تأمین مالی مناسب که در سایر کشورها مورد استفاده بنگاههای کوچک است و نظریه هم آن را تأیید می‌کند استفاده می‌کنند یا نه؟

<sup>۱</sup> کل فعالیتهای اقتصادی به چند رشته فعالیت تقسیم می‌شود که هر کدام از آنها صنعت (Industry) نامیده می‌شود. فعالیتهای کشاورزی، خدماتی و صنعتی (محصولات کارخانه‌ای) همگی از صنایع اقتصاد می‌باشند. برای تفکیک محصولات بخش صنعت از محصولات سایر بخشها به آنها محصولات کارخانه‌ای یا صنایع تولید-ساخت اطلاق می‌شود و در ایران نیز رشته‌ای به نام مهندسی تولید-ساخت داریم. در این مقاله نیز منظور از بنگاههای تولید-ساخت همین معناست.

پاسخ این سؤال منفی است. حال سؤال این است که چرا چنین نیست؟ آیا عوامل اقتصادی غیر عقلایی رفتار می‌کنند؟ پاسخی که می‌توان با استفاده از ادبیات اقتصاد هزینه مبادله به این سؤال داد این است که عوامل اقتصادی عقلایی رفتار می‌کنند: هرچند که از عقلانیت کامل برخوردار نیستند، در شرایط موجود از بهترین ابزارهای در دسترس استفاده می‌کنند. به طور طبیعی گام بعدی طرح این پرسش است که چگونه می‌توان با تغییر دادن محیط زیست بنگاهها قدرت رقابت پذیری آنها را افزایش داد؟ قسمت آخر مقاله این مباحث را جمع بندی و نتیجه گیری می‌کند.

## ۲. ادبیات نظری

در دنیای نئوکلاسیک بهینه‌یابی ساری و جاری است. در این چارچوب دو سؤال اساسی مطرح است: (۱) وضعیت ایده‌آل چیست؟ و (۲) مسیر رسیدن به این وضعیت کدام است؟ آرمانشهر اقتصاد نئوکلاسیک موطنی است که در آن کارایی پارتو برقرار باشد: نتوان وضع کسی را بهبود بخشید، مگر با بدتر کردن وضع یک یا چند نفر دیگر. اما مسیر رسیدن به این آرمانشهر کدام است؟ به عبارت دیگر اقتصاد را باید چگونه سازماندهی نمود تا وضع کارا حاصل آید؟ مسیر مطلوب برای رسیدن به هدف مطلوب رقابت است. در شرایط رقابتی - که بر حسب جعبه ابزار نئوکلاسیکی با منحنی تقاضای افقی مشخص می‌شود - همه مشارکت‌کنندگان در بازار قیمت‌پذیرند و به شکلی انفعالی نسبت به آن واکنش نشان می‌دهند و فعالیتهای خود را به نحوی با تغییرات قیمت هماهنگ می‌کنند که مطلوبیت یا سودشان حداکثر شود. برای مثال، تمام مصرف‌کنندگان ارزش نسبی‌ای را که برای کالاهای مختلف قائلند برابر نسبت داده شده قیمت‌ها قرار می‌دهند و چون قیمت نسبی برای همه برابر است، نهایتاً مصرف افراد به نحوی تنظیم می‌شود که ارزش نسبی کالاها برای تمام افراد برابر باشد. یعنی، اگر رقابت برقرار باشد آنگاه تخصیص منابع کاراً خواهد بود. عبارت اخیر مشهور به قضیه اول اقتصاد رفاه است که آرمانشهر نئوکلاسیک را به تصویر می‌کشد.

حاکمیت این قضیه در اقتصاد نئوکلاسیک به نحوی است که می‌توان از آن به منزله یک ابزار بهره برد و مسائل اقتصادی بسیاری را تحلیل نمود، فارغ از اینکه موضوع مورد مطالعه چه باشد. در واقع ما جعبه‌ای از ابزار داریم بدون اینکه بدانیم آن را برای تعمیر چه چیزی می‌خواهیم مورد استفاده قرار دهیم.

از جمله موضوعاتی که با این ابزار تحلیل شده، مسأله تأمین مالی بنگاه است. مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) نیز در این فضا قضیه معروف خود را در مورد ساختار سرمایه بنگاه مطرح نمودند: در دنیای بازارهای کامل سرمایه<sup>۱</sup> - که انتظارات سرمایه‌گذاران همگن است، مالیاتی وجود ندارد، هزینه‌های مبادله و ورشکستگی صفر

<sup>۱</sup>. World of Perfect Capital Markets

است- انتخاب بنگاه در مورد اینکه چه میزان از سرمایه مورد نیازش را از طریق درآمدهای حفظ شده تأمین کند، تأثیری بر ارزش بنگاه ندارد و تنها، عایدی سهامداران بین سود سرمایه و درآمد تقسیم شده، تسهیم می‌شود. به عبارت دیگر، براساس قضیه مودیگلیانی- میلر در غیاب هزینه مبادله و مقررات دولتی ساختار سرمایه بنگاه و شیوه تأمین مالی آن اهمیتی ندارد. یعنی، تمام هماهنگیهای لازم جهت تأمین وجوه مورد نیاز بنگاه را ساز و کار قیمت انجام می‌دهد و هر بنگاه می‌تواند در نرخ رایج بازار، نیازش را آزادانه مرتفع نماید.

قضایای اقتصاد رفاه و قضایای متأثر از آن مبتنی بر فروضی بسیار محدود کننده است، به نحوی که نمی‌توان با تکیه بر آنها دنیای واقع را توضیح داد: سازگاری خارجی این نظریات به شدت مورد تردید است. برای مثال، گزاره مقدماتی قضیه اول اقتصاد رفاه ایجاب می‌کند که برای رسیدن به آرمان شهر کارایی باید از آرمان شهر رقابت عبور نمود. اما وجود رقابت منوط به برقراری فروض مهم دیگری است. از جمله این فروض فرض آزادی مبادله است. یعنی هیچ محدودیتی برای مبادله آزاد وجود ندارد. نقض این فرض دلالت‌های مهمی برای تحلیل‌های اقتصادی دارد.

رونالد کوز<sup>۱</sup> (۱۹۳۷) این پرسش مهم را مطرح می‌کند که اگر تمام هماهنگیهای لازم برای تخصیص منابع را ساز و کار قیمت انجام می‌دهد چرا ما عاملی به نام مدیر داریم که وظیفه‌اش هماهنگی است؟ به عبارت دیگر، چه نیازی به تشکیل بنگاه وجود دارد؟ وی در پاسخ به این سؤال می‌گوید: *استفاده از ساز و کار بازار هزینه‌بر است.* این گزاره دلالت بر این دارد که مبادله آزاد ممکن نیست و هدف از تشکیل بنگاه اجتناب از هزینه‌هایی است که بازار و مبادلات بازاری دارند.

هزینه‌بر بودن مبادلات ریشه مطرح شدن تخصیص‌های غیر بازاری در کنار تخصیص‌های بازاری است (ارو، ۱۹۶۹). یعنی، هرگاه بپذیریم که انجام مبادله هزینه‌بر است، آنگاه باید بپذیریم که برای رسیدن به یک هدف یا برای انجام دادن یک مبادله واحد راه‌های گوناگونی متصور است. این گونه نیست که برای انجام دادن یک مبادله واحد تنها یک راه وجود داشته باشد، آن‌طور که در اقتصاد نئوکلاسیک با تکیه بر فرض عقلانیت بازاری استدلال می‌شود.

چیزی که در بازار مبادله می‌شود بسته‌های کالا و خدمت نیست، بلکه بسته‌های حقوق مالکیت نسبت به آن کالا و خدمت است (دمستز<sup>۲</sup>، ۱۹۶۹). مبادله این بسته‌های حقوق مالکیت مستلزم صرف هزینه است. هزینه‌بر بودن مبادلات هم ریشه به وجود آمدن ترتیبات نهادی جایگزین برای تعهد مبادلات است. حال یک سؤال مهم قابل طرح است: هر مبادله را باید با کدام ترتیبات نهادی سازماندهی نمود؟ برای انجام هر مبادله باید آن را از طریق سازماندهی نمود که کمترین هزینه مبادله را دارد.

<sup>۱</sup>. Ronald Coase

<sup>۲</sup>. Demsetz

ویلیامسن<sup>۱</sup> با بسط آرای کوز و ترکیب نظریه‌های اقتصاد، حقوق و سازمان، اقتصاد هزینه مبادله را بنا نمود و هدفش ایجاد یک بنیان نظری منسجم برای استفاده از مفهوم هزینه مبادله و تبیین دلایل استفاده از ساز و کارهای نهادی جایگزین بود. وی برای عملیاتی کردن مفهوم هزینه مبادله و دستیابی به قدرت پیش‌بینی (در مورد اینکه برای انجام هر مبادله از کدام شیوه سازماندهی استفاده می‌شود) فرضیه ترازسازی تبعیض‌آمیز<sup>۲</sup> را بسط داد: مبادلات براساس ویژگی‌هایشان از یکدیگر متمایز می‌شوند؛ ساختارهای سازماندهی این مبادلات نیز هزینه‌ها و قابلیت‌های خود را دارند؛ هر مبادله به شیوه‌ای تبعیض‌آمیز با ساختاری سازماندهی می‌شود که انجام مبادله را در کمترین هزینه میسر نماید.

پذیرش این چارچوب مستلزم جرح و تعدیل قضیه مودیگلیانی-میلر در مورد ساختار سرمایه بنگاه است. در واقع ساختار سرمایه حائز اهمیت است و برای هر بنگاه، متناسب با ویژگیها و نوع نیازش به وجوه مالی، یک ساز و کار تأمین مالی کمترین هزینه را دارد. بنگاه نیز وجوه مورد نیازش را به شیوه‌ای تأمین مالی می‌کند که کمترین هزینه را دارد. در قسمت آتی این موضوع مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### ۳. هزینه‌های مبادله شیوه‌های جایگزین تأمین مالی

برخلاف قضیه مودیگلیانی میلر، در اقتصاد هزینه مبادله شیوه تأمین مالی بنگاه بسیار حائز اهمیت است، چرا که پذیرفته می‌شود مبادلات هزینه‌بر است. هر بنگاه برای تأمین سرمایه در گردش یا توسعه فعالیت‌هایش به وجوه مالی نیاز دارد و برای تأمین این وجوه باید مبادلاتی را سازماندهی نماید. به دلیل ناقص بودن قراردادها و احتمال وقوع فرصت‌طلبی و متضرر شدن بنگاه، هر بنگاه باید با توجه به ویژگی‌های مبادلات مورد نیازش، ساز و کار تأمین مالی‌ای را برای سازماندهی انتخاب کند که کمترین هزینه را داشته باشد.

بنگاهها بر حسب اندازه و نوع نیازشان به وجوه مالی به مبادلات مالی متنوعی نیاز دارند. هر بنگاه بر حسب اینکه به چه مقدار وجوه مالی نیاز دارد، چه مقدار از اطلاعاتش در دسترس عموم است و چه مقدار از آن محرمانه است و مانند آن، با خطرهای قراردادی مختلفی مواجه است. لذا باید از ساز و کارهای تأمین مالی‌ای بهره گیرد که بهتر بتواند بر خطرهای قراردادی غلبه کند و با کمترین هزینه به وجوه مورد نیازش دست یابد.

