



پوهنتون کابل

پوهنځی اقتصاد

د پیاوړتیا امر مالي و بانکي

# بازارهای مالی و پولی

صنف سوم سمستر دوم

استادان مضمون: پوهنمل فیاض احمد سیار

سال: 1399 هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## مقدمه

طبق نظریه های اقتصاد کلان، تجمع سرمایه فیزیکی یکی از شروط لازم برای رشد اقتصاد ملی به حساب می آید. همچنان، به کارگیری مطلوب نیروی کار در پروسه تولید تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد و تجمع سرمایه، در تعیین میزان افزایش تولید مجموعی و عاید سرانه نیروی کار نقش اساسی ایفا می نماید. چنانچه، همراه با گسترش زمینه های افزایش تولید و بهره وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه گذاری انجام شده در آن، رابطه همسو و متناسب دارد. بسیاری از مطالعات اقتصادی تأیید می کنند که در صورت فقدان سرمایه کافی، رشد اقتصادی با مشکلات جدی مواجه می شود بسیاری از کشورهای در حال انکشاف نیز با مشکل اساسی کمبود سرمایه روبرو هستند. از آنجا که تجمع سرمایه یکی از مهمترین منابع رشد مداوم اقتصادی یک کشور به شمار می رود، از طریق بازارهای مالی می توان پروسه تشکیل سرمایه را تسریع نمود.

بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در جمع آوری منابع از طریق پس اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، تسهیل گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه گذاری در بخش های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می گیرند. اثرات مثبت بازار اوراق بهادار بر انکشاف اقتصادی از جمله افزایش انگیزه سرمایه گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج امانات و... آنقدر زیاد حساس است که برخی اقتصاددانان بر این عقیده اند که تفاوت اقتصادهای انکشاف یافته و انکشاف نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته انکشاف یافته بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه فعال و گسترده است. بازارهایی که کشورهای انکشاف یافته از آن محرومند.

مطالعات نشان می دهد که سطح انکشاف بازارهای مالی به ویژه بازار سهام و تأثیری که آنها بر تأمین مالی شرکت ها و انتخاب روش تأمین مالی شرکت ها دارد، در نهایت تأثیر شگرفی بر رشد اقتصادی به جای می گذارد. بازارهای مالی پیشرفته نظیر بازارهای مالی کشورهای پیشرفته صنعتی، حجم قابل ملاحظه ای از سرمایه مالی اقتصاد مربوطه را در کنترل دارند. این بازارها انگیزه پس انداز کردن و تبدیل پس انداز به سرمایه گذاری را باهدف تشکیل سرمایه به عهده دارند و از اینرو نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی برعهده می گیرند.

به طور کل می توان از جهت نقش بازارهای مالی در رشد اقتصادی، به دو دیدگاه سنتی در علم اقتصاد اشاره نمود. بر طبق یک دیدگاه، بازارهای مالی تنها به عنوان خادم صنعت، قابل توجه می باشند. پیروان این مکتب که از نظر رایبسنون الهام می گیرند، بر این باورند که بازارهای مالی در مقایسه با دیگر عوامل که بر تفاوت رشد اقتصادی کشورها اثر می گذارند، حالتی انفعالی دارند. به عبارت دیگر، واسطه های مالی به صورتی کاملاً تنها کانالی برای هدایت پس انداز به سمت فعالیت های سرمایه گذاری می باشند و عوامل اصلی رشد را باید همان موجودی و نرخ سرمایه گذاری محسوب نمود و سیاست های بخش عمومی باید عمدتاً معطوف به تجمع سرمایه فزیک باشد.

### مفهوم و ماهیت بازار های مالی

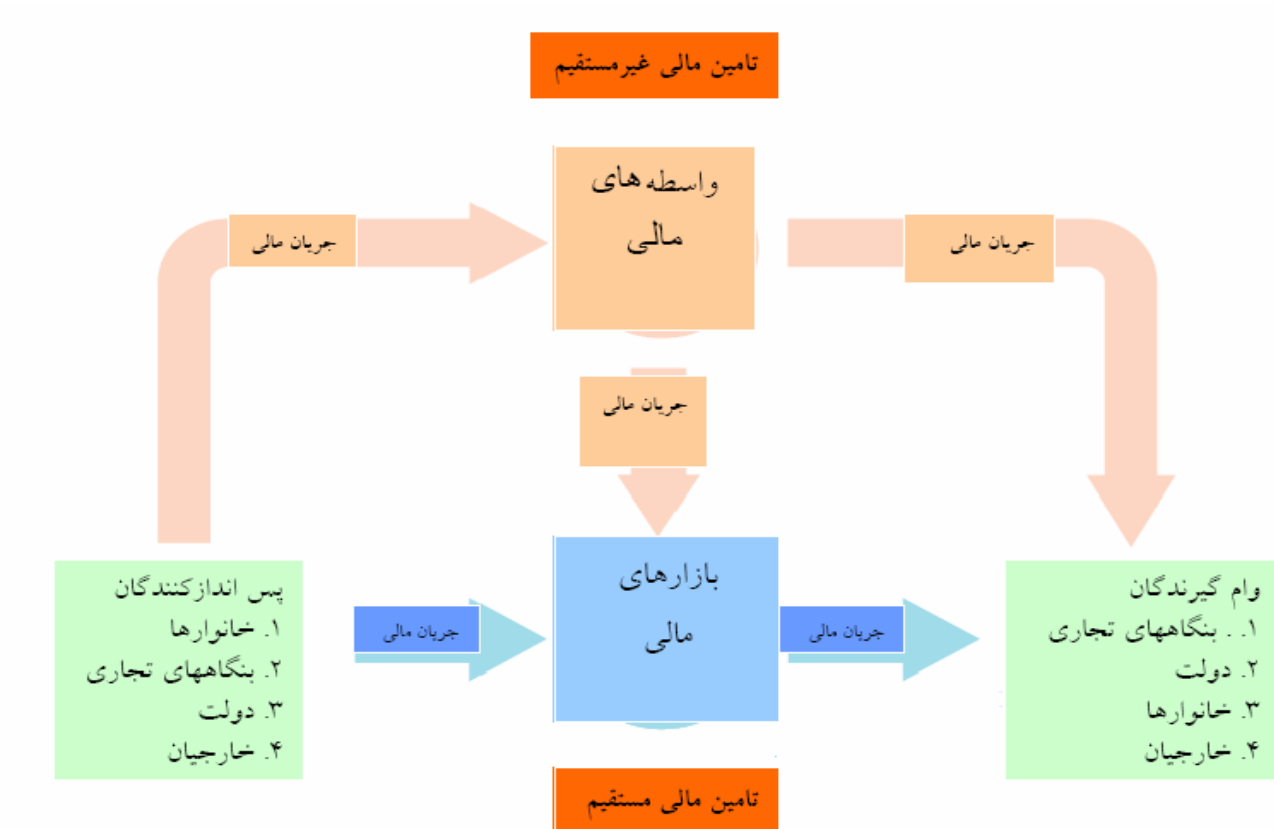
به طور کل اقتصاد هر کشور از هر دو بخش تشکیل می شود. بخش واقعی اقتصاد، که در واقع بیانگر جریان کالاها و خدمات از تولید کنندگان به مصرف کنندگان و نیز نیروی انسانی از مصرف کنندگان به سمت تولید کنندگان است. بخش مالی اقتصاد شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه ی پس انداز کنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به طرف

سرمایه گذران و تولید کنندگان کالاها و خدمات و یا دولت است. این دوبرخس اغلب به دوچرخ تشبیه می شوند که باید همگام بایکدیگر رشد یابند و حرکت کنند، نتیجه ی این همگامی وهمسویی نیز همانا رشد و انکشاف اقتصادی خواهد بود.

بازارهای مالی هرکشوروظیفه ی انتقال پس اندازها و تخصیص آنها به عنوان منابع سرمایه گذاری را به عهده دارد. روشن است که برای انجام عمل انتقال و تخصیص، وسایل و واسطه های مالی مورد نیازاست. به عباره دیگر، بازارمالی، بازاری است که درآن دارایی های مالی، اوراق بهادار ازقبیل سهام واوراق قرضه، خرید و فروش می شوند. دربازار های مالی زمانی وجوه انتقال می یابد که یک طرف معامله، دارایی های مالی را خریداری می کند. بازارهای مالی جریان انتقال وجوه را تسهیل می کنند و بدین ترتیب امکان سرمایه گذاری خانواده ها، شرکت ها یا نهاد های تجاری و نهاد های دولتی را فراهم می سازند. بازارهای مالی، منابع پولی را از بازارهای دارای وجوه اضافی به بازارهای نیازمند به این منابع انتقال می دهند. این بازارها امکان دریافت قرضه را برای محصلین، دریافت قرضه های اوراق رهنی برای خانواده ها، مخارج انکشاف برای واحدهای تجاری و مخارج دولت ها را تأمین مالی می کنند. بدون بازارهای مالی، بسیاری از محصلین قادر به ادامه تحصیل و بسیاری از خانواده ها قادر به خرید خانه نخواهند بود. همچنین امکان رشد شرکت ها و عرضه انواع خدمات توسط دولت وجود نخواهد داشت. خانواده ها و واحد های تجاری که سرمایه بازارهای مالی را تأمین می کنند، بابت سرمایه گذاری خود سود دریافت می نمایند. این سود، برای اطمینان از عرضه منابع به بازارهای مالی ضروری است. در صورت عدم عرضه منابع، بازارهای مالی نمی توانند پول را به بخش های نیازمند انتقال دهند. مشارکت کنندگان اصلی در بازارهای مالی را می توان به سه دسته تقسیم کرد: خانواده ها، شرکت ها یا نهاد های تجاری و نهاد های دولتی. مشارکت

کنندگان که سرمایه بازارهای مالی را تأمین می کنند "واحد های دارای مازاد وجوه نقد" نامیده می شوند. خانواده ها بخش اصلی این واحد ها را تشکیل میدهند. مشارکت کنندگانی که برای تهیه پول وارد بازارهای مالی می شوند، "واحد های دارای کسری وجوه نقد " نامیده می شوند. بسیاری از "واحد های دارای کسری وجوه نقد" برای تهیه پول اقدام به انتشاراوراق بهادار به " واحد های دارای مازاد وجوه نقد " می نمایند. یک ورقه بهادار، گواهی ادعای دارنده آن نسبت به ناشراست.

توضیح با مثال: خزانه داری آمریکا برای تأمین وجوه به شدت به بازارهای مالی نیاز دارد و در نتیجه به عنوان عمده ترین " واحد دارای کسری وجوه نقد " به شمار می رود، خزانه داری، اوراق خزانه منتشر می کند که در بازارهای مالی توسط خانواده ها و سایر " واحدهای دارای مازاد وجوه نقد " خریداری می شوند. این اوراق گواهی قرضه هستند که سررسید دارند. سررسید یعنی زمانی که خزانه داری وجوه دارنده اوراق بهادار را بازپرداخت می کند. برخی از واحدهای تجاری نیز، اوراق بدهی منتشر و برخی دیگر سهام می فروشند که به موجب آن، سرمایه گذاران، مالک برخی از شرکت می شوند. مشارکت کنندگان اصلی در بازارهای مالی دو گروه اند. گروه نخست خانواده ها، افراد و شرکت هایی هستند که به منظور ارائه وجوه وارد این بازاری می شوند و اغلب به واحد های دارای مازاد معروفند. گروه دوم نیز افراد و شرکت هایی اند که به دنبال دریافت و کسب وجوه از این بازارها هستند و به واحد های دارای کسری معروفند. به علاوه، گاه نیز دولت ها به عنوان دریافت کننده یا عرضه کننده ی وجوه در این بازارها وجود دارند.



شکل ۱ - راههای مختلف تامین مالی در اقتصاد  
منبع: Fredrich Mishkin, ۲۰۰۶

## انواع بازار های مالی

هر بازار مالی به منظور تأمین نیازهای خاص مشارکت کنندگان در آن بازار ایجاد می شود. به عنوان مثال برخی از مشارکت کنندگان ممکن است به سرمایه گذاری کوتاه مدت و تعدادی دیگر به سرمایه گذاری بلند مدت تمایل داشته باشند. برخی از مشارکت کنندگان در زمان سرمایه گذاری ریسک بالایی را می پذیرند، حال آنکه برخی دیگر از ریسک پرهیزی می کنند. تعدادی از مشارکت کنندگان هنگام نیاز به پول ترجیح می دهند که قرض بگیرند، در حالیکه دیگران به فروش سهام روی می آورند. انواع بازارهای مالی را براساس ساختار سررسید و ساختار معاملات اوراق بهادار، می توان به این شرح طبقه بندی کرد:

▪ بازارپول: به خلق و داد و ستد پول می پردازد و تأمین مالی کوتاه مدت و میان مدت را انجام می دهد و نماد اصلی آن " بانک ها و نظام بانکی " است. به بازار آزادی که برای قرضه دهی و قرضه گیری منابع کوتاه مدت (کمتر از یک سال) و معامله براسناد قابل انتقال وجود دارد، اصطلاحاً بازار پول گفته می شود. بازارپول، شامل ابزار قرضه مالی کوتاه مدت با ویژگی های اندک بودن خطر عدم پرداخت، نقد شوندگی و ارزش اسمی بسیار است. بازارپول را بانک ها، مؤسسه های اعتباری تجاری غیربانکی و سایر محل هایی که داد و ستد این گونه منابع در آن ها صورت می پذیرد، تشکیل می دهد.

