

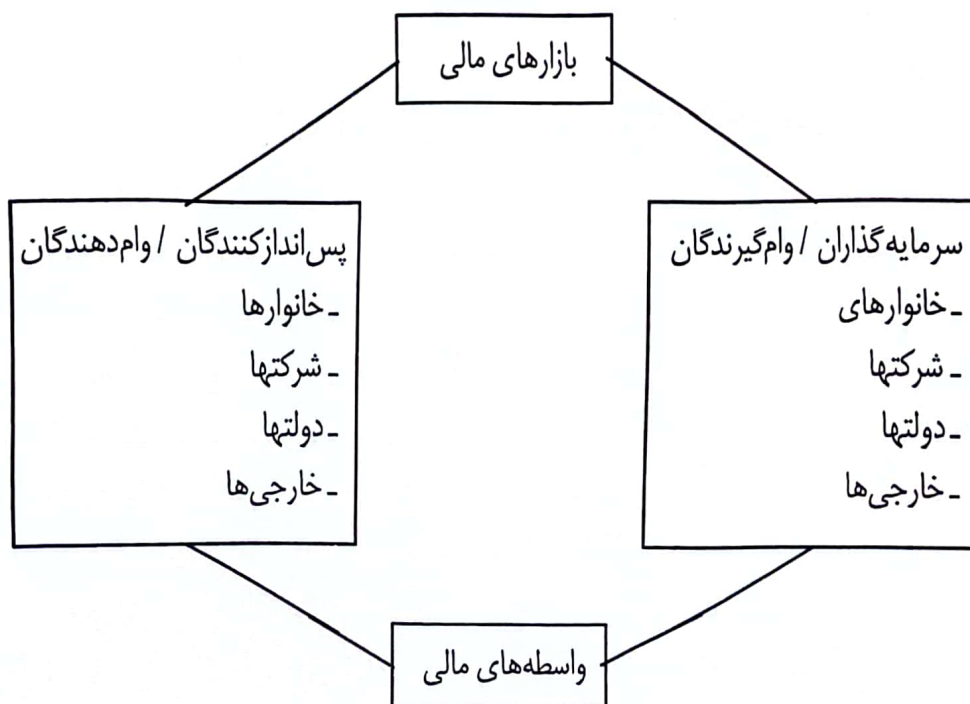
فصل اول

نظام مالی و رشد و توسعه اقتصادی

- مطالعه و آشنایی با مباحث زیر کمک می‌نماید تا توانمندی لازم جهت تحلیل موضوعات مرتبط را به دست آورده و آن را بکار گیرید:
- آثار توسعه نظام مالی بر رشد توسعه اقتصادی
 - بازارهای مالی و نقش آنها
 - مطالعات تجربی
 - عوامل مؤثر بر بازار مالی و ضرورت شناخت آن
 - بررسی توسعه نظام مالی و رشد اقتصادی در ایران
 - همگرایی رشد اقتصادی و توسعه بازار سرمایه (مطالعه موردی: اقتصاد ایران)
 - گسترش بازارهای مالی و نوآوری مالی

۱- نظام مالی و عناصر آن

نظام مالی، مجموعه‌ای از اجزاء یکپارچه است که کارکردهای مالی را در بازار رقم می‌زند. عناصر این نظام در تعامل با یکدیگر هستند که با شناخت این عناصر و درک روابط بین آنها، می‌توان آگاهی لازم از نهادها و ابزارهای مالی به دست آورد. مدل شماتیک نظام مالی بر پایه رویکرد سیستمی در ذیل ارائه شده است. [Santomero, Babbel, 2001, P.5]



۲- آثار توسعه نظام مالی بر رشد و توسعه اقتصادی

گسترش روزافزون فعالیت‌های تجاری موجب گردیده است که مناسبات مالی، فرایندها و شیوه‌های مدیریت مالی سازمان، هر دم پیچیده‌تر شود. چنین است که تداوم فعالیت شرکتها و بنگاه‌های اقتصادی را باید در داشتن منابع مالی کافی جستجو کرد. بدون دسترسی به منابع مالی، بسیاری از فعالیت‌ها به اجرا در نمی‌آید و در نتیجه تحقق هدفها میسر نمی‌شود. (مسئولان مالی شرکتها و بنگاه‌های اقتصادی تمام تلاش خود را به این امر معطوف ساخته‌اند که بازارهای مالی و ابزار آن را شناسایی کنند، تا بتوانند منابع مالی لازم را تدارک ببینند. در سطح کلان نیز بازارهای سهام و بدهی، نقش چشمگیری را در رشد و توسعه اقتصادی بر

عهده دارند و به تبع آن رفاه اجتماعی را هم به ارمغان می‌آورند. رشد و توسعه اقتصادی، اساسی‌ترین هدفی است که کشورها و جوامع دنبال می‌کنند. فراهم آوردن زندگی مناسب برای تمام آحاد جامعه، خواست و آرزوی دیرینه‌ای بوده که مدت‌هاست در سرلوحه اهداف و برنامه‌ریزی‌های گوناگون کشورها قرار گرفته است. امروز هیچ برنامه‌ای بدون هدف دستیابی به توسعه، تنظیم نمی‌شود. برنامه‌های کوتاه‌مدت که تبلور آن در بودجه سالانه است و همچنین برنامه‌های میان‌مدت و بلندمدت و دوربرد نیز از راهبردهای اساسی دستیابی به توسعه تبعیت می‌کنند.

دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی، در زمره اهداف اصلی و بنیادین بسیاری از کشورها و جوامع است. تمامی کشورها سعی می‌کنند با بهره‌گیری از منابع و امکاناتی که در اختیار دارند، گام به گام مراحل رشد و توسعه اقتصادی را طی کرده و سطح بالاتری از امکانات زندگی را در اختیار شهروندان خود قرار دهند. تحقق این امر در تنظیم برنامه‌های کوتاه‌مدت سالانه (بودجه) یا برنامه‌های کوتاه‌مدت سالانه (بودجه) یا برنامه‌های میان‌مدت و بلندمدت و یا برنامه‌ریزی زمانی ترکیبی (مجموعه‌ای از برنامه‌های کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت)، مورد توجه برنامه‌ریزان کشورها بوده و در چند دهه اخیر، اولویت و اهمیت فراوانی یافته است.

رشد اقتصادی به رشد کمی مؤلفه‌های اقتصادی نظیر تولید ناخالص ملی، تولید خالص ملی و درآمد سرانه توجه دارد. اما در توسعه اقتصادی علاوه بر جنبه‌های کمی، کیفیت بهبود اوضاع اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نیز مورد توجه قرار می‌گیرد و به تعبیری همه جنبه‌ها در نظر گرفته می‌شود. نتیجه این امر فراهم ساختن زندگی بهتر برای تمام آحاد جامعه، دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی، و بالاخره ایجاد تعادل اقتصادی و اجتماعی در کلیه سطوح جامعه است.

برنامه‌ریزان کشورها نیز در تنظیم برنامه‌ها، از دیرباز توسعه و دستیابی به آن را در اولویت قرار داده و آن را به عنوان اصل بنیادین پذیرفته‌اند. برنامه‌های توسعه کشور در دوران گذشته تا برنامه پنجم عمرانی رژیم پیشین و برنامه‌های اول و دوم توسعه فرهنگی، اقتصادی و اجتماعی در بعد از انقلاب، مؤید این ادعاست.

در این میان به منظور دستیابی به اهداف برنامه (توسعه)، راهبردهای مختلفی نظیر سیاست توسعه صادرات، سیاست جانشینی واردات و مانند اینها مورد توجه قرار گرفته است. اما آنچه که واضح و روشن می‌نماید، این است که روند تغییر در شاخصهای اساسی رشد و توسعه اقتصادی و به



بازارهای بدهی - افزایش تولید نه تنها - توکم اقتصادی

ویژه تولید ناخالص ملی و درآمد سرانه و وضعیت عمومی آحاد جامعه، نشان می‌دهد که اهداف برنامه‌ها و الگوهای دستیابی به توسعه، در عمل بر طبق برنامه پیش‌بینی شده تحقق نیافته است. تردیدی نیست که مجموعه عوامل گوناگونی از جمله عوامل سیاسی، اجتماعی، اقتصادی، فرهنگی و قانونی در این امر دخالت داشته‌اند.

لازم به ذکر است که دستیابی به توسعه مستلزم بکارگیری ساز و کارهای مناسب است. ساز و کاری که باروند تحقق رشد و توسعه همساز باشد. اگر این فرض مسلم را بپذیریم که توسعه در همه ابعاد ضرورت انکارناپذیر زندگی اجتماعی است، باید این امر بدیهی و آشکار را نیز بپذیریم که توسعه در بعد اقتصادی، اصلی‌ترین عامل توسعه جوامع به شمار می‌آید. نگرش سیستمی باید در همه شرایط مورد توجه قرار گیرد، یعنی در واقع تفکر چند بعدی در تمام برنامه حاکم شود.

پذیرش بعد اقتصادی توسعه در محوریت‌گذار از جوامع سنتی به جوامع صنعتی و توسعه یافته، نیاز به ساز و کاری بسیار پراهمیت، یعنی بازار سهام و بدهی دارد. بازارهای مالی نقش حیاتی و مؤثری در دستیابی به توسعه اقتصادی دارند زیرا این بازارها منابع مالی لازم را برای تولید کالا و خدمات فراهم می‌آورند و از این رهگذر - که افزایش تولید کالا و خدمات است - تولید ناخالص ملی (GNP) به عنوان یکی از اصلی‌ترین شاخصهای رشد و توسعه افزایش می‌یابد. یکی از نهادهای بسیار اثرگذار در این فرآیند، بازار مالی است.

پیشینه مطالعات مرتبط با تأثیر توسعه نظام مالی بر رشد و توسعه اقتصادی، نشان می‌دهد که نظریات متعددی معرفی گردید، به طوری که (انواع نظریات رشد و توسعه اقتصادی وجود دارند که هر یک عوامل گوناگونی را دخیل و مؤثر در این امر می‌دانند. مدل‌های رشد درون‌زا و برون‌زا با بهره‌گیری از انواع تئوری‌های مختلف و استفاده از مدل‌های مختلف اقتصاد سنجی سعی کرده‌اند متغیرهای مهم تأثیرگذار بر روند رشد و توسعه اقتصادی را شناسایی کرده و نقش و میزان مؤثر بودن هر یک را در کشورهای مختلف نشان دهند.) اما بی‌اغراق تمامی نظریات رشد اقتصادی سهم پس‌انداز و هدایت آن به سمت سرمایه‌گذاری مؤثر را به عنوان یکی از اصلی‌ترین عوامل رشد اقتصادی می‌دانند. نظریات و تئوری‌های مختلف اقتصادی نیز در این زمینه پس‌انداز را مهم و ارزشمند می‌باشد. زیرا اصلی‌ترین شاخص مؤثر بر انباشت ثروت و سرمایه است.

از جمله نظریات اقتصادی می‌توان به نظریه رشد و توسعه «روستو» اشاره نمود. او مرحله خیز اقتصادی را مرحله‌ای می‌داند که در آن نرخ پس‌انداز و سرمایه‌گذاری از حدود ۵ درصد درآمد به بیش

توکم نظام مالی - توکم اقتصادی



از ۱۲ درصد افزایش یابد. علاوه بر روستو «روزن اشتهان رودن» شرط لازم برای قرار گرفتن اقتصادی در خط رشد و تداوم موفقیت‌آمیز آن را داشتن حداقل سرمایه‌گذاری می‌داند که این امر مستلزم افزایش پس‌انداز آن هم در سطح بالا است.

صاحب نظر دیگر یعنی «سامرز» قلت پس‌اندازها را مانعی جدی برای رشد اقتصادی به شمار آورده و مهم‌ترین ریشه‌های افزایش بهره‌وری را پس‌انداز می‌داند. به گونه‌ای که ژاپن با نرخ پس‌اندازی بیش از سه برابر آمریکا نرخ رشدی معادل سه برابر در بهره‌وری تجربه نموده است (۱۹۸۶). در مورد کشورهای در حال توسعه به ویژه آسیای جنوب شرقی نیز نقش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری بسیار مهم و کلیدی شمرده شده‌اند. ماسون جریان تراکم سرمایه را شامل سه مرحله می‌داند:

۱- افزایش در حجم واقعی پس‌اندازها

۲- بسیج منابع مالی پس‌انداز از طریق مؤسسات پولی و مالی

۳- سرمایه‌گذاری وجوه پس‌انداز شده به منظور تراکم سرمایه مجدد

در یک مفهوم کلی پس‌انداز ملی عبارتست از تفاوت تولید کل و مخارج کل در نظام حساب‌های مالی سازمان ملل وقتی صحبت از پس‌انداز ملی می‌شود منظور بخشی از درآمد قابل تصرف ملی است که مصرف نمی‌شود. پس‌انداز ملی در اصل از دو عنصر مجزا تشکیل می‌شود: پس‌انداز دولت و پس‌انداز بخش خصوصی. معمولاً در کشورهای در حال توسعه پس از محاسبه پس‌انداز کل جهت تفکیک آن به اجزای خصوصی، دولتی و خارجی، ابتدا پس‌انداز خارجی و دولتی از طریق آمار تاز پرداختها و آمار مالی دولت به دست آورده و سپس پس‌انداز بخش خصوصی به عنوان مانده محاسبه می‌گردد.^۱ بدین ترتیب مشخص است که محاسبه پس‌انداز در سطح کلان و خرد با مشکلاتی همراه است و آمار پس‌انداز در تمامی کشورها شامل خطاهای بسیاری است اما هیچکدام از این خطاها در نتایج کلی و اساسی به دست آمده در رابطه با روند نرخ پس‌انداز ملی و ارتباط با سایر متغیرهای اقتصادی کلان اثر قابل توجهی نداشته و در مطالعات می‌توان به آنها اتکا نمود. در ایران نیز پس‌انداز ملی بر اساس روش‌های متداول محاسبات ملی در چارچوب حساب‌های سازمان ملل و محدوده امکانات آماری کشور محاسبه می‌گردد.

از بعد تئوریک در یک اقتصاد بسته سطح پس‌انداز و سرمایه‌گذاری همواره مساوی است.

۱- پژوهش پس‌انداز ملی در سالهای ۱۳۵۳ تا ۱۳۷۴، اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی.

در چنین شرایطی میزان تغییر در پس انداز به شکل مستقیم سبب تغییر در سرمایه گذاری می شود. اما در یک اقتصاد باز، سرمایه گذاری را می توان از محل پس انداز خارجی نیز تأمین مالی نمود و یا به عبارتی از سرمایه گذاری خارجی در سطح گسترده و بهینه استفاده نماید و مشارکت خارجی در روند سرمایه گذاری در کشور ناچیز است. پس انداز دولتی و خصوصی و جهت دهی به آنها از اهمیت بیشتری برخوردار شده و لزوم توجه آن بیش از پیش احساس می شود.

بدین ترتیب پس انداز و سرمایه گذاری دوروی یک سکه هستند و در شرایط ایده آل انتظار در آن است که در کشورهای در حال توسعه که دارای ظرفیت های خالی تولیدی بوده و زمینه های متنوعی برای سرمایه گذاری در اختیار دارند، نرخ رشد سرمایه گذاری و پس انداز بالا بوده و سیاستگذاریهایی هدفمند در این زمینه در بخش خصوصی و دولتی شکل گرفته باشد.

طبعاً برای شکل گیری پس انداز و هدایت مناسب آن به سمت سرمایه گذاری و استفاده بهینه از منابع در جهت صنایع مختلف سازوکار عملی آن باید فراهم باشد. عوامل گوناگونی را می توان نام برد که در این فرآیند دخیل هستند از جمله سطح درآمد، ساختار جمعیتی، دانش و فرهنگ سرمایه گذاری، انواع ریسک های مختلف سیاسی و اجتماعی و ساختار بازارهای مالی، از این منظر نظریات رشد درون زامدعی هستند که قادر به توضیح تفاوت های موجود در سطح توسعه اقتصادی کشورها و یا تفاوت در نرخ رشد آنها می باشند و یکی از چالش های مهم در ادبیات رشد اقتصادی را مدنظر قرار می دهند و آن نقش بازارهای مالی در رشد و توسعه اقتصادی است. بررسی تئوری های اقتصادی نشان می دهد که مدل های رشد در دودسته اصلی نقش بازارهای مالی را مد نظر قرار داده اند. دسته ای از این نظریات به رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی توجه خاص داشته و آن را به عنوان یک عامل مهم در شکل گیری توسعه اقتصادی می دانند و گروه دیگر نقشی ترکیبی برای آن در نظر می گیرند. بدین ترتیب دو مکتب سنتی در اقتصادی توسعه، قابلیت بررسی دارند.

در دیدگاه اول، بازارهای مالی و نقش آنها در اقتصادی ملی تنها در حکم تسهیل کننده صنعت و اقتصاد می باشند. پیروان این مکتب که از نظریات رایینسون (۱۹۵۲) الهام می گیرند، بر این باورند که واسطه های مالی به صورتی کاملاً منفعل تنها کانالی برای هدایت موجودی سرمایه و نرخ سرمایه گذاری محسوب نمود و سیاست های بخش عمومی باید عمدتاً معطوف به انباشت سرمایه فیزیکی باشند.

دیدگاه دوم از نظریات شومپیتر (۱۹۱۱) الهام می گیرد. اقتصاد دانانی نظیر گلومیت (۱۹۶۹)

مکینون (۱۹۷۳)، و شاو (۱۹۷۳)، بر این باورند که از نظر توسعه و رشد اقتصادی، بازارهای مالی دارای نقشی کلیدی هستند. به اعتقاد آنها تفاوت در کمیت و کیفیت خدمات ارائه شده توسط مؤسسات مالی و شکل‌گیری ابزارهای مالی می‌تواند بخش مهمی از تفاوت نرخ رشد کشورها را توضیح دهد. بنابراین الگوها و متغیرهای مختلفی را مد نظر قرار داده و به اثبات هر یک در گسترده‌های زمانی و مکانی مختلف پرداخته است.

بررسی جایگاه و نقش بازارهای مالی با توسعه نظریات اقتصادی و گسترش روش‌های اقتصاد سنجی متحول شده و توسعه در دهه ۸۰ با کارهای پل‌رومر (۱۹۸۶) و رابرت لوکاس (۱۹۸۸) آغاز شد. بر اساس ادبیات جدید رشد مجموعه‌ای از سیاست‌های اقتصادی را می‌توان نام برد که دارای اثرات مهمی بر نرخ رشد اقتصادی هستند. در واقع در چهار چوب مدل‌های رشد درون‌زا، دسته‌ای از این سیاست‌ها، به ویژه آنهایی که بر هزینه‌ها و منافع سرمایه‌گذاری خصوصی، مثال سرمایه انسانی و افزایش بهره‌وری، مؤثر هستند، قادرند به طور مداوم نرخ رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهند لذا شیوه برخورد با بازارهای مالی و نقش آنها در گستره ادبیات توسعه اقتصادی تغییر کرده و متغیرها و رویکردهای متفاوتی در این مقوله مد نظر قرار گرفت.

۳- بازارهای مالی و نقش آنها

بازار مالی بازاری است که در آن صاحبان پس‌انداز و آنان که به منابع مالی نیاز دارند، با یکدیگر جمع می‌شوند و مبادلاتی را انجام می‌دهند. این بازار متشکل است از مؤسسات مالی نظیر بانکهای تجاری، شرکتهای بیمه، صندوقهای بازنشستگی، سازمانهای بورس اوراق بهادار و نظایر اینها، که در این میان کارگزاران مالی نیز نقش رابطه را بین سرمایه‌گذاران و شرکتهای نیازمند بر عهده می‌گیرند.

بازار مالی در طیف گسترده، عبارت است از مبادله سرمایه و به ویژه وجه نقد، که شرکتهای در واقع منابع مالی مورد نیاز خود را از عرضه کنندگان وجه نقد، تأمین می‌کنند. بنگاههای اقتصادی (در سطح خرد) و برنامه‌ریزان کلان اقتصادی (در سطح کلان) با شناخت بازارهای مالی، تداوم فعالیت سازمانها را بهبود می‌بخشند و شرایط لازم را برای رشد و توسعه کشور فراهم می‌آورند.^۱

برخی از مطالعات نشان می‌دهند که توسعه بازارهای مالی در ارتباط با پس‌انداز مانند شمشیر دو

۱- رهنمای رودپشتی، فریدون، «نقش بازارهای مالی در توسعه اقتصادی کشور» ماهنامه علمی - آموزشی تدبیر، شماره ۸۹، دی ماه ۱۳۷۷.

لبه عمل می‌کند. از یک طرف برخی از صاحب‌نظران بر این عقیده‌اند که توسعه بازارهای مالی قابلیت دسترسی ابزارهای پس‌انداز را افزایش داده و بازده پس‌انداز را مناسب‌تر و همچنین استقرار را برای افراد سهل‌تر می‌کند، بنابراین موجب کاهش هزینه پس‌انداز می‌شود^۱ اما از سوی دیگر تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازار مالی اثر خالص مثبت بر پس‌انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی و به تبع آنها بر توسعه اقتصادی داشته است.^۲ به منظور بررسی این موضوع ابتدا باید مشخص نماییم که نظام مالی در گستره فعالیت خود چه وظایفی را بر عهده دارد.

به طور کلی نظام مالی در مرکز تقاطع پس‌اندازکنندگان و استفاده‌کنندگان نهایی از این وجوه که در مدل شماتیک ابتدای این فصل ارائه گردید، قرار دارد. به عنوان واسطه این وجوه، نظام مالی ۵ وظیفه اصلی را انجام می‌رساند.