در یک دسته‌بندی کلی بنگاه به سه شیوه عام می‌تواند مبادلات مالی را سازماندهی نماید: درونی، واسطه‌ای و بازاری. در تأمین مالی درونی بنگاه از محل سود توزیع نشده وجوه مورد نیازش را تأمین می‌کند. این روش مطابق سازماندهی درون بنگاهی است (ادغام عمودی). در روش واسطه‌ای بنگاه بر اساس یک قرارداد وجوه

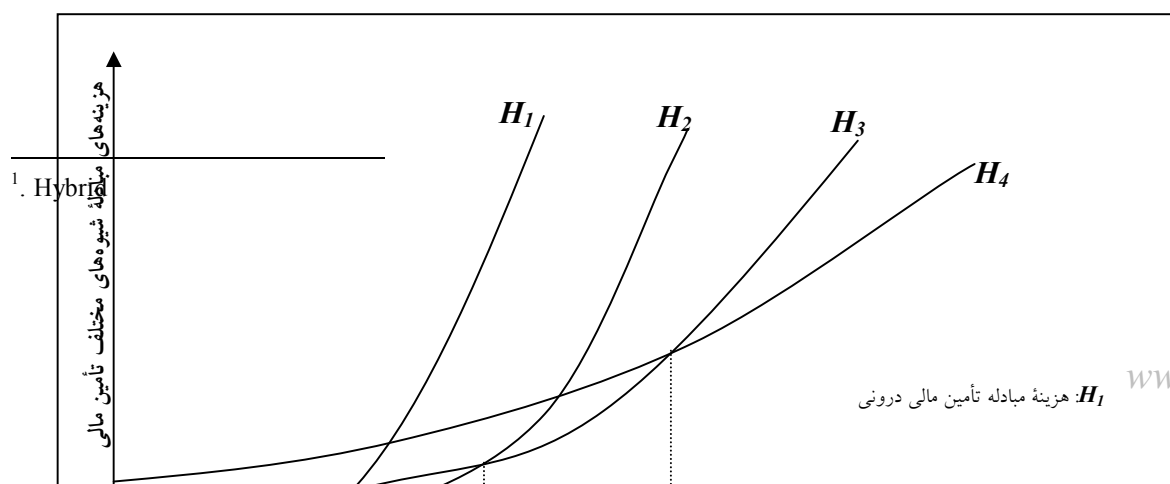
<sup>1</sup>. Williamson

<sup>2</sup>. Discriminating Alignment

مورد نیازش را از طریق واسطه‌های مالی تأمین می‌کند (معادل روش ترکیب<sup>۱</sup>). در روش بازاری بنگاه وجوه مورد نیازش را با انتشار بدهی در نرخ رایج بازار تأمین می‌کند (عدم ادغام).

بین ادغام عمودی و بازار ساز و کارهای تأمین مالی متنوعی وجود دارد. هرچه، بر روی طیف، از بنگاههای کوچکتر به سمت بنگاههای بزرگتر حرکت می‌کنیم، از یک طرف، اطلاعات عمومی و در دسترس بنگاه کاملتر و شفافتر می‌شود و لذا، هزینه‌های مبادله دسترسی به بازار (تأمین مالی مستقیم) کاسته می‌شود و از طرف دیگر، به دلیل افزایش هزینه‌های مبادله، نه برای بنگاههای کوچکتر ورود به بازارهای عمومی قرضه و سهام مقرون به صرفه می‌باشد و نه بازار وامهای بانکی نیاز مالی بنگاههای بزرگتر را برطرف می‌کند. از این رو، برای هر اندازه مشخص بنگاه، با فرض ثبات سایر شرایط، شیوه معینی از روشهای تأمین مالی کمترین هزینه را دارد و مقرون به صرفه است. در واقع، بنگاهها با توجه به هزینه‌های مبادله هر روش تأمین مالی، آن روشی را بر می‌گزینند که کمترین هزینه را داشته باشد. انتخاب بین تأمین مالی مستقیم، واسطه‌ای و درونی با ملاحظات هزینه مشخص می‌شود. حتی احتمال دارد، بنگاهی ترکیبی از روشهای تأمین مالی را برگزیند که هزینه‌هایش را حداقل نماید. به این ترتیب، تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه، به مورد خاصی از چارچوب نظریه اقتصاد هزینه مبادله تبدیل می‌شود.

بنگاهها با توجه به اندازه فعالیت و وجوه مورد نیازشان آن شیوه تأمین مالی را بر می‌گزینند که هزینه‌ها را حداقل نماید. شکل (۱) خلاصه‌ای از بحث فوق را ارائه می‌نماید. در ترسیم شکل فرض شده است که چهار شیوه تأمین مالی وجود دارد: ۱. تأمین مالی درونی؛ ۲. تأمین مالی واسطه‌ای (وامهای کوتاه مدت و خط اعتباری)؛ ۳. تأمین مالی واسطه‌ای (وامهای میان مدت و کارسازی خصوصی) و ۴. تأمین مالی مستقیم. این دسته‌بندی به تناسب شیوه‌های تولید سلسله مراتبی، قراردادی و بازاری است. البته، نمودار مذکور این قابلیت را دارد که تمام شیوه‌های تأمین مالی را پوشش دهد. با وجود این، برای سادگی بحث به همین چهار شیوه اکتفا شده است. برای بنگاههایی که بسیار کوچکند، تأمین مالی درونی کمترین هزینه را دارد و از این رو، این شیوه تأمین مالی مناسب‌ترین شیوه تأمین مالی برای این قبیل بنگاههاست. با گسترش حوزه فعالیت بنگاه، هزینه این شیوه تأمین مالی به شدت افزایش می‌یابد. بالاخص، باید توجه داشت که تأمین مالی درونی از یک حدی بیشتر پاسخگوی نیازهای بنگاه نیست. برای بنگاههای کوچک تأمین مالی واسطه‌ای، از طریق وامهای کوتاه مدت بانکی و گشایش خط اعتباری، کمترین هزینه را دارد و کارآترین شیوه تأمین وجوه مورد نیاز آنهاست.



برای بنگاههای متوسط، تأمین مالی واسطه‌ای، از طریق وامهای میان‌مدت و کارسازی خصوصی، کارآترین روش است. ضمن اینکه بنگاههای متوسط کوچکتر از وامهای کوتاه مدت بانکی و طیف بزرگتر بنگاههای متوسط از انتشار سهام نیز برای تأمین مالی خود استفاده می‌کنند. نهایتاً، تأمین مالی از طریق اوراق تجاری، اوراق مالی میان‌مدت، قرضه و سهام کارآترین شیوه‌های تأمین مالی بنگاههای بزرگ است. البته، روشن است که برخی از شیوه‌های تأمین مالی برای بنگاههایی با اندازه متفاوت قابل استفاده می‌باشد و این مسأله هم با ملاحظات هزینه قابل توضیح است.

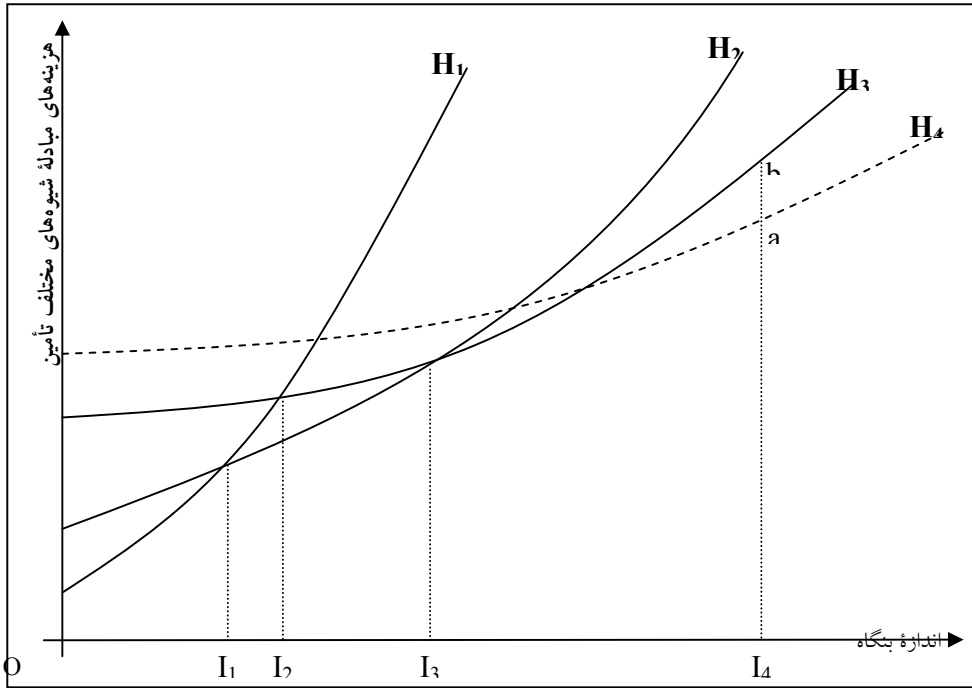
در غالب موارد، و بالاخص در کشورهای در حال توسعه، مسأله بنگاه در تأمین وجوه مورد نیازش، صرفاً این نیست که از میان ساز و کارهای تأمین مالی ساز و کاری را انتخاب کند که هزینه‌اش حداقل شود، بلکه، بنگاه با هزینه‌های مبادله ناشی از ناکارایی بازارهای مالی و نقصهای نهادی مواجه است و در واقع گزینه‌هایی که پیش روی بنگاه وجود دارد محدود است. به عنوان مثال، بنگاه بزرگی را فرض کنید که در یک اقتصاد بازاری عمل می‌کند، ولی در آن بازار قرضه عمومی، به عنوان سازوکار تأمین مالی مستقیم، وجود ندارد. همان‌طور که شکل (۲) نشان می‌دهد این بنگاه مجبور است وجوه مورد نیازش را با هزینه‌ای بسیار بالاتر از طریق وامهای میان‌مدت و یا بازار کارسازی خصوصی تأمین نماید. این هزینه که در شکل (۲) برای بنگاهی در سطح  $I_4$  با فاصله  $ab$  نشان داده شده است، هزینه مبادله ناشی از نقص نهادی بازار است. یا اگر در نظر بگیریم که

بنگاههای کوچک به وامهای کوتاهمدت و  $L/C$  دسترسی نداشته باشند، بنگاههای بین  $I_1$  و  $I_2$  باید با هزینه‌ای بیشتر وجوه مورد نیازشان را به طور درونی تأمین نمایند و بنگاههایی که در حد فاصل  $I_2$  و  $I_3$  قرار دارند باید از طریق کارسازی خصوصی و وام میانمدت، با هزینه‌ای بسیار بیشتر، وجوه مورد نیازشان را تأمین کنند. این هزینه‌های اضافه شده، هزینه‌های مبادله‌ای هستند که از کامل نبودن نهادهای بازاری، در اقتصادی که به طور بازاری عمل می‌کند، ناشی می‌شود. باید گفت که این هزینه‌ها مبالغ هنگفت مشهود یا غیرمشهودی را بر تولیدکنندگان تحمیل و عملاً ادامه فعالیت آنها را غیراقتصادی می‌کند و این خود مانع بزرگی در تحقق رشد اقتصادی است. لذا، مهمترین گام کشورهای در حال توسعه جهت حرکت به سوی اقتصاد بازار، تکمیل نهادهایی است که لازمه عملکرد بازاری می‌باشد.<sup>۱</sup>