▪ بازار سرمایه: به تأمین مالی بلند مدت می پردازد و نماد اصلی آن " بازار بورس اوراق بهادار " می باشد. بازار سرمایه، بازاری است که در آن وسایل پولی بلندمدت، مانند: بازار سهام و اوراق قرضه خصوصی و دولتی داد و ستد می شوند. اصطلاحاً به هر مکان یا نظامی که بتواند نیازهای واحد های تجاری و مقامات دولتی را در مورد قرضه های بلند مدت و میان مدت برآورده بازار سرمایه اطلاق می شود. بازار سرمایه، این امکان را به وجود می آورد که پول، از سوی افرادی که فاقد فرصت های مولد سرمایه گذاری هستند، به دست کسانی که دارای چنین فرصت های می باشند برسد، بازار سرمایه به محدوده وسیعی گفته می شود که منابع مالی یا وسایل و یا دارایی های مالی بلند مدت در آنها معامله می شود. نقش اصلی بازارهای مالی به طور عام و بازارهای سرمایه به طور خاص، تسهیل نمودن پروسه تجهیز پس اندازهای جامعه و انجام سرمایه گذاری های مورد نیاز جامعه و در نهایت تخصیص بهینه سرمایه به عنوان مهمترین عامل تولید است. هرچند که مفهوم سرمایه به گونه ای که بیان شد، مفهومی پذیرفته شده است، با این وجود، در عمل این مفهوم ابهاماتی را به وجود آورده است. اقتصاددانان، سرمایه را به مفهوم دارایی فیزیکی مانند ماشین آلات، تأسیسات، ساختمان،



موجودی کالا و بعضاً ارزش فعلی سرمایه گذاری انجام شده در نیروی انسانی و تکنالوژی بکار می برند. گروهی دیگر، دارایی های مولد ثروت را سرمایه می پندارند. حسابداران سرمایه را به مفهوم وجوهی که در طرف بدهی بیلانس شیت نشان داده می شود و متعلق به صاحبان واحد اقتصادی است، مورد شناسایی قرار داده اند. معمولاً بازارهای مالی که معاملات اوراق بدهی را تسهیل می کنند بر اساس سررسید تقسیم بندی می شوند. بازارهای مالی که جریان وجوه کوتاه مدت یا سررسید کمتر از یک سال را تسهیل می نمایند، به عنوان بازارهای پول و بازارهایی که جریان وجوه بلند مدت را تسهیل می کنند، به عنوان بازارهای سرمایه شناخته می شوند.

▪ بازارهای اولیه و ثانویه: صرف نظر از اینکه اوراق بهادار متعلق به بازار سرمایه هستند یا بازار پول، تفکیک میان معاملات بازار اولیه و بازار ثانوی ضروری است. بازارهای اولیه، انتشار اوراق بهادار جدید و بازارهای ثانویه معامله اوراق بهادار موجود را تسهیل می نمایند. با معاملات در بازار اولیه، وجوه مورد نیاز ناشر اوراق بهادار تأمین میشود، در حالیکه معاملات در بازار ثانویه این گونه نیست. سهام جدید شرکت یا اوراق بهادار جدید خزانه داری در بازار اولیه معامله می شوند در حالیکه معامله سهام موجود شرکت یا اوراق بهادار خزانه داری توسط هر فرد یا هر واحد تجاری دارنده آن، بازار ثانویه را تشکیل می دهد.

ویژگی مهم اوراق بهادار معامله شده در بازار ثانویه نقد شوندگی آن است که نشان می دهد تا چه اندازه میتوان اوراق بهادار را بدون کاهش قیمت و راحت به فروش رساند. برخی اوراق بهادار، بازار ثانویه فعالی دارند که در هر زمان، تعداد زیاد خریدار و فروشنده مایل به معامله آن اوراق بهادار هستند. سرمایه گذاران، نقد شوندگی اوراق بهادار را ترجیح می دهند تا در هر زمان بتوانند بدون کمترین کاهش قیمت آنها را به فروش برسانند. اگر اوراق بهادار،

قابلیت نقد شونددی نداشته باشند، سرمایه گذاران ممکن است نتوانند خریدارمناسبی برای آن در بازار ثانویه بیابند و گاه مجبورند برای جذب مشتری، اوراق بهادار فاقد قابلیت نقد شونددی را با کاهش قیمت زیاد به فروش رسانند.

## نقش بازارهای مالی

یکی از نقش های اساسی بازارهای مالی انتقال وجوه بین واحد های اقتصادی است؛ به طورکل این واحد ها شامل دوگروه زیراستند:

1- واحد های اقتصادی که پس اندازدارند اما موقعیت های سرمایه گذاری واقعی ندارند. خانواده ها منبع اصلی مازاد های پس انداز هستند. خانواده ها معمولاً فرصت سرمایه گذاری مستقیم در فعالیت های مولد را ندارند، اما پس اندازهای آنها میتواند به طرف سرمایه گذاری های مولد سوق داده شود.

2- واحد های اقتصادی وجود دارند که امکانات سرمایه گذاری دارند اما وجوه لازم را برای انجام سرمایه گذاریهای واقعی در اختیار ندارند .

نقش بازارهای مالی آن است که این دوگروه را به یکدیگر نزدیک کند، به گونه ای که بتوان وجوه را از واحد های دارای مازاد پس انداز به واحد ها مواجه با کمبود منابع یا کسری پس انداز انتقال داد. تأثیر این نقل و انتقالات وجوه فراهم آوردن امکانات سرمایه گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می شود که در صورت عدم وجوه یا ضعف بازارهای مالی امکان تحقق سرمایه گذاری مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت.

درواقع زمانی که بازارهای مالی فعال و کارآمد وجود داشته باشد، هم قرض دهندگان وجوه و هم قرض گیرندگان در بازار در موقعیت بهتری قرار خواهند گرفت. وضع پس انداز بهبود خواهد یافت چون می توانند به صورت غیر مستقیم در یک یا چند فعالیت مولد سرمایه گذاری کنند و بازده به دست آورند. شرکت ها یا نهاد ها نیز وضعیت مناسبی به دست می آورند چون می توانند سرمایه گذاری کنند و فعالیت های خود را انکشاف دهند. نحوی انتقال پس اندازها و تبدیل آنها به سرمایه گذار به دوطریق می تواند باشد.

1- پس اندازکننده ها می توانند مستقیماً منابع مالی مازاد خود را به شکل قرضه های بلند مدت ( خرید سند های قرضه ) یا قرضه های موقت و شرکت در سرمایه گذاری ( خرید سهام ) در اختیار شرکت ها یا نهاد ها قرار دهند.

2- پس اندازکننده ها می توانند پس اندازهای خود را در بانک ها یا سازمان های مالی دیگر که به نحوی وجوه را در اختیار شرکت ها یا نهاد های تولید قرار می دهند به شکل قرضه های کوتاه یا بلند مدت به امانت بسپارند.

### 3.1. وظایف بازار مالی

#### 1.3.1. تعیین قیمت وجوه سرمایه

شرکت ها یا نهاد های اقتصادی باید در مورد مخارجی که بازده آنها در آینده ی نزدیک و مخارجی که بازده آن در سال های دور به دست می آید قضاوت و تصمیم گیری کنند. آنها همچنین باید در مورد تعهداتی که در حال حاضر نیاز به وجوه و منابع دارند و تعهداتی که وجوه آن در آینده مورد نیاز است تصمیم گیری کنند. پلان گذاری مالی در هر شرکت یا نهادی نیز نه

تنها وابسته به وجوهی است که انتظاری رود در حال حاضر دریافت کنند، بلکه متکی به وجوهی که انتظاری رود در آینده به دست آورند و نیز پیش بینی میزان قرضه گیری و پوشش دادن کسراست. همه این تصمیم گیری ها و انتظارات نیز مستلزم کسب اطلاعات در مورد قیمت وجوه و مصرف دسترسی به سرمایه مورد نیاز است.

قیمت وجوه و سرمایه نیر در بازارهای مالی تعیین می شود. بنابراین بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، شرکت ها یا نهاد ها را در تصمیم گیری های سرمایه گذاری و پلان گذاری های مالی کمک می کنند. به طوری که قیمت بازاری سرمایه توسط شرکت می تواند با بازده متوقعه ناشی از آن مورد مقایسه قرار گیرد و بدین ترتیب شرکت ها یا نهاد ها سرمایه خود را به سرمایه گذاری های که بازده آنها بالاتر یا مساوی بر مصرف سرمایه آنها است اختصاص دهند. همچنین با استفاده از مصرف سرمایه که در بازار مالی تعیین می شود، امکان مقایسه و ترجیح سرمایه گذاری های کوتاه مدت و بلند مدت فراهم میشود. اما تعیین قیمت وجوه در بازارهای مالی زمانی به درستی و به شکل عادلانه انجام میگردد که شرایط رقابتی بر بازار حاکم باشد. این شرایط عبارتند از:

1- تعداد زیادی عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان وجود داشته باشند، به طوری که هیچ کدام نتوانند روی بازار تأثیر بگذارند.

2- آزادی ورود به بازار و خروج از آن وجود داشته باشد به طوری که انحصار شکل نگیرد.

3- بازار شفافیت کافی داشته باشد. این شرط زمانی تحقق می یابد که اطلاعات کافی در بازار باشد و به یکسان در اختیار همه افراد قرار گیرد.

باموجودیت این شرایط، عرضه و تقاضای وجوه و سرمایه، قیمت را تعیین می کند. در این صورت گفته می شود که قیمت تعیین شده توسط بازار بهترین قیمت است و بهترین راهنما نیز برای عرضه کنندگان وجوه یعنی پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران و تقاضا کنندگان وجوه یا سپرده پذیران خواهد بود. بدین وسیله تصمیم گیری برای هر دو گروه آسان خواهد شد و منابع سرمایه ای به بهترین نحو تخصیص خواهد یافت.

## انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات

قرض دهنده معمولاً انتظار دارد که بازده ناشی از سرمایه گذاری بتواند ریسک او را جبران کند و قرض گیرنده نیز می خواهد مطمئن باشد مصارف مالی که متحمل می شود، یک مصرف منطقی باشد، بنابراین وظیفه بازارهای مالی است که نه تنها از قرض گیرندگان و قرض دهندگان بالقوه علایمی مثل ریسک سرمایه گذاری و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاری، به منظور جبران ریسک آنها دریافت نماید، بلکه باید این علایم را به دقت تفسیر کنند. در این صورت هم قرض دهندگان و هم قرض گیرندگان می توانند مطمئن شوند که برای مثال قیمت بازاری اوراق بهادار به گونه ای است که دقیقاً منعکس کننده ریسک همراه با اوراق بهادار است، مدیران نیز می توانند مطمئن شوند که افزایش سرمایه ی شرکت با مصرف قابل قبولی صورت می گیرد.

بنابراین یک بازار کارآمد و مدرن مالی مانند متخصصانی است که وظیفه انتشار و تحلیل اطلاعات را در بازار به عهده بگیرند. علاوه بر این در بازار حضور متولیان قابل اعتماد ضروری است. همچنین در این بازار باید سرمایه گذاران مطلع به منظور انتخاب بین سرمایه گذاری های رقیب باریسک متناسب حضور داشته باشند. و امکان واکنش سریع نسبت به تغییرات نیز

فراهم باشد. بدیهی است که تمامی این امکانات و نیازها را نهاد های مالی حاضر در بازار می توانند فراهم کنند. در کشورهای با اقتصاد سرمایه داری، نهاد های مالی ارائه کنندگان متخصصان و خدمات مالی می باشند و دولتها نیز بر کار این نهاد ها نظارت می کنند. نهاد های مالی نیز جهت کسب بهره اقدام به این امور می کنند.