۱- واسطه‌های مالی با استفاده از دانش و تکنیک خود به ارزیابی و سنجش بنگاهها، مدیران، طرح‌ها و آترناتیوهای مختلف سرمایه‌گذاری می‌پردازند. به عنوان مثال بانک‌های سرمایه‌گذاری انواع ریسک‌ها و جریان‌های درآمدی بنگاهها، را ارزیابی کرده و امکانات عرضه سهام در قیمت‌های مناسب را بررسی می‌کنند و یا بانک‌های تجاری، وضعیت رشد بلند مدت بنگاهها و تولیدات را مورد بررسی قرار داده و امکانات اراده‌وام به آنها را می‌سنجند. طبیعی است که هر نظام مالی که در ارزیابی بنگاهها، مدیران و طرح‌ها بهتر عمل کند، شانس بیشتری برای تشخیص بهترین سرمایه‌گذاری‌ها از محل پس‌انداز جامعه را داشته و اثرات مثبت آن برای واسطه‌های مالی، بنگاههای اقتصادی و کلیت اقتصادی هویدا می‌شود.

۲- نظام مالی قادر است منابع مالی را از طریق پس‌اندازهای کوچک و پراکنده برای هدایت به سمت بنگاهها و طرحهایی که قبلاً به عنوان طرح اقتصادی شناخته شده‌اند جمع‌آوری کرده و به شکل مناسب تخصیص دهد. با توجه به اینکه بسیاری از طرح‌ها به سرمایه‌گذاری اولیه کلان نیاز دارند ضروری است که منابع تأمین مالی از کانال‌های مناسب به طرح‌های دارای پتانسیل رشد مناسب، صرفه‌های اقتصادی، پی‌آمدهای اجتماعی و اقتصادی مناسب و... اختصاص یابد تا بهترین نتایج از منابع مالی به کل چرخه اقتصادی بازگردد. در این حالت نیز مشخصاً آن نظام مالی که در تجهیز

۱- بایومی ۱۹۹۳، استری ولوی ۱۹۹۵.

۲- ادواردز ۱۹۹۵، جانسون ۱۹۹۶، هاریگان ۱۹۹۵، راس لویین ۱۹۹۸، ۱۹۹۹، ۲۰۰۱، چونگ ۲۰۰۱ و کلی ۲۰۰۴.



منابع بهتر عمل کند و طرح‌های مناسبی را تأمین مالی نماید. تخصیص مناسبتری از منابع را ایجاد می‌کند.

۳- واسطه‌های مالی و مشارکت کنندگان در بازارهای مالی زمینه اداره و کنترل شرکتی بنگاهها و مدیران را فراهم می‌سازند. به عبارت دیگر واسطه‌های مالی باعث می‌شوند که مدیران در جهت منافع سهامداران و بستانکاران بنگاه تلاش کرده و اهداف ملی و عمومی را مد نظر قرار دهند. بدون چنین اداره و کنترلی احتمال اینکه مدیران از منابع بنگاه در جهت منابع و اهداف شخصی استفاده کنند زیاد است.

۴- نظام مالی تجارت و مبادله را تسهیل می‌کند. چراکه پول به عنوان یکی از ابزارهای نظم مالی، نیاز به مبادله پایانه‌ای را به حداقل رسانده، هزینه مبادلات را کاهش داده، تجارت را تشویق کرده و تخصص را برمی‌انگیزد. با توسعه نظام الکترونیک مالی و گسترش شبکه‌های اعتباری سیستم پرداخت و تسویه و برقراری ارتباطات الکترونیکی افزایش یافته و از این منظر نیز فعالیتهای اقتصادی تسهیل و ارتباط بازارها با یکدیگر بیشتر و آسان تر شده است.

۵- و در نهایت اینکه نظام مالی ریسک را قیمت‌گذاری کرده و مکانیسم‌های ادغام، اصلاح و مبادله آن را فراهم می‌آورد. کاربرد اخیر انواع اختیارات و قراردادهای آتی یا معاملات سلف از طریق مهندسی مالی به منظور مهار ریسک‌های نرخ بهره و نرخ ارز، نمونه‌های روشنی از بازارهایی هستند که این وظیفه را به خوبی به انجام می‌رسانند. در سطح پایه‌ای‌تر مؤسسات مالی سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را برای جلب رضایت پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران تغییر می‌دهند. اوراقی که برای تجارت بیشترین فایده را در بردارند مانند اوراق سهام و قرضه ممکن است درجه نقدینگی و مقدار ریسکی که پس‌انداز کنندگان به دنبالش هستند را دارا نباشند. در این موارد واسطه‌های مالی ابزارهای مالی فوق را با خواست و نیاز مشتریان تطبیق می‌دهند و به این وسیله به مدیریت ریسک می‌پردازند.

۱-۳- مطالعات تجربی

بدون شک به منظور بررسی نقش نظام مالی در توسعه اقتصادی مناسب‌ترین مسیر استفاده از نظریات و تجارت عملی در این زمینه است. تحقیقات گسترده و وسیعی که در این مقوله انجام گرفته گروه‌های مختلف کشورها با درجات متفاوتی از توسعه یافتگی اقتصادی و بازارهای مالی را شامل شده و نتایج به دست آمده همگی مبین اهمیت بازارهای مالی و نظام مالی در توسعه اقتصادی

است. از جمله تئوری‌های مطرح در این زمینه پازل رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی است که در یک جمع‌بندی سه تئوری برای آن معرفی شده است.^۱ در تئوری اول فرضیه Finance-led Growth مطرح می‌شود. در این جا فرض می‌شود که فرآیند «عرضه - هدایت» بین بازار مالی و رشد اقتصادی ایجاد ارتباط می‌نماید. بر این اساس در صورت وجود یک بخش مالی قوی با زیر ساخت‌ها و نهادهای مالی، امکان تخصیص بهینه منابع محدود مالی از بخش‌های دارای مازاد به سمت بخش‌های دارای کسری فراهم شده و به دنبال خود سایر بخش‌های اقتصادی را به سمت توسعه اقتصادی رهنمون می‌سازد. بنابراین بخش مالی کارا رشد اقتصادی در بخش‌های مختلف را سبب می‌شود (شومپیتر ۱۹۱۲، لواین ۱۹۹۷).

در نقطه مقابل این فرضیه، فرضیه Growth-led Finance قرار دارد. که بیان می‌کند رشد اقتصادی بالا می‌تواند تقاضای لازم جهت شکل‌گیری و ایجاد ابزارها و زمینه‌های توسعه بازار مالی را فراهم آورده و بازارهای مالی ناچارند خود را با تقاضا و تغییرات ایجاد شده در بخش‌های مختلف اقتصاد هماهنگ سازند. به بیان دیگر، این فرضیه بیان می‌کند که یک تقاضای پیرو^۲ بین بازارهای مالی و رشد اقتصادی وجود دارد^۳

در فرضیه سوم فرض بازخورد^۴ این فرضیه بیان می‌کند، یک رابطه علی دو طرفه بین توسعه بازارهای مالی و عملکرد اقتصادی وجود دارد. در این فرضیه عنوان می‌شود که یک کشور به بهره‌گیری از یک سیستم توسعه یافته بازارهای مالی می‌تواند، زمینه‌های رشد اقتصادی را از طریق تغییرات تکنیکی و نوآوری در خدمات و محصولات ایجاد نماید (شومپیتر ۱۹۱۲) از طریق اس‌فرایند، شاهد ایجاد تقاضای قابل توجه برای محصولات و خدمات مالی خواهیم بود (لواین ۱۹۹۷) بر این اساس توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در قالبی مستقل و در عین حال مرتبط با یکدیگر می‌توانند بازخوردی علت و معلولی با یکدیگر داشته باشند. این مسئله در مطالعات لواینتل و جان ۱۹۹۹ بیش از دیگران مورد بررسی قرار گرفته است.

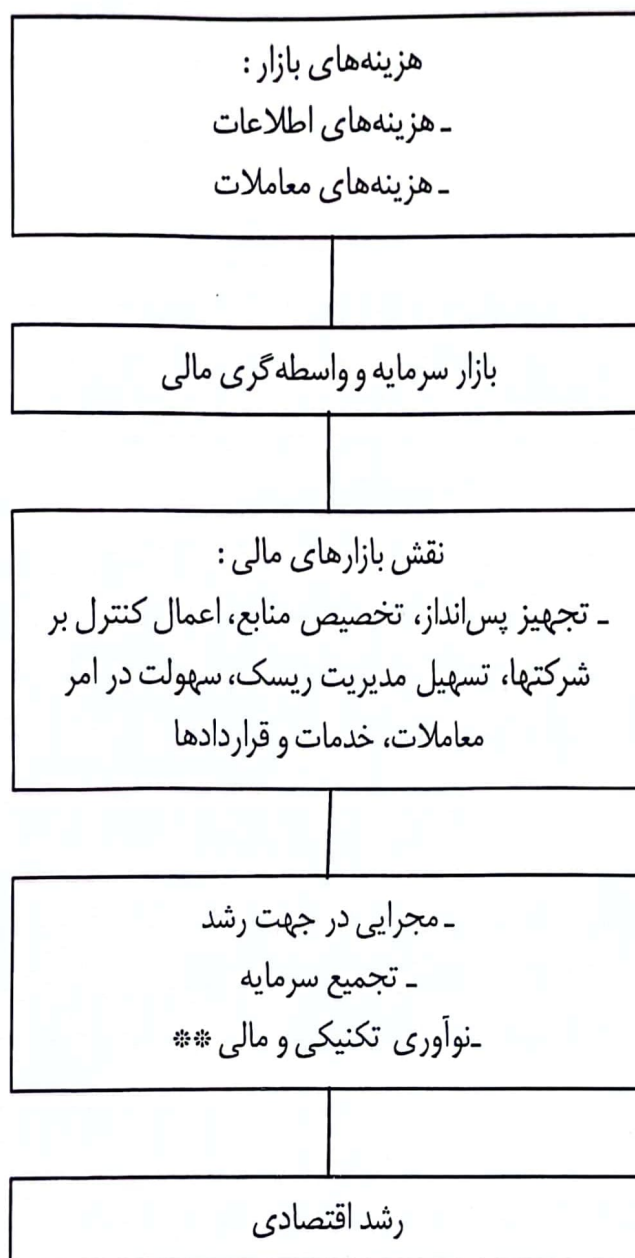
۱- Chee Keong, Financial Development and Economic Growth in Malaysia, The Stock Market Perspective.

2- Demand following

۳- رابینسون ۱۹۵۲، رودر ۱۹۹۰.

4- Feedback

لواین در مطالعات خود در سال ۱۹۹۷^۱ فرآیند تئوریک توسعه بخش مالی - توسعه اقتصادی را در قالب نمودار زیر بیان می‌کند:



1- Levine, Ross(1997)Financial Development and Economic Growth Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 35,688,746.

- لواين در اين بررسي در مجموعه ۷۴ کشور در حال توسعه و توسعه یافته نشان می‌دهد که اثرات مشخص و محکمی بين توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. به منظور اين بررسي او در مطالعات خود سه رویکرد را مد نظر قرار داده است:
- ۱- از طريق محاسبه و سنجش بخش مالی (واسطه‌گری مالی).
 - ۲- از طريق مقایسه گستردگی فعالیت شبکه بانک‌های تجاری در مقایسه با بانک مرکزی در بخش واسطه‌گری مالی.
 - ۳- از طريق بررسي گستردگی راه‌های تزریق منابع از بخش مالی به سمت بخش خصوصی در مقایسه با بخش دولتی.

مطالعات در اين زمینه نشان داد که توسعه هر یک از سه رویکرد بخش مالی بسیار با اهمیت است. به عنوان نمونه بر اساس ضرایب مدل تابلویی^۱ تخمین زده شده توسط وی «اگر آرژانتین سطح بالاتری از میزان توسعه یافتگی در بخش مالی در مقایسه با میانگین کشورهای در حال توسعه تجربه می‌کرد. این کشور می‌توانست در فاصله سال‌های ۹۵-۱۹۶۰ یک درصد نرخ رشد سرانه تولید ناخالص ملی سریعتری را داشته باشد. همچنین از آنجا که در هندوستان میزان تزریق منابع از بخش مالی به بخش خصوصی کم است، در صورتیکه هندوستان سهم تزریق این منابع را افزایش می‌داد، می‌توانست نرخ رشد تولید ناخالص سرانه را در حدود ۰/۶ درصد در هر سال افزایش دهد».

- همچنین «کینگ و لواين» با تأکید به اهمیت نقش مؤسسات الگویی را معرفی می‌کنند که طی آن نظام مالی و به طور مشخص واسطه‌های مالی و بازار اوراق بهادار این امکان را فراهم می‌آورند که کارآفرینان دست به نوآوری زده و خالق طرح‌ها و ابداعات جدید باشند. برای توضیح این موضوع بر چهار نوع خدمات نظام مالی تأکید می‌کنند:
- ۱- انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری و گزینش بهترین طرح.
 - ۲- تجهیز منابع کافی از طريق ادغام پس‌اندازهای کوچک با یکدیگر در جهت اجرای طرح‌های اقتصادی.
 - ۳- استفاده از ابزارهایی که قادر باشند انواع ریسک‌های سرمایه‌گذاری و نوآوری را در قالب سیستم مالی

متنوع پوشش دهد.

۴- افزایش بهره‌وری مستلزم آن است که افراد ریسک فعالیت‌های نوآورانه یا سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر^۱ را به تولید کالای موجود، بر اساس روش‌های شناخته شده و رایج ترجیح دهند. از آنجا که پاداش انتظاری نوآوری همان جریان سودهایی است که از پیشگامی و نوظهوری صنعت جدید حاصل می‌شود، تعیین دقیق ارزش تنزیل شده این سودها برای نظام مالی دارای اهمیت اساسی است.

همانگونه که مشخص است در عمل سه خدمت از خدمات چهارگانه فوق توسط واسطه‌های مالی انجام می‌شود و بازار سهام ارزش انتظاری سودهای تنزیل شده حاصل از فعالیت‌های نوآورانه را آشکار می‌سازد. در این الگو برای نشان دادن ارتباط بین نوآوری و رشد اقتصادی از نظریه پایه‌ای تغییر درون‌زای فنی، که توسط هوویت، گروسمن، هلپمن و پل رومر بسط داده شده است، استفاده می‌شود.

تغییری که در این الگو از نوآوری می‌شود عبارت است از تولید یکی از بسیار کالاهای واسطه‌ای که با هزینه کمتر از کالاهای رقیب قابل عرضه به بازار است. گسترش فعالیت‌های نوآورانه که انجام آن توسط جامعه تقبل می‌گردد، نرخ رشد اقتصادی را دیکته می‌کند. خدمات مالی بهتر و کاراتر زمینه فعالیت‌های نوآورانه را گسترش داده و کارایی را بهبود می‌بخشند و در نتیجه به رشد اقتصادی شتاب می‌دهند. در مقابل، وجود موانعی بر سر راه فعالیت‌های مالی، خدمات ارائه شده نظام مالی به پس‌اندازکنندگان، کارآفرینان و تولیدکنندگان را کاهش داده و به صورت مانعی برای نوآوری ظهور کرده و در گذر رقابت کامل، به نحو بارزی وجود دارد. در این الگو فناوری یک کالای عمومی محض (خالص) نیست و بسیاری از بنگاهها می‌توانند از مزایای رانت حاصل از آنها استفاده کنند و می‌توانند با کنترل آنها، قیمتی بیش از صفر برای آنها درخواست کرده و در نتیجه به سود انحصاری در یابند.

همانگونه که عنوان گردید بررسی‌ها و آزمون‌های مختلفی در ارتباط با نقش نظام مالی در توسعه اقتصادی انجام گرفته است. در اکثر این آزمون‌ها مشخص می‌شود که خدمات مالی به صورتی قوی با رشد اقتصادی و بهبود بهره‌وری مرتبط بوده و به علاوه سطح توسعه مالی رشد اقتصادی و ارتقاء

بهره‌وری را به نحو رضایت بخشی پیش‌بینی می‌کند.

برخی از محققین در این زمینه، به تحقیق درباره رابطه توسعه بازار سهام و رشد اقتصادی بلند مدت پرداخته‌اند. برای یافتن هر گونه ارتباطی بین بازار سهام و رشد ابتدا متغیرهای تعریف شده برای توسعه نظام مالی باید مد نظر قرار گیرد. بسیاری از مطالعات سهم بازار مالی از تولید ملی را در شاخص‌های متنوعی به عنوان معیاری برای توسعه نظام مالی معرفی کرده‌اند. همچنین بررسی‌ها در مورد کشورهای مختلف و با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی به شکل سری زمانی و مقطعی بوده‌اند. یافته‌ها در قالب مدل‌های سری زمانی و مقطعی نشان می‌دهد که توسعه مالی قویاً با رشد اقتصادی همراه است که این همراهی را می‌توان به صورت مختلف تعبیر کرد. برای مثال «جان رابینسون» بر آن است که تا جایی که بنگاه مقوله تأمین مالی را به دنبال خود می‌کشانند، این قاعده‌ای عمومی است. برخی دیگر معتقدند که رابطه قوی بین این دو شاخص تنها مبین یک همبستگی مثبت است که باید آن را ناشی از اثرات همزیان شوک‌های مختلف روی توسعه مالی و توسعه اقتصادی دانست. برای تحقیق درباره صحت و سقم این تعبیر باید دید که آیا عناصر از پیش تعیین شده توسعه بخش مالی با پدیده رشد و منابع رشد که متعاقباً به ظهور می‌رسد، مرتبط می‌باشند یا خیر نتایج نشان می‌دهد که این عناصر پیش‌نماگرهای خوبی برای رشد بلند مدت اقتصادی محسوب می‌شوند، به نحوی که توسعه مالی نرخ انباشت سرمایه فیزیکی و نرخ رشد در بهره‌وری را به خوبی پیش‌بینی می‌کند. در نتیجه می‌توان گفت که ارتباط بین رشد و توسعه مالی تنها یک همراهی و همزمانی ساده و اتفاقی نیست. تأمین مالی نه تنها از رشد تبعیت نمی‌کند، بلکه به نظر می‌رسد که به صورتی قوی رشد اقتصادی را رهبری می‌کند، به علاوه همراهی مثبت شوک‌های همزمان با توسعه مالی و اقتصادی ارتباط تأمین مالی رشد را توضیح نمی‌دهد. وقتی کشورهای سطوح نسبتاً بالایی از توسعه اقتصادی را دارا هستند رشد اقتصادی در ۱۰ تا ۳۰ سال آینده سرعت نسبتاً بیشتری خواهد یافت.

مطالعات دیگر در این زمینه نیز اندازه بازار اوراق بهادار در اقتصاد و نقدشوندگی بازار را به عنوان متغیرهای اصلی در بازار سرمایه مد نظر قرار داده‌اند (چونگ و یوسوپ (۲۰۰۲)، یوجا و والو (۲۰۰۳)، روجینا و والن^۱ در سال ۲۰۰۳ در راستای مطالعات پیرامون اثرگذاری توسعه بخش مالی بر رشد

1- Felix Rioja and meven Valev, Finance and Sources of Growth at Various Stages of Economic Development Department of Economics, Georgia state University.

اقتصادی مدل تابلویی را برای ۷۴ کشور در طی سال‌های ۱۹۶۱-۱۹۹۵ تخمین زدند. نتایج این بررسی حاکی از آن بود که اثرات توسعه بخش مالی در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته می‌تواند متفاوت باشد. در این بررسی مشخص گردید که در کشورهای کم درآمد اثرات سرمایه بر رشد اقتصادی غالباً از طریق انباشت سرمایه اثر گذار بوده است ولی در کشورهای با درآمد متوسط و بالا توسعه مالی منجر به افزایش بهره‌وری رشد اقتصادی شده است. به عبارت دیگر نتایج این بررسی تفاوت سطح درآمد و رشد اقتصادی را به عنوان عوامل مهم نزد سیاستگذاران در حیطه تصمیم‌گیری‌های سیاستی و خصوصاً توسعه بخش مالی گوشزد می‌نماید. در این مطالعه متغیرهای بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی، نسبت ارزش سهام معامله شده بر ارزش کل بازار به عنوان معیاری از درجه فعالیت بازار و ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی به معیاری از نقدشوندگی بازار شاخص‌های توسعه بخش مالی با تأکید بر بازار سرمایه معرفی شده‌اند. این آزمون نشان می‌دهد که ارزش سهام معامله شده اثرات مشخصاً مثبتی بر رشد اقتصادی و بهره‌وری اقتصادی بر جای می‌گذارد و اثر آن بر رشد سرمایه بی‌معنی است. همچنین اثر شاخص نقدشوندگی بر روی متغیرهای رشد اقتصادی، بهره‌وری و انباشت سرمایه به مراتب بیشتر و معنی‌دارتر بوده است.

۴- عوامل مؤثر بر بازار مالی و ضرورت شناخت آن^۱

شناخت بازارهای مالی به شناخت و آگاهی از مجموعه عوامل مختلف بستگی دارد که از جمله

مهم‌ترین این عوامل می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ساختار بازار مالی.
- قوانین و مقررات حاکم بر بازارهای مالی.
- عرضه‌کنندگان منابع مالی (پس‌اندازکنندگان).
- تقاضاکنندگان منابع مالی (بنگاههای اقتصادی).
- سازمانهای تسهیل‌کننده و واسطه (مؤسسات مالی، سازمان بورس اوراق بهادار).
- وضعیت تولید ناخالص ملی (GNP).

۱- بر گرفته از مقاله رهنمای رودپشتی، فریدون، نقش بازارهای مالی در توسعه اقتصادی کشور، ماهنامه علمی -

آموزشی تدبیر، شماره ۸۹، دی ماه ۱۳۷۷.



- فرهنگ و مناسبات حاکم بر بازار مالی.
- سیاستهای خرد و کلان جامعه در مسیر دستیابی به رشد و توسعه.
- وضعیت عمومی اقتصادی (شرایط رونق، تورم و رکود).
- زیر ساختهای اقتصادی جامعه.
- الگوی مصرف و پس انداز در اقتصاد جامعه.
- شیوه الگو و روشهای مدیریت و رهبری در سطح خرد (بنگاه) و سطح کلان (جامعه).
- سیاستهای کلان اطلاع رسانی.
- رابطه نرخ بازده با سرمایه گذاری.
- کارایی بازار سرمایه در تأمین و تجهیز منابع مالی.
- وضعیت فن آوری در سازمانها و بنگاهها.
- وضعیت ارزی و موازنه صادرات و واردات.
- توانایی و وضعیت انجمنهای حرفه‌ای فعال در بازار مالی.