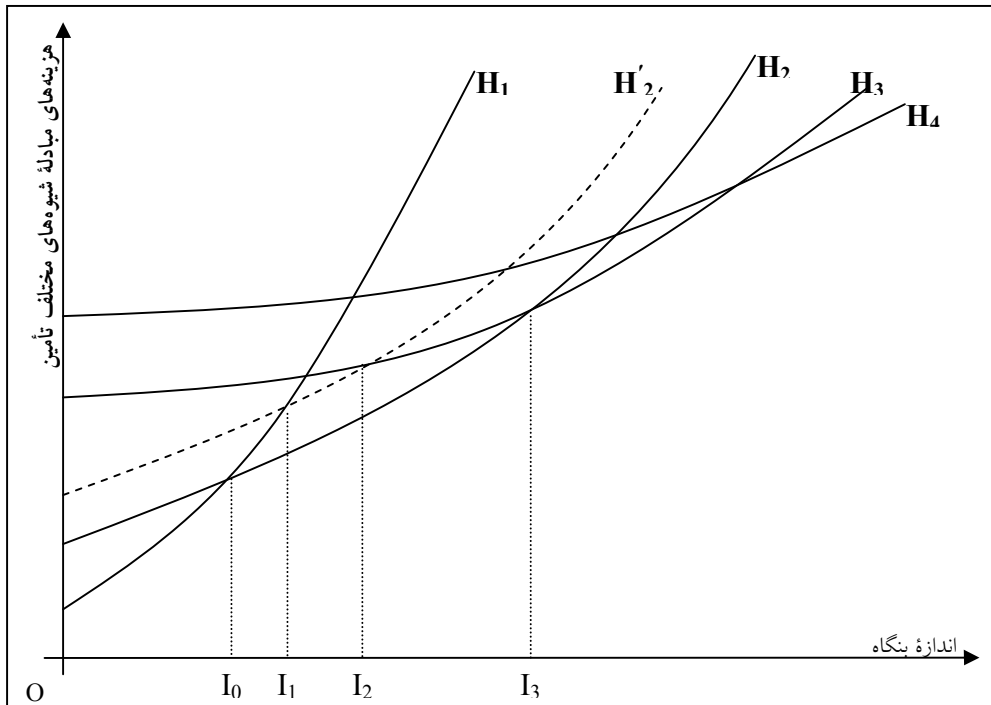
نوع دیگری از هزینه مبادله، به طور مستقیم با ناکارایی بازارهای مالی در ارتباط است. هرچه بازارهای مالی کارآتر باشد (برای مثال، انتقال مالکیت سهام راحت‌تر، گشایش خط اعتباری کم هزینه‌تر و اطلاعات کامل‌تر و مقارن‌تر باشد و...) هزینه‌های مبادله استفاده از بازار کمتر است و امکان سرمایه‌گذاری بیشتر است. در شکل (۳) هزینه‌های مبادله فزاینده ناشی از ناکارایی نهادهای بازاری نشان داده شده است. بنگاههایی که در فاصل  $I_1$  و  $I_2$  قرار دارند، در صورت کارایی نسبی بازارهای مالی می‌توانند با هزینه مبادله  $H_2$  وجوه مورد نیازشان را تأمین کنند. درحالی‌که، اگر بازارهای مالی کارآ نباشد و منحنی  $H'_2$  نشان دهنده هزینه دسترسی به بازار مالی واسطه‌ای (وامهای کوتاهمدت و خط اعتباری) باشد، برای بنگاههایی که بین  $I_1$  و  $I_2$  قرار دارند، دیگر ورود به بازار فوق مقرون به صرفه نیست و این تأمین مالی درونی است که هزینه‌های بنگاه را حداقل می‌کند. به همین ترتیب، بنگاههایی که در فاصله  $I_2 < I < I_3$  قرار دارند نیز به بازار کارسازی خصوصی و وامهای میان مدت مراجعه می‌کنند و سایر بنگاهها ( $I_1 < I < I_2$ ) نیز، با هزینه‌هایی به مراتب بیشتر، از همان بازار مالی واسطه‌ای (وامهای کوتاهمدت و خط اعتباری) تأمین مالی می‌کنند.

<sup>۱</sup> البته این توصیه به این معنا نیست که دقیقاً باید همان نهادهایی را در ایران تعبیه کنیم که در اروپا نیز وجود دارد. منظور این است که باید ساز و کارهایی تعبیه شود که برای انجام دادن هر مبادله مالی ساز و کار متناسب و کم هزینه‌ای وجود داشته باشد و برای تأمین مالی ناگزیر از توسل به روشهای پرهزینه نباشیم. مثلاً ممکن است ساختار نهادی یک کشور اجازه راه‌اندازی بورس را ندهد و هزینه‌های زیادی بر این کار تحمیل کند (برای مثال ساختار بازارهای مالی کشور توسعه‌یافته‌ای مانند آلمان بانک محور است و نه سهام محور، بر خلاف ایالات متحده و انگلستان). در این شرایط همان طور که نباید به بازار سهام دامن زد، نباید تأمین مالی بنگاههای بزرگ را نیز نادیده گرفت.





شکل ۲. هزینه مبادله فزاینده ناشی از نقص نهادهای بازار.



شکل ۳. هزینه مبادله فزاینده ناشی از ناکارایی نهادهای بازاری.

#### ۴. مطالعه تجربی

هزینه‌های مبادله است که تعیین می‌کند یک مبادله به چه شیوه‌ای سازماندهی شود: درون بنگاه، براساس سازوکار قیمت‌ها، یا به صورت یک رابطه قراردادی بلندمدت. بر همین مبنا، نشان داده شد که هزینه‌های مبادله شیوه تأمین مالی یک بنگاه را تعیین می‌کند. یعنی، بنگاه براساس ملاحظات هزینه، شیوه‌ای را برای تأمین مالی برمی‌گزیند که کمترین هزینه را برای بنگاه داشته باشد. هرچه، سازوکارهای تأمین مالی ناکارآتر باشد، بنگاه با هزینه‌های بیشتری مواجه می‌شود و اگر برخی از شیوه‌های تأمین مالی بنگاه ناکارآیی زیادی<sup>۱</sup> را بروز دهد، هزینه گزافی را ایجاد می‌کند و چه بسا ممکن است باعث شود برخی از بنگاهها به دلیل افزایش هزینه‌ها شیوه دیگری را برای تأمین مالی خود برگزینند.

مهمترین نوع هزینه مبادله که از جانب بازارهای مالی بر بنگاهها تحمیل می‌شود هزینه‌های ناشی از عدم وجود نهادهای بازاری است. برای مثال، ممکن است برای بنگاههای فعال در یک اقتصاد یکی از سازوکارهای تأمین مالی متداول در اقتصاد بازاری وجود نداشته باشد. این تحقیق درصدد برجسته نمودن هزینه‌های مبادله‌ای است که از ناحیه بازارهای مالی برای صنایع کوچک ایجاد می‌شود و فعالیت آنها را با موانع جدی روبه‌رو می‌کند. به این منظور، براساس ادبیات موضوع، شاخصهایی طراحی شده است. سپس، برای کمی‌کردن و یا لااقل کسب اطلاعاتی در مورد آنها، پرسشهایی تدوین شده و با این پشتوانه به بنگاههای صنعتی مراجعه شده است. قدرت این نظریه در تبیین و پیش‌بینی واقعیتهای سیستم اقتصادی بسیار قابل توجه است و این قدرت ناشی از نوع نگاه نهادگرایان جدید به مسائل اقتصادی است. البته، دو نکته نباید فراموش شود: اول این‌که، خود این رویکرد هنوز در حال طی نمودن دوره نوجوانی خود است، و دوم این‌که، نباید انتظار داشت که یک نظریه تمام واقعیتهای را تبیین کند و لذا، ما هم هنگام استفاده از این نظریات باید از رهنمود آنها برای حل مسائل خود استفاده کنیم و غرق در این آرا نشویم.

برای ارائه نتایج مطالعه تجربی انجام شده، این قسمت به شکل زیر سازماندهی شده است. ابتدا، توضیحی در مورد نمونه مورد بررسی بیان می‌شود. سپس، شاخصهای مورد استفاده معرفی، دلیل‌گزینش آنها تبیین و نتایج بررسی ارائه می‌شود. این قسمت با تبیین و تجزیه و تحلیل نتایج در چارچوب سیستم اقتصادی خاتمه می‌یابد.

<sup>۱</sup>. در معنای پارتویی یک وضع یا کاراست یا ناکارا و عباراتی چون ناکارایی کم و زیاد حاوی درجه‌ای از تسامح است.

## ۴-۱ نمونه مورد بررسی

با توجه به سهم قابل توجه بنگاههای کوچک در مجموعه بنگاههای ساخت-تولید کشور و میزان اشتغالزایی آنها، نمونه مورد بررسی از میان بنگاههای کوچک انتخاب شده است. نظر به گستردگی، تعداد زیاد و تشابه کلی محیط فعالیت بنگاهها، و با توجه به مطالعات مقدماتی به عمل آمده، جاده قدیم کرج و منطقه اتحاد تهران به عنوان دو نمونه از مناطق صنعتی برگزیده شد. در مجموع امکان برقراری ارتباط با حدود چهل بنگاه صنعتی فراهم شد که بیش از ۸۰٪ آنها زیر ۱۰ نفر و ۲۰٪ آنها بین ۱۰ تا ۲۰ نفر کارکن دارد.

مهمترین مشکل تحقیق، جلب اعتماد مالک یا مدیر بنگاههای مزبور بود. هر چند، وقتی اطمینان حاصل می‌کردند که هدف بررسی مشکلات و انعکاس وضعیت آنهاست، صمیمانه همکاری می‌کردند.

## ۴-۲ متغیرهای مورد استفاده

متغیرهای انتخاب شده باید انعکاسی از هزینه‌های مبادله فرآیند تأمین مالی و بالمآل کارآیی بازارهای مالی باشد. در این چارچوب، براساس روش‌شناسی اقتصادی نهادگرایی جدید، باید موضوع به صورت سیستمی مورد بررسی قرار گیرد. این سیستم دارای اجزایی است که برهم‌کنش متقابل دارند و وظایف اجزای سیستم نیز در چارچوب این سیستم معنای واقعی خود را به دست می‌آورد. لذا، در حد امکان سایر متغیرهایی که در کنش متقابل با متغیرهای تأمین مالی بنگاه قرار دارند (نظیر کارآیی نظام قضایی) نیز بررسی شده است.

## الف) چک برگشتی

اولین شاخص هزینه مبادله چک برگشتی است. مبادله اعتبار یکی از شیوه‌های تأمین مالی بنگاههای کوچک است. این کار معمولاً با چک انجام می‌شود. در ایران، با توجه به فقدان بازارهای مالی کارآمد، این شیوه به مهمترین شیوه تأمین مالی بنگاههای کوچک و حتی متوسط درآمد است. اگر چکی که بنگاه از مشتری یا بنگاه دیگر به عنوان اعتبار دریافت کرده است برگشت بخورد، نقدینگی‌اش به شدت تحدید، و فرآیند تولیدش دچار اختلال می‌شود و حتی باعث می‌شود بنگاه از عهده تعهدات اعتباری خود برنیاید. یعنی، چکهایی که خود بنگاه هم صادر نموده، نکول می‌شود و این اختلال بدون توقف در کل اقتصاد تسری می‌یابد و این، مسأله‌ای است بی‌نهایت مهم. در این تجزیه و تحلیل، بررسی موارد مرتبط دیگر نیز ضروری می‌نماید.

## الف-۱- علل نکول چک

مهمترین علت نکول چک، چه به لحاظ ادبیات بحث و چه از نظر تولیدکنندگان بی‌پشتوانه بودن چک (یا اعتبار) صادر شده است و این، خود ناشی از عدم وجود سازوکارهایی است که برای صدور اعتبار ضروری است. در نظام بانکی ایران، صدور چک مستقل از موجودی حساب افراد و اعتبارشان است. درحالی‌که، قاعده این است که افراد بر اساس موجودی حسابشان حق صدور چک داشته باشند. در اقتصادهای بازاری، حداکثر مبلغی که هر فرد می‌تواند چک صادر نماید روی چک ثبت شده است و کسی حق ندارد بیش از آن چک صادر نماید. ضمن این‌که، به مرور باید تراز خرج شده‌اش را پرکند. به عنوان مثال، کسی که پنج هزار دلار در حسابش دارد حق ندارد بیش از سه هزار دلار چک صادر نماید و سر ماه نیز باید تراز کسری (از پنج هزار دلار) را پر نماید.