## توزیع ریسک

بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه ی پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع میکنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیت های اقتصادی و سرمایه گذاری، از طریق خلق و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع می شود. به عبارتی در ابعاد وسیع بازارهای مالی ( بازار پول و سرمایه ) ریسک افرادی را که در فعالیت های اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس انداز کنندگانی که حاضر به پذیرش ریسک و یک بازده غیر مطمئن هستند منتقل و بین آنها توزیع می کنند.

بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه گذاری می کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می شود. تمام ریسک به این علت کاهش می یابد که زیان در بعضی از سرمایه گذاریها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه گذاریها جبران می شود. با حضور بازارهای مالی متنوع که سرمایه گذاران در آن قادر به خرید و فروش اوراق بهادار با حداقل موانع مصرف معاملات، دخالت های ناشی از وضع مقررات و... باشند، تحصیل منافع ناشی از تنوع بخشی امکان پذیر می شود.

## تجهیز بیشتر پس انداز

وجود بازار مالی کارآمد با وسایل مالی متنوع این فرصت را برای خانواده ها فراهم می کند که دارایی های مالی متنوع از شرکت ها یا نهاد های کارآمد نگهداری نمایند. اگر در بازار مالی انواع مختلف اوراق بهادار وجود داشته باشد، قسمت اعظم مازاد وجوه افراد جامعه جذب واحد های اقتصادی می شوند؛ زیرا در این شرایط افراد بسیاری با درجه های مختلف ریسک جذب بازاری می شوند و پس اندازهای کوچک نیز جذب می گردند. همچنین بازارهای مالی کارآمد از طریق افزایش نقدینگی باعث جذب پس انداز ها می شوند؛ زیرا این امکان را برای پس اندازکنندگان فراهم می کند تا هر زمان به ثروت خود احساس نیاز کردند، دارایی های مالی خود را به آسانی به دارایی مورد نظر تبدیل کنند. به علاوه از آنجا که در بین بازارها مصرف کسب اطلاعات و نظارت بر شرکت ها یا نهاد ها به شدت پایین است، کسب اطمینان از شرکت ها و یا نهاد های اقتصادی با کمترین مصرف برای خانواده ها حاصل می شود؛ بنابراین وجود بازارهای مالی کارآمد تجهیز بیشتر پس انداز ها می گردد.

## تخصیص بهینه سرمایه

مصرف جمع آوری اطلاعات و تحلیل آنها از شرکت ها یا نهاد های اقتصادی برای افرادی که قصد سرمایه گذاری در شرکت ها یا نهاد ها دارند، سنگین است و از سوی دیگر عدم نظارت و کنترل مناسب بر فعالیت شرکت ها، باعث می شود که منابع مالی به طرف سرمایه گذاری های مفید و بهره آور سوق داده نشود؛ زیرا افراد سرمایه گذار در فعالیت های که فاقد اطلاعات قابل اطمینان هستند، تمایل به سرمایه گذاری ندارند. از این رو ممکن است سرمایه ها از مسیر

اصلی خود منحرف شده و به پروژه های با کارایی کمتر تخصیص یابد. وجود بازارهای مالی کارآمد شرایط را برای شناسایی شرکت ها یا نهاد های کارآمد با حداقل مصرف فراهم می کند و در نتیجه سرمایه ها به فعالیت های اختصاص می یابد که کارایی بیشتری دارند .

## افزایش نقد شونده گی و کاهش ریسک مربوط به آن

کارکرد دیگر بازارهای مالی این است که میکانیزم مناسبی جهت خرید و فروش دارایی های مالی را فراهم می کند. به همین سبب می گویند بازارهای مالی دارای خاصیت نقد شونده گی هستند. نقد شونده گی عبارت از اینست که واحد های اقتصادی بتوانند به آسانی و به سرعت داراییها را براساس قیمت های بازار به داراییهای مورد نظر تبدیل کنند. ریسک نقدینگی ناشی از عدم اطمینان مربوط به تبدیل داراییها می باشد. بازارهای مالی با فراهم نمودن اطلاعات و نیز فراهم نمودن شرایط برای تبدیل داراییها، نقدینگی را افزایش و ریسک مربوط به آن را کاهش می دهند.

## ویژه گی های بنیادین بازارهای مالی کارآمد

بطور تمامی در خصوص ویژه گی های اساسی یک بازار مالی کارآمد می توان به موارد ذیل اشاره نمود:

هماهنگی با شرع، قوانین و فرهنگ حاکم بر جامعه: بازار مالی، نهاد ها و وسایل مورد استفاده در هر جامعه ای در درجه اول باید با شرع، قوانین و مقررات، فرهنگ عمومی جامعه به ویژه با اعتقادات دینی و مذهبی آن سازگار باشد؛ چرا که در غیر این صورت، استمرار و پایداری



لازم را نخواهد داشت و به تدریج از عرصه مبادلات خارج خواهد شد. بر این اساس، به نظریه پردازان و سیاستگذاران پیشنهاد می شود در طراحی نهاد ها و وسایل، به آموزه های فقهی و ارزشی اسلام توجه داشته باشند. مؤسسه ها، وسایل و نهاد های مالی گوناگونی در گذشته پدید آمده و به رغم درخشش های اولیه، به جهت مخالفت های مراجع مذهبی به تدریج روبه افول گذاشته اند، شاهد گویایی بر این مطلب است.

مطابقت با اهداف و انگیزه های بازیگران بازار: بازار مالی موفق باید به اهداف و انگیزه های بازیگران یعنی عرضه کنندگان و متقاضیان وجوه، توجه کافی داشته باشد تا بتواند توجه آنان را به مشارکت در بازار مالی جلب کند، و روشن است که این اهداف و انگیزه ها در افراد گوناگون، حتی در یک فرد خاص نیز متفاوت است؛ برای مثال در جوامع اسلامی، صاحبان وجوه اهداف ذیل را دنبال می کنند: حفظ و نگهداری وجوه در یک نهاد مطمئن؛ مشارکت در ثواب اعطای قرض الحسنه برای نیازمندان؛ کسب بهره از طریق به کار گیری سرمایه نقدی؛ کمک به عمران و آبادانی کشور از طریق کمک به سرمایه گذاری های مولد و...

تناسب با وضعیت بازیگران بازار: بازیگران بازارهای مالی از جهت وضعیت به سه گروه ریسک گریز، ریسک پذیر و متعارف تقسیم می شوند. صاحبان وجوه ریسک گریز می کوشند بانهاد ها و مؤسسه هایی تعامل نمایند که در زمان مشخص، سود مشخص و از قبل تعیین شده ای را به آنان می پردازد؛ هر چند نرخ آن بهره در مقایسه با بهره انتظاری مؤسسه های دیگر کمتر باشند. در مقابل، صاحبان وجوه ریسک پذیر، به دنبال مؤسسه هایی هستند که در قبال تحمل ریسک و مخاطره بهره متوقعه بلندی را ارائه می کنند و افراد متعارف بیشتر از موجودی بازار متأثر هستند و جهت گیری خاصی ندارند. متقاضیان وجوه نیز اگر ریسک

گریزباشند، علاقه مندند تا سراغ واسطه های مالی ای بروند که حاضرند در تحمل مخاطرات واحد اقتصادی را یاری نموده و اگر ریسک پذیر باشند نیز به معامله های قطعی تمایل دارند و ترجیح می دهند بپذیرش تمام مخاطرات تمام بهره را عاید خود نمایند. متقاضیان متعارف نیز، به طور معمول ترکیبی از انواع وسایل تأمین مالی مانند: فروش سهام و استقراض را برمی گزینند. نظام مالی ساختاریافته باید باطراحی مؤسسات و وسایل متنوع مورد نیاز، پاسخگوی تمام الزامات و نیازهای بازیگران بازار باشد.

قابلیت انطباق با بازارهای مالی بین المللی: گرچه دغدغه اصلی بازارهای مالی داخلی تطابق با فرهنگ، اهداف و انگیزه ها و روحیات شرکت کنندگان داخلی است، با این حال، بایشرفت بازارهای مالی بین المللی و گسترش ارتباطات و همکاری های فراملی نمی توان به بازارهای مالی بسته بسنده کرد. لذا، باید در طراحی نهاد ها وسایل حداکثر دقت ها و ظرفیت ها را به کاربرد تا در هنگام لزوم، چه در طرف عرضه سرمایه نقدی و چه در طرف تقاضا بتوان با بازارهای مالی بین المللی تعامل فعالانه نمود.

نظام بازار مالی جامع و کارآ باید نهاد ها و وسایل کافی برای پاسخگویی به تمامی این اهداف را داشته باشد تا همه صاحبان وجوه بتوانند از این طریق به مقاصد اقتصادی و تجاری خود دست یابند.

## ساختار بازار های مالی

منظور از ساختار بازار مالی، وسایل، ونهادها یا سازمانهای موجود در بازار مالی و ارتباطات آنها است که به انتقال وجوه از پس اندازکنندگان به سرمایه گذاران کمک می کند و تسهیلات لازم را به منظور این انتقال و تسریع آن فراهم می آورند.

در یک ساخت مالی مطلوب بازاری پول و بازار سرمایه هر دو باید فعال باشند اما اغلب ساخت مالی کشورها با متکی به بانک یا متکی به اوراق بهادار است. در ساخت مالی متکی به بانک، بازاری پول نسبت به بازار سرمایه نقش عمده تری در بازار مالی بازی می کند و فعالتر است، بدین معنی که در ساخت مالی متکی به بانک، بانکها به عنوان نهادهای فراگیر عمل می کنند و شرکت ها برای تأمین نیازهای مالی شان تا حد زیادی به سیستم بانکی وابسته اند. در این ساخت، بانکها انواع طرح های کوتاه مدت و بلند مدت را در اختیار مشتریان قرار می دهند و خدمات بانکی به صورت بانکداری تجاری، بانکداری سرمایه گذاری و تخصصی به عموم عرضه می شود. در ساخت مالی متکی به اوراق بهادار، بازار سرمایه نقش فعالتر و گسترده تری در بازار مالی دارد. در این نوع ساخت، بخش قابل ملاحظه ای از نیازهای مالی شرکت ها در بازار سرمایه تأمین می شود و بانکهای امانت پذیر نیز به طور تمامی در زمینه ی اعطای قرضه های کوتاه مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می کنند.

در عمل دیده شده است که در کشورهای در حال انکشاف در بیشتر موارد ساخت مالی متکی به بانک است، اما بانکها به صورت نهادی های مالی فراگیر عمل نمی کنند. سیستم بانکی در این کشورها از دو گروه بانکهای تجاری و تخصصی تشکیل می شود. بانکهای تجاری بیشتر به اعطای قرضه های تجاری و کوتاه مدت می پردازند، بانکهای تخصصی نیز بیشتر در ارائه قرضه

های بلند مدت سرمایه گذاری، تمرکز یافته اند. در این کشورها مالکیت انواع بانکها اغلب دولتی است و دولت ها دخالت گسترده ای بر بانکهای تجاری و تخصصی اعمال می کنند. برخلاف کشورهای در حال انکشاف، پیشرفت های که در زمینه های مالی در مورد انواع وسایل بازار پول و سرمایه صورت گرفته، به تدریج وضعی را به وجود آورده است که در کشورهای صنعتی تمایز بین دو نوع ساخت مالی در طول زمان از بین رفته یا نامحسوس شده است. همانطور که پیش از این اشاره شد، نهادهای مالی از جمله اجزای تشکیل دهنده ساختار بازار مالی محسوب می شوند. واژه نهاد مالی یک مفهوم گسترده است و شامل سازمانهای می شود که به عنوان عامل یا نماینده دلال و واسطه در معاملات شرکت می کنند .

این نهادها بر حسب اینکه از طرف دیگران یا به حساب خود در بازار عمل می کنند به دو دسته ی عاملان یا کارگزاران و واسطه مالی تقسیم می شوند. بر این اساس می توان از نهادهای مالی که در اغلب کشورها کم و بیش وجود دارد تصویر تمامی زیر را ارائه کرد.

### طبقه بندی نهادهای مالی موجود در بازارهای مالی

بانک مرکزی و دیگر واسطه های مالی از قبیل، بانک های تجاری، شرکت های تجاری و موسسات غیر بانکی از مهم ترین نهاد های بازار پول را تشکیل میدهند. که هر یک مختصراً مورد مطالعه قرار میگیرند.

❖ بانک مرکزی: وظایف اصلی بانک مرکزی عبارت اند:

▪ بانکدار دولت: دولت نیاز دارد که وجوه خود را در حسابی در بانک حفظ نماید، تا بتواند در مواقع نیاز از آن استفاده نماید. دولت وجوه خود را در بانک مرکزی می سپارد و مانند افراد

حقیقی، وجوه و مبالغ مورد نیاز خود را از طریق استقراض از بانک و یا فروش اوراق بهادار به بانک مرکزی به دست می آورد.