۵- بررسی توسعه نظام مالی و رشد اقتصادی در ایران^۱

بخش مالی در دو بازار پول و بازار اوراق بهادار هویدا می‌شود. به روشنی پیداست که در اقتصاد ایران دو کفه بازار پول و سرمایه به نفع بازار پول سنگینی می‌کند. ناتوانی سرمایه در جذب سرمایه‌گذاران، نبود قوانین با پشتوانه اجرایی، فقدان انضباط و ثبات مالی در کشور و جهت‌گیری‌های حمایتی دولت به سمت بخش خصوصی باعث شده است که بازار سرمایه ایران دورتر از پتانسیل‌های واقعی خود ایفای نقش نماید. بررسی شاخص‌های توسعه یافتگی بازار سرمایه ایران با دیگر کشورهای در حال توسعه یافته نشان می‌دهد که علی‌رغم آنکه در چند سال اخیر سهم بازار سرمایه کشور از اقتصاد ملی افزایش یافته است و بر اساس آمار سال ۱۳۸۳ ارزش بازار اوراق بهادار در حدود ۲۸ درصد تولید ناخالص ملی برآورد شده است اما همچنان جایگاه این بازار در کلیت اقتصاد کلان مناسب نبوده و خصوصاً این بازار نتوانسته نظر مساعد عموم مردم را به عنوان آلترناتیوی مناسب برای سرمایه‌گذاری جلب نماید.

به منظور بررسی نظام مالی در ایران ابتدا باید مشخص نماییم که ویژگی‌های نظام مالی ایران

۱- برگرفته از مقاله هبیتی، فرشاد، محمدزاده اصل، نازی، ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهشکده اقتصادی، زمستان ۸۳.

چيست. اين بررسی به شکل کاملتر در فصول بعدی مد نظر قرار می‌گیرد اما به شکل خلاصه در این جا باید عنوان کرد که، بر اساس تقسیم‌بندی نظام‌های مالی از دو بعد پایه - بانک^۱ و پایه - اوراق بهادار^۲ (یا مبتنی بر اوراق بهادار) نظام مالی در ایران مبتنی بر بانک است. در نظام مالی پایه - بانک، که به دلیل آرایه خدمات مالی پایه و فراگیر، شالوده اصلی نظام‌های مالی در اقتصادهای پولی را تشکیل می‌دهد. سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به روش غیر مستقیم صورت می‌گیرد. در این روش، به خصوص پس‌اندازکنندگان کوچک نزد واسطه‌های مالی که عموماً بانک‌ها و سایر نهادهای مالی سپرده‌پذیر هستند، اقدام به اندوختن پس‌انداز می‌نمایند. در روش سرمایه‌گذاری غیر مستقیم، اکثر ابزارهایی که پیش روی پس‌اندازکنندگان قرار می‌گیرد به صورت انواع مختلف سپرده‌های بانکی کوتاه و بلند مدت می‌باشند.

نظام مالی پایه - اوراق بهادار، که به دلیل ابداعات پرشمار در زمینه ابزارها و نهادهای مالی طی سالهای دهه ۱۹۶۰ میلادی تاکنون گسترش بسیاری، بویژه در اقتصادهای توسعه یافته و در حال رشد یافته است. در این نظام، سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار به واحدهای تولیدی یا تجاری به شیوه مستقیم صورت می‌گیرد. در اینجا اعتبار دهندگان یا پس‌اندازکنندگان، وجوه مازاد خود را تبدیل به اوراق بهادار کوتاه و بلند مدت دولت، شهرداری‌ها و بنگاههای اقتصادی می‌نمایند. این نوع مراودات و معاملات مالی دربرگیرنده استفاده از اوراق بهادار در بازار مالی می‌باشند.

کانت، لواین و... نقش ساختار اقتصادی را بر رشد اقتصادی در بین کشورهای مختلف مورد بررسی قرار داده و دریافته‌اند که ساختارهای متفاوت بازار مالی بر پایه بانک و یا بازار اوراق بهادار می‌تواند اثرات متفاوتی در میزان همبستگی و ارتباط توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی به همراه داشته باشد. به منظور بررسی این موضوع، آنها یک شاخص ترکیبی از اندازه و کارایی هر یک از این دو بخش ساخته و این شاخص را در بین کشورهای مختلف با یکدیگر مقایسه کردند. بر اساس این شاخص کشورهای که سهم بخش بانکی از کل بازار مالی بیشتر است در رده پایین جدول ارتباط بین توسعه بخش مالی و رشد اقتصادی در مجموعه کشورهای بانک محور قرار دارند. هر چه ساختار بازار مالی به سمت توسعه بازار اوراق بهادار متمایل شده است. کشورها در رده بالاتری از این ارتباط قرار می‌گیرند.

نتایج بررسی‌های آنها در این زمینه نشان می‌دهد که:

۱- بانکها، مؤسسات مالی غیر بانکی و بازار اوراق بهادار در کشورهای ثروتمند، بزرگتر، فعال تر و کارا تر می باشند. به عبارت دیگر به طور متوسط توسعه یافتگی ساختار مالی در کشورهای ثروتمند بیشتر است.

۲- بازار اوراق بهادار در کشورهای با درآمد بالا بسیار فعال تر و کارا تر در ارتباط با شبکه بانک عمل می کند.

۳- با توسعه اقتصادی، ساختار مالی کشورها به سمت بازار محوری تمایل خواهد داشت.

بر اساس نوع نهادها، میزان تکامل و بازیگران اصلی بازار مالی کشور و همچنین سهم متغیرهایی مانند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و نسبت حجم معاملات در دو بازار پول و سرمایه به تولید ناخالص داخلی نظام مالی موجود در کشور را می توان بانک محور دانست. تجربه نزدیک به یک قرن بانکداری در اقتصاد ایران حاکی از آن است که علی رغم تأسیس و فعالیت نهادهای نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار همچنان نظام مالی مبتنی بر بانک، با حضور گسترده و فراگیر خود را با تأکید بر اقتصاد دولتی حفظ کرده است. بدین ترتیب سیستم پولی از توسعه یافتگی ساختاری برخوردار شده ولی بازار مالی مبتنی بر اوراق بهادار هنوز به یک نظام ساختاری مستقل و فراگیر مجهز نشده و از ضعفهای متعدد در زمینه هایی مانند مدیریت، قانونگذاری، عدم استمرار در تصمیم گیری ها، بعد اطلاع رسانی و شفاف سازی مناسب و فقدان سازوکار اجرایی رنج می برد.

به منظور بررسی بین رشد اقتصادی و توسعه نظام مالی در سال ۱۳۸۲^۱ مطالعه ای در ایران انجام گردید، که نتایج متفاوتی در مقایسه با تجربه جهانی را نشان می دهد. در این مطالعه چهار متغیر نسبت سپرده های غیر دیداری به تولید ناخالص ملی، نسبت دارایی بانک های تجاری به مجموع دارایی های بانک مرکزی، نسبت اعتبار سیستم بانکی به بخش خصوصی به کل دارایی نظام بانکی و نسبت اعتبارات بانک های تجاری به بخش خصوصی به تولید ناخالص ملی مد نظر قرار گرفته و اثرات آنها در رشد اقتصادی، رشد انباشت سرمایه سرانه و بهره وری سرمایه بررسی شده است. نتایج حاکی از آن بود که به دلیل وجود اثر غالب دولت در اقتصادی و تأثیرگذاری درآمدهای نفتی در کشورهای صادر کننده نفت بر رشد تولید ناخالص ملی، اثرات توسعه بخش پولی در مقایسه با دیگر کشورها (در مطالعه مذکور کشورهای آسیای جنوب شرقی) بسیار کم رنگ و در مواردی منفی

نتایج
مقایسه دیگر

۱- نیلی، مسعود و راستاد، مهدی توسعه مالی و رشد اقتصادی مقایسه کشورهای صادر کننده نفت و آسیای شرقی، سیزدهمین کنفرانس سیاستهای پولی و مالی، اردیبهشت ۱۳۸۲.

می‌باشد. به عبارتی رابطه مثبت بین توسعه بخش پولی در ایران و سایر کشورهای مشابه و رشد اقتصادی عملاً اثبات نشده است. بدین ترتیب انتظار می‌رود شرایط خاص بازارهای مالی ایران و ساختار مالی مبتنی بر بانک از یک سو و اقتصاد تک محصولی وابسته به درآمدهای نفتی و حضور دولت در اقتصاد از سوی دیگر باعث می‌شود که مبانی نظری جدول رشد اقتصادی - توسعه بازارهای مالی در بخش مالی ایران با اما و اگرهای متعدد روبرو باشد. همچنین در ساخت مدل با تأکید بر بخش بازار سرمایه، کوچک بودن اثرگذاری در این ارتباط، برآزش مدلی مناسب و قابل اتکاء را با کاستی مواجه می‌سازد.

بر این اساس در بررسی^۱ که نتایج آن در این بخش مد نظر قرار می‌گیرد، ابتدا با استفاده از آزمون علیت گرنجری اثرات علی (دوطرفه و یک طرفه) توسعه بخش مالی بر رشد اقتصادی و تشکیل سرمایه مد نظر قرار گرفته و سپس با استفاده از تجربیات ساخت مدل‌های رگرسیونی در این زمینه مدل تابلویی که در برگیرنده مجموعه اطلاعات سری زمانی و مقطعی کشورهای مختلف و با تأکید بر میزان سرانه تولید به عنوان شاخصی برای) تقسیم‌بندی اقتصادی آنهاست. برآزش شده‌اند.

آزمون علیت گرنجری با توجه به مبانی نظری در زمینه عوامل مؤثر بر رشد اقتصادی از طریق فرآیند پس‌انداز - سرمایه‌گذاری و تأکید بر جدول رشد اقتصادی - توسعه بازار مالی سه فرضیه «عرضه - هدایت»، «تقاضای پیرو» و «بازخورد» آزمون علیت گرنجری در قالب یک مدل VEA^2 مورد بررسی قرار گرفت. مبنای این آزمون بررسی ارتباط علی دومتغیر با یکدیگر بوده و پاسخ به این سؤال است که در کوتاه مدت و یا بلند مدت رابطه علیت چگونه شکل گرفته و آیا امکان پیش‌بینی هر متغیر با استفاده از متغیر دیگر کاربرد دارد یا خیر.

نتایج حاکی از آن بود که با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره‌ای به عنوان معیار کوتاه مدت بر پایه آزمون گرنجری یک رابطه علی دوطرفه با ضریب اطمینان ۹۰ درصد بین تغییرات در سهم ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و رشد اقتصادی وجود دارد. با افزایش طول وقفه‌ها این ارتباط تا سطح معنی‌داری ۹۵ درصد یک طرفه شده و رشد اقتصادی به عنوان یک متغیر علی بر ارزش جاری بازار سهام تأثیر می‌گذارد. در آزمون دوم با تأکید بر دوره کوتاه مدت یک ارتباط علی یک طرفه از سمت نسبت حجم معاملات به تولید ناخالص ملی به تغییرات تولید ناخالص ملی (رشد اقتصادی)

۱- هیتی، فرشاد، محمدزاده اصل، نازی، ارزیابی آثار توسعه نظام مالی بر تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی
فصلنامه پژوهشکده اقتصادی، زمستان ۸۳.

وجود دارد. به عبارت دیگر توسعه بخش مالی از نقطه نظر افزایش سهم حجم معاملات بازار سهام در اقتصاد کشور روی نرخ رشد اقتصادی اثر خواهد گذاشت. این رابطه با افزایش طول وقفه‌ها در منطقه بحرانی قرار گرفته و با وقفه ۱۲ فصلی (سه ساله) رد می‌شود. در آزمون سوم رابطه علی بین نرخ رشد اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام در کشور مورد بررسی قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که تنها با در نظر گرفتن وقفه ۲ فصلی ارتباط یک طرفه از بخش مالی به رشد اقتصادی صادق است و با افزایش تعداد وقفه‌ها این رابطه عملاً از بین می‌رود. بنابراین نمی‌توان علیت گرنجری بین توسعه اقتصادی و نسبت نقدینگی در بازار سرمایه را تأیید نمود. در آزمون چهارم علیت گرنجری بین نرخ رشد تشکیل سرمایه در بخش ماشین‌آلات و نقدشوندگی بازار سرمایه مورد آزمون قرار گرفته است. این آزمون نشان می‌دهد که هیچ رابطه علی بین این دو متغیر در اقتصاد ایران وجود ندارد و تغییر طول وقفه‌ها نیز تغییر ایجاد نمی‌نماید. در آزمون پنجم علیت گرنجری بین نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص ملی و نرخ تشکیل سرمایه حاکی از آن است که یک رابطه دو طرفه بین این متغیر وجود دارد و به عبارت دیگر با در نظر گرفتن وقفه ۴ دوره‌ای در کوتاه مدت توسعه بازار سرمایه از نقطه نظر ارزش جاری بازار سهام و تشکیل سرمایه در کشور دارد با یکدیگر رابطه علی دو طرفه دارند. این رابطه با افزایش تعداد وقفه‌ها کم شده و از بین می‌رود. در آخرین آزمون رابطه علیت بین نسبت حجم معاملات و نرخ تشکیل سرمایه مد نظر قرار گرفته است. آزمون علیت نشان می‌دهد که در بلند مدت و کوتاه مدت عملاً هیچ رابطه علی بین این دو متغیر وجود ندارد.

در ادامه بررسی به منظور مشخص شدن اثرات توسعه بخش مالی، خصوصاً بازار سرمایه بر رشد اقتصادی مدل رگرسیونی تابلویی مد نظر قرار گرفت. دو متغیر اصلی مستقل که به عنوان شاخصهایی برای توسعه بازار سرمایه در نظر گرفته شدند. نسبت ارزش جاری سهام معامله شده به کل ارزش بازار سهام و نسبت ارزش سهام معامله شده به تولید ناخالص ملی بودند که بر دو متغیر وابسته نرخ رشد اقتصادی و نرخ تشکیل سرمایه (نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص ملی) آزمون گردید.

نتایج رگرسیون‌ها حاکی از آن بود که در کشورهای با درآمد متوسط و ثروتمند و همچنین به طور مشخص در کشورهای صنعتی دو متغیر مستقل از درجه معنی‌داری بالایی برخوردار بوده و عملاً رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. همچنین نتایج آزمون مذکور برای گروه کشورهای با

درآمد کمتر دارای اثرات مثبت و معنی‌داری بر رشد اقتصادی می‌باشد حال آنکه اثرات متغیر درجه نقدشوندگی بر رشد اقتصادی بی‌معنی است.

همچنین نتایج به دست آمده حاکی از آن است که قطعاً متغیرهای دیگری بر رشد اقتصادی در کشورهای مذکور اثرگذاری بیشتری داشته که خود را در بالاتر بودن ضریب ثابت رگرسیون برآزش شده، نشان داده‌اند. از جمله آنکه می‌توان مانند درآمدهای حاصل از صادرات کالاهای تک محصولی (مانند نفت برای ایران و شکر و قهوه برای کشورهای آمریکای جنوبی) و وجود سرمایه‌گذاری مستقیم قابل توجه خارجی در کشورهای آسیای جنوب شرقی اشاره نمود. همچنین ساختار کاملاً متفاوت بازار مالی کشورهای مورد نظر که طیف گسترده‌ای از بازارهای با محدودیت‌های بالای ورود و خروج سرمایه از یک سو و ارتباط کامل با بازارهای مالی دنیا از سوی دیگر را شامل می‌شود در نتیجه‌گیری از مدل مذکور و نمود اثرات سایر متغیرها جدای از بخش بازار سرمایه بر رشد اقتصادی تأثیرگذار خواهد بود.

۶- هم‌گرایی رشد اقتصادی و توسعه بازار سرمایه (مطالعه موردی اقتصاد ایران)^۱

۱-۶- مقدمه

بر پایه سند چشم‌انداز ۲۰ ساله کشور، ایران کشوری در حال توسعه است که براساس یک برنامه بلند مدت، قصد دارد تبدیل به کشوری توسعه یافته گردد. در صورت اجرای این برنامه که در چارچوب برنامه‌های ۵ ساله است، وضعیت شاخص‌های کلان اقتصادی ایران در سال ۱۴۰۰ به شرح زیر خواهند بود:

* رشد سالانه تولید ناخالص داخلی به میزان ۸۶ درصد (این رشد با توجه به نرخ رشد جمعیت ۱/۳ درصدی، بالغ بر ۷/۳ درصد خواهد بود).

* میزان تشکیل سرمایه ناخالص داخلی (برای جوابگویی به رشدی میزان ۱۰/۹ درصد).

* صادرات کالاهای غیرنفتی و کالاهای صنعتی، معادل ۳۱/۵ و ۲۳/۶ میلیارد دلار و صادرات کالاهای غیر نفتی به کل صادرات ۶۶ درصد و نسبت صادرات کالاهای صنعتی به صادرات کالاهای غیر

۱- این بحث عیناً از مقاله آقای دکتر فرشاد هبیتی و خانم دکتر نازی محمدزاده که در مجموعه مقالات تخصصی مهندسی مالی پژوهشکده IT دانشگاه صنعتی شریف به چاپ رسید استخراج گردید.

نفتی ۷۵ درصد.

- * جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی معادل ۶۳۰۵ میلیون دلار.
- * نرخ بیکاری در نظر گرفته شده ۷ درصد و تعداد جمعیت بیکار بالغ بر ۲/۲ میلیون نفر.
- * نرخ رشد سالانه بهره‌وری نیروی کار ۴/۴ درصد و نرخ مشارکت نیروی کار ۴۸ درصد.
- * نرخ رشد نقدینگی ۱۶ درصد و نرخ رشد تورم ۵ درصد.

بر اساس آخرین اطلاعات منتشره میزان تشکیل سرمایه در کشور در پایان سال ۱۳۸۳ معادل ۴۰۲ هزار میلیارد ریال بوده است و این در حالی است که با فرض رشد ۱۲/۲ درصدی در پنج سال و ۹/۷ درصدی در ۶ سال آینده، پس از آن میزان تشکیل سرمایه تا سال ۱۳۹۴ باید به عدد ۹۳۳ هزار میلیارد ریال بالغ گردد. بنابراین شکاف ۱۲ ساله در فاصله ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ پانصد و سی و یک میلیارد ریال خواهد بود.

مبانی رشد اقتصادی و یکی از پیش شرط‌های رشد، وجود نرخ رشد سرمایه‌گذاری مناسب است. برای دستیابی به نرخ مناسبی از سرمایه‌گذاری، نیازمند ایجاد ساختار و الزامات سرمایه‌گذاری هستیم. بسیاری از مطالعات تجربی و مدل‌های رشد نشان می‌دهند که یکی از مهم‌ترین عوامل گسترش زمینه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، توسعه بازارهای مالی، نهادها و ابزارهای این بازار و همچنین ارتباط آن با بدنه اقتصاد ملی است. طبعاً توسعه بخش مالی، خود تحت تأثیر عوامل متفاوتی مانند ساختار مناسب قانونی و سازوکار اجرایی بخش‌های بازار مالی، ارتقای دانش سرمایه‌گذاری، تقویت و آموزش نیروی انسانی مجرب و متخصص جهت حضور در بازارهای مالی قرار دارد که هر یک از آنها به عنوان پیش زمینه‌ای برای توسعه مهم هستند.

این در شرایطی است که واقعیت‌های آماری در کشور نشان می‌دهند که علی‌رغم عزم مسئولان و برنامه‌ریزان در دستیابی به توسعه و هدف‌گذاری نرخ رشد اقتصادی بیش از ۸ درصدی، همچنان عدم توجه به برخی الزامات توسعه و از دیدگاه این مقاله فقدان زیر ساخت‌های توسعه بخش مالی باعث شده است که نتوانیم به برخی از اهداف کوتاه مدت و بلند مدت تعریف شده دست یابیم.

۲-۶- پس‌انداز

سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل در پروسه بهره‌وری و استفاده از منابع فیزیکی و نیروی کار قرار دارد و در شرایطی که تعداد متخصصین و دانش‌آموختگان کشور همپای بسیاری از کشورهای توسعه یافته قرار دارند و منابع طبیعی و معدنی ایران فراتر از استانداردهای جهانی است. یکی از

راهبردهای مهم برای خروج از مرحله طولانی دوران گذار و دستیابی به توسعه، استفاده بهینه از سرمایه و تجمع آن به شکل منسجم و نیرومند نی باشد.

شکل‌گیری پس‌انداز، به عنوان اولین گام برای تجمع سرمایه محسوب می‌گردد. براساس آخرین اطلاعات منتشره بانک مرکزی و صندوق بین‌المللی پول، سهم پس‌انداز از تولید ناخالص ملی در ایران سهم قابل توجه ۴۳/۳ درصد و میانگین نرخ رشد آن در طول پنج سال گذشته بیش از ۱/۲ درصد بوده است. این سهم در مقایسه با کشورهای با درآمد کمتر از متوسط (۳۰ درصد)، سهم بالاتری را نشان می‌دهد (جدول ۱). همچنین در مقام مقایسه سهم مذکور به شکل میانگین برای کشورهای منطقه خاورمیانه ۲۹ درصد، برای ترکیه، پاکستان، مالزی و سنگاپور به ترتیب ۱۵ و ۴۴ و ۴۸ درصد می‌باشد. به نظر می‌رسد که میزان تشکیل پس‌انداز در ایران هر چند که در مقایسه با کشورهایی که به رشد قابل ملاحظه اقتصادی دست یافته و چند سالی است که از مرحله گذار گذشته‌اند، سهم پایین‌تری است، اما به شکل بالقوه با استانداردهای کشورهای در حال توسعه هماهنگ بوده و حتی شاخص مناسب‌تری را نشان می‌دهد. به عبارت دیگر به نظر می‌رسد که منابع مالی به حد کفایت برای خیز اقتصادی در ایران وجود دارد. این مسئله خصوصاً هنگامی که با بررسی پس‌انداز عرف در کشور (سپرده‌های بانکی) همراه می‌گردد، دیدگاه کامل‌تری را ارائه می‌نماید.