بنگاههای کوچک شیوه‌های تأمین مالی بیرونی مشخصی دارند. یعنی، یک بنگاه کوچک که مشغول فعالیت تولیدی است هرگز نباید دغدغه پاس‌شدن چک را داشته باشد. اگر بنگاه کوچک طی یک رابطه قراردادی بلندمدت از طریق واسطه‌های مالی (از جمله بانک) تأمین مالی شود و بانک با توجه به وضع اعتباری بنگاه وامهای کوتاه مدت و خط اعتباری را برای بنگاه مهیا کند، بنگاه همیشه تأمین است و از هزینه‌های مبادله ناشی از نکول چک و کمبود نقدینگی دائمی در آمان خواهد ماند. به این ترتیب، نه تنها اختلالات در اقتصاد تسری نمی‌یابد، این موضوع هم روشن می‌شود که کدام بنگاه از نظر بانک معتبر و قابل اعتماد است. در ایران، نه صدور چک با توجه به میزان موجودی افراد است و نه بنگاههای کوچک به خطوط اعتباری، که مناسب‌ترین روش تأمین مالی آنهاست، دسترسی دارند. به طور خلاصه، از یک‌طرف ناکارایی سازوکارهای تأمین مالی موجود- مبادله اعتبار (صدور چک) و وامهای کوتاه‌مدت- و از طرف دیگر، عدم وجود برخی از مهمترین سازوکارهای تأمین مالی، عوامل اصلی بالا بودن هزینه‌های مبادله هستند.

علت دیگر برگشت خوردن چک (در دور اول) بی‌ثباتی و رکود بازار است. به عنوان مثال، وقتی که تقاضای محصولات بنگاه کاهش می‌یابد، بنگاه دچار اضافه عرضه می‌شود و در نتیجه، از عهده تعهداتش برنمی‌آید. البته، در صورتی که نهادهای مالی کارامدی وجود داشته باشد، بنگاههایی که چشم‌انداز روشنی برای فعالیتشان وجود ندارد، شناخته می‌شوند و پیش از نکول چکهایشان یا بازار را ترک می‌کنند و یا تغییر فعالیت می‌دهند. لذا، چنین هزینه‌های مبادله‌ای که ناشی از نوعی ناطمینانی است، رخ نمی‌دهد.

دلیل سوم برگشت چک حوادث طبیعی است. مثلاً، یک تولیدکننده پمپ آب را در نظر بگیرید که پمپهایش را به کشاورزان منطقه‌ای فروخته است که دچار خشکسالی یا سیل شده‌اند و در نتیجه، تعهداتشان نکول شده است. این مسأله، وضع بنگاه تولیدکننده پمپ را هم بحرانی می‌کند. این مشکل با وجود یک نظام مالی کارآمد قابل حل است. چرا که، حتی در ابتدایی‌ترین سیستمهای مالی، بانکها مسئول تراز منفی حسابهای مشتریان

هستند. یعنی، وقتی چکی به حساب گذاشته می‌شود که موجودی حساب صادرکننده آن کمتر از مبلغ چک است، بانک چک را پاس می‌کند و مسأله را با صاحب حساب حل می‌کند. اگر مشکل اتفاقی بود، نه ناشی از کلاهبرداری<sup>۱</sup>، به تولیدکننده فرصت می‌دهد تا حسابش را تراز کند. در غیر این صورت، از وثیقه‌ها و ضمانتهایی که برای گشایش اعتبار گرفته، استفاده می‌کند. به این ترتیب، هزینه‌های مبادله ناشی از برگشت چک نه وضع مالی دارنده آن را تهدید می‌کند و نه صادر کننده آن را درگیر مسائل متعاقب برگشت چک (نظیر دادگاه، پاسگاه، شرخر، گرفتن وامهای اضطراری گران‌قیمت و ...) می‌کند و مانع از ایجاد هزینه‌های هنگفتی چون هزینه زمان می‌شود.

زیست‌بوم فعالیت تولیدکننده (بنگاه) نیز بر نکول چک مشتریان بنگاه اثر می‌گذارد. این عوامل محیطی دو نوع عدم اطمینان و در نتیجه هزینه مبادله ایجاد می‌کند و پویاییهای فعالیت تولیدکننده را از بین می‌برد. مهمترین آنها سیاستهایی است که برای تنظیم امور کشور اتخاذ می‌شود، ولی، به لحاظ تک بُعدی بودن و عدم اتخاذ آن در چارچوب یک استراتژی جامع، منافع تولیدکنندگان نادیده گرفته می‌شود و در نتیجه، آنها به شدت متضرر می‌شوند (عدم اطمینان ثانویه در اقتصاد هزینه مبادله). نوع دوم به عدم پاسخگویی مراجع تصمیم‌گیری مربوط است. مدیران بنگاهها نمی‌دانند این‌گونه مطالبات و اعتراضات باید به کدام مرجع منعکس شود و از آنها چگونه اصلاح سیاستها و قوانین را مطالبه کنند.

دیگر مشکل جدی بنگاههای اقتصادی این است که نهادهای دولتی تمام هزینه‌هایشان را نقدی می‌گیرند و کوچکترین تأخیر، جریمه قابل توجهی دارد، در حالی که، غالب مبادلات بنگاهها به صورت اعتباری است و این امر، با وجود ناکارایی نظام مالی، موجب ناسازگاری و بالمآل تحمیل هزینه مبادله است. این هزینه‌ها تولیدکنندگان را در رتق و فتق امور جاریشان دچار محدودیت می‌کند. در این صورت، اگر بنگاهی منابع مالی احتیاطی نداشته باشد، برای ادامه کار با گزینه‌های زیر روبرو می‌شود: یا باید از بازار غیر رسمی وام بگیرد که این در بلندمدت با تحمیل هزینه‌های هنگفت بنیه مالی بنگاه را سست می‌کند، یا باید ظرفیت تولید را کم کند و هزینه‌های خواب سرمایه و انعطاف ناپذیریهای محیط نهادی (نظیر قانون کار) را تحمل نماید و یا باید کار را به صورت جزئی یا کلی تعطیل کند.

به طور کلی، مجموعه‌ای از عوامل وضعیت اعتباری بنگاه را سست و ناپایدار می‌کند. در دور اول چکهایشان برگشت می‌خورد، در دور دوم تولیدشان کم می‌شود و به مرور زمان، تولیدکنندگان یکی پس از دیگری از عرصه تولید خارج می‌شوند.

<sup>۱</sup>. در بسیاری از موارد تأخیر در تأمین حساب اتفاقی است. زیرا، بانک بر اساس اعتبار بنگاه برایش گشایش اعتبار می‌نماید و بابت آن، با گرفتن وثیقه، اطمینان لازم را حاصل می‌کند.

## الف-۲- نتایج نکول چک در چارچوب سیستم اقتصادی

مبادله اعتبار ابزار اصلی تامین مالی بنگاههای مورد بررسی است. وقتی که چک دریافتی یک بنگاه نکول می‌شود و مثلاً ۲۰٪ از سرمایه درگردشش، به طور موقت یا دائمی، از دستش خارج می‌شود و این، علاوه بر هزینه‌های نقدی تحمیلی نهادهای دولتی و کارگزاران آنهاست، نقدینگی بنگاه به شدت تحدید می‌شود. نظر به اینکه بنگاه براساس چک دریافتی، چک صادر کرده است، با نکول یک چک، چک خودش نیز در معرض نکول قرار می‌گیرد. بنگاه برای حفظ اعتبارش مجبور است چک خود را تأمین نماید. بنگاه در این شرایط چند راه پیش‌رو دارد: اگر بازار مالی کارآمدی وجود داشته باشد، می‌تواند از بانک یا سایر واسطه‌های مالی به سرعت تأمین اعتبار نماید. در غیراین صورت، بنگاه سعی می‌کند از دوستان و نزدیکان استقراض نماید. این کار صرفاً برای دوره‌های بسیار کوتاه مدت، تعداد دفعات محدود و مبالغ کم امکان‌پذیر می‌باشد. نهایتاً، بنگاه از روی اجبار به بازار غیر رسمی رجوع می‌کند که در صورت داشتن اعتبار و سابقه خوب در نزد آنها، می‌تواند با نرخ بهره‌های فوق‌العاده سنگین وام بگیرد. با توجه به نرخ متوسط بازدهی صنعت، می‌توان ادعا نمود که این فرآیند بنگاه را دچار ورشکستگی می‌کند. بنگاه، ضمن اجبار شدید به بازپرداخت به موقع این وامها، هم به دلیل نرخهای فزاینده و تکاثری بهره و هم به دلیل پرهیز از مراجعه به دادگاه، مواجهه با شرخر و مسائل دیگر، راهی جز فروش ماشین‌آلاتش ندارد.

غالب بنگاهها برای تأمین هزینه‌های نقدی قسمت اعظم موجودی مالی خود را صرف کرده‌اند و برای تهیه مواد اولیه مشکل نقدینگی دارند. آنها به‌سختی قادر به تأمین مواد اولیه‌اند. این مسأله، به‌وضوح منجر به کاهش تولید می‌شود. یعنی، بنگاه برای تأمین مالی احتیاطی چکهای صادره‌اش به‌ناچار از برخی هزینه‌ها که جهت تولید در سطح اشتغال کامل ضروری است، صرف‌نظر می‌کند و به کاهش ظرفیت تولید تن می‌دهد. در انتهای این فرآیند معیوب تأمین مالی، مدیر یا مالک بنگاه اعلام ورشکستگی می‌کند و بنگاه را به حراج می‌گذارد. توضیحات فوق نشان می‌دهد که ناکارایی نظام مالی تا چه حد می‌تواند باعث شود که بنگاه گزینه‌ای جز ورشکستگی نداشته باشد و با کوچکترین نوسانی کلیه فعالیت‌هایش به خطر بیفتد.

جزء دیگری از سیستم که در تسری اثر نکول چک بر توان مالی بنگاه مؤثر است، سیستم قضایی می‌باشد. اگر نظام قضایی کارآمد بود، هزینه‌های مبادله تا سطح فعلی افزایش نمی‌یافت. ناکارآمدی جدی نظام قضایی (از جمله طولانی بودن زمان لازم برای تشکیل پرونده و تأخیر جلسات دادگاه و ...) به‌نفع صادرکننده چک بی‌محل و به‌ضرر دارنده چک تمام می‌شود. وجود پدیده ارتشا و روابط ناسالم مالی در داخل نظام قضایی نیز این ناکارآمدی را تشدید می‌کند. برای بررسی این مطلب، نحوه پیگیری چکهای برگشتی در دست بنگاه مورد توجه قرار گرفته است. در این بررسی، سعی شده پاسخی برای سؤالات ذیل حاصل شود: آیا بنگاههای

تولیدی برای نقد شدن چکهای نکول شده به دادگاه مراجعه می‌کنند و یا به طور شخصی مسأله را فیصله می‌دهند؟ کدام راه به نتیجه نزدیکتر است؟ هر کدام به چه مدت زمانی نیاز دارد؟ و نسبت مبلغ وصولی به اصل چک در کدام شیوه بالاتر است؟

مشکل اساسی دیگری که در نکول چک پیش می‌آید ناشی از اختلالی است که در فرآیند تولید ایجاد می‌شود. مبادله اعتبار بنگاهها با یکدیگر، فرع بر رابطه دو طرفه‌ای است که در فرآیند تولید دارند. به عنوان مثال، محصول یک بنگاه نهاده دیگر محسوب می‌شود. در این شرایط، اگر چک صادره بنگاه دوم که متقاضی محصولات بنگاه اول است به دلیل کمبود نقدینگی نکول شود، ممکن است ادامه همکاریش با بنگاه دارنده چک قطع شود یا کاهش یابد. در نتیجه، بنگاه دارنده چک سفارش کمتری از بنگاه مذکور دریافت می‌دارد و به واسطه این کاهش تقاضا ظرفیت تولید بنگاه دارنده چک کاهش می‌یابد و در دور بعدی برخی از ماشین‌آلات و کارکنانش بیکار می‌شوند. از طرف دیگر، پس از نکول چک بنگاه اول نیز از صادرکننده چک سفارش کمتری را قبول می‌کند. زیرا، احتمال نکول مجدد چک وجود دارد. این مسأله هم که ناشی از ریسک‌گریزی بنگاه است، منجر به کاهش بهره‌برداری بنگاه از ظرفیتش خواهد شد. مهمتر اینکه با برگشت خوردن چک و ناکارایی نظام مالی، تولیدکننده توان مالی خود را برای تعهد ادامه تولید از دست می‌دهد. اشتغال ناقص ماشین‌آلات و کارگران و اصطکاک زیاد جریان مالی ورودی به بنگاه از یک طرف و هزینه‌های ثابت سنگین ماشین‌آلات و به طور کلی خواب سرمایه از طرف دیگر، از نظر مالی آثار نامطلوبی برای بنگاه دارد. علاوه بر این، به هیچ وجه امکان تعدیل نیرو وجود ندارد و تولیدکننده باید تا زمان ورشکستگی کامل همه کارگران خود را حفظ نماید. به طور خلاصه، هزینه‌های مبادله ظرفیت تولید را کم می‌کند و خود کاهش ظرفیت تولید نیز در دامن محیط نهادی ناکارآمد (نظیر قوانین مالیاتی، کار و ...) منجر به تخریب کارکرد بنگاه و کاهش مجدد ظرفیت تولید می‌شود و این دور تا زمان ورشکستگی کامل بنگاه ادامه می‌یابد. نهایتاً، باید گفت که مجموعه عواقب فوق را عدم وجود سازوکارهای تأمین مالی بنگاههای کوچک (نظیر خط اعتباری و وامهای کوتاه مدت) تشدید می‌کند.