▪ کارگزار دولت: بانک مرکزی انواع خدمات را به عنوان کارگزار دولت انجام میدهد، خزانه داری در بسیاری از کشورهای غربی بخشی از وظایف تجاری خود را از طریق بانک مرکزی انجام می دهد، همچنین بانک مرکزی انتقال سفارشات مهم دولت را برعهده دارد. تسعیر و یا بازخرید قروض دولت و انتشار و خرید مجدد اوراق بهادار دولت به عهده بانک مرکزی است. بانک مرکزی همچنین خدمات کارگزاری مخصوص را برای دولت انجام می دهد. این خدمات ویژه، پرداخت ها و موافقت نامه های تجارت بین المللی را شکل داده و حساب های بانکی جداگانه ای برای چنین اهدافی در نظر می گیرد. بانک همچنین به عنوان کارگذار دولت در زمان کنترل اسعار عمل می کند.

▪ بانکداری بانک های تجاری: بانک های تجاری بخشی از پول خود را به بانک مرکزی می سپارند و در مواقع نیاز از آن پول قرض می گیرند. بانک مرکزی امانات آنان را قبول کرده و وجوه آن ها را به بانک های دیگر انتقال می دهد. بنابراین بانک های تجاری دارای حساب جاری شده و امکان قرضه دهی به بانک های دیگر به وجود می آید. همان گونه یک بانک معمولی چنین وظیفه ای در قبال مشتریانش دارد.

▪ آخرین قرضه دهنده: بانک های تجاری به هنگام نیاز و ضرورت از بانک مرکزی قرضه دریافت می کنند. در این گونه موارد بانک مرکزی به عنوان آخرین قرضه دهنده شناخته می شود. قدرت اعتباری بانک مرکزی اسلحه قدرتمند است که براساس آن جریان پول و فعالیت های اعتباربانک های تجاری را تنظیم می کند. به هر حال وظیفه تنزیل مجدد و همچنین و اطلاق آخرین قرضه دهنده به بانک مرکزی نشأت گرفته از قدرت انحصاری چاپ بانکنوت است.

اصطلاح تنزیل مجدد به معنای صدور برات تجارتي است، زیرا بانک باید تمامی برات های تجارتي را که توسط بانک های تجاري و یا هر نهاد مالی دیگر فروخته شده جمع نماید تا احتیاجات موقت به پول نقد را پاسخ گوید، برات های اسعاری انتقال یافته به بانک به عنوان ذخیره نقدي درجه دوم برای بانک مرکزی محسوب می گردند. هدف تحقيقي تنزیل مجدد برای بانک مرکزی آن است که هیچ معامله معتبر محدود نشده و یا از رده خارج نشود.

▪ کنترل و تنظیم پول: از مهم ترین وظایف بانک مرکزی کنترل و تنظیم عرضه پول است که به روش های زیر صورت می پذیرد.

• کنترل چاپ پول: میزان پول در گردش در بسیاری از کشورها توسط بانک مرکزی تعیین می گردد، بانک قدرت زیادی برای کنترل پول در زمان کاهش عرضه نسبت به تقاضا از طریق افزایش عرضه آن دارد تا عرضه پول با تقاضای آن مطابقت یابد.

• تنظیم فعالیت های بانک های تجارتي از طریق تغییر در نرخ ذخیره قانونی: بانک مرکزی بر اساس احتیاجات اقتصاد کشور بانک های تجاري مکلف می سازد تا ذخایر نقدي مناسب با تقاضای طبیعی نگهداری نماید. افزایش در ذخیره قانونی بانک های تجاري را مجبور به کاهش کریدت ها می سازد.

• عملیات بازار باز: این سیاست نیز از مهم ترین وسایل کنترولی عرضه پول به خصوص در کشورهای غربی محسوب می گردد. بانک مرکزی قادر است از طریق خرید و فروش اوراق بهادار دولتی و حتی غیردولتی و نیز برات های اسعاری میزان پول در جریان را تحت کنترل آورده و آنرا افزایش یا کاهش می دهد.

• کنترل حجم پول و کریدت: در نهایت بانک مرکزی می تواند دستورات مستقیم به بانک های تجاري و سایر نهاد های مالی داده و حجم پول و کریدت جاری کنترل نماید.

▪ انجام معاملات مالی بین المللی: آخرین وظیفه ای که برای بانک مرکزی در نظر گرفته می شود بحث مربوط به معاملات مالی بین المللی است. همه دریافت ها و پرداخت های تجارت خارجی باید توسط بانک مرکزی صورت گیرد. به عبارت دیگر همه فعالیت های مالی با کشورهای خارجی از طریق بانک مرکزی صورت می گیرد.

بانک های تجاری که بزرگترین گروه نهاد های فعال در بازار پول هستند، منابع خود را از امانات جاری، پس انداز، و معیادی، جمع آوری و با استفاده از آن قرضه ارایه می کنند. به عباره دیگر، وظیفه اصلی بانک های تجاری تجهیز و تخصیص منابع مالی است. خلق پول از طریق امانات جدید، پیشنهاد وسایل پرداخت برای خرید کالا و خدمات، عرضه خدمات مالی بین المللی شامل تضمین کربدت واردات مربوط به شرکت ها، اعطایی قرضه به دولت های خارجی و شرکت های چند ملیتی، ارایه اطلاعات و آگاهی های لازم در رابطه به فرصت های سرمایه گذاری خارجی و بازارهای خارجی به مشتریان خود و خرید و فروش اسناد خارجی برای مشتریان، و ارایه خدمات به سرمایه گذاری از جمله خدماتی است که توسط بانک های تجاری ارایه می شود.

موسسات کربدتی غیربانکی یکی از دیگر نهاد های فعال در بازار پول به شمار می آیند. این موسسات از طریق جذب امانات غیرجاری، اخذ تسهیلات و استفاده از وسایل مالی به تجهیز منابع مبادرت می نمایند و این منابع را به اعطای تسهیلات کربدتی اختصاص داده یا به هرنحو دیگری به تشخیص بانک مرکزی، واسطه بین عرضه کننده گان و متقاضیان منابع مالی خواهند بود. موسسات کربدتی غیربانکی قدرت خلق پول را ندارند و این، مهم ترین وجه تمایز این موسسات با بانک های تجاری است.

## ❖ واسطه های مالی

نهاد هایی هستند که به حساب خود در بازار مالی اقدام به فعالیت می کنند و از طریق انجام معامله به حساب خود، به نقل و انتقال وجوه و تسهیل آن کمک می کنند. واسطه های مالی خود به سه دسته ی واسطه های مالی سپرده پذیر ( مبتنی بر سپرده ها)، واسطه های مالی قرارداد پذیر (مبتنی بر قرارداد) و واسطه های مالی ناقل تقسیم می شوند. واسطه های مالی سپرده پذیر نهاد های عمده ی مالی در بازار پول هستند و شامل موارد زیر است:

- بانک تجاری: مؤسسه ای است که در قدم نخست به منظور تأمین منابع مالی برای تولید، توزیع و تولید کالا تشکیل و تأسیس می شود. این بانکها به طور عمده منابع کوتاه مدت را در اختیار متقاضیان قرار می دهند. حجم اعظم سپرده های این بانکها نیز سپرده های جاری و پس انداز است.
- بانک پس انداز: بانکی است که وظیفه دارد سپرده های پس انداز و به ویژه سپرده های پس انداز کوچک را می پذیرند و بابت آنها به مشتریان خوده مفاد می پردازند.
- اتحادیه ای اعتباری: سازمان تعاونی است که باهدف تشویق پس انداز در بین اعضا و به وجود آوردن منبعی برای تأمین نیازهای مالی آن اعضای تشکیل می شود. اعضای اتحادیه وظیفه دارند که هیأت مدیره و سایر مسئولان را انتخاب کنند، جمع آوری منابع و استفاده از آن خاص اعضای اتحادیه است.
- شرکت تأمین مالی: این اعتبارات در مورد انواع متمایز مؤسسه ی مالی به کار برده می شود. این مؤسسات عبارت اند از شرکت های تأمین مالی برای فروش سند های فروش اقساطی و نیز سایر حساب های دریافتی را تنزیل می کنند و شرکت تأمین مالی شخصی یا شرکت قرضه های کوچک که در امر پرداخت قرضه های کوچک تخصص دارند.



## ❖ وسایل بازار پول

▪ اسناد خزانه : اسناد خزانه، اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت منتشر می شوند و سررسید آن ها به طور معمول سه ماه، شش ماه و یک سال است. این اسناد هنگام فروش به صورت تنزیل شده به مبلغ کمتر از مبلغ اسمی به فروش می رسند و در تاریخ سررسید، دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می کند. پس در ردیف وسایلهای تنزیل شده بازار پول قرار می گیرند. انتشار و باز خرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می شود. مهمترین ویژگی اسناد خزانه، ریسک اندک آن است. سرمایه گذار که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه گذاری می کند مایل به پذیرش کمترین ریسک ممکن است. به همین دلیل این اسناد از بازده نسبتاً پایینی برخوردارند. اسناد خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه گذاری که به دنبال سرمایه گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می شود.

▪ پذیرش بانکی: پذیرش بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی ترین و (کوچکترین از نظر حجم و مبلغ) وسایل بازار پول به شمار می رود. اگرچه این وسایل مالی از قرن دوازدهم مورد استفاده واقع شده است، اما تا سال های دهه شصت که حجم تجارت بین الملل افزایش فوق العاده ای یافت، یک وسیله مهم در بازار پول به شمار نمی رفت. در هر حال این وسایل به منظور تأمین مالی کالا هایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می شود و وقتی که بانک مزبور آن را مهر نماید (یعنی بپذیرد) به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته

می شود. به عنوان مثال، فرض کنید که شرکت "الف" در افغانستان می خواهد کالایی را از شرکت "ب" در جاپان خریداری نماید. شرکت جاپانی از آن جا که شناختی نسبت به شرکت افغانی طرف قرارداد خود ندارد، لذا تمایلی به ارسال کالا پیش از دریافت پول نخواهد داشت. از طرف دیگر، شرکت افغانی نیز تمایلی به پرداخت پول قبل از دریافت کالا را ندارد. در چنین شرایطی این شرکت تجاری می تواند با انتشار اوراق پذیرش بانکی موجبات تحقق معامله را فراهم سازد. اگرچه پذیرش بانکی، در ابتدا به منظور تأمین مالی محموله کالا های داخلی، ذخیره سازی اقلام کالا های داخلی و خارجی قابل عرضه در بازار و تهیه اعتبار به منظور مبادله دالر برای بانک های کشورهای معین نیز مورد استفاده قرار می گیرد. پذیرش بانکی منافع مستقیمی برای بانک ها نیز ایجاد می کند. به این ترتیب که بانک بدون استفاده از ظرفیت های خلق اعتباری اش، قادر به حمایت از نیازهای اعتباری مشتریان خود خواهد بود. پذیرش بانکی از بازار ثانویه بسیار مناسبی برخوردار است، که دلالت، بانک های مرکزی خارجی و بانک های داخلی از مهمترین فعالان آن هستند.

■ اوراق تجاری: نوعی اوراق قرضه کوتاه مدت ( سررسید 270 روز یا کمتر) است که توسط شرکت های مالی و مؤسسات غیرمالی منتشر می شود، اوراق تجاری برای شرکت های که در کوتاه مدت به وجه نقد نیاز دارند، وسایل مؤثری محسوب می شود. همچنین این اوراق می توانند به عنوان راهکار تأمین مالی میان مدت و حتی درازمدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در این حالت، شرکت، اوراق تجاری جدید را به قصد پرداخت بدهی های سررسید شده قبلی خود منتشر می کند. البته در سال های اخیر بازار اوراق تجاری به

طورفزاينده توسط بانك هاى تجارى به عنوان منبع وجوه قابل استقراض مورد استفاده قرارگرفته است.