جدول ۱- نسبت تشکیل پس‌انداز نام خالص داخلی به تولید ناخالص ملی به تفکیک گروه‌های درآمدی کشورها

۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	۱۹۹۶	۱۹۹۵	
--	۲۰/۹	۲۱/۳	۲۲/۳	۲۲/۳	۲۲/۷	۲۳	۲۲/۶	۲۲/۶	میانگین جهانی
--	۱۹/۷	۲۰/۵	۲۱/۶	۲۱/۸	۲۲/۴	۲۲/۵	۲۲	۲۱/۹	کشورهای با درآمد بالا
۲۳/۹	۲۳/۹	۲۱/۹	۲۴	۲۲/۹	۲۲/۳	۲۴/۲	۲۴/۴	۲۳	کشورهای با درآمد بالاتر از متوسط
۲۸/۳	۲۷/۴	۲۶/۱	۲۶/۵	۲۵/۵	۲۵/۳	۲۶/۴	۲۶/۳	۲۶/۵	کشورهای با درآمد متوسط
۳۰/۳	۲۹/۱	۲۸/۱	۲۷/۸	۲۶/۸	۲۶/۸	۲۷/۵	۲۷/۲	۲۸/۲	کشورهای با درآمد کمتر از متوسط
۲۰/۳	۱۹/۸	۱۹/۵	۱۹/۷	۱۸/۳	۱۷/۱	۱۸/۱	۱۸/۴	۲۰/۴	کشورهای کم درآمد
۴۳/۴	۴۲	۳۷/۸	۳۴/۹	۲۷/۴	۳۱/۳	۳۲/۱	۲۵/۳	۲۰/۸	ایران

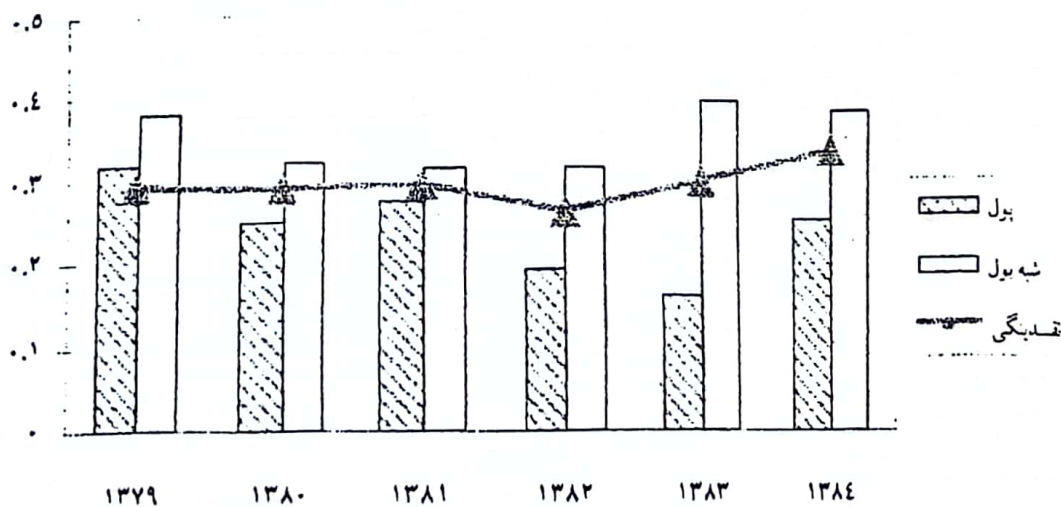
مأخذ: World Development Indicators 2005



بر پایه آمارهای اولیه بانک مرکزی در پایان سال ۱۳۸۴، میزان کل سپرده‌های بلند مدت مردم ۶۰۳ هزار میلیارد ریال بوده که نسبت به دوره مذکور در سال گذشته، ۳۹/۳ درصد رشد داشته و بر اساس همین آمار، سپرده‌های بلند مدت در بانک‌ها در ۵ سال گذشته با میانگین ۳۵ درصد در سال رشد کرده‌اند.

این در حالی است که سیستم بانکداری دولتی و چند بانک محدود خصوصی به گونه‌ای عمل می‌کنند که امکان ورشکستگی آنها در حد صفر بوده و سپرده‌های مردم با درصد سود ثابتی بازپرداخت خواهد شد. طی ۵ سال گذشته، متوسط سود پرداختی به سپرده‌های بلندمدت ۱۷/۵ درصد بوده و متوسط نرخ تورم در دوره مذکور ۱۵/۲ درصد برآورد می‌گردد. بدین ترتیب در شرایطی که بازده سپرده‌های بانکی عملاً در مقایسه با شرایط تورمی کشور، رقمی بیش از ۲ درصد در سال را نشان می‌دهد، سهم بالایی از نقدینگی، جذب سیستم بانکی شده است که حاکی از ناکارآمدی و فقر فرهنگ پس‌انداز در کشور و بحران جذب پس‌انداز در آینده خواهد بود. بدین ترتیب عملاً پس‌انداز در ایران معنی واقعی خود (مصرف کمتر امروز برای مصرف بیشتر در آینده است) را از دست داده است. نمودار ۱ نشان می‌دهد که طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۸۳ حجم سپرده‌های بانکی در شرایطی که نرخ رشد نقدینگی تقریباً ثابت بوده، با نرخ فرایند رشد نموده است.

نمودار ۱- مقایسه نرخ رشد پول، نقدینگی و شبه پول

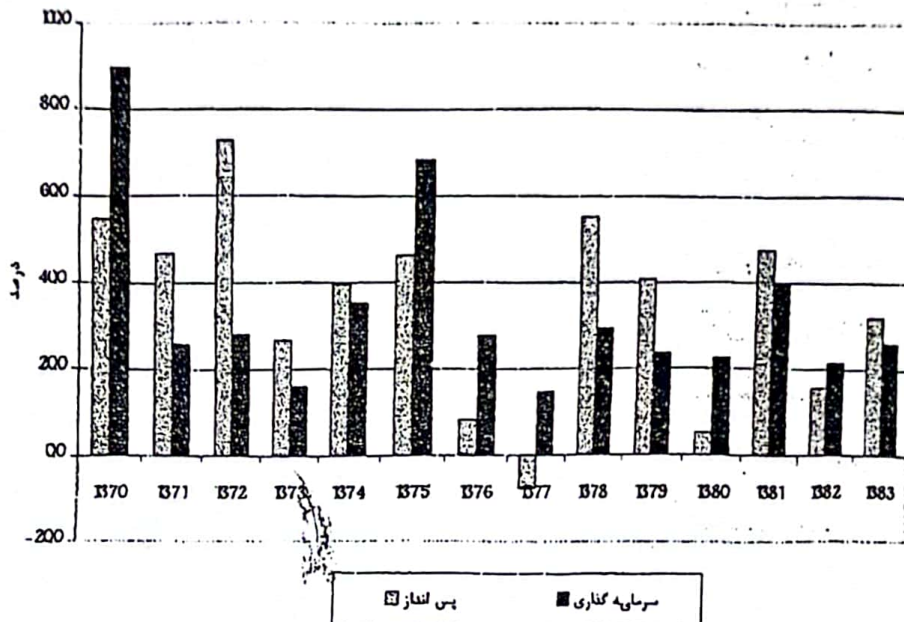


از آنجا که بر اساس اهداف برنامه چهارم توسعه، رشد نقدینگی در کشور به منظور دستیابی به اهدافی مانند کنترل تورم، اصلاح سیستم پولی و استقلال بانک مرکزی باید تا سطح ۸/۷ درصد کاهش یابد، لذا مشخص نیست که روند جذب سپرده‌های بانکی چگونه تغییر خواهد کرد و آیا روند کنونی در جذب سپرده‌های ادامه خواهد یافت یا خیر؟ این مسئله خصوصاً در تعامل با مقوله کنترل و کاهش نرخ بهره، از اهمیت بیشتری برخوردار گشته و لزوم برنامه‌ریزی هدفمند در جذب سپرده‌های مردم در زمینه‌های اقتصادی را گوشزد می‌سازد. طبیعی خواهد بود در صورت عدم توجه به این مسئله (احتمالاً) منابع پس‌اندازی تمایل کمتری به جذب در نظام بانکی خواهند داشت و در شرایط فقدان سیستم کارآمد بورس و بازار سرمایه، زمینه‌های جذب دیگر از جمله دلالی، خرید کالاهای مصرفی بادوام، خرید طلا، و غیره به شکل متعارف مفهوم پس‌انداز را خواهند یافت. لذا به نظر می‌رسد مهم‌ترین چالشی که فرآیند تجمیع پس‌انداز در آینده با آن روبروست عدم درک ماهیت پس‌انداز در کشور و ماهیت سیاست‌های پولی آینده است.

۳-۶- تجمیع پس‌انداز

دومین مرحله زنجیره تشکیل سرمایه، تجمیع پس‌اندازهاست. نمودار ۲ نرخ رشد پس‌انداز تشکیل سرمایه در کشور را نشان می‌دهد. در حقیقت نمودار فوق بیانگر این مسأله است که آیا منابع پس‌اندازی که از نرخ رشد مناسبی برخوردار بوده‌اند توانسته‌اند به شکل مناسب تجمیع شده و به سرمایه‌گذاری بهینه تبدیل شوند. ملاحظه می‌شود که در بیشتر سال‌های مورد بررسی، نرخ رشد پس‌انداز سریع‌تر از نرخ رشد سرمایه‌گذاری بوده و در چند سال اخیر به جز دو سال ۸۰ و ۸۲ پس‌انداز آهنگ تندتری داشته است.

نمودار ۲- مقایسه نرخ رشد پس انداز و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص



براستی در شرایطی که به نظر می‌رسد منابع مالی به شکل بالقوه در اقتصاد ایران وجود دارد، چرا سازوکار استفاده از این منابع عملاً شکل ننگرفته و راهکاری نیز برای آن در برنامه‌ریزی کلان کشور در نظر گرفته نشده است؟

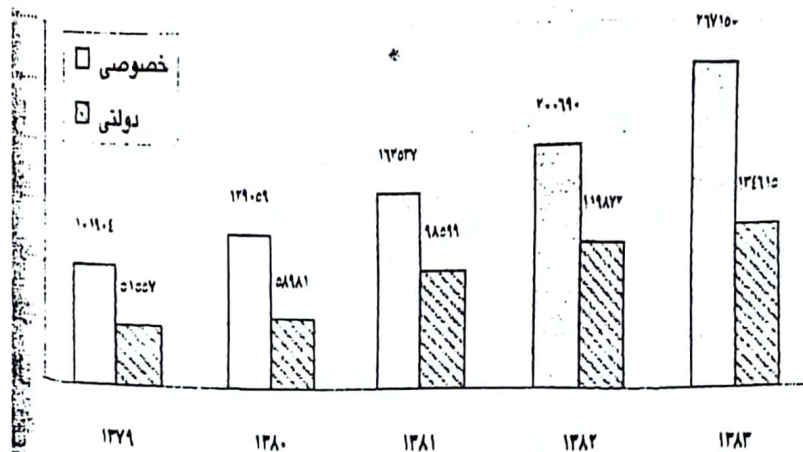
این مسئله به عنوان یک کاستی دیرینه در کشور شناخته می‌شود و هر چند گاهی نیز به شکل هرج و مرج در سیستم جذب منابع مالی، خود را نشان می‌دهد. به عنوان مثال می‌توان هجوم مردم برای خرید اوراق مشارکت، ثبت نام برای موبایل، افزایش فصلی تقاضا برای طلا (خصوصاً با توجه به حجم بالای واردات طلا) و شکل‌گیری دوره‌های برخی تقاضاهای کاذب برای کالاهای مصرفی - سرمایه‌ای را به عنوان مظاهری از آن نام برد.

آمارها نشان می‌دهند که در سال ۱۳۸۳ از کل پس انداز شکل گرفته در کشور ۷۶ درصد (بر اساس حسابهای ملی) صرف سرمایه‌گذاری در مجراهای قابل شناسایی شده است و ۱۲۴ هزار میلیارد ریال از منابع پس اندازی از چرخه خارج شده‌اند.

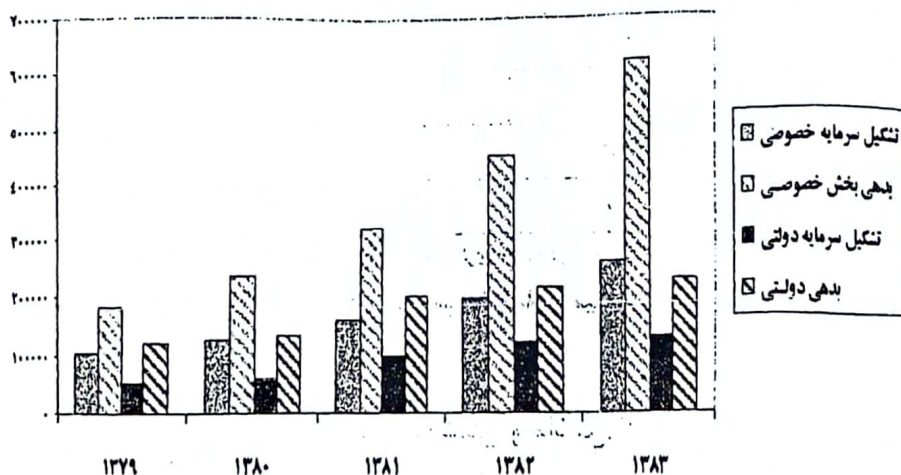
سهم تشکیل سرمایه از تولید ناخالص ملی برای کشورهای با درآمد کمتر از متوسط ۲۷ درصد برای کشورهای خاورمیانه ۲۳ درصد و برای کشورهای ترکیه، پاکستان، مالزی، روسیه به ترتیب

۱۸،۲۴، ۱۴،۲۰ درصد می باشد که حاکی از قابل قبول بودن حجم سرمایه گذاری در مقایسه با تولید ناخالص ملی در ایران است. همچنین روند چند سال گذشته نشان می دهد که سهم بخش خصوصی از تشکیل سرمایه در کشور حدوداً $\frac{۱}{۹}$ بیشتر از بخش دولتی بوده و میزان بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی در مقایسه با بخش دولتی نیز $\frac{۱}{۷}$ برابر بیشتر می باشد.

نمودار ۳- مقایسه بدهی بخش خصوصی و دولتی به سیستم بانکی



نمودار ۴- مقایسه مجموع تشکیل سرمایه در دو بخش خصوصی و دولتی و میزان انتظارات سیستم بانکی به هر بخش



در این زمینه سهم هر یک از بخش‌های اقتصادی در جذب سرمایه قابل توجه است. متأسفانه آمار تفکیکی تشکیل سرمایه در بخش‌های مختلف خصوصاً با تأکید بر بخش مالی موجود نبوده و صرفاً تشکیل سرمایه در زیر بخش‌های بزرگ اقتصادی مد نظر قرار گرفته‌اند. جدول ۲ ساختار تشکیل سرمایه در کشور و سهم هر یک از بخش‌های اقتصادی در جذب منابع مالی را نشان می‌دهد.

جدول ۲- سهم هر یک از بخش‌های اقتصاد از میزان تشکیل سرمایه در کشور

سال	سهم خدمات	سهم صنایع و معادن	سهم نفت و گاز	سهم کشاورزی
۱۳۷۵	۶۱/۶	۲۷/۳	۵/۷	۵/۳
۱۳۷۶	۶۳/۱	۲۴/۶	۶/۶	۵/۷
۱۳۷۷	۶۷/۱	۲۲/۸	۴/۳	۵/۷
۱۳۷۸	۶۲/۹	۲۳/۶	۸/۲	۵/۳
۱۳۷۹	۶۳/۸	۲۵/۴	۶/۴	۴/۳
۱۳۸۰	۶۷/۷	۲۲/۱	۶/۳	۳/۹
۱۳۸۱	۶۰/۶	۲۷/۲	۷/۷	۴/۶
۱۳۸۲	۶۱/۴	۲۷/۱	۷/۶	۳/۸

مأخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

همچنین با در نظر گرفتن دوبخش ساختمان و ماشین‌آلات، روند جذب منابع مالی در سال ۱۳۸۲ نشان می‌دهد که تشکیل سرمایه ثابت ۱۳۵ هزار میلیارد ریال در بخش ساختمان و ۱۸۷ هزار میلیارد ریال در بخش ماشین‌آلات است که هر کدام، به ترتیب نسبت به سال گذشته ۱۷/۱ و ۲۶/۳ درصد رشد داشته‌اند.

۴-۶- جایگاه بازار سرمایه

در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه پیشرو، بازار سرمایه به عنوان منبع اصلی تأمین مالی و جذب منابع پس‌اندازی محسوب می‌گردد. از سوی دیگر، این بازار ارتباط منطقی گروه متوسط

درآمدی با بدنه اقتصاد را به وجود آورده و امکان حضور و دلبستگی توده مردم را به اقتصاد کشور فراهم نموده است. به همین دلیل سهم بازار سرمایه و بورس از اقتصاد ملی در کشورهای توسعه یافته قابل توجه بوده و به عنوان عاملی مهم در شکل‌گیری و ایجاد ارتباط با اقتصاد بین‌الملل، نمود داشته است. اطلاعات فدراسیون جهانی بورس‌ها نشان می‌دهد که سهم بازار سرمایه از تولید ناخالص ملی در کشورهای توسعه یافته صنعتی بیش از ۱۰۰ درصد می‌باشد. سهم این بازار برای کشور در حال توسعه نیز فرایندی صعودی را طی می‌کند و به طور میانگین بیش از ۵۰ درصد تولید ناخالص ملی را تشکیل می‌دهد.

بررسی بازار سرمایه ایران حاکی از آن است که تا قبل از سال ۱۳۶۸ این بازار عملاً فعالیت در خور توجهی در اقتصاد نداشته و سطح سرمایه‌گذاری در آن در حدود ۱۷ میلیارد ریال بوده است. به طوری که بورس اوراق بهادار تهران^۱ در دوره‌های مختلف حیات خود بنا به دلایل گوناگون تاکنون نتوانسته است نقش عمده‌ای در تأمین منابع مالی داشته باشد و گاهی با کاهش شدید فعالیت و رکود مواجه بوده است. این امر در سال ۱۳۷۱ به طور مشخص نمایان گردید. کاهش معاملات در بورس تهران، مؤید این نکته است که این بازار نتوانسته است رسالت خود را به نحو مطلوب انجام دهد.

در نتیجه افت و خیزهای بورس اوراق بهادار تهران از بدو تأسیس تاکنون، این بازار در مجموع دارای عملکرد مطلوبی نبوده و نقش چندانی را در تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی بر عهده نداشته است. در یک بررسی اجمالی، موارد زیر را می‌توان از عوامل اصلی افت و رکود بورس اوراق بهادار تهران و عدم تأثیر این بازار بر تبخیر منابع مالی، قلمداد کرد:

- روشن نبودن سیاستهای اقتصادی
- نبود فرهنگ بورس به عنوان نهاد مناسب تأمین مالی
- نظام نادرست اطلاعاتی بورس که ناقص و غیرمستمر است
- نگرشها و انتظارات خریداران سهام
- نقش ارز در اقتصاد کشور
- شفاف نبودن اطلاعات منتشر شده از سوی بورس در خصوص عملکرد شرکتها و عدم امکان دسترسی عموم سرمایه‌گذاران به اطلاعات
- نارساییها و محدودیتهای قانونی نظیر قانون تجارت، قانون مالیاتهای مستقیم، قانون کار و نظایر

۱- رهنمای رودپشتی، فریدون «نقش بازارهای مالی در توسعه اقتصادی کشور»، تدبیر، شماره ۸۹، سال ۱۳۷۷.

اینها

- وجود حلقه‌های مفقوده بین بنگاه اقتصادی (عرضه‌کننده سهام)، بازار بورس و خریداران
 - تنوع نداشتن اوراق بهادار مورد معامله در بورس و فقدان ابزارهای متنوع
 - نبود خدمات مشاوران مالی و سرمایه‌گذاری و مؤسسات تخصصی (این امر در اختیار دلالتان بورس قرار گرفته است)
 - حساسیت زیاد بورس نسبت به مسایل حاشیه‌ای (تأثیرپذیری)
 - روشن نبودن سیاستهای قیمت‌گذاری کالاهای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
 - تورم و سایر نوسانات اقتصادی
 - عدم تناسب بین نرخ بازده سرمایه‌گذاری در بورس با سرمایه‌گذاری در سایر بازارهای سرمایه
 - نظیر بانکها و بازارهای خارج از بورس
 - ضعف مدیریت بنگاه‌های اقتصادی
 - وابستگی اقتصاد کشور به درآمد حاصل از فروش نفت و گاز
 - روشن نبودن سیاستهای تولید و توسعه در کشور
 - تغییرات شدید سیاسی، اداری و نظایر اینها در کشور و بورس
 - بی‌اعتمادی مردم به سرمایه‌گذاری در سهام عرضه شده در بورس
 - روشن نبودن مفاهیم آکادمیک و کلاسیک نقش بورس در توسعه اقتصادی، در مجامع علمی کشور و اهمیت نیافتن پژوهش در این زمینه
 - سیاستهای متغیر در امر واردات و صادرات
- مجموعه عوامل مذکور، در دوره‌های مختلف دارای نوسان و شدت و ضعف بوده است. در دوره‌ای، برخی از عوامل مذکور شدت بیشتری داشته‌اند و در دوره‌ای دیگر، برعکس.
- حرکت رو به رشد بازار، خصوصاً در چند ساله خیر باعث گردید که حجم سرمایه‌گذاری در آن افزایش یافته و بر اساس آخرین اطلاعات، میزان تشکیل سرمایه در بورس ایران در سال ۱۳۸۲ به رقم ۳۸۵۷۷ میلیارد ریال رسیده است. این رقم در مقایسه با کل تشکیل سرمایه ثابت در کشور ۹۶ درصد است که در مقایسه با سالهای گذشته افزایش قابل توجهی یافته است، اما سهم اندکی را در مقایسه با دیگر کشورها و اهمیت واقعی بازار سرمایه را نشان می‌دهد. این سهم برای کشورهایمانند آفریقای جنوبی، لوکزامبورگ، هنگ‌کنگ، تایوان و مالزی به ترتیب ۴۹/۵، ۴۱/۸، ۳۷/۸،

۲۶/۷، ۱۵/۴ می‌باشد.