### ب) دسترسی بنگاههای کوچک به وامهای بانکی

عمده‌ترین شیوه‌های تأمین مالی بنگاههای کوچک وامهای کوتاه مدت بانکی و خط اعتباری است و عدم دسترسی به این منابع، هزینه‌های مبادله تأمین وجوه مورد نیاز بنگاه را افزایش می‌دهد. در ایران از سازوکاری به نام خط اعتباری، که در دسترس بنگاههای کوچک باشد، خبری نیست و این مسأله‌ای است بی‌نهایت مهم. باتوجه به این نکته، برای بررسی هزینه‌های مبادله پرسشهایی در مورد دسترسی بنگاههای تولیدی به وامهای

کوتاه‌مدت، میزان رفع نیاز آنها از این طریق، نرخ وام، وثیقه درخواستی، مدت زمان بازپرداخت و ... طرح شده است.

مورد دیگری که مورد بررسی قرار گرفته نسبت مبلغ وام دریافتی به سرمایه درگردش بنگاه است و نشان می‌دهد که چند درصد از نیاز جاری بنگاهها از طریق وامهای بانکی رفع می‌شود. مدت زمان لازم برای دسترسی به یک وام بانکی شاخصی است که از یک طرف، بیانگر کارایی شبکه بانکی در ارائه سریعتر وام است و از طرف دیگر، مبین میزان دسترسی به وام بانکی در موعد نیاز است. مقایسه نرخ بهره بانکی با نرخ بهره بازار غیر رسمی و نرخ متوسط بازدهی صنعت بیانگر میزان محدودیت مالی بنگاههای صنعتی است. در نهایت، دلایل عدم دسترسی بنگاهها به وام بانکی بررسی، شده است.

### ج) دسترسی به وامهای غیر بانکی (بازار غیر رسمی)

شاخص دیگری که برای بررسی هزینه‌های مبادله در نظر گرفته شده، دسترسی به بازار مالی غیر رسمی و میزان رجوع بنگاهها به آن است. با توجه به تفاوت فاحش نرخهای بهره، رجوع به بازارهای غیر رسمی بیانگر مضیقه شدید مالی بنگاههای مراجعه کننده، عدم دسترسی به بازارهای مالی رسمی و یا حداقل عدم کفایت آن است. ضمن این‌که، گرفتن وام از بازار غیر رسمی متضمن هزینه‌های بسیار زیادی است. مقایسه وثیقه‌های درخواستی در بازار غیر رسمی با بازار رسمی می‌تواند میزان سهولت دسترسی به بازارها را نشان دهد.

### د) چکهای برگشتی، وامهای رسمی و غیر رسمی

در ادامه، سه شاخص چکهای برگشتی، دسترسی به وامهای بانکی و دسترسی به بازار غیر رسمی در کنار هم بررسی شده است. هرچه بنگاههایی که چکشان برگشت خورده، بیشتر به بازار غیر رسمی رجوع کرده باشند، حاکی از آن است که یا افراد اجباراً برای تأمین چکهای برگشت خورده‌شان و به دلیل عدم دسترسی به بازارهای رسمی به بازار غیر رسمی رجوع کرده‌اند و یا بالعکس، به دلیل عدم دسترسی به بازار مالی رسمی و رجوع به بازار غیر رسمی هزینه‌های تأمین وجوه مورد نیازشان افزایش یافته، از عهده تأمین تعهداتشان برنیامده‌اند و چکشان نکول شده است. از طرف دیگر، می‌توان گفت هرچه تعداد بنگاههایی که به وام بانکی دسترسی کامل داشته‌اند و درعین حال چکهایشان هم برگشت خورده، بیشتر باشد، بیانگر توانایی سازوکارهای مالی موجود در تأمین مالی بنگاهها و مؤثر بودن سایر شرایط اقتصادی در بروز این امر است.

### ه) شیوه‌های تأمین مالی بنگاه



شیوه‌ای که بنگاهها وجوه مالی مورد نیازشان را تأمین می‌کنند مبین کارآیی یا ناکارآیی و وجود یا عدم وجود سازوکارهای متناسب تأمین مالی است. هرچه وامهای کوتاه‌مدت و خطوط اعتباری نقش مهمتری در تأمین مالی بنگاه داشته باشد، سیستم مالی کارآتر و هزینه‌های مبادله ناشی از آن کمتر است و بالعکس. از طرف دیگر هر چه شیوه‌های دیگر تأمین مالی (نظیر سرمایه و حساب شخصی، پیش‌فروش، استقراض از دوستان و همکاران و تأمین مالی درونی) نقش مهمتری داشته باشد، بیانگر حضور کم‌رنگتر و ناکارآمدتر سیستم مالی در عرصه حیات بنگاههاست.

### و) نقدینگی

کمبود نقدینگی، تعهد امور جاری و استفاده از فرصتهای سرمایه‌گذاری را دچار مشکل می‌کند. به عنوان مثال، کمبود نقدینگی می‌تواند مانع تدارک کافی و به موقع مواد اولیه شود و تولید را محدود کند، یا می‌تواند مانع استفاده از فرصتهای سرمایه‌گذاری برای حفظ و ارتقای قدرت رقابت شود و بنگاه را به تدریج از صحنه فعالیت خارج نماید.

### ۳-۴ نتایج تجربی

بررسی تجربی وضع مالی و اعتباری ۴۰ بنگاه تولیدی که حاضر به همکاری شده‌اند، حاکی از وضع نامناسب تولیدکنندگان و هزینه‌های مبادله هنگفتی است که از جانب بازارهای مالی و سایر نهادهای مرتبط، بر آنها تحمیل می‌شود. نتایج به شرح زیر است:

۱. طی سال گذشته، چکهای دریافتی ۳۱ بنگاه از ۴۰ بنگاه مورد بررسی نکول شده است. از میان ۹ بنگاه دیگر، ۲ بنگاه تازه کارهایی بودند که آنچنان مبادله اعتباری نداشتند و یک بنگاه هم به علت رکود بازار اصلاً فعالیتی نداشت. ۶ بنگاه دیگر هم غالباً با مشتریان خاصی سر و کار داشتند که احتمال نکول شدن چکهایشان به شدت پایین بود. مثلاً مبادله‌کنندگان با خودروسازان چک برگشتی نداشتند.<sup>۱</sup> لذا، می‌توان ادعا نمود که حتی کمتر از ۱۵٪ تولیدکنندگان مورد بررسی با نکول چک و مسائل ناشی از آن سر و کار نداشته‌اند.
۲. از بین ۳۱ بنگاه دارنده چک نکول شده، ۲۸ بنگاه در خصوص تعداد فقرات چک برگشتی و سهم مبالغ آنها در سرمایه درگردشان اطلاعات تقریباً درستی ارائه نموده‌اند. تعداد فقرات چکهای برگشتی بسته به نوع و حجم فعالیت و طرفهای قرارداد بنگاهها متفاوت است. برخی از بنگاهها ۳ فقره چک برگشتی را طی یک سال گذشته تجربه کرده‌اند، درحالی‌که، برخی از آنها تا ۱۵۰ فقره چک برگشتی داشته‌اند. کل ۲۸ بنگاه مذکور طی سال گذشته ۸۴۳ فقره چک برگشتی داشته‌اند و از این تعداد سهم هر کدام به طور متوسط ۳۰/۱ فقره در سال بوده

<sup>۱</sup>. البته، قدرت چانه‌زنی این بنگاهها هم بسیار محدود است که این بحث جداگانه‌ای را می‌طلبد.

است. مبالغ این چکها از یک هزارم درصد تا صد در صد سرمایه در گردش بنگاهها را تشکیل داده، و به طور متوسط، ۱۹/۷۷٪ از سرمایه در گردش هر بنگاه، به دلیل نکول شدن چک، یا از بین رفته و یا با تأخیر وصول شده است.

۳. نکول چکهای دریافتی، فرآیند تولید ۲۴ بنگاه از ۳۰ بنگاه (۷۷/۴۲٪ بنگاهها) را با اختلال مواجه نموده است. برخی از بنگاهها ظرفیت تولیدشان را کاهش داده‌اند و برخی از آنها مدتی وقفه را در فرآیند تولید تجربه کرده‌اند. ضمن اینکه، غالباً بنگاهها سعی می‌کنند خط تولید را تعطیل نکنند، چرا که هزینه‌های ثابتی چون هزینه‌های کارگاه، ماشین آلات، نیروی کار، مالیات، بیمه و... همیشه وجود دارد، چه تولید صورت بگیرد، چه نگیرد. ولی، کسانی که نسبت زیادی از سرمایه در گردششان را در اختیار ندارند و سهم زیادی از مابقی آن هم بابت هزینه‌های مذکور صرف شده است، با نبود سیستم مالی کارآمد، نتوانسته‌اند سایر هزینه‌های به‌لحاظ فنی لازم تولید را تعهد نمایند و در نتیجه، تولیدشان کاهش یافته است. سهم مبالغ چکهای برگشتی در سرمایه در گردش ۷ بنگاه دیگری که اختلالی را در تولید خود تجربه کرده‌اند، در سال گذشته به طور متوسط ۷/۶٪ بوده است. این رقم در مقایسه با متوسط سهم چکهای برگشتی بنگاهها (۱۹/۷۷٪) بسیار رقم ناچیزی است.

در این رابطه، نکته مهم دیگر این است که هیچ‌کدام از ۷ بنگاه یاد شده، نه از وام بانکی استفاده کرده‌اند و نه از بازار غیر رسمی وام گرفته‌اند. بلکه، اغلب آنها با حساب شخصی و پشتوانه خوبی که از سرمایه شخصی داشتند بنگاه را تأمین مالی کرده‌اند و در نتیجه، چک برگشتی نتوانسته اختلالی در تولید آنها ایجاد کند. یعنی، در این بنگاهها روابط تولید مستقل از سیستم مالی است و بنگاهها به طور سنتی اداره می‌شود.