اوراق تجارى بدون پشتوانه هستند ومعمولاً بازپرداخت آنها به وسيله خاصى تضمين نمى شود. هرچند كه از شركت ها يا نهاد هاى فروشنده اين اوراق، بايد داراى خطوط پشتيبانى كنده از طرف بانك هاى تجارى باشند. در اكثر كشورها دسترسى به اين بازار قانونمند است وتنها شركت ها يا نهاد هاىي كه در بورس اوراق بهادار پذيرفته شده واز حداقل سرمايه تعيين شده اى برخوردار باشند، مى توانند به انتشار اوراق تجارى اقدام كنند. اوراق تجارى همانند اسناد خزانه، به صورت تنزىل شده به فروش مى رسند وبازده آنها به روش نرخ تنزىل محاسبه مى شود. اوراق تجارى برخلاف اسناد خزانه، بازاردست دوم قابل توجهى ندارند واين عامل باعث کاهش قدرت نقد شوندى آن شده است. اين اوراق به دودسته عمده تقسيم مى شوند :

- دسته اول، اوراقى هستند كه توسط شركت هاى بزرگ ومعتبر منتشر مى شوند. كه به طور مستقيم وبدون نياز به كارگزاران ومعامله گران به خريداران وسايل مالى فروخته مى شوند.
- دسته دوم، كه توسط شركت هاى كوچكتر اما خوشنام ومعتبر منتشر مى شوند واز طريق معامله گران وكارگزاران به مشتريان فروخته مى شوند. نرخ ربح اين دسته از اوراق معمولاً بيشتر از اوراق منتشر شده توسط شركت هاى بزرگ است كه علت آن ريسك بيشتر وهمچنين وجود مصرف هاى داد وستد توسط معامله گران است.

انتشار اوراق تجاری به طور معمول توسط یک فروشنده خاص، برای مثال شعبه یک بانک تجاری، انجام می شود و باز خرید آن هم اغلب به عهده فروشنده است. اوراق تجاری مزیت های عمده ای برای فروشندگان و خریداران به همراه دارند و به همین دلیل بازار آن در سال های اخیر رشد سریعی را شاهد بوده است. امتیاز مهم این اوراق برای فروشندگان، کمتر بودن مصرف آن نسبت به استقراض از بانک های تجاری است. همچنین اوراق تجاری به دلیل بازده بالاتر نسبت به اسناد خزانه و همچنین هم خوانی سر رسید آن با نیازهای سرمایه گذاران، از جذابیت خاصی برای مشتریان برخوردار است. بزرگترین بازار اوراق تجاری در جهان مربوط به ایالات متحده امریکا است. به طوری که حجم داد و ستد در آن نزدیک به 80 فیصدی مبادلات جهان را تشکیل میدهد. پس از آن، بازار کشورهای اروپایی قرار دارند که به رغم جوان بودن، طی سال های اخیر رشد قابل ملاحظه ای داشته اند.

■ گواهی سپرده: گواهی سپرده جوانترین و در عین حال از مهمترین وسایل پول به شمار می رود. این گواهی از اوایل دهه 1960 میلادی مطرح شد و به دلیل انعطاف پذیری، تنوع و باز دست دوم سازمان یافته، به سرعت گسترش یافت. به گونه ای که هم اکنون از مهمترین منابع تأمین مالی بانک های تجاری و همچنین از اجزا مهم پرتفوی سرمایه گذاران به شمار می رود. گواهی سپرده، سندی است که توسط یک مؤسسه سپرده پذیر (به طور معمول یک بانک) در قبال مبلغ مشخصی پول که نزد آن به امانت گذاشته شده، منتشر می شود. این گواهی دارای سر رسید و همچنین نرخ ربح معین است. این نوع سرمایه گذاری در واقع دو مزیت عمده دارد، نخست این که سرمایه گذار می تواند به دقت بازده پول خود را محاسبه کند. دوم، زمان سر رسید اصل و نرخ ربح گواهی نیز مشخص است.

دریک دسته بندی، گواهی های سپرده به دوبرخشی قابل انتقال و غیرقابل انتقال تقسیم می شوند. دارنده گواهی سپرده قابل معامله می تواند آن را قبل از تاریخ سررسید در بازار دست دوم به فروش برساند. به همین دلیل این گواهی ها از نقد شوندگی بالایی برخوردار هستند، زیرا دارنده آن در صورت نیاز به پول نقد می تواند آن را در بازار دست دوم به فروش برساند. اما گواهی های غیرقابل مبادله، قابل فروش مجدد نیستند و دارندگان آن در صورت نیاز به وجه نقد تنها می توانند به مؤسسه خارج کنند. حداقل دوره سررسید گواهی های سپرده هفت روز و حداکثر آن نامحدود است. اما در عمل بیشتر گواهی های سپرده با سررسید کمتر از یک سال منتشر می شوند و در بین آن ها، گواهی های سه ماهه و شش ماهه از عمومیت بیشتری برخوردارند. گواهی های سپرده قابل معامله بر اساس ارزش اسمی به دودسته گواهی های بزرگ و گواهی های کوچک تقسیم می شوند. برای نمونه در آمریکا ارزش اسمی گواهی سپرده ای بزرگ بیشتر از یک میلیون دلار و ارزش اسمی گواهی سپرده کوچک کمتر از یک میلیون دلار است. گواهی های سپرده بزرگ اغلب به وسیله بانک ها، صندوق های سرمایه گذاری، سرمایه گذاران نهادی، مؤسسات سرمایه گذاری و صندوق های بازار پول خریداری می شوند، در حالی که اغلب مشتریان گواهی های سپرده کوچک، اشخاص هستند. همچنین نرخ بهره گواهی سپرده کوچک، کمتر از گواهی سپرده بزرگ است.

به طور معمول گواهی سپرده قابل معامله، بر اساس بازار در نظر گرفته شده برای فروش، به دودسته داخلی و خارجی تقسیم می شود. نوع داخلی این گواهی ها برای فروش در داخل کشور و نوع خارجی آن برای فروش در کشورهای دیگر به صورت ارزی منتشر می شوند. گواهی های سپرده اسعاری خود به دودسته بانکی دالر و یورو تقسیم می شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار ایالات متحده آمریکا و اروپا در بازار پول جهان است. گواهی های سپرده

اسعاری که به قصد فروش در آمریکا منتشر می شوند به نام گواهی های سپرده بانکی و گواهی های سپرده ای که برای فروش در اروپا منتشر می شوند به گواهی های سپرده یورو معروفند. بدیهی است که این گواهی ها برای فروش در مناطق دیگر جهان نیز منتشر می شوند که به دلیل اهمیت کمتر، نام استانداردی برای آن ها وجود ندارد. همچنین نوع دیگری از گواهی های سپرده وجود دارند که توسط مؤسسات اعتباری غیربانکی منتشر می شوند و به نام گواهی سپرده اعتباری معروف هستند

#### ❖ نهادهای فعال در بازار سرمایه

نهادهای عمده ی فعال در بازار سرمایه که اغلب به عنوان واسطه بین عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان وجوه عمل کرده و به جریان وجوه، تسهیل و تسریع آن بین آن دو گروه کمک می کنند، شامل بانکهای سرمایه گذاری، کارگزاران، شرکت های سرمایه گذاری، شرکت های بیمه، صندوق های تقاعد، بورس اوراق بهادار، خزانه دولت – در مورد اوراق قرضه ی بلند مدت – بورس های بین المللی که گاهی اوراق سهام شرکت های سایر کشورها را پذیره نویسی می کنند، می شود.

- شرکت های سرمایه گذار: شرکت های که بین عموم و بازارهای سرمایه نقش واسطه را بازی می کنند، نخستین وظیفه ی هر شرکت سرمایه گذاری فعالیت در تجارت اوراق بهادار است.
- تراستهای سرمایه گذاری مستغلات و دارایی های واقعی: همان تعریف شرکتهای سرمایه گذاری را دارند با این تفاوت که حوزه عمل و فعالیت آنها تجارت مستغلات و دارایی های واقعی است.

▪ عاملان و کارگزاران: این گروه نیز از جمله نهاد های فعال در بازار سرمایه بوده و شامل سه گروه زیر میباشند:

• بانکدارن رهنی: این بانکداران از تخصص و تسهیلات خود برای کمک به افراد، شرکت ها و دولتها در خلق و انتشار اوراق بهادار جدید در بازار های پول و سرمایه و مبادله ی اوراق بهادار موجود استفاده می کنند. این بانکداران همچنین واسطه بین قرضه گیرندگان خریدار مستغلات و قرضه دهندگان بلند مدت می باشند.

• بانک سرمایه گذاری: شرکتی است که در امر تأمین منابع مورد نیاز برای واحد های تجاری از طریق بازار های سرمایه عمل می کنند. این بانک منابع فصلی و جاری مورد نیاز شرکتها را تأمین نمی کند. بانک سرمایه گذاری همچنین واسطه ی بین ناشر اوراق بهادار نیازمند به سرمایه و سرمایه گذاران نهایی است که پول برای سرمایه گذاری در اختیار دارند. اغلب سازمانهای تجاری نوپا و رو به گسترش برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود به بانکهای سرمایه گذاری روی می آورند و این بانکها با استفاده از تعهد خرید سهام آنها، امکانات متقاضیان را جهت کسب منابع افزایش می دهند.

به عبارتی بانکها رهنی و سرمایه گذاری نقش واسطه بین سرمایه گذاران (صاحبان وجوه مازاد) و سرمایه پذیران (واحد های اقتصادی) را دارند این موسسات پس از مطالعه ی دقیق میزان منابع مالی مورد نیاز شرکت ها و نهاد ها، نحوه ی استفاده از وجوه، تعیین بهترین نوع اسناد و اوراق بهادار لازم - سهام عادی، ممتاز، اوراق قرضه یا اوراق قابل تبدیل به سهام یا وسایل دیگر - این اوراق را پذیره نویسی کرده، به سرمایه گذاران می فروشند. بنابر این موسسات نقش واسطه و کارگزار را دارند و خودشان سرمایه گذار بلند مدت سهام یا اوراق قرضه نیستند و اوراق بهادار خریداری شده را پس از مدت کوتاهی می فروشند.

- دلالت و کارگران اوراق بهادار: این گروه به مبادله انواع اوراق بهادار موجود در بازار مالی اشتغال دارند. این گروه نیز برحسب نوع اوراق بهاداری که معامله می کنند و یا تعداد اوراق بهادار ونحوه ی عمل بازار سرمایه و تسهیلاتی که برای مشتریان خود فراهم می کنند به انواع متفاوتی تقسیم می شوند که در قسمت بعدی گزارش به آن اشاره می شود(44:29).

همان طور که پیش از این گفته شد بازار پول به عنوان زیر مجموعه ای از بازار مالی و در کنار بازار سرمایه مطرح می شود. این دو بازار به طور اصولی به عنوان رقیب بلکه به عنوان کامل یکدیگر در جهت تأمین نیازهای مالی و شرکت و دولت باید عمل کنند. در غیر این صورت اگر این دو بازار به رقابت ناسالم پردازند ورود منابع می تواند به طور نادرستی بطرف یک بازار سوق یابد و در نهایت بخش مالی اقتصاد کارایی خود را در تجهیز منابع از دست بدهد. به هر حال بازار پول به تأمین کالای کوتاه مدت می پردازد و منابع تحت عنوان قرضه برای مقاصد کوتاه مدت در این بازار عرضه می شود. این بازار تسهیلات لازم را به منظور بهبود وضعیت نقدینگی واحد های اقتصادی در اختیار آنها قرار می دهد. بازار پول می تواند کمبود یا مازاد نقدینگی موقتی را جبران کند زیرا وسایل بازار پول ضمن آن که از نقدینگی بالایی برخوردارند، سود نیز دریافت نموده و به سرعت به وجه نقد تبدیل می شوند.

### روش های تأمین مالی در بازار سرمایه

واحدهای اقتصادی نیازمند به وجوه قرضه های میان مدت و بلند مدت بامراجعه به بازار سرمایه به روش های مختلف می توانند نیازهای مالی خود را تأمین کنند. به طور تمامی مهمترین روش های تأمین مالی در بازار سرمایه به ترتیب عمومیت و سهولت آن به شرح زیر است.



## ❖ حضور در بازارهای بورس اوراق بهادار داخلی

1- دریافت قرضه های بلند مدت از شبکه ی بانکی به ویژه بانکهای تجاری، این شیوه در بازارهای انکشاف یافته کمتر رایج است.

2- معامله ی اوراق بهادار از طریق بانکهای سرمایه گذاری.

3- حضور در بازارهای سرمایه و اوراق بهادار خارجی.

4- دریافت قرضه از دولت ها و سازمانهای جهانی یا مشارکت با آنها.

5- جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی.

بازار های سرمایه به دو بخش اساسی بازار دست اول و دست دوم تقسیم می شوند. این دو شکل از بازار سرمایه، فعالیت های متفاوتی دارند: اوراق بهادار جدید تازه منتشر شده در بازارهای دست اول مورد مبادله قرار می گیرد. بنا بر این شرکت که برای اولین بار اقدام به انتشار سهام یا اوراق بهادار می کند و یا اقدام به افزایش سرمایه و صدور سهام جدید می کند با بازار دست اول روبرو هستند. اما بازارهای دست دوم در زمینه مبادلات اوراق بهادار موجود فعالیت می کنند.