بررسی سایر شاخص‌های بورسی در ایران حاکی از روند رو به رشد بازار سرمایه کشور است و در مقایسه با دیگر بخش‌های اقتصادی رشد مناسبی را نشان می‌دهد. این مسئله خصوصاً در جذب سهامداران جدید و توسعه فرهنگ سهامداری بسیار حایز اهمیت بوده و با در نظر گرفتن حدوداً سه میلیون که سهامداری در کشور می‌توان عنوان کرد که لااقل ۱۵ میلیون نفر از مردم ایران با بازار سرمایه کشور در ارتباط بوده و از این منظر نسبت به عملکرد اقتصاد کلان و خصوصاً بخش صنعت حساس شده‌اند.

جدول ۳- سهم بورس در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص (میلیارد ریال و درصد)

سال	افزایش سرمایه در بورس	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص	سهم در تشکیل سرمایه
۱۳۷۵	۱/۳۲۳۷	۶۵۶۲۶	۴/۹
۱۳۷۶	۱۰۰۰/۸۷	۸۳۷۶۵	۱/۲
۱۳۷۷	۱۵۰۲/۷۶	۹۶۰۵۱	۱/۶
۱۳۷۸	۳۳۱۷/۱۳	۱۲۴۲۰۱	۲/۷
۱۳۷۹	۵۰۳۶/۳۸	۱۵۳۴۶۲	۳/۳
۱۳۸۰	۲۸۰۹/۶	۱۸۷۹۹۹	۱/۵
۱۳۸۱	۶۹۳۴/۳	۲۶۲۵۸۸	۲/۶
۱۳۸۲	۱۲۲۸۳/۸	۳۱۸۸۲۰	۳/۹
۱۳۸۳	۳۸۵۷۷/۵	۴۰۱۷۶۵	۹/۶

بر اساس آمارها نسبت حجم ارزش جاری بازار سرمایه به تولید ناخالص ملی در پایان سال ۱۳۸۴، معادل ۳۲۵۷۲۷/۸ میلیارد ریال بوده است که نسبت به سال گذشته ۱۵ درصد رشد منفی نشان می‌دهد. همچنین تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از ۳۰۷ شرکت در سال ۱۳۷۹ به ۴۱۹ شرکت در سال ۱۳۸۴ افزایش یافته است.

جدول ۴- مقایسه تورم و بازدهی در بازار اوراق بهادار (میانگین تغییرات شاخص کل)

سال	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	میانگین کل دوره	میانگین ۵ ساله
تورم	۴۹/۳	۲۳/۲	۱۵	۱۸/۱	۲۰/۱	۱۲/۶	۱۱/۴	۱۵/۸	۱۵/۶	۱۵/۲	۱۴/۶	۱۹/۲	۱۴/۵۲
میانگین بازده بورس	۱۴۲/۹۲	۲۵	۱۴/۶۱	۶/۹۲	۴۳/۶۷	۳۴/۸۲	۲۶/۳۷	۳۴/۶۴	۱۲۴/۷	۶/۶	-۱۹	۳۴/۴	۳۴/۷

اما در عین اینکه سهم بازار سرمایه کشور در حال گسترش است و به نظر می‌رسد نقش آن که در اقتصاد ملی پررنگ‌تر شده اما ارتباط منطقی بین نوسانات بازار سرمایه و بدنه کلان اقتصاد کشور دیده نمی‌شود. بررسی‌ها و مطالعات اقتصاد سنجی و آماری در این زمینه حاکی از آن است که عملاً نمی‌توان در دوره زمانی کوتاه مدت، دلایل محکمی برای وجود رابطه قوی بیم شاخص تغییرات بازار سرمایه و تغییرات در بخش‌های واقعی اقتصاد پیدا کرد و به عبارت دیگر بر خلاف بسیاری از کشورهای توسعه یافته که بورس را دماسنج اقتصادی می‌دانند، در ایران، بین روند اقتصادی کشور و شاخص‌های بازار سرمایه چندان ارتباط معنی‌داری یافت نمی‌شود.

این مسئله نشان می‌دهد که بازار سرمایه کشور تاکنون نتوانسته هم جهت و همراه با اقتصاد کلان کشور حرکت کند. به عبارتی بازار سرمایه کشور به عنوان نمادی از مجموعه فعالیت‌های مولد اقتصادی نمی‌تواند آئینه تمام‌نمای اقتصاد ایران باشد و به عنوان پشتوانه‌ای قابل اعتماد در اقتصاد ایران القی گردد. این مسئله از دو جنبه برای اقتصاد ایران دارای اهمیت است. از یک سو عدم وجود رابطه قوی بین بازار سرمایه و دیگر بخش‌های واقعی اقتصادی حکایت از فقدان بازار سرمایه منسجم و کارا در اقتصاد ایران داشته و نشان‌دهنده فقدان زمینه‌های توسعه پایدار در این بازار می‌باشد و از سوی دیگر بیان‌کننده عدم توانایی سیستم اقتصادی کشور در ایجاد ارتباط منطقی بین بخش‌های مختلف اقتصادی است. در این میان، بازار سرمایه به دلیل فراهم نکردن ساختار مناسب و سازوکار قابل اعتماد جهت فعالیت، و اقتصاد کشور به دلیل نداشتن برنامه‌ریزی و سیاست‌گذاری بهینه در ارتباط با بازار سرمایه و عدم استفاده بهینه از منابع مواجهه زیر سؤال خواهند بود.

۵-۶- امکانات و الزامات بازار سرمایه ایران

اکنون پرسش اصلی این است که چرا علی‌رغم وجود امکانات سرمایه‌ای مناسب و منابع مالی قابل اتکا نتوانسته‌ایم بازار سرمایه را تجهیز کرده و در جذب منابع خارجی نیز ناموفق بوده‌ایم و علی‌رغم آنکه می‌دانیم باید بازار سرمایه توسعه یافته داشته باشیم، در برنامه‌ریزی توسعه کشور و سند چشم‌انداز، به نقش این بازار توجه نشده است و سازوکار مناسب برای توسعه آن را در نظر نگرفته‌ایم؟ دست اندرکاران بازار سرمایه، بر این اعتقادند که وجود یا عدم وجود چند عامل مهم، تأثیر به‌سزائی در توسعه بازار سرمایه دارد.

۱-۵-۶- امنیت

مهم‌ترین عنصر به وجود آورنده بازار سرمایه، امنیت است. در واقع امنیت در بعد اقتصادی، سیاسی و قانونی است که می‌تواند با ایجاد چشم‌انداز میان مدت برای سهامداران و سرمایه‌گذاران، به عنوان اساسی‌ترین عاملی که بازار سرمایه را به پیش می‌برد و حضور سرمایه‌گذاران در آن را بادوام می‌سازد، عمل کند.

بررسی روند ریسک کشور در ده سال گذشته نشان می‌دهد علی‌رغم آنکه برخی از شاخص‌ها خصوصاً در سال گذشته به علت افزایش درآمد نفت بهبود یافته، اما ریسک ایران در بین کشورهای همسایه و کشورهای در حال توسعه‌ای که پذیرای سرمایه‌گذاری خارجی بوده و رشدی متناسب را تجربه کرده‌اند، بالاتر می‌باشد.

بر اساس آخرین اطلاعات واحد اقتصادی اکونومیست، ایران با ریسک اقتصادی ۶۷ درصد در رده D و در رتبه ۵۸ از بین ۶۰ کشور مورد بررسی قرار دارد. بر این اساس، تنها کشورهایمانند نیجریه و ونزوئلا از ریسک بیشتری برخوردار هستند. مقایسه درجه ریسک‌پذیری ایران با کشورهایمانند سنگاپور ۱۲ درصد، امارات متحده عربی ۲۸ درصد، بحرین ۳۴ درصد، چین ۵۰ درصد، ترکیه ۵۱ درصد و پاکستان ۶۶ درصد، حاکی از ضرورت توجه خاص به این موضوع است. این اطلاعات با میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران در مقایسه با میانگین کشورهای با درآمد کمتر از متوسط و کشورهای خاورمیانه مقدار بسیار کمی را نشان می‌دهد.

جدول ۵

رتبه ایران در بین کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا بر اساس شاخص Heritage

رتبه کل در جهان	کشور	سال	میانگین کلی از شاخص ها	تجارت	بار مالی	دخالت دولت	سیاست پولی	سرمایه گذاری خارجی	بانکداری و تأمین مالی	قیمت و دستمزد	حق مالکیت	قوانین و مقررات	بازار سپاه
۲۰	بحرین	۲۰۰۵	۲/۱	۳	۲	۴/۵	۱	۲	۱	۲	۱	۲	۲/۵
۳۳	اسرائیل	۲۰۰۵	۲/۳۶	۲	۴/۱	۲/۵	۱	۲	۴	۲	۲	۳	۲
۴۸	امارات	۲۰۰۵	۲/۶۸	۲	۱/۳	۴	۱	۳	۴	۳	۳	۳	۲/۵
۵۴	کویت	۲۰۰۵	۲/۷۶	۲	۱/۶	۴/۵	۱	۴	۳	۲	۳	۳	۲/۵
۵۸	اردن	۲۰۰۵	۲/۷۹	۴	۳/۹	۳	۱	۲	۲	۳	۳	۲	۳
۶۰	عمان	۲۰۰۵	۲/۸۱	۳	۱/۶	۴/۵	۱	۳	۳	۴	۳	۳	۲
۶۰	عربستان	۲۰۰۵	۲/۹۹	۴	۱/۴	۴/۵	۱	۴	۴	۲	۳	۳	۳
۷۶	لبنان	۲۰۰۵	۳/۰۵	۳	۲/۵	۳	۱	۴	۲	۳	۴	۴	۴
۸۱	قطر	۲۰۰۵	۳/۱	۳	۲	۴/۵	۲	۴	۳	۳	۳	۴	۲/۵
۸۳	تونس	۲۰۰۵	۳/۱۴	۵	/۹	۲/۵	۱	۴	۴	۲	۳	۳	۳
۸۵	مراکش	۲۰۰۵	۳/۱۸	۵	۳/۸	۲/۵	۱	۲	۴	۳	۴	۳	۲/۵
۱۰۳	مصر	۲۰۰۵	۳/۳۸	۴	۴/۳	۳	۲	۳	۴	۳	۳	۴	۲/۵
۱۱۴	الجزایر	۲۰۰۵	۳/۴۹	۵	۳/۹	۴	۱	۳	۴	۳	۴	۳	۴
۱۳۲	یمن	۲۰۰۵	۳/۷	۴	۴	۴	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۴
۱۳۹	سوریه	۲۰۰۵	۳/۹	۵	۴	۴/۵	۱	۴	۵	۴	۴	۴	۲/۵
۱۴۸	ایران	۲۰۰۵	۴/۱۶	۲	۳/۶	۵	۴	۴	۵	۴	۵	۵	۴
۱۵۳	لیبی	۲۰۰۵	۴/۴	۵	۵	۴	۱	۵	۵	۵	۵	۵	۴

بر طبق آخرین اطلاعات بانک جهانی، در سال ۲۰۰۳ از ۴/۷ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خارجی در خاورمیانه تنها ۱۲۰ میلیون دلار یعنی ۲/۵۲ درصد آن در ایران سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شده است و بر اساس برنامه چهارم و پنجم توسعه قرار است میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ترتیب تا ۳۹۱۲ و ۷۱۳۲/۸ میلیون دلار افزایش یابد.

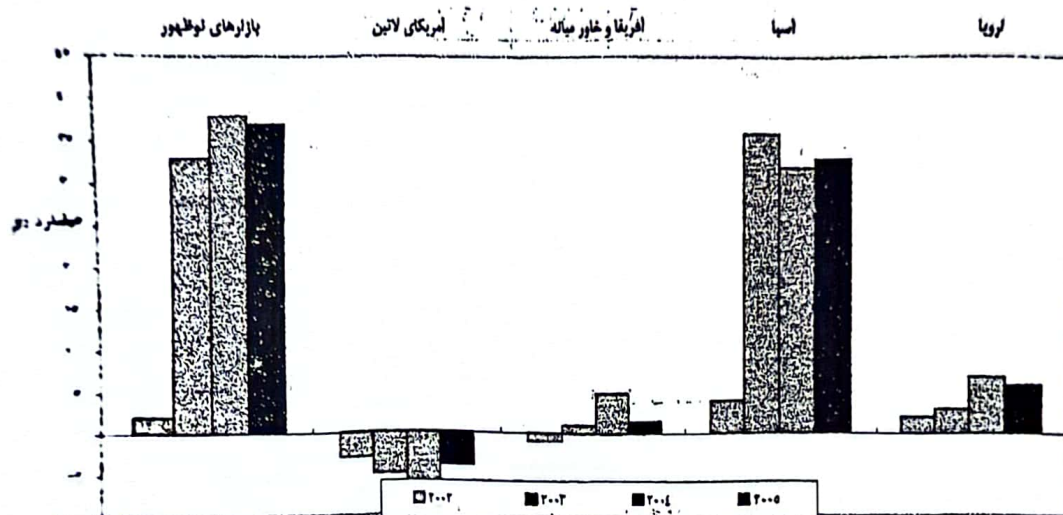
جدول ۶- خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ورودی به تولید ناخالص (درصد)

کشور	۱۹۸۰	۱۹۸۵	۱۹۹۰	۱۹۹۵	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳
چین	۰/۰۳	۰/۵۴	۰/۹۸	۵/۱۲	۳/۹۱	۳/۵۵	۳/۷۶	۳/۸۸	۳/۷۸
ایران	۰/۰۹	-۰/۰۲	-۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۰۴	۰/۰۵	۰/۰۲۴	۰/۰۹
کره	۰/۰۱	۰/۲۴	۰/۳۰	۰/۳۴	۲/۱۰	۱/۸۱	۰/۷۳	۰/۴۴	۰/۰۹
قزاقستان	—	—	۰/۰۰	۴/۷۳	۹۰/۴۱	۷/۰۱	۱۲/۸۰	۱۰/۴۹	۷/۰۲
مالزی	۳/۷۵	۲/۱۹	۵/۳۰	۴/۷۰	۴/۹۲	۴/۱۹	۰/۶۳	۳/۳۷	۲/۳۸
ترکیه	۰/۰۳	۰/۱۵	۰/۴۵	۰/۵۲	۰/۴۳	۰/۴۹	۲/۲۵	۰/۵۶	۰/۶۵

در ارتباط با بازار سرمایه، بحث سرمایه‌گذاری خارجی ابعاد دیگری به خود می‌گیرد. آمار نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران عملاً از این امکان بی‌بهره بوده است. در سال ۲۰۰۵ میزان سرمایه‌گذاری در پرتفوی بازارهای نوظهور به شکل خالص به بیش از ۳۷ میلیارد دلار رسید و انتظار می‌رود که در چند سال آینده سهم آسیا - اقیانوسیه از کل گردش پرتفوی بیش از ۹۰ درصد باشد. در حالیکه سهم ایران از خالص ورودی‌های پرتفوی نزدیک به صفر است.

همچنین با تغییرات گسترده در وضعیت قانون‌گذاری در منطقه خاورمیانه در جهت جذب منابع مالی، پیش‌بینی می‌شود رشد این منطقه قابل توجه باشد. گرچه سهم گردش سرمایه خصوصی جهانی در این منطقه چندان بالا نیست، اما طی سال‌های اخیر، ورودی‌های این منطقه افزایش قابل ملاحظه‌ای یافته است. طبق آخرین پیش‌بینی‌های انجام شده، کل گردش سرمایه بخش خصوصی در این منطقه در سال ۲۰۰۵ نسبت به سال قبل، از افزایش تدریجی آن خبر می‌دهد که افزایش مزبور بیشتر از ناحیه سرمایه‌گذاری‌های مستقیم و کاهش گردش سرمایه پرتفوی می‌باشد.

نمودار ۵- سرمایه‌گذاری خالص در پرتفوی



۲-۵-۶- قانون

یکی دیگر از اصلی‌ترین عوامل شکل‌گیری بازار سرمایه وجود قوانین به روز و مناسب با شرایط بازار سرمایه می‌باشد. در حال حاضر قانون جدید در بازار سرمایه ایران در شرف اجراست و امید می‌رود که بخشی از کاستی‌های بازار در امر نظارت و قانون‌گذاری مرتفع گردد. بخشی از مهم‌ترین مباحثی که در قانون جدید بازار اوراق بهادار مد نظر قرار داده است به شرح زیر می‌باشند:

الف - تشکیل سازمان نظارت واحد بورس اوراق بهادار.

ب - وظایف سازمان نظارت شامل مواردی مانند صدور مجوز ثبت شرکت‌های سهامی عام و نظارت بر افشاء اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده، همکاری و مشارکت با سایر مراجع قانون‌گذاری در سطح بین‌المللی و پیوستن به سازمان‌های منطقه‌ای و جهانی، انجام تحقیقات کلان و بلندمدت برای تدوین سیاست‌های آتی بازار اوراق بهادار، همکاری نزدیک و هماهنگی با مراجع حرفه‌ای حسابداری به ویژه هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی می‌باشد.

ج - تأکید بر جایگاه تشکل‌های حرفه‌ای در بازار سرمایه از طریق دارا بودن یک نماینده در شورای بورس و جایگاه مشورتی این نهادها.

د - افزایش مدت مأموریت اعضای هیأت مدیره سازمان تا ۵ سال.

ه - نحوه انتخاب رئیس هیأت مدیره سازمان نظارت به پیشنهاد رئیس شورا و با تصویب شورا و

مدت انتصاب رئیس تا ۳۰ ماه.

و - جهت نظارت بیشتر اعضای شورا و سازمان موظفاند، فعالیتهای اقتصادی و مالی خود و همچنین مشاغل تمام وقت یا پاره وقت خود را که طی دو سال اخیر به آن اشتغال داشته یا دارند را به رئیس شورا گزارش نمایند.

ز - در مبحث مرتبط با بازار ثانویه مواردی چون پذیرش اوراق بهادار توسط بورس پس از ثبت آن اوراق نزد سازمان، نحوه شروع فعالیت کارگزاری، کارگزار معامله گری و بازارگردانی، تأسیس و نظارت بر فعالیتهای نهادهای مالی موضوع این قانون زیر نظر سازمان نظارت تأیید صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیران، میزان حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه نحوه گزارش دهی و چگونگی نهادهای مالی موضوع قانون توسط سازمان نظارت و تعیین درصد مالکیت بورس و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی نیز مد نظر قرار گرفته است.

ح - در مباحث مرتبط با بازار اولیه مواردی چون اجازه استفاده از وجوه تأدیه شده در عرضه عمومی پس از تأیید تکمیل فرآیند عمومی توسط سازمان و تعیین مدت حداکثر ۱۵ روز جهت عودت وجوه گردآوری شده در صورت عدم تکمیل فرآیند پذیرهنویسی لحاظ شده است.

علیرغم آنکه وجود قانون مناسب و به روز می‌تواند تا حدی مشکلات بازار سرمایه ایران را رفع نماید، توجه داشت که ایجاد سازوکار مناسب برای اجرای قانون و همچنین وجود پشتوانه قانونی از الزامات اولیه بازار سرمایه است.

۳-۵-۶- آموزش

آشنایی و درک جامعه سهامداری و سرمایه‌گذاری با رفتار صحیح و بلندمدت سرمایه‌گذاری بسیار حایز اهمیت بوده و لزوم برنامه‌ریزی و توجه در این زمینه را گوشزد می‌سازد. این مسئله خصوصاً در ارتباط با نقش دانشگاه‌ها، گنجاندن آشنایی با بازار سرمایه در درس، استفاده از برنامه‌های مناسب تلویزیونی و سازوکارهای تبلیغاتی و جذب گروه‌های مختلف مردم به بورس نمود می‌یابد. در این زمینه سرمایه‌گذاری‌های دولت برای توسعه و تحقیق نیز به عنوان عامل اصلی توجه به بخش آموزش است. جدول ۷ سهم تحقیق و توسعه از تولید ناخالص ملی در کشورهای مختلف و ایران را نشان می‌دهد.

مدت انتصاب رئیس تا ۳۰ ماه.

و - جهت نظارت بیشتر اعضای شورا و سازمان موظفانند، فعالیت‌های اقتصادی و مالی خود و همچنین مشاغل تمام وقت یا پاره وقت خود را که طی دو سال اخیر به آن اشتغال داشته یا دارند را به رئیس شورا گزارش نمایند.

ز - در مبحث مرتبط با بازار ثانویه مواردی چون پذیرش اوراق بهادار توسط بورس پس از ثبت آن اوراق نزد سازمان، نحوه شروع فعالیت کارگزاری، کارگزار معامله‌گری و بازارگردانی، تأسیس و نظارت بر فعالیت نهادهای مالی موضوع این قانون زیر نظر سازمان نظارت تأیید صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیران، میزان حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه نحوه گزارش دهی و چگونگی نهادهای مالی موضوع قانون توسط سازمان نظارت و تعیین درصد مالکیت بورس و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی نیز مد نظر قرار گرفته است.

ح - در مباحث مرتبط با بازار اولیه مواردی چون اجازه استفاده از وجوه تأدیه شده در عرضه عمومی پس از تأیید تکمیل فرآیند عمومی توسط سازمان و تعیین مدت حداکثر ۱۵ روز جهت عودت وجوه گردآوری شده در صورت عدم تکمیل فرآیند پذیره‌نویسی لحاظ شده است. علیرغم آنکه وجود قانون مناسب و به روز می‌تواند تا حدی مشکلات بازار سرمایه ایران را رفع نماید، توجه داشت که ایجاد سازوکار مناسب برای اجرای قانون و همچنین وجود پشتوانه قانونی از الزامات اولیه بازار سرمایه است.