۴. برگشت چک موجب تضعیف نقدینگی بنگاه می‌شود، ولی مستقیماً منجر به پاس نشدن چکهای صادره بنگاه نمی‌شود. چرا که، بنگاهها تا جایی که بتوانند اجازه نمی‌دهند چکهایشان نکول شود. در واقع، صاحبان بنگاه برای حفظ اعتبارشان، قبل از هر کاری، سعی می‌کنند از امکاناتشان برای پاس کردن چکها استفاده نمایند و حتی برای این هدف حاضرند از بازار غیر رسمی با نرخهای بالا وام بگیرند. از این رو، صرفاً چکهای صادره ۲۹٪ از بنگاهها طی سال گذشته نکول شده است. البته، ممکن است تعداد بنگاههایی که چکشان نکول شده بیش از این باشد و آنها برای خوب جلوه دادن وضعشان این مسأله را کتمان کرده باشند. علی‌رغم تعهد تولیدکنندگان به پاس کردن چکها، نکول چکها امر بعیدی نیست. چرا که به مرور زمان فشار چکهای پاس نشده دریافتی و حسابهای دریافتی سوخت شده افزایش می‌یابد، سیستم مالی تسهیلات لازم را برای فعالیت بنگاهها مهیا نمی‌کند، وامهای دریافتی از بازار غیر رسمی و حتی سیستم بانکی هزینه‌های هنگفتی را به تولیدکنندگان تحمیل می‌کند و سیاستهای دولت محیط نهادی مساعد برای تولید را تدارک نمی‌بیند و همه آنها موجب افت بنیه مالی بنگاه و نکول چکهای صادره می‌شود.

۵. از بین ۳۱ بنگاهی که چکهای دریافتیشان طی سال گذشته نکول شده، ۲۱ بنگاه (حدود ۶۷/۷٪ بنگاهها) برای نقد کردن چکهایشان به صورت شخصی اقدام کرده‌اند و هرگز به دادگاه مراجعه ننموده‌اند و فقط یک بنگاه تمام موارد را از طریق دادگاه پیگیری نموده است. دو بنگاه چکهای برگشتی را سوخت شده تلقی نموده و هفت بنگاه دیگر، هم از طریق قانونی و هم به صورت شخصی برای نقد کردن چکهایشان اقدام کرده‌اند.

پیگیری شخصی گاهی با یک روز مهلت دادن نتیجه داده، گاهی تا دو سال به طول انجامیده است. در پیگیری شخصی وصول چک به طور متوسط ۸۵ روز طول کشیده است. در غالب موارد پیگیری شخصی ثمربخش بوده و تنها یک بنگاه هرگز نتوانسته است مطالباتش را وصول نماید و چهار بنگاه هم گاهی موفق و گاهی ناموفق بوده‌اند. به عبارت دیگر، به طور متوسط حدود ۲۰٪ از سرمایه درگردش ۹۰٪ از بنگاههایی که چک برگشتی داشته‌اند با حدود ۸۵ روز تأخیر به دستشان رسیده است و هزینه‌های زمان و نقدینگی قابل توجهی را بر آنها تحمیل کرده است. این مسأله، با وجود عدم کارایی سیستم مالی و تأثیر منفی سایر عوامل مؤثر بر محیط فعالیت بنگاهها تشدید شده است.

از میان هفت بنگاهی که به طور قانونی برای نقد کردن چکهایشان اقدام نموده‌اند، تنها یک بنگاه پس از چهار ماه به نتیجه رسیده و پولش نقد شده است. یک بنگاه دیگر اظهار داشته که پیگیری قانونی زمانی نتیجه داده که مأمور کلانتری را به محل فعالیت بنگاه صادرکننده چک برده و مدیر آن با دیدن مأمور چک را نقد کرده است. ولی، غالباً وقتی پرونده‌ای وارد دادگاه شده، دیگر از وصول پول خبری نبوده است. پنج بنگاه دیگر به طور متوسط در یک سال پس از ۲۳۴ روز پیگیری به نتیجه‌ای نرسیده‌اند. از همین جهت است که تولیدکنندگان می‌گویند "اگر زندگی‌ام را ببرند به دادگاه نمی‌روم، چرا که هیچ مرجع پاسخگو و مسئولی وجود ندارد" و یا اظهار می‌دارند "ما از این وقت‌ها نداریم که برویم دادگاه" و ... البته، غالب بنگاهها زمانی به دادگاه مراجعه می‌کنند که با کلاهبرداری مواجه باشند. از آنجا که بسیاری از بنگاهها مدت مدیدی است با هم همکاری دارند و برای یکدیگر اعتبار و احترام قائلند، سعی می‌کنند با صبر کردن و دادن فرصت به نتیجه برسند. به این طریق، هم رابطه‌شان حفظ می‌شود و هم در دادگاه معطل نمی‌شوند. در مواردی که چنین رابطه‌ای وجود ندارد و یا بنگاه مقابل در بازپرداخت دینش قصور نموده است، افراد سعی می‌کنند به طور شخصی و یا با استخدام شرخر<sup>۱</sup> چکشان را نقد کنند. مثلاً، اتومبیل شخصی صادرکننده چک یا بخشی از ماشین‌آلاتش را تصاحب می‌کنند.

۶. از بین ۴۰ بنگاه مورد بررسی، فقط ۱۸ بنگاه موفق به دریافت وام بانکی شده‌اند و سایرین حتی به این وامها هم دسترسی نداشته‌اند. غالب این وامها با نرخ سود ۱۸ درصد و بازپرداخت یک ساله اعطا شده است. اما، برخی از بنگاهها ادعا کرده‌اند که با نرخ ۱۹ درصد و گاهی بیشتر وام دریافت نموده‌اند. پس از پرس و جو مشخص شد

<sup>۱</sup> - شرخر به افرادی اطلاق می‌شود که در مقابل دریافت درصدی از مبلغ چک، با توسل به زور چک را نقد می‌کنند.

که بین ۱ تا ۲ درصد کل مبلغ وام، پول شیرینی و حق حساب کارمند بانک (متصدی وام) بوده و بدون چنین رشوه‌ای اساساً گرفتن وام امکان‌پذیر نبوده است. این مسأله، علاوه بر ناکارآمدی سیستم مالی، فساد نظام اداری و ناکارایی دستگاه قضایی را نیز منعکس می‌کند و حاکی از آن است که "سیستم اقتصادی (یا محیط نهادی) به گونه‌ای است که عوامل اقتصادی را وادار به انجام اموری چون پرداخت رشوه می‌کند". به عبارت دیگر، تولیدکننده هرگز تمایل به دادن این پولهای زور و تحمل چنین هزینه‌های مبادله گزافی ندارد، ولی عدم نظارت بر متصدی بانک و عدم امکان پیگیری قضایی موجب می‌شود که بنگاه گریزی از پرداخت این وجوه اضافی نداشته باشد.

وامهای بانکی حداکثر یک بار در سال اعطا می‌شود و به طور متوسط تنها حدود ۲۰ درصد از نیاز سرمایه در گردش بنگاههای دریافت کننده وام را تأمین می‌کند. مدت زمان لازم برای دریافت وام نیز متغیر است و به طور متوسط حدود ۶۵ روز طول می‌کشد. درحالی‌که، امکان پرداخت این وام در مدت کمتر از یک هفته نیز وجود دارد. این نکته بیانگر طولانی کردن عمدی مراحل دریافت وام است و هدف از این کار زمینه‌سازی جهت دریافت رشوه می‌باشد.

بیش از ۸۱٪ بنگاهها در بازپرداخت این وامهای کوتاه مدت مشکل دارند و این حاکی از وضع نامطلوب نقدینگی بنگاههاست. آنها به سختی قادر به بازپرداخت یک وام پنج میلیون تومانی در یک سال هستند. این عدم توانایی ناشی از انواع هزینه‌هایی است که به طرق مختلف نقدینگی بنگاهها را می‌بلعد.

از میان بنگاههای مورد مطالعه یک بنگاه وام صنعتی گرفته بود و یک بنگاه نیز درصدد دریافت آن بود. دریافت یک وام صنعتی مستلزم سپرده‌گذاری به میزان ثلث مبلغ درخواستی است و برای دریافت وام به ماهها زمان نیاز است. از جنبه دیگر، حتی اگر بنگاه تمام شرایط دریافت وام را احراز نماید، در بهترین شرایط همیشه چند ماه از برنامه‌های عقب است و همه اینها هزینه‌های مبادله‌ای است که بر بنگاه تحمیل می‌شود. تعداد کم بنگاههایی که از این وام استفاده کرده‌اند دلیلی است بر این مشکلات و تمایل کم تولیدکنندگان برای توسعه سرمایه‌گذاری.<sup>۱</sup>

برای اعطای وامهای با مبلغ پایین به بنگاهها، از سفته به عنوان وثیقه استفاده می‌شود و هرچه مبلغ درخواستی بیشتر و مشتریان (بنگاهها) غریبه‌تر باشند، سند ملکی جایگزین سفته می‌شود.

<sup>۱</sup> ناگفته نماند که در شرایط مناسب تقریباً همه به دنبال گسترش حوزه فعالیتشان هستند. ولی، زمانی که زیست بوم فعالیت زمینه رشد را فراهم نمی‌کند، نه تنها تولیدکنندگان مجبور می‌شوند از توسعه فعالیتشان چشم‌پوشی نمایند بلکه، با خارج کردن سرمایه، حوزه تلاش خود را نیز محدود می‌کنند.

مجموعه‌ای از عوامل در عدم دریافت وام بانکی مؤثر بوده است: پنج بنگاه شرایط دریافت وام را احراز نموده‌اند. زیرا مهمترین شرط دریافت وام گرفتن تسویه حساب از تمام نهادهای دولتی است (از جمله بیمه، دارایی، شهرداری و...). چهار بنگاه نرخ بهره بالا و چهار بنگاه عدم بازدهی سرمایه‌گذاری را با توجه به سررسیدهای کوتاه مدت وام، علت اصلی عدم مراجعه به بانک ذکر کرده‌اند و سعی نموده‌اند بنگاهشان را از طرق دیگر تأمین مالی نمایند. بسیاری از بنگاههای تولیدی نهادهای دولتی و از جمله شبکه بانکی را مهمترین دشمن تولید می‌پندارند. آنها معتقدند وقتی که بانکها برای جذب سپرده بیشتر سعی در ارایه نرخهای سود بالاتر دارند، اولاً، کسی تمایل به سرمایه‌گذاری پیدا نمی‌کند، چرا که با سپرده‌گذاری سود تضمین شده‌ای که بالاتر از متوسط بازدهی صنعت است نصیبشان می‌شود.<sup>۱</sup> ثانیاً، نتیجه این نرخهای بهره بالاتر در افزایش قیمت تمام شده محصولات صنعتی و کاهش بازدهی صنعت منعکس می‌شود. علاوه بر این، سیاستهای کاهش حجم پول بانک مرکزی ج.ا.ا، در کنار ناکارایی شبکه بانکی، باعث شده است که نقدینگی به طور کامل از فرآیند تولید خارج شود. البته، پول در جامعه وجود دارد، ولی به علت ناکارایی سیستم مالی، منابع مالی به بخش تولید هدایت نمی‌شود.

بنگاههای دیگر هم هرکدام بنا به یکی از دلایل ذیل از بازارهای مالی رسمی بی‌بهره‌اند: بروکراسی اداری و دوندگی زیاد (۶ مورد)، رکود بازار (۲ مورد)، عدم تأمین به موقع و عدم تکافوی نیازهای بنگاه (۳ مورد)، وثیقه سنگین (۳ مورد)، عدم نیاز (۴ مورد)، بی‌اطلاعی (۱ مورد) و غیر شرعی بودن وامهای اعطایی (۱ مورد).