فعالیت بازار دست دوم، تأمین مالی جدیدی برای شرکتهای که سهام یا اوراق بهادار آنها در این بازار جریان دارد، ایجاد نمی کند، اما برای این شرکت ها که در واقع به عنوان قرض گیرنده یا سرمایه پذیر در بازار اولیه مطرح هستند، وجود بازار دست دوم حایز اهمیت است، چون در صورت وجود این بازار و کارایی آن، نقدینگی اوراق بهاداری که در بازار اولیه مورد مبادله قرار می گیرد افزایش می یابد. همچنین با وجود این بازار قرض دهندگان یا سرمایه گذاران فعال در زمینه ی اوراق بهادار یا سهام، در صورت لزوم و تشخیص می توانند به آسانی نظر خود را

درمورد سرمایه گذاری خویش تغییر دهند و اقدام به فروش اوراق بهادار یا سهام خاص در این بازار کرده، در مقابل سهام و اوراق بهادار دیگری را بخرند. به عبارتی با وجود بازاردست دوم انتخاب های متفاوتی از سرمایه گذاری پیش روی سرمایه گذاران یا قرض دهندگان وجوه قرار می گیرد.

همچنین شرکت یا شرکت های که اقدام به انتشار اوراق بهادار یا سهام در بازاردست اول کرده اند اما به هر علتی توازن منطقی بین ریسک و بازده سرمایه گذاری آنها وجود ندارد؛ در صورت وجود شرایط رقابتی در بازار از جمله کافی بودن اطلاعات در بازار، این عدم توازن و تناسب دیر یا زود در بازاردست دوم بصورت عدم تقاضا یا پایین بودن تقاضا برای سهام یا اوراق بهادار اینگونه شرکت ها انعکاس می یابد و این شرکت ها از دست یابی به منابع جدید محروم می شوند. بنابراین در صورت کارآمد بودن این بازار ضمن اینکه جریان وجوه در بازارهای دست اول تضمین می شود، به بهره برداری بهینه از منابع موجود نیز خواهد انجامید.

فعالیت و عملکرد اولیه ی این بازارها آن است که قرض دهندگان و قرض گیرندگان را با یکدیگر متناسب می سازد و سمت و سوی وجوه بین آنها را تحت تأثیر قرار دهد. برای آنکه بازار از این نظر کارآ و مؤثر باشد باید دارای چند ویژگی زیر باشد:

بازاردست اول، وقتی که به صورت کارآمد عمل می کند، معمولاً مصارف مبادله کمی را نشان می دهد. برای مثال مصارف تعرفه ها و کارمزد های قانونی، کارمزد های کارگزاران و غیره، در عمل قسمتی از منافع حاصل از سرمایه گذاری را به خود اختصاص می دهد و در صورت عدم کارآیی بازاری تواند مصارف تأمین مالی را به شدت افزایش دهد. بازارهای دست اول و دست دوم هر دو باید به منظور تخصیص منابع به مولد ترین موارد استفاده فعالانه و کارآمد عمل

کنند. با تحقق شرایط رقابتی این امر امکان پذیر می شود. فعالیت ها و تحولات بازارهای دست اول تأثیر اساسی بر سهام بازارهای دست دوم داشته باشد. در صورتی که حجم مبادلات در بازار دست دوم بزرگتر از بازار دست اول باشد، این تأثیر گذاری به حداقل می رسد. بازارهای دست دوم، باید بتوانند در ضمن فراهم آوردن شرایط افزایش نقدینگی اوراق بهادار و نیز انعطاف پذیری در سرمایه برای سرمایه گذاران، از تغییرات شدید قیمت بکاهند و بدین وسیله سرمایه گذاری را تشویق نمایند. این ویژه گی بازار دست دوم نیز در صورت تحقق کارایی عملیاتی، توزیعی و اطلاعاتی بازار دست دوم که از دیگر ویژه گی های یک بازار دست دوم مطلوب است، حاصل می شود.

جلب اعتماد سرمایه گذاران و افزایش آن با کمک حذف یا تخفیف نوسانات شدید قیمت سهام یا اوراق بهادار، این ویژه گی با فعالیت بیشتر بازار در ژرفا و گستره تحقق می یابد. ژرفای بازار به تعداد سفارش های خرید و فروش و میزان نزدیکی آن به قیمت جاری بازار اطلاق می شود. برای مثال اگر سفارش های خرید سهامی با ارزش بازاری 100 واحد پول، به میزان 98 یا 97 واحد پول باشد، سفارش های خرید از قیمت سهم حمایت می کند. برعکس اگر سفارش های فروش 102 یا 103 واحد پول باشد، در این صورت سفارش فروش نیز از قیمت پشتیبانی می کند، به هر حال قیمت سهم نمی تواند بدون فعال کردن سفارش های خرید و فروش که قیمت را تثبیت می کند، تغییر یابد. مفهوم گستره ی بازار نیز به تعداد سرمایه گذارانی که در بازار فعال هستند، اطلاق می شود. وقتی تعداد زیادی سرمایه گذار با انگیزه های متفاوت در بازار وجود داشته باشد هرگز تمام آنها در یک لحظه تصمیم به فروش سهام یا اوراق بهادار خود نمی گیرند. بر این اساس گستره ی بازار به کاهش نوسانات شدید قیمت کمک می کند و باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران می شود. کارایی عملیاتی بازار دست دوم مانند

بازاردست اول به سطح مصارف مبادله اطلاق میشود و در صورت بازار کارآمد خواهد بود که مصرف مبادله کم باشد.

• کارایی توزیعی یا تخصیصی و اطلاعاتی: کارایی توزیعی از طریق مکانیزم قیمت حاصل می شود و به معنی سوق یافتن وجوه در بازار به طرف بهترین و مولدترین مورد استفاده است. این کارایی مستلزم این است که بازاردست دوم از نظر اطلاعاتی نیز کارآمد باشد. کارایی اطلاعاتی نیز بدان معنا است که تمام اطلاعات مربوط در قیمت بازاری سهام یا اوراق بهادار منعکس شده باشد، به عبارتی قیمت سهام یا اوراق بهادار در بازاری که از کارایی اطلاعاتی برخوردار است، منعکس کننده تمام اطلاعات موجود است، به طوری که با حاصل شدن اطلاعات جدید قیمت تغییر می کند.

#### ❖ بورس اوراق بهادار

بورس اوراق بهادار مهمترین وسیله بازار سرمایه برای معاملات وسایل مالی بازار سرمایه - اوراق قرضه سهام و اوراق بهادار - است. ثمره این معاملات نیز همانا انتقال وجوه از طرف پس اندازکنندگان و سرمایه گذاران به طرف شرکت ها و واحدهای اقتصادی یا دولت است که با کسری سرمایه و وجه نقد به منظور تأمین نیازهای مالی بلند مدت خود مواجه هستند. بورس اوراق بهادار مانند هر بازار دیگر دارای دو طرف عرضه و تقاضا است. عرضه کنندگان اوراق بهادار شرکت ها، خانواده ها و دولت هستند، این گروه ها در واقع به عنوان سپرده پذیر وارد بازاری می شوند. تقاضا کنندگان اوراق بهادار نیز عمدتاً پس اندازکنندگان هستند. هر کدام از این عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان با انگیزه های متفاوت و به منظور دسترسی به اهداف خاص وارد بازاری می شوند. بازار در قبال هر دو طرف عرضه و تقاضا کنندگان دارای نقض و وظایف خاص است. به نحوی که اهداف و نیازهای دو طرف تأمین می شود. بدیهی است برای این که بازار بتواند

وظایف و نقش خود را بخوبی انجام دهد باید دارای سازوکار و خصوصیات و شرایط خاصی باشد. در این قسمت ضمن بیان نقش و وظایف بازار بورس، سازوکار و خصوصیات آن بررسی می شود. در این لازم دانسته می شود در مورد سهام شرکت ها و اوراق قرضه مختصراً بحث صورت گیرد.

سهام: اوراق سهام عادی و اسناد قرضه اصلی ترین وسیله معامله در بازار بورس است. این وسایل، سند قابل معامله ای است که مبین میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در یک شرکت سهامی است. امروزه انتشار سهام برای تأمین منابع لازم در سرمایه گذاری های بزرگ روش متعارف و متداولی است که مستقیماً از پس اندازه های افراد تغذیه می شود. متداول ترین نوع سهام، سهام عادی یا سهام معمولی است که دارندگان آن به مبلغ مساوی از حقوق واحدی برخوردارند. اکثریت سهام شرکت ها به صورت عادی منتشر می شود. از نظر تملک نیز سهام را می توان به دودسته تمامی سهام بانام و سهام بی نام تقسیم کرد. بر اساس قانون تجارت افغانستان، اوراق سهام باید متحدالشکل، چاپی و دارای شماره ترتیب باشند. اوراق سهام همچنین باید به امضای دست کم دو نفر که بر اساسنامه شرکت تعیین می شوند، برسند. روی سند سهام، نام شرکت و شماره ثبت آن، مبلغ سرمایه ثبت شده و سرمایه پرداخت شده، تعیین نوع سهم، مبلغ اسمی سهم و مقدار پرداخت شده آن، با حروف و با عدد باید درج شود.

در انتشار سهام باید نکاتی مانند تعیین قیمت اسمی، یکسان بودن قیمت اسمی و بانام بودن سهام رعایت شود. به منظور ایجاد سهولت در معامله بهتر است قیمت اسمی سهام، به طور مثال از 100 یا 1000 باشد. صاحبان سهام عادی علاوه بر دریافت مفاد سهام و حق رأی دادن، حق دیگری هم دارند که آن را حق تقدم خرید سهام می نامند. حق تقدم حقی است که به موجب

ان دارندگان فعلی سهام عادی در خرید سهام جدید انتشار اولویت خواهند داشت. سهام، صرف نظر از شتام آن، نشان دهنده منافع مالک در شرکت است و از آنجا که طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی های شرکت در مرحله آخر تمام طلب ها قرار دارد، منافع سهام به عنوان " منفعت باقیمانده " شناخته می شود.

سهام عادی نوعی وسایل سرمایه گذاری است که نشانگر مالکیت دارندة آن در یک شرکت سهامی است و به دودسته سهام بانام و سهام بی نام تقسیم می شود. سهام بانام و بی نام از نظر مزایا، تفاوتی ندارند؛ تنها تفاوت آنها درج نام دارنده روی سند سهام و دفتر شرکت در مورد سهام بانام است. سهام عادی ابتدا از طریق پذیره نویسی عمومی وارد بازاری می شود. به عبارت دیگر، سهام قبل از فروش عمومی باید در کمیسیون بورس و اوراق بهادار ثبت شود و اجازه انتشار بگیرد. این نهایت کفایت و دقت اطلاعات ارائه شده شرکت را قبل از عرضه اوراق بهادار، تأیید می کند. سهام عادی دارای ویژه گی های زیر است:

1- سهام عادی از منابع دائمی تأمین مالی است و سررسید ندارد. همچنین شرکت انتشار دهنده سهام عادی الزامی در باز خرید این اوراق ندارد.

2- دارندگان سهام عادی مالک شرکت به حساب می آیند. اما از آنجا که دارندگان سهام دیگر مانند سهام ممتاز در دریافت مفاد و اصل سرمایه شرکت، بردارندگان سهام عادی حق تقدم دارند. می توان گفت دارندگان سهام عادی مالک نهایی شرکت هستند. مفهوم این نوع مالکیت این است که صاحبان سهام عادی پذیرای بیشترین ریسک سرمایه گذاری در شرکت هستند. اگر مفاد سهم کاهش یابد، یا شرکت با زیان مواجه شود، قیمت بازاری و ارزش ذاتی سهام عادی کاهش خواهد یافت. همچنین در صورت انحلال شرکت یا فروش تمام دارایی

های آن، پس از تسویه همه بدهی ها و بازپرداخت حقوق صاحبان سهام ممتاز، حقوق به صاحبان سهام عادی پرداخت می شود. بر علاوه:

3- مسئولیت دارنده گان سهام عادی به مقدار سرمایه آنها در شرکت محدود می شود. بنا براین اگر تمام دارائی های یک شرکت به دلیل ورشکستگی فروخته شود و پول حاصل به اندازه ای نباشد که پاسخگوی همه داینین شرکت باشد، آنها نمی توانند صاحبان سهام عادی را تحت پیگرد قانونی قرار دهند.