۳-۵-۶- آموزش

آشنایی و درک جامعه سهامداری و سرمایه‌گذاری با رفتار صحیح و بلندمدت سرمایه‌گذاری بسیار حایز اهمیت بوده و لزوم برنامه‌ریزی و توجه در این زمینه را گوشزد می‌سازد. این مسئله خصوصاً در ارتباط با نقش دانشگاه‌ها، گنجاندن آشنایی با بازار سرمایه در دروس، استفاده از برنامه‌های مناسب تلویزیونی و سازوکارهای تبلیغاتی و جذب گروه‌های مختلف مردم به بورس نمود می‌یابد. در این زمینه سرمایه‌گذاری‌های دولت برای توسعه و تحقیق نیز به عنوان عامل اصلی توجه به بخش آموزش است. جدول ۷ سهم تحقیق و توسعه از تولید ناخالص ملی در کشورهای مختلف و ایران را نشان می‌دهد.

جدول ۷- سهم تحقیق و توسعه از تولید ناخالص ملی

کشور	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲
سنگاپور	۱/۹۳	۱/۹۱	۲/۱۳	۲/۱۵
انگلستان	۱/۸۷	۱/۸۴	۱/۸۶	۱/۸۸
ترکیه	۰/۶۳	۰/۶۴	۰/۷۲	۰/۶۶
چین	۰/۸۳	۱/۰۰	۱/۰۷	۱/۲۲
کانادا	۱/۸۲	۱/۹۲	۲/۰۳	۱/۹۱
فنلاند	۳/۲۳	۳/۴۰	۳/۴۱	۳/۴۶
کره	۲/۲۵	۲/۲۹	۲/۵۹	۲/۵۳
ایران	---	۰/۳۱	۰/۳۸	۰/۳۸

مأخذ: World Development Indicators 2005

۴-۵-۶- نتیجه گیری

بدین ترتیب برای توسعه اقتصادی در بعد کلان و توسعه بازار سرمایه کشور، با توجه به موارد ذکر

شده، الزامات زیر مد نظر باید قرار گیرند:

- ۱- حفظ و تقویت امنیت ملی در راستای ایجاد امنیت برای سرمایه گذاری در بعد بین المللی و داخلی.
- ۲- الزام رعایت قانون و قانون مداری بر اساس اصول قانونی شفاف و قابل انطباق با استانداردهای بین المللی.
- ۳- کفایت و شفافیت سیاست ها، خط مشی ها و برنامه های اجرایی توسعه کمی و کیفی بازار سرمایه با توجه به سیاست های کلی مصوب نظام سیاست های اجرایی تدوین شده در برنامه های سوم و چهارم توسعه.
- ۴- توسعه فرهنگ سهامداری و توجه به آن از طریق معرفی آن در مدارس، دانشگاه ها و نزد خانوار.
- ۵- هدفمند نمودن و توجه به شرایط و تحولات تأثیرگذار بر بازار سرمایه و تأکید بر فراهم نمودن ساختارهای نرم افزاری در گسترش فیزیکی بورس به منظور جلوگیری از شکل گیری گروه های نامتجانس سرمایه گذار در بازار سرمایه کشور و در راستای توسعه فرهنگ سهامداری.

- ۶- ایجاد مکانیزم‌های مؤثر جهت نظارت بر عرضه اولیه مناسب سهام و تأکید بر انجام تحلیلگری مالی در فرآیند عرضه‌های اولیه در بورس و خارج از آن (شبکه بانکی).
- ۷- ایجاد نظام پاسخگویی مؤثر نزد سیاستگذاران و مسئولین بازار سرمایه، متناسب با شرایط رو به توسعه و گسترش بازار.
- ۸- تبیین اهداف خصوصی‌سازی و سازگار نمودن آن با ظرفیت‌های بازار سرمایه و تمرکز در اهداف آن به صورت جامع و توجه به مزیت‌های خصوصی‌سازی، اجتناب از تضاد منابع و پرهیز از رقابت بازدارنده شرکت‌های دولتی با شرکت‌های واگذار شده، اعتمادسازی در ارائه گزارشات مالی شرکت‌های واگذار شده و همچنین توجه به قوانین و مقررات مربوط، انجام تعهدات ناشی از خصوصی‌سازی توسط دولت در صنایع مختلف به ویژه صنایعی مانند سیمان، خودرو، تجهیزات و پتروشیمی که دارای حساسیت می‌باشند.
- ۹- بهره‌گیری از مشارکت فعال اندیشمندان، صاحب‌نظران و متخصصین بازار سرمایه در سیاستگذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌ها در مراجع رسمی به خصوص شورای عالی بورس.
- ۱۰- ثبات و همسویی در تدوین سیاست‌های اجرایی در بازار سرمایه.
- علاوه بر موارد فوق، توجه به دلایل رکود بورس و رفع موانع مرتبط با آن که در بخش «جایگاه بازار سرمایه» از مباحث این قسمت اشاره گردید، نیز در جهت هم‌گرایی رشد و توسعه اقتصادی و توسعه بازار سرمایه ایران ضروری به نظر می‌رسد.

۷- گسترش بازارهای مالی و نوآوری مالی

از جمله شاخص‌های مؤثر بر گسترش بازارهای مالی، وجود نوآوری مالی است که نتیجه آن، انعطاف‌پذیری و تنوع و گسترش بیشتر بازارهای مالی است. این امر به نوبه خود می‌تواند بر رشد و توسعه اقتصادی ناشر داشته باشد. در این پژوهش علمی^۱، ارتباط بین نوآوری مالی و گسترش بازارهای مالی و از این طریق، تأثیر این دو بر توسعه نظام مالی و به تبع آن تأثیر بر رشد و توسعه اقتصادی بررسی می‌شود.

۱- مطالب اصلی این بخش از مقاله پژوهشی دکتر احمد صباحی و علی رنجبرکی که در پژوهشنامه اقتصادی تحت عنوان نوآوری مالی و گسترش بازارهای مالی به چاپ رسید، استفاده گردید.

۱-۷- تعریف و تبیین نوآوری

نیاز روزافزون بشر به رشد و توسعه بخصوص در دهه‌های اخیر و حاکم شدن فرهنگ رقابت بر فضای اقتصادی و سیاسی روابط ملل باعث اهتمام خاص کشورهای مختلف جهان در جهت افزایش بهره‌وری و بهبود وضعیت فعلی خود شده است. (تجربیات کشورهای توسعه یافته نشان می‌دهد که بر خلاف نظریات سنتی رشد اقتصادی که رشد و توسعه اقتصادی - اجتماعی را ناشی از تراکم سرمایه و منابع مالی می‌دانستند، مهمترین عامل در رسیدن به رشد و توسعه وجود خلاقیت و نوآوری در کلیه بخشهای هر جامعه است. سرمایه‌گذاری در ایجاد نوآوری برای استفاده بهینه و مفید از منابع، افزایش بهره‌وری، گسترش تجارت جهانی و بالا بردن سطح رفاه فردی و اجتماعی و ارتقاء سطح استانداردهای زندگی لازم و ضروری است، بنابراین می‌توان گفت نوآوری لازمه و پیش شرط توسعه اقتصادی قرار دارد. امروزه لازمه توسعه پایدار در جامعه و عامل رقابت سازنده و معیار تمایز جوامع، نوآوری است که این خود می‌تواند دلیلی برای توجه زیاد کشورهای در حال توسعه به این پدیده باشد.

در جهان جدید دیگر ایجاد ارزش افزوده صرفاً در نوآوری در عملیات تولید و حتی ذخیره اولیه ایجاد ارزش، یعنی تدارکات قبل و بعد از تولید همانند بازاریابی، فروش، خدمات پس از فروش و... محدود نمی‌گردد بلکه نوآوری در حلقه‌های ثانویه و پشتیبانی یعنی زیر ساختهای مدیریت، توسعه منابع انسانی، امور تحقیق و توسعه و زیرساختهای ارتباطی و اطلاعاتی نیز می‌بایست مورد توجه قرار گیرد تا ارزش افزوده فعالیت و تداوم یابد (لذا نوآوری نبایستی فقط در قالب خدمات و محصولات پنداشته شود، بلکه باید به سایر امور یعنی مدیریت، شیوه کسب و کار و... هم تسری یابد. بخش مالی هر جامعه یکی از بخشهای اصلی اقتصاد است که به عنوان یکی از حلقه‌های ثانویه و پشتیبانی تولید، فعالیت تولید را تسهیل و تقویت می‌کند و بنابراین ایجاد نوآوری لازم در این بخش می‌تواند سرعت رشد و توسعه اقتصادی را بیشتر سازد.

مادر عصری زندگی می‌کنیم که ویژگی آن آهنگ بسیار سریع نوآوری مالی است. این نوآوری در عین حال که بازتاب دو رویداد مهم در جهان امروز است، واکنشی در برابر آنها نیز هست. این دو رویداد عبارتند از: ابداع سیستم پیشرفته ارتباطات راه دور و تکنولوژی کامپیوتری و جهانی شدن فعالیتهای تجاری، خاصه فعالیتهای مالی.

مطالعه سیر تاریخی رشد و توسعه اقتصادی کشورهای توسعه یافته و صنعتی نشان می‌دهد که

Financial reform

یکی از عوامل اصلی پدید آمدن اینگونه رشد و توسعه سریع و عظیم وجود اصلاحات مالی^۱ در این کشورهای بوده است. منظور از اصلاحات مالی «افزایش سرعت محاسبه، کاهش هزینه ارتباطات، ایجاد نوآوریهای مالی و بازنگری قوانین و مقررات مالی» است (Coper ۱۹۸۶).

در ادبیات مالی تعریف دقیق و مشخصی از نوآوری مالی صورت نگرفته است و تعاریف متفاوتی در مورد نوآوری مالی وجود دارد که تقریباً تمامی آنها بر نکات واحدی تأکید دارند.

میلر از متخصصان بخش مالی نوآوری مالی را چنین تعریف کرده است. (Miller, ۱۹۸۶). «نوآوری مالی لغتی است که به توصیف تمامی تغییرات نهادی و ابزاری که در این بیست سال اخیر رخ داده است، می‌پردازد.»

در تحقیق دیگر نوآوری مالی به صورت زیر تعریف شده است. (Federal Reserve, ۲۰۰۲). «نوآوری مالی عبارت است از محصولات، خدمات، سازمانها و روشهای جدیدی که باعث کاهش هزینه‌ها و ریسک‌های موجود و یا بهبود کیفیت می‌گردد.

چلاوانس گالیتز نوآوری را چنین تعریف کرده است. (Galitz, ۲۰۰۰). «نوآوری مالی عبارت است از استفاده از ابزارها و روشهای مالی مختلف جهت بازیابی سبد دارایی‌ها به منظور هر چه مطلوبتر و قابل اعتمادتر کردن آن.»

تاریخچه نوآوری و شواهد و مدارک که در این زمینه گواه این مطلب است که نوآوری در خلق ابزارهای مالی، پدیده مهمی در طول زندگی بشر بوده است. با وجود این که پدیده مزبور در سالیان متمادی و به تدریج رخ داده است اما از سال ۱۹۷۰ میلادی به بعد رشد چشمگیری داشته است، توسعه گسترده در ابزارهایی نظیر قراردادهای آتی، اختیار معامله در دهه هفتاد و توسعه بازارهای مالی وام‌های رهنی، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی و قراردادهای معاوضه در دهه هفتاد قرن بیستم میلادی همگی شواهدی بر این ادعا هستند.

انگیزه‌های مختلفی برای افراد و بنگاههای فعال در سیستم مالی جهت انجام نوآوری مالی وجود دارد که دو عقیده افراطی درباره انگیزه ایجاد نوآوری مالی را می‌توان به صورت زیر نام برد (عبده تبریزی، ۱۳۷۶). عده‌ای معتقدند که مهمترین انگیزه نوآوری مالی تلاش برای گریز از مقررات (آرپیترائز) و یافتن رخنه‌ای برای از بین بردن محدودیتهای موجود در قوانین موجود است. به عقیده این گروه وجود قوانین و مقررات محدود کننده مختلف در بخشهای مختلف از قبیل امور

۱)

مالیاتی، امور حسابداری و... باعث ایجاد روشها و ابزارهایی نوین جهت از بین بردن این محدودیتها شده است.

در مقابل این عقیده گروهی نیز اعتقاد دارند که نوآوریهای مالی به انگیزه معرفی ابزارهای و روشهایی است که برای توزیع مجدد ریسک در میان مشارکت کنندگان در بازار مالی، صورت میگیرد. به عبارت دیگر مهمترین انگیزه نوآوری مالی کاهش و حذف ریسک موجود در بازار بوده است. این عمل از دو طریق صورت گرفته است. اول ارائه ابزارهایی جهت از بین بردن ریسک (ایجاد اطمینان) همانند ابزارهای آتی، آینده و سوآپ و روش دوم ارائه ابزارهایی جهت تبدیل ریسک به ریسک مفید و انتقال آن به افراد ریسک‌پذیر همانند عمل پوشش ریسک. این دو طیف دو انگیزه اصلی جهت انجام نوآوری و مالی را هدف گرفته‌اند، اما بررسی‌های تجربی کشورهای مختلف نشان می‌دهد که انگیزه‌های متفاوت دیگری نیز در ایجاد نوآوری مالی مؤثر بوده است.

انگیزه رقابتی از دیگر انگیزه‌های ایجاد نوآوری مالی است. برخلاف تصور عموم که بنگاههای بزرگ در هر صنعتی را معمولاً پرچم‌دار و پیش‌تاز در زمینه انجام نوآوری می‌دانند، بیشتر نوآوری‌های صورت گرفته در جهان توسط بنگاههای کوچک‌تر به منظور گسترش سهم بازار و سود بیشتر صورت گرفته است.

انگیزه مذهبی و دینی^۱ از دیگر انگیزه‌های ایجاد نوآوری در بیست سال اخیر بوده است. این انگیزه بیشتر در کشورهای اسلامی باعث ایجاد نوآوری مالی مختلف گردیده است. با گسترش رشد و توسعه اقتصادی کشورهای اسلامی و نیاز به یک سیستم مالی گسترده و کارا همانند کشورهای توسعه یافته غیر اسلامی و از سوی دیگر تحریم نرخ بهره در حقوق و قوانین اسلامی، انگیزه لازم برای اندیشمندان اسلامی جهت معرفی قانون عملیات بانکی بدوم ربا در کشور خودمان است.

رشد سریع نوآوری مالی در دهه اخیر در نتیجه عوامل مختلفی بوده است. این عوامل به دو دسته کلی تقسیم می‌گردند. اول عوامل محیطی که در نتیجه مدرن شدن اقتصاد ایجاد گردیده‌اند و این عوامل که بیشتر عوامل خارج از بنگاه هستند، بنگاهها را مجبور به انجام نوآوری مالی کرده‌اند و بنگاهها تقریباً هیچ تأثیر مستقیمی روی آنها ندارند. دسته دوم عواملی هستند که از درون بنگاهها سرچشمه می‌گیرد و حداقل تا حدودی در اختیار بنگاه است که ما آنها را عوامل درون بنگاهی می‌نامیم. عوامل محیطی شامل مواردی از قبیل افزایش بی‌ثباتی قیمتها، جهانی شدن صنایع و

بازارهای
افزایشی
گرمی
از
نوآوریها
نوآوری
۱- نوآوری
منظور
۲- نوآوری
کرده‌اند
۳- نوآوری
مالی
مختلا
در
می‌نمایند
۲-۲-۱
ابزار
وسیع و
و بر
سپس
۱-۱
گیا

بازارهای مالی نظام مالیاتی، پیشرفت تکنولوژیکی، توسعه تئوریهای مالی، تغییرات مقررات افزایش رقابت و هزینه‌های مبادله می‌گردد. عوامل درون بنگاهی شامل نیازهای نقدینگی، ریسک گریزی میان مدیران و مالکان، هزینه‌های نمایندگی و آموزشهای رسمی متفاوت می‌گردد.

۷-۲- معرفی نوآوری‌های مالی صورت گرفته در جهان

از دهه ۱۹۶۰ که موج پرتوان از نوآوری‌های مالی برخاسته است، صاحبان بازار مالی این نوآوریها را به شیوه‌های گوناگون طبقه‌بندی کرده‌اند. نوآوری‌های مالی را می‌توان بر اساس نوع نوآوری صورت گرفته به صورت زیر طبقه‌بندی کرد.

۱- نوآوری ابزاری: منظور از ابزارهای جدیدی است که در بازارهای مالی مختلف ایجاد گردیده‌اند. منظور از ابزار مالی^۱ «یک سند رسمی و قانونی مثل سهام و اوراق قرضه» است.

۲- نوآوری نهادی مؤسسات، شرکتها و نهادهای جدیدی که بواسطه نیازهای جدید ظهور پیدا کرده‌اند در این دسته قرار می‌گیرند.

۳- نوآوری تکنولوژیکی، نوآوریهایی که بواسطه پیشرفت تکنولوژیکی در بخشهای مختلف نظام مالی انجام گردیده است. این نوآوریها بواسطه ورود کامپیوتر و صنایع ارتباطی در بازارهای مختلف مالی ایجاد شده و تولیدات و خدمات جدید را ارائه کرده‌اند.

در این قسمت بطور خلاصه اصلی‌ترین نوآوری‌های مالی صورت گرفته در سطح جهان را معرفی می‌نماییم.

۷-۲-۱- نوآوری ابزاری

ابزارهای مالی جدید که بواسطه نوآوری‌های ابزاری ایجاد گردیده‌اند از لحاظ تنوع و تعداد بسیار وسیع و گسترده هستند بنابراین در اینجاسعی خواهد شد ابزارهای اصلی و بیشتر کاربردپذیر معرفی و بررسی گردند. بدین منظور ابتدا ابزارهای نوین معرفی شده در سیستم بانکی معرفی می‌شوند و سپس انواع ابزارهای مالی منتشر شده در بازارهای اولیه یا ثانویه سیستم مالی بررسی می‌شوند.

۷-۲-۱-۱- گواهی سپرده^۲

گواهی سپرده اوراق بهداری هستند که دارای تاریخ سررسید و نرخ بهره مشخص هستند و به

1- Instrument

2- Certificate of Deposit (CD)

نوعی بیانگر میزان سپرده افراد در بانکهاست. از آنجا که بازده این گواهی‌ها بر اساس نرخ بهره بانکی است معمولاً نرخ بهره بیشتر نسبت به سایر اوراق قرضه کوتاه مدت دارند و به همین دلیل عموم مردم و بنگاهها تمایل بیشتری به نگهداری آنها دارند. این اوراق پس از جنگ جهانی دوم و با کاهش شدید سهم بانکها در نظام مالی برای حفظ سپرده‌ها در بانکها طراحی گردید، دارندگان آن می‌توانند این اسناد را تا هر وقت تمایل داشتند نگهدارند و در صورت نیاز به خود بانک و یا رد دیگری بفروشند. گواهی سپرده بانکی بر اساس معیارهای مختلف قابل طبقه‌بندی است. بر اساس مؤسسات منتشر کننده این اسناد می‌توان به چهار نوع گواهی سپرده بانکی اشاره کرد:

۱- گواهی سپرده منتشر شده توسط بانکهای داخلی.

۲- گواهی سپرده منتشر شده به پول داخلی ولی توزیع شده در خارج از کشور.

۳- گواهی سپرده منتشر شده توسط بانکهای خارجی فعال در کشوری^۱ به پول داخلی همان کشور.

۴- گواهی سپرده منتشر شده توسط مؤسسات پس‌انداز وام و بانکهای پس‌انداز^۲

همچنین گواهی سپرده‌ها به دو دسته گواهی سپرده قابل معامله^۳ و گواهی سپرده غیر قابل معامله^۴ تقسیم می‌گردند. منظور از گواهی سپرده قابل معامله، گواهی‌هایی هستند که قابلیت فروش در بازارهای ثانویه را قبل از سررسیدشان دارند و گواهی سپرده غیر قابل معامله گواهی‌هایی هستند که این قابلیت را ندارند و بایستی از تاریخ سررسید در دست خریدار اولیه باشد.

۱-۲-۷- براتهای وعده‌دار^۵

براتهای وعده‌دار اسنادی هستند که توسط افراد خاص در وجه می‌شود و بانک می‌پذیرد در سررسید نهایی مبلغ مندرج در آن را بدون هیچ قید و شرطی بپردازد. این براتها در اثر معاملاتی از قبیل: واردات و صادرات کالا از کشور، معاوضه کالا بین دوم بنگاه در داخل یا خارج از کشور ایجاد می‌گردند. این براتها در بازار پول (کوتاه‌مدت) قابل خرید و فروش است و توسط بانکهای مختلف منتشر می‌گردد.

1- Yankee CDs

2- Thrift CDs

3- Negotiable CDs

4- Non Negotiable CDs

5- Bankers acceptances

۳-۱-۲-۷- کارتهای اعتباری^۱

کارتهای بانکی از ابعاد مختلف به انواع گوناگون تقسیم می‌گردند که ذیلاً بطور خلاصه به چند نوع از آنها اشاره می‌گردد. انواع مارت از جهت چگونگی تسویه را می‌توان به صورت زیر نام برد.

۱- کارتهای بدهکار^۲

در این نوع از کارتها، حساب دارنده بالفاصله و یا با فاصله زمانی بسیار کم (مثلاً پایان همان روز معامله) بدهکار می‌گردد. این نوع از کارتها در دستگاههای نقطه فروش (POS) و ماشینهای تحویل‌داری اتوماتیک (ATM) قابل استفاده است. استفاده از این کارت تنها در حد مانده حساب دارنده کارت می‌باشد. اضافه بر موجودی حساب نمی‌توان نسبت به خرید کالا و خدمات اقدام نمود.

۲- کارتهای اعتباری^۳

این نوع کارتها برای خرید کالا و دریافت پول نقد استفاده می‌شود. پول نقد را می‌توان توسط این کارتها در خارج از کشور نیز دریافت نمود. این امر نیز مستلزم آن است که ارتباطات لازم در زمینه کارت بین کشورها و بانکهای آنان وجود داشته باشد. در پایان هر ماه دارندگان کارت صورت حسابی بابت معاملات انجام شده توسط کارت آنان دریافت می‌دارند که کلیه خریده‌ها و دریافت‌های نقدی آنه را با جزئیات کامل ذکر نموده است. اگر دارندگان کارت بخواهند، می‌توانند نتها بخشی از کل منبع استفاده شده را بپردازند و مابقی بدهی خود را به صورت قسطی طی چند ماه تأدیه نمایند.