۷. ۳۰ بنگاه در مورد گرفتن وام از بازار غیر رسمی اطلاعاتی ارائه نموده‌اند. ۱۶ بنگاه از بازار غیر رسمی وام نگرفته‌اند. از ۱۴ بنگاه دیگر، سه مورد اعتباری و به صورت قرض الحسنه وام گرفته‌اند و یک بنگاه برای شرعی شدن استقراض با سود ثابت با وام دهنده شریک شده است. ۱۰ بنگاه دیگر با نرخ ۰.۵٪ در ماه (یا ۶.۰٪ در سال) از بازار غیر رسمی وام گرفته‌اند. سؤال این است که چرا بنگاهی که بازدهی فعالیتش حتی کمتر از نرخ سود بانکی است به بازار غیر رسمی مراجعه می‌کند و با این هزینه سرسام آور وام می‌گیرد؟ پاسخ بنگاه روشن است: تسلط ساختار نهادی در هدایت رفتاری کارگزار. وقتی که بنگاهی مواد اولیه ندارد، یا چکش در معرض نکول شدن است، در صورت داشتن سابقه خوب در بازار غیر رسمی، می‌تواند با یک هماهنگی کوچک، در نرخ بهره‌ای سنگین، به هر میزان که نیاز داشته باشد وام دریافت کند. یعنی، این منبع در مواقع ضرورت به قدر کفایت در اختیار بنگاه قرار دارد. این کاری است که یک سیستم مالی کارآمد با هزینه‌های بسیار پایتتر می‌تواند

<sup>۱</sup> به همین دلیل، بسیاری از تولیدکنندگان موجود نیز با کاهش حجم فعالیت خود سرمایه‌شان را به سمت سفته‌بازی و دلالی سوق می‌دهند. در واقع، علایمی که به تولیدکننده می‌رسد این کار را برای او عقلایی می‌کند. نتیجه این عمل عقلایی برای جامعه کاهش تولید و افزایش بیکاری است. یعنی، یک رفتار عقلایی فردی، برای جامعه یک نتیجه نامطلوب دارد.

و باید انجام دهد. حتی یک خط اعتباری می‌تواند راه‌گشا باشد. ۱۰ بنگاه مورد بحث در مواقع نیاز، به طور متوسط حدود ۷۷ درصد نیازشان را از این بازار تهیه کرده‌اند.

مقایسه و ثقیه‌هایی که در بازار غیر رسمی مطالبه می‌شود با سیستم مالی رسمی تصویر خوبی ارایه می‌کند: در سیستم مالی رسمی برای وام‌های کوچک سفته مطالبه می‌شود، در حالی که در بازار غیر رسمی از چک استفاده می‌کنند. چرا که، در بازار غیر رسمی نظام قضایی‌ای به نام شرخر وجود دارد که به صورت ضرب‌الأجل اقدام می‌کند و به محض نکول شدن چک آن را نقد می‌کند.

۸. از مطالعه تطبیقی بنگاههایی که هم چکشان نکول شده است، و هم از بازار غیر رسمی و سیستم بانکی وام دریافت کرده‌اند، نتایج جالبی حاصل می‌شود. از بین ۴۰ بنگاه مورد بررسی چک صادره ۱۴ بنگاه نکول شده و ۱۴ بنگاه نیز از بازار غیر رسمی وام گرفته‌اند. از ۱۴ بنگاه اخیر، چکهای ۹ بنگاه نکول شده و این حاکی از آن است که بنگاههای مذکور از روی اجبار و به علت ناکارآمدی سیستم مالی رسمی، به بازار غیر رسمی مراجعه کرده‌اند. می‌توان مسأله را به این شکل نیز مطرح کرد: بنگاههایی که برای تأمین مالی بنگاهشان و برای ادامه تولید راهی جز گرفتن وام از بازار غیر رسمی نداشته‌اند، با افزایش هزینه‌ها نتوانسته‌اند به تعهداتشان عمل نمایند و در نتیجه، چکهایشان برگشت خورده است.

از بین ۱۴ بنگاهی که چک صادره‌شان نکول شده، ۹ بنگاه از وام بانکی استفاده کرده‌اند. این مسأله حاکی از آن است که این ساز و کار تأمین مالی برای بنگاههای تولیدی کارآمد نمی‌باشد. یعنی، نمی‌تواند از عهده تأمین نقدینگی در موقع نیاز برآید.

۹. بنگاهها برای تأمین مالی بنگاهشان از شیوه‌های مختلفی استفاده کرده‌اند (جدول ۱). غالب بنگاهها ترکیبی از شیوه‌های تأمین مالی را مورد استفاده قرار داده‌اند. با این حال، صرفاً ۱۰٪ از بنگاهها (۴ بنگاه) برای تأمین مالی خود از حساب (سرمایه) شخصی استفاده نکرده‌اند و تنها منبع تأمین مالی ۹ بنگاه (۲۲/۵٪)، سرمایه شخصی بوده است. با توجه به اینکه سیستم مالی متناسب با مراحل توسعه، توسعه می‌یابد و حتی گاهی مقدمه توسعه محسوب می‌شود، این شیوه تأمین مالی حکایت از عقب ماندگی بسیار زیاد سیستم مالی کشور دارد. سایر شواهد نیز ادعای فوق را تأیید می‌کند.

بانک هیچگاه تنها منبع تأمین مالی بنگاهها نبوده است و تنها ۱۱ بنگاه از اعتبارات بانکی به عنوان جزء ناچیزی از منابع تأمین مالی خود یاد کرده‌اند. همان‌طور که گفته شد وام‌های بانکی به طور متوسط تنها حدود ۲۰ درصد از سرمایه در گردش بنگاههای وام‌گیرنده را تأمین کرده است. مبادله اعتبار (چک مدت‌دار) یکی از مهمترین شیوه‌های تأمین مالی بنگاههاست و اغلب بنگاهها به این طریق بدهیهای خود را تعهد می‌نمایند و غالب آنها جز حساب شخصی و منابع در گردش بنگاه، هرگز به پول نقد دیگری دسترسی ندارند.

۱۳ بنگاه قسمتی از فعالیشان را از طریق پیش‌دریافت قرارداد تعهد می‌نمایند، یک بنگاه علاوه بر حساب شخصی به سود توزیع نشده متکی است و ۱۴ بنگاه برای تأمین مالی از بازار غیر رسمی استفاده می‌کنند. منبع اخیر برای ۷ بنگاه اهمیت اساسی دارد. اما، برخی از این بنگاهها برای دوره‌های کوتاه مدت به یکدیگر وام قرض‌الحسنه می‌دهند.

یک شیوه دیگر تأمین مالی بنگاه فروش ماشین‌آلات و حتی کل کارگاه است. این راه وقتی انتخاب می‌شود که بنگاه چاره دیگری نداشته باشد. طی یک سال گذشته در کوچه یازدهم فتح، واقع در جاده قدیم کرج، پنج بنگاه از ۱۷۵ (تا ۱۸۶) بنگاه موجود، تولید را متوقف نموده، کارگران را اخراج کرده، و ماشین‌آلات و سایر داراییهایشان را فروخته‌اند.

## جدول ۱. شیوه‌های تأمین مالی مورد استفاده در بنگاه‌های نمونه

ردیف	شیوه‌های تأمین مالی	تعداد	درصد
۱	حساب (سرمایه) شخصی	۹	۲۲/۵
۲	حساب (سرمایه) شخصی و تأمین مالی واسطه‌ای (وام بانکی)	۲	۵
۳	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای (وام بانکی) و مبادله اعتبار (چک مدت دار)	۲	۵
۴	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای (وام بانکی)، مبادله اعتبار (چک مدت دار) و بازار غیر رسمی	۲	۵
۵	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای (وام بانکی)، مبادله اعتبار (چک مدت دار)، بازار غیر رسمی و پیش دریافت قرارداد	۱	۲/۵
۶	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای، مبادله اعتبار (چک مدت دار) و نزدیکان و همکاران	۱	۲/۵
۷	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای، مبادله اعتبار (چک مدت دار) و پیش دریافت قرارداد	۵	۱۲/۵
۸	حساب (سرمایه) شخصی، تأمین مالی واسطه‌ای (بانک) و بازار غیر رسمی	۲	۵
۹	حساب (سرمایه) شخصی و بازار غیر رسمی	۱	۲/۵
۱۰	حساب (سرمایه) شخصی و تأمین مالی درونی	۱	۲/۵
۱۱	حساب (سرمایه) شخصی، مبادله اعتبار (چک مدت دار) و بازار غیر رسمی	۱	۲/۵
۱۲	حساب (سرمایه) شخصی و پیش دریافت قرارداد	۴	۱۰
۱۳	حساب (سرمایه) شخصی و نزدیکان و همکاران	۱	۲/۵
۱۴	حساب (سرمایه) و فروش ماشین‌آلات	۱	۲/۵
۱۵	مبادله اعتبار (چک مدت دار) و تأمین مالی واسطه‌ای (وام بانکی)	۱	۲/۵
۱۶	حساب (سرمایه) شخصی و مبادله اعتبار (چک مدت دار)	۳	۷/۵
۱۷	مبادله اعتبار و پیش دریافت قرارداد	۱	۲/۵
۱۸	پیش دریافت	۲	۵
	جمع	۴۰	۱۰۰

به طور خلاصه، نتایج حاکی از آن است که مجموعه متنوعی از عوامل درهم‌تنیده دست به دست هم داده است تا تولید را سرکوب و در نتیجه، بیکاری و عواقب آن را تشدید نمایند. البته، این امر به این معنا نیست که این شرایط حاصل یک فکر و تمایل عمدی است، بلکه، بیانگر نگرش اشتباه نسبت به مسائل است. همان‌طور که از نتایج تحقیق برمی‌آید، هزینه‌های مبادله مالی که بر بنگاه تولیدی تحمیل می‌شود و نقدینگی و تولید بنگاه را تضعیف می‌کند، صرفاً ناشی از ناکارایی سیستم مالی نیست. بلکه، مجموعه‌ای از عوامل که با یکدیگر در کنش متقابل قرار دارند در چارچوب یک سیستم عمل می‌کنند و برآیند تمام این نیروها (نتیجه سیستم) در وضع تولید و تولیدکننده منعکس می‌شود. به این ترتیب، مجموعه اجزا کل سیستم را تبیین می‌کند و در عین حال، خودشان نیز توسط سیستم تعیین می‌شود. در واقع، مفهوم یک جزء در یک سیستم، متفاوت از مفهوم آن جزء به عنوان یک عنصر مجرد است. تبیین فوق از واقعیت نشان می‌دهد که هزینه‌های مبادله‌ای که از جانب



بازارهای مالی بر بنگاه تحمیل می‌شود، نه تنها توسط مجموعه دیگری از عوامل تشدید می‌شود، بلکه، جهت تأثیر سایر سیاستها را نیز متأثر می‌کند. اگر سیاستی با لحاظ شرایط سیستم موجود اتخاذ شود، هم توسط سیستم تقویت می‌شود و هم بر عملکرد سیستم تأثیر مثبت می‌گذارد و بالعکس. به عنوان نمونه، در ادامه بحث نشان داده شده است که چگونه سیاست کاهش حجم پول در صورت در نظر نگرفتن مجموعه‌ای از عوامل اقتصادی و نهادی مؤثر در سیستم (از جمله ناقص بودن نهادهای بازار سرمایه، ناکارایی محیط نهادی، شرایط نامساعد تولید و تولیدکنندگان و ...) نه تنها به طور کامل به هدفش - کاهش تورم - نائل نمی‌آید، بلکه، عملکرد سایر اجزای سیستم را، بالاخص از طریق کاهش نقدینگی، مختل می‌کند.