4- با توجه به توزیع گسترده سهام شرکت های سهامی در دست سهامداران، هیچ سهامداری نمی تواند کنترل فردی خود را بر شرکت اعمال کند. امور و فعالیت های جاری شرکت در اختیار مدیران آن است و صاحبان سهام عادی می توانند با رأی خود در تصمیم گیری های شرکت دخالت کنند.

5- دارندگان سهام عادی علاوه بر حق انتخاب هیئت مدیره شرکت می توانند با آرای خود اقدامات پیشنهادی مدیریت شرکت را تأیید یا رد کنند. هر سهیم حق رأی دارد. مثلاً پیشنهاد ادغام شرکت در شرکت دیگر با پیشنهاد تغییر ساختار سازمانی شرکت باید با اکثریت آرای صاحبان سهام شرکت صورت گیرد.

6- دارندگان سهام عادی دارای حق تقدم اند؛ به عبارت دیگر، دارندگان فعلی سهام عادی در خرید سهامی جدید شرکت اولویت دارند. هدف از اعطای حق تقدم، در ابتدا حفظ کنترل سهامداران موجود بر اداره شرکت و سپس حفظ حقوق سهامداران موجود در مقابل کاهش بهای سهام در نتیجه انتشار سهام جدید است. اگر شرکتی به سهامداران خود حق تقدم خرید سهام بدهد، آنان می توانند فیصدی مالکیت خود را در شرکت حفظ کنند. همچنین دارندگان سهام عادی می توانند به تعداد کافی از اوراق بهادار جدید شرکت (از نوع قابل

تبدیل به سهام عادی) بخرند و با تبدیل این اوراق به سهام عادی مالکیت خود را کماکان حفظ کنند.

7- دارندگان سهام عادی حق خرید و فروش و انتقال سهام خود را دارند. علاوه بر این حق دارند دفاتر شرکت را مورد بررسی قرار دهند، هر چند در عمل این حق بشدت محدود می شود و فقط اطلاعاتی را در برمی گیرد که شرکت در اختیار عموم قرار می دهد.

▪ سهام ممتاز: نوع دیگر سهام، سهام ممتاز است که از نظر دریافت مفاد سهام و دریافت هرگونه وجهی در زمان انحلال شرکت یا توزیع دارایی های نسبت به سهام عادی برتری دارد. برای نمونه هنگام توزیع بهره سهام، ابتدا سهام ممتاز بهره خود را دریافت می کنند. سهام ممتاز نوعی اوراق بهادار است که دارنده آن نسبت به درآمد ها و دارایی های شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. این سهام زمانی منتشر می شود که هزینه سهام عادی بالاتر باشد. هنگامی که درجه اهرم مالی شرکت بالا باشد، یا انتشار سهام عادی از نظر کنترل شرکت، برای مالکان مشتت نام ساز باشد، شرکت ها اقدام به انتشار سهام ممتاز می کنند. این نوع از سهام را به دودلیل ممتاز مینامند:

1- مفاد این سهام قبل از سهام عادی پرداخت می شود.

2- در زمان انحلال شرکت یا فروش دارایی ها، بعد از تسویه بدهی های شرکت، ابتدا صاحبان سهام ممتاز حقوق خود را دریافت می کنند و سپس باقیمانده دارایی ها به صاحبان سهام عادی می رسد. سهام ممتاز را اوراق بهادار ترکیبی نیز مینامند، چون ویژگی های سهام عادی و اوراق قرضه را با هم دارند. سهام ممتاز از نظر نداشتن سررسید و همچنین مصارف مالیاتی،



شبهه سهام عادی است، اما باتوجه به دریافت مفاد ثابت، همانند اوراق قرضه، درگروه اوراق بهادار با درآمد ثابت قرار می گیرند.

سهام ممتاز از طریق پذیره نویسی خصوصی وارد بازاری شوند و در بازار خارج از بورس و در بورس قابل داد و ستد هستند. ویژگی های سهام ممتاز به شرح زیر است:

- 1- سهام ممتاز برای صاحبان آن دربردارنده نوعی حق مالکیت در شرکت است.
- 2- سهام ممتاز بدون سررسید است.
- 3- شرکت انتشار دهنده الزامی ندارد دارایی های خود را وثیقه یا رهن این اوراق قرار دهد، زیرا سهامداران ممتاز دارای حق مالکانه هستند.
- 4- به دارندگان این سهام مفاد پرداخت می شود. پرداخت مفاد مستلزم این است که شرکت مفاد داشته باشد. بنابراین شرکت پرداخت مفاد را تضمین نمی کند. معمولاً مفاد از پیش تعیین شده و ثابتی به سهام ممتاز تعلق می گیرد.
- 5- دارندگان سهام ممتاز از نظر دریافت مفاد سهام بردارندگان سهام عادی حق تقدم دارند. اگر شرکتی منحل شود، دارندگان سهم ممتاز نسبت به صاحبان عادی از نظر دریافت ادعای خود اولویت دارند و تا زمانی که حقوق صاحبان سهام ممتاز پرداخت نشود. صاحبان سهام عادی حق دریافت چیزی از شرکت ندارند.
- 6- معمولاً سهام ممتاز بدون حق رأی هستند. یعنی دارندگان این سهام به هنگام انتخاب هیئت مدیره و یا سایر امور مربوط به اداره شرکت حق رأی ندارند و نمی توانند در تصمیم گیری های شرکت دخالت کنند. بنابراین می توان گفت بازار سرمایه پلی است که پس انداز واحد های اقتصادی دارای مازاد را به واحد های سرمایه گذاری که بدان نیازمندند، انتقال می دهد،

بنابراین بازار سرمایه، واحد های پس اندازی و سرمایه گذاران را بایکدیگر ارتباط می دهد. از طرف دیگر میکانیزم های موجود در این بازار از طریق رشد حجم پس انداز و سرمایه گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می کند.

### 3.2. نقش و وظایف بازار بورس اوراق بهادار

❖ نقش بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یک مجرای تأمین مالی

از نظر عرضه کنندگان اوراق بهادار ( شرکت ها یا نهاد ها، واحد های اقتصادی و دولت) بورس اوراق بهادار جایی است که به کمک آن می توانند نیازهای مالی بلند مدت خود را تأمین کنند. تأمین مالی بلند مدت نیز به ترتیباتی اطلاق می شود که بازپرداخت را برای دوران طولانی تر از ده سال فراهم نماید. به طور تمامی سه نوع اساسی سرمایه گذاری وجود دارد که عبارتند از:

1- سرمایه گذاری های مبتنی بر درآمد و سرمایه ی متغیر.

2- سرمایه گذاری های مبتنی بر درآمد ثابت.

3- سرمایه گذاری های مبتنی بر سرمایه ی ثابت.

در دو نوع اول سرمایه گذاری، تأمین مالی بلند مدت می تواند از طریق بازار بورس اوراق بهادار انجام گیرد. مهمترین نوع تأمین مالی سرمایه گذاری های مبتنی بر درآمد و سرمایه ی متغیر، از طریق انتشار سهام عادی است. در مورد سرمایه گذاری های مبتنی بر درآمد ثابت مهمترین نوع تأمین مالی انتشار اوراق قرضه و سهام ممتاز است.

واحد های اقتصادی و دولت در هنگام نیاز به منابع مالی بلند مدت، می توانند با انتشار سهام عادی و عرضه آنها در بازار بورس به منابع مورد نیاز خود دست یابند. در واقع با عرضه ی سهام

عادی، بنگاه ضمن اینکه هیچ مصرفی ثابتی را که مجبور به پرداخت آن از محل درآمد متغیر خود باشد متعهد نمی‌شود، مقداری از ریسک سرمایه‌گذاری خود را نیز بین سهامداران عادی توزیع می‌کند و فقط متعهد می‌شود در صورتی که مفاد ای به دست آورد پس از انجام سایر تعهدات خود، به سهامداران بپردازد.

علاوه بر این، حضور شرکت‌ها در بورس به عنوان عرضه‌کننده‌ی سهام عادی از یک طریق افزایش نقدینگی و سرمایه را برای این شرکت‌ها به دنبال دارد و از طرف دیگر چون سهام فاقد سررسید هستند، درجه‌ی مصونیت شرکت‌ها را در برابر ضربه‌های ناشی از کمبود نقدینگی افزایش می‌دهد. زیرا نهاد یا شرکتی که از طریق استقراض، یا در صورت عدم وجود بازار بورس، از طریق فروش اوراق قرضه اقدام به تأمین مالی کند، همیشه در خطر مطالبه‌ی وجه از طرف قرضه‌دهندگان قرار دارد. اما با وجود بازار بورس خریدار سهام یا اوراق بهادار به این بازار وارد می‌شود و ارتباط مستقیمی با فروشنده ندارد. بنابراین وضع فروشنده‌ی سهام یا دریافت‌کننده‌ی اعتبار در کنار سایر وسایل استقراض از بانک، استفاده از منابع داخلی شرکت مانند سود تقسیم‌نشده و ذخیره‌ی استهلاک - تنوع در منابع مالی را افزایش و بدین وسیله ریسک نقدینگی شرکت را کاهش می‌دهد. البته سهام عادی را با توجه به قائل شدن حق رأی برای سهامداران، کنترل مدیران را بر شرکت کم می‌کند.

همچنین برای شرکت‌ها یا نهاد‌های که سرمایه‌گذاری آنها مبتنی بر درآمد ثابت است، به هنگام نیاز به منابع مالی بلندمدت، انتشار اوراق قرضه - اوراق بهادار با مبلغ مشخص و بهره ثابت - و سهام ممتاز و عرضه‌ی آنها به بازار بورس مهمترین منبع تأمین مالی آنها می‌تواند باشد و بدین وسیله می‌توانند اقدام به افزایش سرمایه و انکشاف فعالیت خود کنند. در واقع

این شرکت ها یا نهاد ها از محل درآمد ثابت خود می توانند مصرف ثابت اوراق قرضه و نیز مفاد ثابت سهام ممتاز را بپردازند، بنابراین انتشار اوراق قرضه و سهام ممتاز در مقایسه با سهام عادی، این مزیت را برای مدیران این شرکت ها یا نهاد ها به همراه دارد که ضمن دستیابی به منابع لازم، کنترل خود را بر بنگاه نیز حفظ می کنند. به هر حال عرضه ای این اوراق نیز ضمن این که ریسک نقدینگی شرکت را کاهش می دهد، درجه ی مسئولیت شرکت را نیز در مقابل کمبود نقدینگی افزایش می دهد. بنابراین نقش بورس در قبال عرضه کنندگان اوراق بهادار به عنوان یک مجرای تأمین مالی شرکت ها یا نهاد ها، افزایش تنوع در انواع وسایل تأمین مالی، کاهش ریسک نقدینگی و افزایش درجه ی مسئولیت شرکت ها یا نهاد ها در مقابل ضربه های ناشی از کمبود نقدینگی است.

#### ❖ نقش بورس اوراق بهادار به عنوان مجرای سرمایه گذاری

به طور کل کسانی که به عنوان تقاضا کننده و خریدار سهام یا اوراق بهادار وارد بازار بورس می شوند دو گروه هستند:

1- سرمایه گذاران.

2- سود جویان مالی.

گروه نخست بخش انبوه بازار بورس را به وجود می آورند. این گروه از بورس به عنوان مجرای سرمایه گذاری استفاده می کنند. به عبارتی به عنوان یک سرمایه گذار و بانگیزه ی سرمایه گذاری وارد بازار می شوند. بنابراین به بازده قرض امنیت سرمایه گذاری به طور همزمان اهمیت می دهند.

البته علاوه بر بازده قرض امنیت سرمایه گذاری، انگیزه ها و عوامل دیگری در انتخاب بورس به عنوان یک مجرای سرمایه گذاری مؤثر است، از آن جمله :

1- نقدینگی این نوع سرمایه گذاری.

2- قابلیت انعطاف این نوع سرمایه گذاری.

3- اطمینان به عادلانه بودن قیمت گذاری ها در بورس.

بهره گران مالی یا بورس بازان در مقایسه با سرمایه گذاران اوراق بهادار، علاقه ی بیشتری به عواید کوتاه مدت نشان می دهند. این گروه سرمایه گذاری نمی کند. هدف آنها به دست آوردن مفاد به روال عادی نیست. بلکه خریدار به امید این است که قیمت ها ظرف مدت کوتاهی افزایش یابد و بدین ترتیب بتواند در کوتاه مدت سودی هنگفتی به دست آورد. بهره گران خطر پذیرتر از سرمایه گذاران هستند و در مقابل سود بیشتری را نیز مطالبه می کنند. رفتار بهره گران می توانند سبب تثبیت و نیز مختل کردن بازار بورس شود. به هر حال از آنجا که بخش عمده ی شرکت کنندگان در بازار بورس گروه سرمایه گذاران یا همان صاحبان پس اندازهای کوچک از یک طرف و از طرف دیگر شرکت ها و شرکت ها یا نهاد های تولیدی هستند، شرایط و ساختار سازوکار بازار باید به گونه ی باشد که انگیزه های این دو گروه در ورود به بازار را تقویت کند و نیازهای آنها را از مشارکت در بازار برآورده سازد. بر این اساس شرایطی عمده که یک بازار بورس باید دارا باشد، شرایط رقابتی است.