۳- کارت هزینه^۴

کارتهای فوق نیز شبیه کارتهای اعتباری می‌باشند، با این تفاوت که این نوع کارتها حد اعتباری از پیش تعیین شده ندارند و از دارنده کارت انتظار می‌رود که با دریافت صورتحساب خود بدهی خود را تأدیه نماید. در این صورت هیچ‌گونه بهره‌ای به آنان تعلق نخواهد گرفت.

۴-۱-۲-۷- حسابهای NOW^۵

این حسابها، نوعی حسابهای جاری هستند که به مانده آن بهره تعلق می‌گیرد (مشابه حسابهای

1- Credit Cards

2- Debit Cards

3- Credit Cards

4- Charge Card

5- Negotiable order of with drawl Account

پس انداز). در سال ۱۹۷۴ شرکت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد انتشار «اسناد حسابهای سهام»^۱ را دادند. این اسناد به پس‌انداز کوتاه مدت و بلندمدت خود (که این حسابها در شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام نامیده می‌شود) صادر کننده و مبالغ این چکها از حسابهای شرکت سرمایه‌گذاری در بانکهای تجاری پرداخت می‌گردد.

۵-۱-۲-۷- سپرده شاخص بازار MIDs

یکی از فعالیت‌های بانکهای تجاری خرید و فروش اوراق و اسناد صندوقهای سرمایه‌گذاری بود که با این کار همانند دلان سود کسب می‌کردند. اما بر اساس قانون کلاس و استیگال^۲ خرید و روش هرگونه صندوقهای سرمایه‌گذاری توسط بانکهای تجاری ممنوع گشت. این عمل معادل ممنوعیت بانکها در خرید و فروش اوراق بهادار^۳ بود. با توسعه عظیم بازارهای بورس در طول دوره ۱۹۸۴ تا ۱۹۸۶ تعداد سهام و اوراق بهادار بلندمدت صندوقهای سرمایه‌گذاری سه برابر شد و ارزش دارایی‌های آنها به هفت برابر توسعه یافت. این بخش از اقتصاد بسیار سودآور بودند که بانکهای تجاری اجازه فعالیت در آن را نداشتند. در سال ۱۹۸۷ بانکی در منهن^۴ تکنیکی را ارائه داد که همانند صندوقهای سرمایه‌گذاری سودآور کارا بود. این بانک حساب پس‌اندازی افتتاح کرد که بازده آن وابسته به شاخص سهام P&S افزایش می‌یافت^۵ (شاخص‌های موزون قیمت سهام که بر اساس میانگین ۵۰۰ سهم عادی قرار دارد). بر طبق قوانین بانکداری ایالات متحده بانکها هر مقدار نرخ بهره که مایلند می‌توانند به سپرده‌هایشان بدهند. در این حساب بانک حداقل نرخ بهره صفر تا چهار درصد را تضمین می‌کرد و با افزایش شاخص P&S به تناسب نرخ بهره نیز افزایش می‌یافت. این تناسب بین ۵۰ تا ۷۰ درصد بود که بسته به شرایط مکانی و زمانی تعیین می‌گردید.

۶-۱-۲-۷- تبدیل به اوراق بهادار کردن^۶

نوآوری مالی عمده‌ای که در دهه ۱۹۸۰ پای گرفت و بر نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه عمیقاً اثر گذاشت پدیده تبدیل به اوراق بهادار کردن است. این فرآیند شامل یک کاسه کردن یا تجمیع وامها و فروش اوراق بهاداری با ضمانت و پشتوانه آنهاست. این نوآوری به کلی نظام سنتی برای تأمین مالی خرید دارایی‌ها را عوض کرد. در نظام سنتی واسطه مالی مثلاً نهاد سپرده‌پذیر یا

1- Share draft accounts

2- Glass-steagall Act

3- Securities

4- Chase Manhattan Bank

5- Standard & Poor,s 500 Stock Index

6- Securitization

شرکت بیمه وام را می‌داد و آنرا در بدنه دارایی‌هایش نگاه می‌داشت و بدین ترتیب خطر اعتباری وام را می‌پذیرفت، از سوی دیگر خدمات وام را ارائه می‌داد یعنی اقساط را جمع‌آوری می‌کرد و به وام گیرنده اطلاعات مالیاتی و غیره می‌داد و از عامه مردم وجوه می‌گرفت تا با آن دارایی‌هایش را تأمین مالی کند و به عبارت دیگر کلیه امور وام‌دهی توسط یک مؤسسه صورت می‌گرفت اما در نظام جدید با قابلیت تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها بیش از یک مؤسسه در وام‌دهی نقش دارند. بانک تجاری وام می‌دهد و با پشتوانه این وام اوراق بهادار منتشر می‌کند. بانک تجاری ممکن است روی خطر اعتبار سبد وامها بیمه‌نامه از یک شرکت بیمه خصوصی خریداری کند یا ممکن است وظیفه انجام خدمات وام یعنی گردآوری اقساط را به شرکت دیگری که همین تخصص را دارد واگذار کند یا می‌تواند برای فروش اوراق بهادار منتشره از خدمات مؤسسه دیگری استفاده بکنند. این امور می‌تواند بر روی کلیه وامهای رهنی، وامهای ساخت مسکن، وام اتومبیل و قایق، وامهای کارت اعتباری، فروش نسبه شرکتهای تأمین مالی و شرکتهای تولیدی و... صورت گیرد.

تبدیل به اوراق قرضه کردن بر اساس دو دسته داراییهای حقیقی^۱ ABS و رهن^۲ MBA صورت می‌پذیرد. این عمل منافع بسیاری برای صادرکنندگان اوراق، وام گیرندگان و سرمایه گذاران دارد.

۷-۳- ابزارهای مالی موجود در بازار پول

۷-۳-۱- اوراق خزانه^۳

این اوراق بهادار کوتاه مدت به وسیله دولت مرکزی آمریکا برای دوره‌های ۳، ۶، ۱۲ ماهه منتشر می‌شوند و هدف از انتشار آنها تأمین کسری بودجه دولت مرکزی است. این اوراق بدون بهره هستند ولی به هنگام عرضه با کسر^۴ به فروش می‌رسند و در سررسید قیمت آن پرداخت می‌شود. در بازار پول، اوراق خزانه دارای بالاترین قدرت نقدشوندگی می‌باشند. احتمال عدم پرداخت اصل و بهره آنها صفر است و کمترین ریسک را دارند. از آنجا که فرض می‌شود که اوراق خزانه، ریسک عدم پرداخت ندارد، نقش خاصی را در نظریه‌های مالی ایفا می‌کند. معمولاً، نرخ اوراق خزانه سی روزه در مناسبات مالی به نمایندگی «نرخ بازده بدون ریسک» بکار می‌رود. این اوراق کم‌ریسک‌ترین و پرمعامله‌ترین ابزارهای بازار پول است.

1- Aaa back securitization

2- Mortgage Back Securitization

3- Treasury Bills

4- Discount

۲-۳-۷- اوراق تجاری^۱

اوراق تجاری یکی از انواع ابزارهای بدهی کوتاه مدت است که فقط توسط شرکتهایی که از درجه اعتبار بالایی برخوردارند، منتشر می‌گردد. این اوراق معمولاً تضمین نشده‌اند و برای تأمین نقدینگی برای سرمایه‌گذاری شرکتها در موجودی کالا و حسابهای دریافتی انتشار می‌یابند. اوراق تجاری معمولاً دارای یک حداقل مقدار مشخص می‌باشند. مدت انقضاء اوراق تجاری بین ۲۰ و ۴۵ روز می‌باشد اما حداقل دوره ۱ روز و حداکثر آن ۲۷۰ روز می‌باشد. چنانچه شرکتی قصد انتشار اوراق تجاری با بیش از ۲۷۰ روز را داشته باشد باید نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آن را ثبت نماید. این نوع اوراق معمولاً توسط سازمانهای مالی مثل شرکتهای تأمین مالی و شرکت هلدینگ بانک انتشار می‌یابد. تعداد مؤسسات مالی که این نوع اوراق را منتشر می‌کنند نسبت به مؤسسات و سازمانهای غیرمالی بسیار بیشتر می‌باشد.

۳-۳-۷- گواهی سپرده بانکی قابل معامله^۲

گواهی سپرده بانکی قابل نقل و انتقال (NCD) توسط بانکهای تجاری بزرگ و دیگر مؤسسات سپرده‌پذیر به عنوان تأمین مالی کوتاه مدت مورد استفاده قرار می‌گیرد. این اوراق دارای حداقل مبلغ مجاز برای سرمایه‌گذاری می‌باشند. اکثر خریداران این گواهی‌ها، سازمانهای غیرمالی می‌باشند. چراکه مبالغ سرمایه‌گذاری در این نوع اوراق برای اشخاص حقیقی بسیار بالاست. بازار پول به 'فرد' حقیقی این اجازه را می‌دهد که به طور غیرمستقیم در این گواهی‌ها سرمایه‌گذاری کنند و بندش شکل بازار این اوراق فعالتر می‌شود. سررسید گواهی‌های سپرده بانکی معمولاً از ۲ هفته تا ۱ سال می‌باشد. هم اکنون بسیاری از بانکهای تجاری دنیا این اوراق را منتشر می‌کنند و در کشور ما نیز انتشار آن آغاز شده است.

۴-۳-۷- قبولی بانک^۳

قبولی بانک یا پذیره‌های بانکی، سفته‌ها و بروات مدت دار بانکی است که تضمین بانکی دارد و مسئولیت پذیرش بانک را برای یک پرداخت آتی مهیا می‌کند. قبولی بانک معمولاً برای معاملات بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد. صادرکنندگان اغلب ترجیح می‌دهند، قبل از ارسال کالا به

1- Commercial paper

2- Negotiable certificate of deposit

3- Bankers Acceptances

واردکنندگانی که درجه اعتباری شناخته شده‌ای ندارند، از بانکها به عنوان ضامن استفاده کنند. بنابراین فاقد ریسک عدم پرداخت می‌باشند.

بانکها از طریق مهر پذیرش روی برات، امکان تجارت بین‌المللی را تسهیل می‌کنند و ملزم به پرداخت وجوه در زمان تعیین شده هستند. از طرف دیگر، واردکننده، مبلغ متعلق به صادرکننده را همراه با کارمزد در قبال این تضمین خواهد پرداخت. صادرکننده، قبولی بانک را تا زمانی که پرداخت صورت گیرد، می‌توان نزد خود نگاه دارد و یا اینکه قبل از سررسید به منظور دستیابی به پول نقد با تنزیل به فروش رساند. سرمایه‌گذارانی که این اوراق را خریداری می‌کنند وجوه تضمین شده بانک را در آینده دریافت می‌کنند. زمان سررسید این اوراق ۳۰ تا ۲۷۰ روز است، به دلیل اینکه امکان عدم پرداخت به موقع از طرف بانک وجود دارد این اوراق از نرخ بهره بالاتری نسبت به اسناد خزانه برخوردارند. برای این اوراق یک بازار ثانویه فعال وجود دارد زیرا اغلب صادرکنندگان این اوراق را با تنزیل در بازار می‌فروشند.

۵-۳-۷- قراردادهای باز خرید^۱

قرارداد باز خرید نوعی وام کوتاه‌مدت است که سررسید آن به کمتر از دو هفته می‌رسد. در اجرای این قرارداد، اوراق خزانه به عنوان تضمین یا وثیقه مورد استفاده قرار می‌گیرند. در حقیقت موافقت‌نامه‌ای بین وام‌گیرنده و وام‌دهنده (معمولاً مؤسسات) برای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی است. این اوراق نقش وثیقه را داشته و در واقع یک نوع روش تأمین مالی است.

۶-۳-۷- استقراض بین بانکی^۲

این نوع وامها برای دوره‌های بسیار کوتاه‌مدت از یک تا هفت روز داده می‌شود. وام‌دهنده بانکی است که میزان سپرده‌اش نزد بانک مرکزی بیشتر از میزان حد قانونی و وام‌گیرنده بانکی است که میزان سپرده‌اش کمتر از حد قانونی است. از نظر نیازهای اعتباری بانکها، این داد و ستد حساسیت زیادی دارد، زیرا نرخ بهره چنین وام‌هایی به عنوان یک مبنای معیار به حساب می‌آید که تعیین‌کننده شرایط بازار وام بوده و نشان‌دهنده نوع سیاست پولی بانک مرکزی است. بانکهای تجاری فعالتر اعضاء در بازارهای Fed Fund هستند.

۷-۳-۷- دلار اروپایی^۱

سپرده‌های دلاری را که نزد بانکهای خارجی یا در شعبه‌های خارجی بانکهای داخل آمریکا نگهداری می‌شود، دلار اروپایی می‌نامند. این وجوه به صورت یکی از منابع تأمین مالی می‌باشد. این اوراق بر مبنای سپرده‌های دلاری که در بانکهای کشورهای مختلف یا شعبه خارجی بانکهای آمریکایی وجود دارد، صادر می‌شود و در واقع نوعی گواهی سپرده است که نرخهای بهره کشورهای مختلف را به هم مرتبط می‌کند. سررسید این اوراق معمولاً کمتر از شش ماه است و به علت محدودیتهای کمتر نسبت به دیگر داراییهای مالی، معمولاً بازده بیشتری دارد.

۷-۴- ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه

اوراق بهاداری که نشانگر منافع دارنده آن در یک شرکت مشخص می‌باشد و انواع آن عبارتند از:

۱-۴-۷- سهام عادی

بر اساس این اوراق، باقیمانده مالکیت همراه با حق رأی در شرکت به نسبت تعداد سهام مالک به کل سهام شرکت به دارندگان، این نوع اوراق تعلق می‌گیرد. در حقیقت سهام عادی یک نوع دارایی مالی است که نشان دهنده مالکیت در یک شرکت است و دارنده سهام عادی به نسبت تعداد سهامی که از کل سهام شرکت در اختیار دارد مالک شرکت محسوب می‌شود. سهام عادی معمولاً فاقد سررسید است. از حقوق سهامداران عادی می‌تواند «حق دریافت سود سهام در هنگام تقسیم سود، حق رأی در انتخاب هیأت مدیره و بازرسان شرکت و سایر تصمیماتی که شرکت در مجمع عمومی به رأی می‌گذارد» را نام برد. اگر سهام شرکت تنها در اختیار چند نفر خاص باشد آن شرکت، شرکت، سهامی خاص است. سود تقسیمی هر سال معمولاً به صورت نقدی و یا به صورت سهام جایزه (افزایش سرمایه)، پرداخت می‌شود. مهمترین مزایای سهام عادی رشد قیمت آن و همچنین افزایش سود بالقوه سهام عادی در آینده است. قسمت سهام عادی نوسان شدیدی داشته و معمولاً این نوع سهام از دیگر اوراق در بازارهای سرمایه معامله می‌شود. از مهمترین علل استقبال سرمایه‌گذاران از خرید سهام عادی، بازدهی بالا آن است زیرا هر چند سهامهای افق و خیزهای زیادی دارد، لیکن بازدهی آن در بلندمدت، خطر احتمال آن را جبران می‌نماید. سهام عادی در دفاتر شرکت دارای ارزش اسمی است. سهامداران عادی حق دارند سهام خود را بفروشند یا آنها را به

دیگری انتقال دهند.

۲-۴-۷- سهام ممتاز

اوراق بهاداری است که با توجه به ویژگی‌های آن رفتاری بین اوراق قرضه و سهام دارد. به همین خاطر ادعای صاحبان این اوراق نسبت به داراییهای شرکت و سود بین ادعای طلبکاران و صاحبان سهام عادی قرار دارد.

سهام ممتاز نوعی از سهام است که دارنده آن نسبت به درآمدها و داراییهای شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. سهام ممتاز را اوراق بهادار دورگه (ترکیبی)^۱ می‌نامند. زیرا هم ویژگیهای اوراق قرضه و هم خصوصیت سهام عادی را دارند. این ویژگیها به شرح زیر است:

- ۱- سهام ممتاز دربردارنده نوعی حق مالکیت برای دارنده آن در شرکت است.
- ۲- سهام ممتاز سررسید ندارد و عمر آن به عمر شرکت بستگی دارد.
- ۳- شرکت انتشاردهنده نباید داراییهای خود را وثیقه یا رهن این اوراق قرار دهد زیرا سهام داران ممتاز دارای حق مالکانه هستند.
- ۴- به دارندگان سهام ممتاز سود پرداخت می‌شود. پرداخت سود منوط به این است که شرکت سود کند لذا شرکت نمی‌تواند پرداخت سود را تضمین کند. معمولاً سهام ممتاز سود از پیش تعیین شده و ثابتی دارند برای مثال، اگر شرکتی سهام ممتاز با سود ۶۰۰۰ ریال بفروشد بدان مفهوم است که آن شرکت در هر سال از بابت هر برگ از آن سهام ممتاز ۶۰۰۰ ریال سود سهام خواهد پرداخت.
- ۵- دارندگان سهام ممتاز، از نظر دریافت سود سهام بر دارندگان سهام عادی حق تقدم دارند. اگر شرکت در یک سال به خصوص نتواند پولی بابت سود سهام به صاحبان سهام ممتاز بپردازد حق ندارد چیزی بابت سود سهام به دارندگان سهام عادی پرداخت کند.
- ۶- اگر یک شرکت منحل شود، دارندگان سهام ممتاز نسبت به دارندگان سهام عادی از نظر دریافت ادعای خود حق تقدم دارند تا زمانی که حق و حقوق سهامداران ممتاز پرداخت نگردد صاحبان سهام عادی حق دریافت هیچگونه پولی از شرکت ندارند.
- ۷- دارندگان سهام ممتاز فقط در موارد بسیار خاصی دارای حق رأی در مجمع عمومی صاحبان سهام ممتاز را پرداخت نکند احیاناً سهامداران ممتاز از حق انتخاب تعداد معینی از اعضای

هیأت مدیره برخوردار خواهند شد. فراتر اینکه، در مواردی صاحبان این سهام نسبت به فروش سهام ممتاز اضافی یا اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام ممتاز نیز دارای حق رأی می‌شوند.

۸- شرکتی که سهام ممتاز دیگری را خریداری کند از تخفیف مالیاتی خاصی بابت سود سهام دریافتی برخوردار خواهد شد. مثلاً طبق قوانین مالیاتی ایالات متحده، اگر شرکت سهام شرکت دیگری را خریده باشد می‌تواند از ۷۰ درصد بخشودگی مالیاتی مربوط به سود این سهام بهره‌مند گردد.

۷-۵- ابزارهای بازار اوراق قرضه

۱- ۷-۵- اوراق قرضه دولتی

دولتها برای تأمین مالی فعالیتهای خود اوراق متعددی را با سررسیدهای بیشتر از یک سال صادر می‌کنند. سرمایه‌گذاران نیز با انتظار کسب درآمدی ثابت و همچنین دریافت مبلغ اسمی اوراق در سررسید، آنها را خریداری می‌کند. این اوراق معمولاً سررسیدهای ۱۰، ۳۰، ۳۰ ساله دارند (در ایران اوراق مشارکت معمولاً دارای سررسیدهای ۱، ۴، ۵ ساله است) و برخی از آنها بدون سررسید است. این اوراق برخلاف اوراق خزانه به مبلغ اسمی فروخته می‌شود و در بازارهای بورس به طور گسترده‌ای مورد معامله قرار می‌گیرد. در آمریکا دولت مرکزی برای تأمین کسر بودجه اوراق قرضه بلندمدت منتشر می‌کند. از آنجا که در ایالات متحده آمریکا بازار داد و ستد اوراق قرضه دولتی رونق زیادی دارد (حجم معاملات روزانه این اوراق بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار می‌رسد) قدرت نقدشوندگی این اوراق بسیار بالاست.

۲- ۷-۵- اوراق قرضه سازمانهای دولتی

اوراق بهادار بلندمدتی است که توسط سازمانها و نهادهای دولتی (در ایالات متحده) منتشر می‌شود. وجوه حاصل از انتشار این اوراق بهادار در طرحهایی که دولت متصدی آنهاست صرف می‌شود. دولت مرکزی آمریکا بسیاری از این اوراق قرضه را تضمین می‌کند نرخ بازده این اوراق ارز اوراق خزانه بیشتر است و سررسید آنها تا ۲۵ سال نیز می‌رسد.

۳- ۷-۵- اوراق قرضه شهرداریها

این اوراق توسط شهرداریهای ایالتی و دیگر سازمانهای دولتی مثل فرودگاهها، ادارات آموزش و

پرورش، پارکها و سازمانهای عام‌المنفعه بزرگ منتشر می‌شود. اوراق قرضه شهرداریها معمولاً به صورت سری است یعنی دارای نرخها و سررسیدهای مختلفی می‌باشند. اوراق قرضه شهرداریها از مالیاتهای ایالتی و محلی معاف است و خیلی از بانکهای تجاری، شرکتهای بیمه و مؤسسات مشابه، با انگیزه‌های معافیت مالیاتی اقدام به سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه شهرداریها می‌کنند.

۴-۵-۷- اوراق قرضه شرکتهای

شرکتهای بزرگ که از نظر اعتباری در رده بالایی قرار دارند اوراق قرضه بلندمدت منتشر می‌کنند بهره این اوراق را سالی دوبار به دارنده این اوراق می‌پردازند و ارزش اسمی آنها را نیز در تاریخ سررسید پرداخت می‌کند. اغلب این اوراق، تضمین شده‌اند و همچنین به دلیل امکان، توان شرکتهای در بازار، جهت پرداخت بدهی‌ها، در نتیجه ریسک بیشتر آنها، نرخ بازدهشان معمولاً بیشتر از انواع دیگر اوراق قرضه است. انواع مختلفی از اوراق قرضه شرکتهای وجود دارد که مهمترین آنها، اوراق قرضه قابل تبدیل است ویژگی آن این است که دارنده آنها می‌تواند در زمان مقرر، آنها را به تعداد سهم عادی شرکت انتشاردهنده تبدیل کند. این ویژگی باعث جذابیت بیشتر این دسته از اوراق قرضه می‌شود و از سوی دیگر، اگر قیمت سهام شرکت افزایش یابد شرکت نباید کماکان بهره پرداخت کند زیرا دارندگان اوراق قرضه، آنها را به سهام عادی تبدیل می‌کنند.