همان‌طور که از شکل (۴) مشهود است، وقتی سیاست کاهش حجم پول با ناکارایی سیستم مالی همراه می‌شود، نقدینگی تولیدکننده و مصرف‌کننده را کاهش می‌دهد. از یک‌طرف، کاهش نقدینگی تولیدکنندگان باعث می‌شود که آنها نتوانند ادامه تولید را تعهد نمایند. لذا، در شرایط کنونی، سیاست کاهش حجم پول تولیدکنندگان را ملزم به کاهش ظرفیت و تحدید حوزه فعالیت می‌کند. از طرف دیگر، کاهش نقدینگی مصرف‌کننده، در کنار فقری فزاینده، با کاهش تقاضا دامنه رکود را تشدید می‌کند و باعث می‌شود برای ایجاد تعادل جدید، ظرفیت تولید کاهش یابد. برای کاهش ظرفیت تولید، ابتدا بنگاههای ضعیفتر از بازار خارج می‌شوند و بنگاههایی که دارای پشتوانه مالی قویتری هستند در بازار باقی می‌مانند و تا حدی پذیرای کاهش ظرفیت و وقفه در تولید می‌شوند. به این ترتیب، بخشی از ماشین‌آلات و نیروی کار بیکار می‌شود و در واقع، بنگاه با خواب سرمایه و هزینه‌های ناشی از آن مواجه می‌شود. در همین حال، محیط نهادی ناکاراً نیز هزینه‌هایی را به بنگاه تحمیل می‌کند. برای مثال، بنگاه تا زمان ورشکستگی کامل حق تعدیل نیرو ندارد و باید بابت کارگری که کار نمی‌کند دستمزد، حق بیمه و حتی مالیات بپردازد. از طرف دیگر، سازمان مالیاتی به ماشین‌آلات بنگاه مالیات مقطوع وضع نموده است: چه این ماشین‌آلات یک هفته در سال کار کند، چه ۱۲ ماه سال را در ۳ نوبت کار کند، مالیات یکسانی از بنگاه اخذ می‌شود. در همین حال بنگاه به دلیل عدم دسترسی به سیستم مالی کارآمد امکان تغییر کاربری ماشین‌آلات بیکار را ندارد.

عدم رعایت حقوق مالکیت (از جمله حق اختراع) سبب می‌شود که بازدهی سرمایه‌گذاری بنگاهها در یک ابتکار جدید به صفر و کمتر از صفر تنزل نماید. ناکارایی دستگاه قضایی و فساد و ناکارایی نظام اداری نیز هزینه‌هایی نظیر زمان طولانی پیگیری امور، رشوه، اطلاعات ناقص و ... را بر بنگاه تحمیل می‌کند. همه اینها هزینه‌های مبادله‌ای است که بنگاه تقبل می‌کند، ولی، عملاً برای تولید لازم نیستند و باعث می‌شود که کمبود نقدینگی بنگاه تشدید شود. در دور بعدی، این کمبود نقدینگی با سیاست کاهش حجم پول و ناکارآمدی سیستم مالی همراه می‌شود و دوباره همان مراحل تکرار می‌شود و در نتیجه، تولید را در بلند مدت نابود می‌کند. یعنی،



## ۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مطالب این مقاله را می‌توان در قالب بندهای زیر بیان کرد:

الف) اقتصاد هزینه مبادله در صدد اندازه‌گیری هزینه مبادله نیست بلکه به دنبال ارزیابی تطبیقی هزینه‌های شیوه‌های مختلف و جایگزین انجام دادن یک مبادله خاص و انتخاب از میان آنهاست.

ب) اقتصاد هزینه مبادله برای فرموله کردن این ایده و کسب قدرت پیش‌بینی فرضیه ابطال‌پذیری به نام فرضیه ترازسازی تبعیض آمیز را طراحی کرده است که آن را بسته به مسأله مورد بررسی به شکلهای گوناگونی پیش می‌کشد و در معرض آزمون می‌گذارد. بر اساس این فرضیه بین ویژگیهای هر مبادله و ویژگیهای شیوه‌های مختلف تعهد آن رابطه برقرار می‌شود و هر مبادله با شیوه‌ای انجام می‌شود که در مقایسه با سایر روشها کمترین هزینه را ایجاد می‌کند.

ج) از پیش‌بینی‌های این نظریه می‌توان برای انجام دادن مبادلات مختلف و سازماندهی بنگاه نیز استفاده کرد. یکی از مبادلاتی که بنگاه باید سازماندهی کند مبادله تأمین مالی است. هر نوع نیاز مالی بنگاه (بسته به نیازها، توان باز پرداخت، مدت زمان نیاز به منابع، امکان باز پرداخت و مانند آن) ویژگیهای متفاوتی دارد. همچنین ابزارهای تأمین مالی مختلفی برای تأمین مالی هر نیاز وجود دارد که خود ویژگیهای متفاوتی دارند. فرضیه تراز سازی تبعیض آمیز پیش‌بینی می‌کند که برای تأمین مالی هر نوع نیاز کدام شیوه کم هزینه‌ترین است. که این موضوع به تفصیل در مقاله تبیین شده است.

د) در مطالعه تجربی این سؤال مطرح نظر بوده است که آیا این پیش‌بینی در مورد بنگاههای کوچک برقرار است یا نه و آیا بنگاههای کوچک فعال در اقتصاد ایران به شیوه‌های کم هزینه‌ای که نظریه پیش‌بینی می‌کند دسترسی دارند یا نه.

ه) از این رو شیوه‌های کم هزینه تأمین مالی بنگاههای کوچک احصا شده و با شیوه‌های عملی تأمین مالی مقایسه شده است.

و) بنا به دلایل متعددی که در مقاله احصا شده است بنگاهها به شیوه‌های متناسب تأمین مالی دسترسی ندارند و از این رو به شیوه‌های پر هزینه تأمین مالی متوسل شده‌اند و همین موضوع باعث افزایش هزینه‌های بنگاهها و کاهش قدرت رقابت آنها شده است. در واقع، در اقتصادهای کمتر توسعه یافته مهمترین هزینه مبادله، ناشی از عدم وجود بازارهای مالی کارآمد متناسب با اندازه بنگاههاست و این، مطلبی است که مشاهده تجربی این تحقیق مؤید آن است. به عبارت دیگر، به دلیل عدم وجود ساز و کارهای کارآمد تأمین مالی، هزینه‌های مبادله هنگفتی به وجود آمده است و بنگاههای فعال در صنعت را تهدید می‌کند. لذا، ضروری است که نهادهای بازارهای مالی به نحوی تکمیل شود که هزینه مبادله دسترسی به وجوه مورد نیاز برای بنگاه حداقل شود.

ز) نکته مهمتر این است که هزینه‌های مبادله ناشی از ناکارایی سیستم مالی نه تنها توسط سایر اجزای مؤثر سیستم متأثر می‌شود، بلکه کارایی آنها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. لذا، در تجزیه و تحلیل هر مسأله باید به کنش متقابل آن با سایر مسائل سیستم امعان نظر داشت.

ح) ممکن است این گونه به نظر برسد که مباحث نظری مورد استفاده در این مقاله در جغرافیایی متفاوت مطرح شده است و در نتیجه برای ما قابل استفاده نیست. در این باره دو نکته قابل ذکر است. اول اینکه تقریباً غالب مباحث نظری اقتصاد این ویژگی را دارد و دوم اینکه حُسن این نظریات (که بسیار خردتر از نظریات متعارف اقتصاد خرد می‌باشد) این است که با ورود به جعبه سیاههایی مثل بنگاه و تأمین مالی، این امکان را فراهم می‌کند که بسیاری از موضوعات بومی مورد مطالعه قرار بگیرد. مثلاً اینکه چرا پیش‌بینی‌های نظریه در ایران برقرار نیست دلایلی دارد که در مقاله بررسی شده است. این دلایل که برگرفته از محیط زیست بنگاهها است می‌تواند کاملاً متفاوت از دلایل آن در سایر کشورها باشد و بالمآل توصیه‌های سیاستی که می‌توان برای بهبود تأمین مالی در ایران ارائه کرد ممکن است کاملاً متفاوت از جاهای دیگر باشد.

#### ۶. منابع و مأخذ

1. Allen, Douglas W.; "Transaction Cost" in "Encyclopedia of law and Economic", Edited by Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest, Edward Elgar, 1999.
2. Arrow, Kenneth J.; "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Nonmarket Allocation"; in "The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System"; 1, U.S. Joint Economic Committee, 1st Sess. Washington DC, US Government: Printing Office, PP: 59-73.
3. Coase, Ronald H.; "The Institutional Structure of Production"; American Economic Review, Vol 82, 1992, PP: 713-719
4. Coase, Ronald H.; "The Nature of the Firm"; *Economica*, Vol 4, 1937, PP: 386-405.
5. Coase, Ronald H.; "The New Institutional Economics"; American Economic Review, Vol 88, 1998, PP: 72-4.
6. Demsetz, Harold; "Toward a Theory of Property Rights"; American Economic Review, Vol 57, 1969, PP: 347-359
7. Gilson, Stuart C.; "Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms"; the Journal of Finance, Vol LII, No.1, 1997, PP: 164-9.
8. Miller, Geoffrey P.; "Finance and The Firm"; Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol: 152 No.1, 1996, PP: 89-108
9. Modigliani, Franco and Miller, Merton H.; "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"; American Economic Review, Vol: 48, 1958, PP: 264-297

10. Ritter, Lawrence S., Silber, William L. and Udell Gregory F.; "Principles of Money, Banking and Financial markets"; 10<sup>th</sup> Edition, Addison-Wesley, 2000.
11. Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew; "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information"; American Economic Review, Vol 71, June 1981, PP: 393-410.
12. Vromen, Jack J.; "Economic Evolution, an Enquiry into the Foundations of New Institutional Economics"; London and New York, Routledge, 1995.
13. Williamson, Oliver E.; "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives", Administrative Science Quarterly; Vol 36, No.2, 1991, PP: 269 296
14. Williamson, Oliver E.; "Corporate Finance and Corporate Governance"; The Journal of Finance, Vol: 43, PP: 597-91, Reprinted in Williamson's "The Mechanism of Governance", 1996.
15. Williamson, Oliver E.; "Transaction Cost Economics: How it Works, Where it is Headed"; De Economist, Vol 146 1998, PP: 23-58.
16. Williamson, Oliver E. and Masten, Scott E. (eds); "the Economics of Transaction Costs"; An Elgar Critical Writing Reader, 1999.

## ***Transaction Costs of Manufacturing Firms' Finance***

(Case study in 40 Small Firms)

Ali Nasiri Aghdam (PHD Student, Dept. of Economics, University of Tehran) and Elias Naderan (Faculty Member, Dept. of Economics, University of Tehran)

### **Abstract**

What is the importance of free access to the instruments and mechanisms of finance, to accommodate the environment of the firm? According to Modigliani-Miller hypothesis, in the absence of transaction cost and government regulations, the firm capital structure and its method of finance is not important. That is, all necessary coordinations to finance the firm are done by price mechanism and each firm could fulfill its needs in current rate. By introducing transaction cost, however, the prediction of this hypothesis in the real world becomes irrelevant. In transaction cost economics framework, each firm, with respect to its financing needs, should arrange a financial transaction. The basic hypothesis of transaction cost economics - discriminating alignment- predicts the method of this arrangement: transactions, which differ in their attributes, are aligned with governance structure, which differ in their costs and competence, in a discriminating –mainly, transaction cost economizing- way. Namely, the firm will finance its needs in a way to have the minimum cost.

With accepting the point that depending on the firm's characteristics and needs, there is one mechanism of governance with least cost, it is predictable that, in the absence of proper or efficient governance mechanism of financial transaction, the firms are led to use the more costly

۳۰

methods. The difference between an appropriate mechanism of financing and its alternatives is the most important cost that is borne by the firm. In fact, this constraint is one of the reasons that explain the costly nature of the efforts of the firm in obtaining new property rights and maintaining existing rights. These institutional costs reduce the competition power of the firm and, in long run, drive it out of the industry. This hypothesis is studied in 40 small manufacturing firms that are active in Iranian economic environment. For this purpose, a questionnaire is codified and during interview with manufacturers are fulfilled.

**Key words:** *Institution, New institutional economics, Transaction cost, Transaction cost economics, Discriminating Alignment Hypothesis, Finance, and Manufacturing firm.*

**JEL Classification:**B 52, D23, K00, G21, G32, G34.