۵-۵-۷- اوراق قرضه با نرخ شناور

بهره این نوع اوراق قرضه با نرخ بهره بازار نوسان می‌کند، به عبارت دیگر، نرخ بهره آن ثابت نیست. مثلاً شرکتی می‌تواند اوراق قرضه‌ای منتشر کند که نرخ بهره آن یک درصد بیشتر از نرخ بهره اسناد خزانه باشد. نرخ بهره این اوراق قرضه می‌تواند برای مدت مشخصی ثابت و سپس شناور شود.

منطق اصل اوراق قرضه با نرخ بهره شناور این است که در دوره‌ای که نرخهای بهره نوسان زیادی دارد بسیاری از وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان تمایل به قبول قراردادهای بلندمدت با نرخ بهره ثابت ندارند. یکی از راه‌حلهای این مشکل، اعطای وام کوتاه‌مدت با نرخ بهره حاکم بر بازار است. به دلیل این کار، انتشار اوراق بهادار بلندمدت با نرخ بهره شناور است. اوراق بهادار با نرخ بهره شناور، مشابه یکسری اوراق قرضه کوتاه‌مدت است. مزیت اوراق بهادار با نرخ بهره متغیر در مقایسه با یکسری اوراق قرضه کوتاه‌مدت این است که وام‌دهنده و وام‌گیرنده هزینه‌های مبادله وام را هر چند

ماه یکبار پرداخت نمی‌کنند. از این گذشته، وام‌گیرنده مطمئن است که منبع مالی بلندمدت را با دریافت وام بلندمدت به دست می‌آورد، در حالی که اگر وام کوتاه‌مدت باشد، وام‌گیرنده نمی‌تواند از تجدید وام مطمئن باشد.

۶-۵-۷- اوراق قرضه درآمدی

این نوع اوراق قرضه تضمین نشده است و پرداخت بهره آن به میزان سود شرکت بستگی دارد. برای مثال، اگر بهره سالانه این اوراق قرضه ۱۰۰۰۰۰ واحد پول و سود شرکت قبل از پرداخت بهره و مالیات ۵۰۰۰۰ واحد پولی باشد، شرکت تنها ۵۰۰۰۰ واحد پولی بهره به دارندگان اوراق قرضه درآمدی می‌پردازد. اگر سود شرکت ۱۵۰۰۰۰ واحد پولی باشد تمام بهره این اوراق قرضه یعنی ۱۰۰۰۰۰ واحد پولی پرداخت می‌شود.

اوراق قرضه درآمدی را شرکتهایی انتشار می‌دهند که توان پاسخگویی آنها به تعهدات پرداخت اصل و فرع اوراق مورد تردید است. یکی از مزایای اوراق درآمدی این است که بهره آن همانند انواع دیگر اوراق قرضه هزینه قابل قبولی مالیاتی است. بهره این نوع اوراق قرضه گاهی اوقات باید به شکل انباشته پرداخت شود. یعنی اگر در دوره معینی پرداخت نشد باید در دوره بعد که شرکت سود تحصیل می‌کند پرداخت می‌شود. این اوراق قرضه معمولاً شرط ایجاد ذخیره استهلاک را دارند و برخی از آنها قابل تبدیل به سهام عادی هستند.

۷-۵-۷- اوراق قرضه قابل بازخرید

خریدار می‌تواند این نوع اوراق را در مقابل دریافت ارزش اسمی به انتشاردهنده باز پس دهد. به این دلیل نرخ بازده این اوراق کمتر از نرخ بازده اوراق قرضه عادی است.

۸-۵-۷- اوراق قرضه پرمخاطره

اوراق قرضه پرمخاطره بازده بالایی دارد اما به علت کم اعتبار بودن شرکت انتشاردهنده با مخاطره بالا همراه است. برخی از این اوراق قابل تبدیل به سهام شرکت هستند. برخی نیز نرخ بهره متغیر دارند و نرخ بهره برخی از آنها با قیمت کالای خاصی ارتباط دارد. نرخ بازده این اوراق معمولاً ۴ تا ۵ درصد بیشتر از اوراق قرضه عادی است که این نرخ بازده مالی، مخاطره بیشتر این اوراق را جبران می‌کند. دارندگان این نوع اوراق قرضه هیچ پولی به عنوان بهره دریافت نمی‌کنند به همین دلیل، این نوع اوراق قرضه به صورت تنزیلی و به قیمتی کمتر از ارزش اسمی‌شان فروخته می‌شوند.

نرخ بازده خریدار اوراق قرضه بدون بهره بستگی به قیمت خرید، ارزش اسمی و سررسید این نوع اوراق قرضه دارد.

۹-۵-۷- اوراق رهنی

اوراق رهنی اوراق بهاداری هستند که برای خرید دارایی‌های واقعی مورد استفاده قرار می‌گیرند و از طریق مؤسسات مالی مختلف مانند مؤسسات سپرده‌پذیر خریده می‌شوند. بازار ثانویه اوراق رهنی برای خریدارانی که در صدد فروش اوراق قبل از سررسید هستند، کمک شایانی می‌کند. بازار اوراق رهنی به اشخاص حقیقی یا شرکتهایی که نیاز به وجوه بلندمدت جهت خرید دارایی‌های واقعی خود دارند کمک می‌کند. آنان با مؤسسات ملای که مایل به اعطای وام بلندمدت به خریداران داراییهای واقعی هستند نیز همکاری می‌کنند. اوراق رهنی معمولاً دارای سررسید ۳۰ ساله بوده اما اخیراً اوراق ۱۵ ساله هم منتشر شده است.

۱۰-۵-۷- اوراق بهادار با پشتوانه رهنی

مؤسسات مالی برای به دست آوردن نقدینگی با استفاده از وثیقه‌هایی که دریافت کرده‌اند اقدام به انتشار این اوراق می‌نمایند. این اوراق دارای انواع مختلفی هستند که متداول‌ترین نوع آنها Mortgage Pass-through Securities می‌باشد.

مجموعه‌ای از وثیقه‌ها از طریق مؤسسات انتشاردهنده امین، در توثیق این اوراق بهادار قرار داده می‌شوند. اصل و بهره پرداختی روی وثیقه‌ها به مؤسسات مالی فرستاده می‌شود و این مؤسسات هم بعد از برداشت کارمزد و وجهی در مقابل تضمین پرداخت، مابقی را به مالکین اوراق تحویل می‌دهند. این فرایند به مؤسسات پس‌انداز (سپرده‌پذیر) و بانکها اجازه می‌دهد تا با خرید این اوراق ترازنامه خود را تعدیل نمایند. در فصول بعدی مباحث مرتبط با اوراق رهنی و اوراق بهادار به پشتوانه رهنی در بازار املاک و مستغلات به تفصیل بررسی خواهد شد.

۶-۷- ابزارهای مشتقه^۱

ابزارهایی هستند که ارزش آنها از داراییهای دیگر و اوراق بهادار، نرخ بهره کالاهای اساسی و شاخص اوراق بهادار - مشتق شده است. مهمترین نوع ابزارهای مشتقه عبارتند از: قراردادهای

آتی^۱، قراردادهای بلف^۲، اختیار معامله^۳ (یک دوره‌ای و چند دوره‌ای) و معاوضه^۴. قراردادهای آتی و سلف برای افراد این امکان را به وجود می‌آورند که از خطر تغییر سهام و کالا خود را حفظ کنند. این کار نیز از طریق قفل کردن قیمت ابزارهایی که در معامله مورد استفاده قرار می‌گیرند انجام می‌شود.

اختیار معامله، قراردادی است که بین دو نفر بسته می‌شود که در آن یک طرف حق انجام معامله را دارد اما تعهد و الزامی نسبت به انجام آن ندارد. مفهومی عام است و شامل اختیار خرید^۵ و اختیار فروش^۶ است. اختیار خرید به خریدار حق خرید (و نه تعهد خرید) دارایی خاصی را می‌دهد.

۷-۷- اوراق بهادار ترکیبی^۷

اوراق بهادار ترکیبی اوراقی هستند که در ساختار خود از بیش از یک بازار اصلی استفاده می‌کنند. اوراق بهادار اصلی اوراق بهادار هستند که عملکرد آنها فقط از یک متغیر نشأت می‌گیرد. یعنی بازده آنها ممکن است مبتنی بر نرخ بهره یا کالا یا سهام یا ارز خارجی... باشد. روش دیگر تعریف اوراق بهادار اصلی و ترکیبی، تمایز قایل شدن بین آن دو بر اساس وجود بازار معامله آنهاست. بطور کلی اوراق بهادار ترکیبی در چهار بازار اصلی فعالند. این بازارها عبارتند از: بازارهای نرخ بهره ارز خارجی، سهام و کالا، ترکیبی از دو بازار یا بیشتر می‌تواند اوراق بهادار ترکیبی را به وجود آورد.

۷-۸- نوآوری نهادی

نوآوری نهادی باعث ظهور مؤسسات و سازمانهای مختلف مالی گردیده است و هدف اصلی از تشکیل این مؤسسات تسهیل و سرعت بخشی و افزایش کارایی و بازده امور مالی است. این مؤسسات شکل گرفته در سیستم‌های کشورهای مختلف تا حد زیادی شبیه به همدیگر هستند و قط در اجزاء صور حقوقیشان اختلافاتی وجود دارد. مؤسسات موجود در نظام مالی از طرق مختلف قابل تقسیم‌بندی هستند که در اینجا به دو دسته کلی مؤسسات سپرده‌پذیر و مؤسسات غیر سپرده‌پذیر تقسیم صورت می‌گیرد. منظور از مؤسسات سپرده‌پذیر مؤسساتی هستند که منبع اصلی تأمین مالیشان سپرده‌های افراد در آنها است و مؤسسات غیر سپرده‌پذیر مؤسساتی هستند که از

1- Futures

2- Forward

3- Options

4- Swaps

5- Call Options

6- Put Option

7- Hybrid Securities

۳-۷-۸- اتحادیه‌های اعتباری

اتحادیه‌های اعتباری کوچکترین و جدیدترین مؤسسات سپرد پذیرند. جنبه منحصر به فرد آنها الزام به داشتن پیوند مشترک برای عضویت در اتحادیه‌های اعتباری است. بنابر قانون ناظر به اتحادیه‌های اعتباری، عضویت در اتحادیه اعتباری «منحصر به گروه‌هایی است که پیوند مشترک حرفه‌ای یا سازمانی یا گروهی درون منطقه، اجتماع یا ناحیه روستایی شخص» دارند. در این نهادها مالکیت به صورت سهام شرکت‌ها وجود ندارند و به صورت تعاونی یا مالکیت مشترک اداره می‌شوند. بنابراین، هدف اتحادیه‌های اعتباری برآوردن نیازهای اعضای خود در پس‌انداز و وام گرفتن است. از لحاظ حقوقی، از آنجا که اتحادیه‌های اعتباری در مالکیت اعضا هستند. سپرده اعضا سهم‌الشرکه نامیده می‌شود بنابراین آنچه میان اعضا تقسیم می‌شود به صورت سود سهام است نه بهره.

۴-۷-۸- مؤسسات سرمایه‌گذاری

انواع مؤسسات سرمایه‌گذاری را می‌توان به صورت زیر نام برد در ادامه در فصول دیگر این مجموعه هر یک از این مؤسسات به تفصیل تعیین می‌گردد.

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۱

واسطه‌های مالی‌ای هستند که به عامه مردم سهام می‌فروشند و عواید حاصله را در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. هر سهمی که فروخته می‌شود نماینده نسبت متناسبی از بدنه اوراق بهاداری است که شرکت سرمایه‌گذاری به وکالت از ظرف سهامدارانش اداره می‌کند. نوع اوراق بهاداری که خریداری می‌شود به هدف سرمایه‌گذاری شرم‌ت بر می‌گردد.

۲- بانکداری سرمایه‌گذاری^۲

بانکداری سرمایه‌گذاری نهادی است که با خرید یا تعهد خرید اوراق بهادار از قبیل اوراق قرضه و سهام از سازمانی مالی که این اوراق منتشر نموده و فروش آنها در دسته‌های کوچک نفع کسب می‌نماید. معمولاً وقتی از مؤسسات تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) استفاده می‌شود که بخواهند اوراق بهادار جدید را به فروش برسانند. به کارگیری واژه Banking در این مورد گاه اشتباه برانگیز است، زیرا سازمان‌هایی که به این کار اشتغال دارند، معمولاً مجاز نیستند مانند بانک‌ها سپرده

1- Investment Companies

2- Investment Bank

بپذیرند.

۳- مؤسسات تأمین سرمایه^۱

مؤسسه‌ای است که وظایف مشابه به بانکداری سرمایه‌گذاری دارد. این مؤسسات ممکن است در کشورهای مختلف نام‌های مختلف باشند، اما وظایف آنها معمولاً مشابه یکدیگر است. از جمله در کشور انگلستان به آنها مؤسسه ناشر و نیز به برخی مؤسسات مشابه آنها مؤسسات پذیره‌نویسی می‌گویند و در آمریکا آنها را بانک سرمایه‌گذاری می‌نامند. بطور کلی مؤسسه تأمین سرمایه همانند واسطه‌ای میان متقاضیان سرمایه و صاحبان عمل می‌کند.

۴- صندوق‌های پوشش خطر^۲

صندوق پوشش خطر^۳ معمولاً برای توصیف صندوق‌هایی به کار می‌رود که در قالب تعریف سنتی شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار نادرند. صندوق پوشش خطر بیشتر از ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک استفاده می‌کنند. به بیان دیگر، هر صندوقی که از راهبردهایی به غیر از سرمایه‌گذاری بلندمدت در اوراق قرضه، سهام (صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) و بازارهای پول (صندوق‌های بازار پول) استفاده کند، صندوق پوشش خطر است.

۵- صندوق‌های وجوه وقفی^۴

گروه دیگری از نهادهای مالی که از برای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی پول دارند، صندوق‌های وجوه وقفی‌اند. دانشگاه‌ها، مدارس خصوصی، موزه‌ها، بیمارستان‌ها و بنیادهای خیریه وابسته به این دست مؤسسات هستند و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری حاصل از وجوه سرمایه‌گذاری شده برای اداره آنها صرف می‌شود. بیشتر این صندوق‌های مستقل هستند و به هیچ شرکت یا گروه دولتی وابسته نیستند. این صندوق‌های همانند صندوق‌های بازنشستگی معاف از مالیات هستند.

۶- بنگاه سرمایه‌گذاری و بانکداری^۵

با انتشار گواهی سپرده بانکی قابل معامله CDS، این گواهی در مدت کوتاهی مورد استقبال شدید قرار گرفت. در سال ۱۹۸۷ این اسناد بیشترین سهم را در بازار اوراق کوتاه مدت دارا بود و وجود

1- Investment bank

2- Hedge fund

3- Hedge

4- Endowment funds

5- Investment-banking firm

بناگاهی جهت تشکیل بازار ثانویه و تسهیل امور خرید و فروش این اوراق در عرضه مالی ضروری به نظر می‌رسید. بانکها خود امکان ایجاد یک چنین بازاری را برای اسناد خود نداشتند زیرا این معادل آن بود که بانکها سپرده‌های مدت‌دار خود را قبل از سررسید خریداری نمایند. بدین ترتیب شرکت‌های مختلف جهت برقراری این ارتباط در سیستم مالی ظهور پیدا کردند که وظیفه اصلی آنها در ابتدا ایجاد یک بازار ثانویه جهت خرید و فروش CDS بود اما با گذشت زمان این شرکت‌ها به عنوان پل ارتباطی بین بازار سرمایه و بازار پول در آمدند و به امور دیگر جهت تسهیل و کارتر عمل کردن سیستم مالی پرداختند.

۷- بنگاههای اعتباری دولتی^۱

دولت در کشورهای مختلف برای تسهیل و تسریع امور به خصوص در مواردی که طرحهای عمومی و عام‌المنفعتی وجود دارد که این طرحها بازده کم و یا دیر بازده هستند مجبور به دخالت در بازار مالی است. این دخالت از دو طریق صورت می‌پذیرد. دخالت مستقیم که با تأسیس بنگاههای اعتباری دولتی صورت می‌گیرد. این بنگاهها معمولاً سرمایه مورد نیاز خود را از بازار رهن بوسیله فروش اوراق بهادار و خرید رهن به دست می‌آورد و این سرمایه را به امور همچون کشاورزی، دادن وام تحصیلی به دانشجویان و حمایت از سایر بخشهای نوپا و ضعیف در اقتصاد وام‌دهی می‌کند و از این طریق به نوعی حمایت از این بخشها صورت می‌دهد.

طریقه دوم دخالت دولت در بازار مالی، دخالت غیر مستقیم است که از طریق دادن ضمانت شخص وام‌گیرنده از بنگاههای خصوصی مالی را بر عهده می‌گیرد که این ضمانت در برابر ریسک ناتوانی در پرداخت و یا عدم پرداخت صورت می‌پذیرد.

۷-۹- نوآوری تکنیکی

امور مالی^۲ الکترونیکی از دیگر نوآوریهای انجام شده بواسطه رشد اقتصادی جدید می‌باشد. در اینجا دو تغییر اصلی در امور مالی الکترونیکی یعنی بانکداری الکترونیکی و خرید و فروش الکترونیکی الکترونیکی اوراق بهادار یا سرمایه‌گذاری الکترونیکی را که دو نوآوری تکنولوژی عمده در امور مالی هستند معرفی می‌شود.

۱-۹-۷- بانکداری الکترونیک

بانکداری الکترونیک را می‌توان به عنوان فراهم آوردن امکاناتی برای مشتریان که بدون نیاز به حضور فیزیکی در بانک و با استفاده از واسطه‌های ایمن بتوانند به خدمات بانکی دسترسی یابند، تعریف نمود. این امر از طرق مختلف زیر امکان‌پذیر است.

روش اول عمدتاً از طرق تلفن‌های عادی می‌باشد. بسیاری از عملیات بانکی، همچون: بررسی مانده حسابهای مختلف (پس‌انداز، جاری و...) دستور توقف برای پرداخت چک، سفارش دسته چک جدید، نقل و انتقال بین حسابهای مختلف یک شخص (تحت یک نام)، بررسی نرخ‌های بهره، ارز، قیمت طلا، سهام و غیره، از جمله خدماتی می‌باشند که بانک‌های مختلف بر روی خط تلفن بانک ارائه می‌دهند.

شیوه دوم، بانکداری خانگی^۱ می‌باشد. در این شیوه کلیه عملیات از طریق کامپیوتر در منزل انجام می‌پذیرد. اما برای دریافت وجوه مشتری می‌تواند با تقاضای چک، وجه مورد نظر خود را از طریق پست دریافت کند.

شیوه سوم، استفاده از موبایل برای انجام امور بانکی است^۲. با استفاده از موبایل می‌توان بسیاری از عملیات بانکی را، همچون: بررسی وجه مانده در حسابهای مختلف، توقف پرداخت چک، نقل و انتقال پول از حسابی به حساب دیگر و غیره، را انجام داد. برای انجام امور بانکی، موبایل از تلفن عادی ایمن‌تر است.

شیوه چهارم، استفاده از شبکه تلویزیون کابلی برای انجام امور بانکی می‌باشد. در این شیوه با استفاده از یک Remote و انتخاب کانال تلویزیونی مربوط به بانک خود، می‌توانید بسیاری از عملیات بانکی را که از طریق تلفن عادی نام‌می‌شود، نیز انجام دهید.

شیوه پنجم در بانکداری الکترونیک، استفاده از دستگاه خودپرداز^۳ است. انجام بسیاری از امور بانکی، از طریق خودپرداز امکان‌پذیر است. با توجه به آنکه شخص با در دست داشتن کارت خود و با ورود شماره رمز، باید در محل دستگاه حضور داشته باشد، موارد ایمنی آن مورد توجه قرار نگرفته است.

شیوه ششم در بانکداری الکترونیک، دستگاه فروش نقطه‌ای می‌باشد که به طور وسیع در

1- Home Banking

2- M-Banking

3- ATM

فروشگاهها و مراکز خدماتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این شیوه، مشتری با استفاده از کارت هوشمند و قرار داده در دستگاه و با ورود رمز خود، می‌تواند برای خرید کلیه کالاها و خدمات خود به جای پول نقد از کارت استفاده نماید.

شیوه دیگر، استفاده از خدمات بانکی از طریق کامپیوتر و خط تلفن یا از طریق اینترنت می‌باشد که با استفاده از این شیوه و با نرم‌افزارهای پیشرفته که امکان رمزنگاری را از روی خط تلفن و شبکه اینترنت فراهم ساخته است و با توجه به شیوه‌های تصدیق هویت پیشرفته برای شناسایی فرد تماس گیرنده با شبکه بانک، امکان بسیاری از عملیات بانکی، همچون: برداشت از وجه حساب و واریز به حساب‌های دیگر میسر می‌باشد. حتی در این شیوه، بانک‌ها با ایجاد امکانات لازم، قادر به تبدیل وجه به ارز کشور دیگر و یا انتقال وجه به حساب بانک در کشور دیگر از طریق کامپیوتر، بدون حضور در بانک، گشته‌اند. شیوه مذکور، همان بانکداری اینترنتی^۱ است. خدمات جدید ارایه شده توسط بانکداری الکترونیک عبارتند از: چک الکترونیک، پول الکترونیک و پول نقد دیجیتال و...

۲-۹-۷- خرید و فروش الکترونیکی اوراق بهادار

امروزه در اکثر بازارهای مالی جهان روش‌های مبادله الکترونیکی رایج شده است. پیشینه استفاده از نوآوری‌های فناوری در بازارهای مالی به بیش از ۱۵۰ سال قبل بر می‌گردد. یعنی زمانی که تلگراف در سال ۱۸۳۸ به وسیله ویل و مورس اختراع شد. این فناوری‌های ارتباطی به سرعت در بازارهای نیویورک، فیلادلفیا و نیواورلئان، برای مبادله قیمت‌ها، به جای مسافرت کردن با قطار و اسب مورد استفاده قرار می‌گرفت. از این رو، مبادله اختیار بازار از یک هفته به نصف روز کاهش یافت.