رقابت در بازار بورس: برای ایجاد شرایط رقابتی در بازار بورس، حضور موارد زیر ضروری است:

1- وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده.

2- آزادی ورود به بازار و خروج از آن.

3- شفافیت بازار، وجود اطلاعات کافی در بازار و قابل دسترس بودن آن بامصرف اندک و برای همگان.

حال باید دید هر کدام از این شرایط چگونه انگیزه شرکت کنندگان در ورود به بورس را تقویت کرده و نیازها و اهدافی را که آنها در بورس جستجو می کنند قابل دسترس ترمی سازد.

▪ مزیت وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده ی اوراق: وجود تعداد زیاد خریدار و فروشنده ی اوراق به ویژه به شکل سرمایه گذار و سپرده پذیر ( شرکت ها و شرکت ها یا نهاد های اقتصادی) از دیدگاه نظری، دارای این مزیت است که هیچ کدام از خریداران و فروشندگان نمی توانند اثرات تعیین کننده ای بر قیمت بگذارند. در واقع مکانیزم بازار یا به عبارتی تنها عرضه و تقاضا تعیین کننده ی قیمت خواهد بود. در بورس اوراق بهادار وجود این شرط اطمینان به عادلانه بودن قیمت گذاری را تقویت می کند. در صورت وجود تعداد زیادی سرمایه گذار -گستره ی بازار -وبانگیزه های متفاوت، هرگز اتفاق نمی افتد که تمام آنها در یک لحظه تصمیم به فروش سهام یا اوراق بهادار خود بگیرند. این امر به کاهش نوسانات شدید قیمت و افزایش اهمیت سرمایه گذاری در بورس کمک می کند و باعث افزایش اعتماد سرمایه گذاران می شود. که به نوبه ی خود سبب ورود تعداد بیشتری سرمایه گذار به بورس می شود و این امر در نهایت به ثبات بازار کمک می کند. همچنین وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده در بازار بورس اوراق بهادار به افزایش تعداد سفارش های خرید و فروش کمک کرده و بدین وسیله درجه ی نقدینگی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار را افزایش می دهد.

همچنین با حضور تعداد زیادی شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، ضمن افزایش قابلیت انعطاف سرمایه گذاری، خریداران و سرمایه گذاران اوراق بهاداری می توانند با خرید اوراق بهادار شرکت های مختلف فعال در بورس ریسک سرمایه گذاری خود را توزیع کنند و آنرا کاهش دهند. از طرف دیگر، وجود تعداد زیادی شرکت پذیرفته شده در بورس، امکان جلب سرمایه گذاران با سلیقه و درجات ریسک پذیری گوناگون نیز فراهم می شود.

▪ مزیت آزادی و بازار و خروج از آن: از دیدگاه نظری، آزادی ورود و خروج مانع از به وجود آمدن انحصار در خرید یا فروش و تضمین منافع عده ای خاص می شود. در بازار بورس اوراق بهادار نیز وجود این شرط به افزایش تعداد خریداران و فروشندگان در بورس کمک کرده، بدین ترتیب به افزایش درجه ی نقدینگی بورس، انعطاف در سرمایه گذاری، کاهش و توزیع ریسک، اطمینان به عادلانه بودن قیمت ها منجر شده و اهمیت سرمایه گذاری را نیز تقویت می کند. البته در بازار بورس، ورود شرکت ها و واحدهای تولیدی برای عرضه ی سهام یا اوراق بهادار مستلزم شرایط خاص است که از طرف مقامات اجرایی بورس تعیین می شود.

▪ مزیت شفافیت اطلاعاتی بازار: هنگامی که در بازار اطلاعات کافی وجود داشته باشد و به سهولت در دسترس خریداران و فروشندگان باشد، هر دو گروه، به درستی و آسانی تصمیم گیری خواهند کرد. البته با توجه به نوع بازار، اطلاعات در هر بازار متفاوت است. اما به هر حال نتیجه ی این اطلاعات در قیمت تعیین شده از سوی بازار، منعکس می شود.

در مورد بورس اوراق بهادار هر چه شفافیت اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، قیمت بازاری اوراق به ارزش ذاتی یا واقعی آن نزدیک تر است و بدین ترتیب قیمت عادلانه خواهد بود. بنابراین

اثر مستقیم شفافیت اطلاعاتی بازار بر روی قیمت خواهد بود. این امر درجه ی اطمینان نسبت به عادلانه بودن قیمت های بازار را افزایش می دهد. البته برای این که قیمت سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک باشد. علاوه بر شفافیت اطلاعاتی لازم است که در بازار تعدادی متخصصان مالی و اقتصادی وجود داشته باشند و گزارش ها و اطلاعات منتشره را مورد مطالعه و ارزیابی قرار داده و بر اساس اطلاعات جدید مرتبا در ارزش اوراق بهادار تجدید نظر نمایند. به عبارتی هر چه تعداد افراد خبره در بازار بیشتر باشد اطلاعات سریع تر در بازار منعکس شده و قیمت به ارزش ذاتی خود نزدیک تر می شود.

## وظایف بورس اوراق بهادار

مهمترین وظیفه ی بورس اوراق بهادار ایجاد یک بازار پیوسته برای اوراق بهاداری باشد. ویژگی بازار پیوسته این است که مقادیر زیادی از اوراق بهادار بدون اینکه تغییر زیادی در قیمت آنها ایجاد شود مورد معامله قرار می گیرند. مشخصات یک بازار پیوسته به شرح زیر است:

1- دفعات معامله در آن زیاد باشد. یعنی هر سهم در طول یک ساعت دهها بار مورد معامله قرار گیرد .

2- بین قیمت های مورد نظر (پیشنهادی) خریداران و فروشندگان سهام اختلاف زیادی وجود نداشته باشد .

3- معاملات به سرعت انجام شود و خریداران و فروشندگان چند دقیقه بعد از دادن سفارش از جزئیات انجام معامله باخبر شوند.

4- تغییر قیمت از یک معامله تا معامله ی دیگر بسیار اندک باشد و مشتریان با مشاهده قیمت آخرین معامله مطمئن باشند که سفارش آنها نیز نزدیک به این قیمت انجام می شود.



وظیفه ی دیگر بورس تعیین قیمت عادلانه برای اوراق بهادار است. در بورس، قیمت اوراق بهادار با توجه به میزان عرضه و تقاضا تعیین می شود و مقامات بورس و کارگزاران شاغل در آن نقشی در تعیین و تثبیت قیمت سهام ندارند. مسئولان بورس باید زمینه به هم رساندن عرضه و تقاضای سهام را فراهم آورند. قیمت های پیشنهادی عرضه کنندگان و متقاضیان سهام در این بازار که به شکل حراج می باشد تعیین کننده ی قیمت و معاملات سهام است.

وظیفه ی دیگر بورس کمک به تأمین مالی شرکت ها است. شرکت ها قسمت اعظم نیاز مالی خود را از طریق عدم تقسیم سود و یا از طریق استقراض و فروش سهام عادی جدید در خارج از بورس تأمین می کنند، ولی بورس نقش غیرمستقیم در تأمین مالی شرکت ها بازی می کند. برای مثال سهامدارانی که مایل به مشارکت در افزایش سرمایه ی شرکت نیستند می توانند گواهی حق تقدم خود را در بورس به فروش برسانند. همچنین شرکت های که سهام شان در بورس پذیرفته شده است راحت تری می توانند سهام و اوراق قرضه خود را به عموم بفروشند. زیرا بالا بودن درجه ی نقدینگی سهام موجب رغبت بیشتر مردم به سرمایه گذاری در سهام عرضه شده می شود. وظایف دیگر بورس را می توان به شرح زیر خلاصه کرد:

1- انتشار گزارش دقیق در مورد میزان و قیمت معاملات سهام به طور روزانه در نشریات.

2- الزام شرکت های پذیرفته شده به انتشار اطلاعات وسیع در مورد وضعیت مالی و عملیاتی و سرمایه گذاری شرکت، طبق مقررات شرکت ها مجبور هستند گزارش های سالانه، شش ماهه، سه ماهه را طبق فرمهای خاصی تهیه و به بورس ارسال کنند. همچنین شرکت ها موظف اند بورس را در جریان تصمیمات و تحولات مهم شرکت قرار دهند.

3- به منظور حفظ منافع عموم، مقررات خاصی را جهت جلوگیری از سوءاستفاده های احتمالی کارگزاران و معامله گران و تمامی ی افرادی که دسترسی به اطلاعات دست اول و محرمانه دارند وضع کنند.

### چگونگی فعالیت بورس اوراق بهادار

برای نیل به اهداف مشارکت کنندگان در بورس اوراق بهادار علاوه بر اینکه باید شرایط رقابتی در بازار حاکم باشد، وسایل و نهاد هایی نیز پیش بینی شده که مکمل شرایط رقابتی و تقویت کننده ی انگیزه ورود به بازار است. این وسایل و نهاد ها به ثبات بازار بورس و انکشاف آن نیز کمک می کنند. این وسایل و نهاد ها عبارتند از:

▪ بازار دست دوم: همان طور که در مبحث بازار سرمایه گفته شد، بازار دست اول بازار اوراق بهادار دست اول است و به همین ترتیب بازار دست دوم نیز بازار اوراق بهادار دست دوم و بیشتر است. بازار بورس هم به عنوان بازار دست اول و هم بازار دست دوم عمل می کند. مهمترین عملکرد بازار بورس به عنوان منبع تأمین مالی، عمل کردن به عنوان یک بازار دست اول است. اما همانطور که قبلا گفته شد اهمیت بازار دست دوم بورس، پشتیبانی از بازار دست اول است که باعث تقویت اعتماد سرمایه گذاران می شود. به عبارتی از آن جا که اطمینان نسبت به قابلیت فروش دائمی و منصفانه اوراق بهادار و سهام بدون نگرانی سهامداران نقد کردن سهام خود در هنگام دلخواه، از جمله عوامل مؤثر در خرید سهام است که بازار دست دوم می تواند آن را به وجود آورد.

همچنین در صورتی که این بازار به شکل کارآمد عمل کند، همان طور که پیش تر گفته شد، درجه ی نقدینگی بازار بورس افزایش می یابد و انعطاف در سرمایه گذاری ها حاصل می شود.

همچنین در صورتی که بین ریسک و بازده اوراق بهادار منتشره در بازار دست اول عدم تناسب وجود داشته باشد، حتی اگر این عدم تناسب در بازار دست اول مخفی باشد، در بازار دست دوم به صورت عدم تقاضا یا پایین بودن تقاضا نمایان می شود. وجود این بازار ضمن تضمین جریان مبادلات در بازار دست اول، بهترین مورد استفاده از منابع را نیز در صورت کارآیی بازار به دنبال خواهد داشت.

▪ بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده: گاه شرایط ورود به بازار دست اول مورد قبول و نظر شرکت ها نیست، به همین دلیل شرکت ها تمایلی به ورود به بازار ندارند. گاهی نیز شرایط بد اقتصادی سبب کاهش تعداد شرکت های متقاضی ورود به بازار بورس می شود. برای مقابله با این موانع در برخی از کشورها بازاری تحت عنوان بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده مطرح می شود. برای مثال در انگلستان در نیمه ی دوم دهه ی 1970، ورود شرکت ها به بازار بورس به شدت کاهش یافته بود. علت این کاهش، موقعیت بد اقتصادی، بالا بودن مصرف های ورود به بازار و الزام شرکت ها به واگذاری 25 فیصدی سهام خود به عموم، تشخیص داده شد. به هر حال برای مقابله با این مشکل در 1980 بازار اوراق پذیرفته نشده معرفی شد. شرط ورود به بازار نیز داشتن سه سال سابقه فعالیت بود. شرکت ها نیز ملزم بودن حداقل 10 فیصد سهام خود را به عموم واگذار کنند. حجم و نسبت ورود به این بازار بسیار بیشتر از ورود به بازار اول بود، به طوری که در کمتر از 5 سال 500 شرکت در این بازار پذیرفته شدند. برخی از شرکت های فعال در این بازار به تدریج آماده ی ورود به بازار اصلی شدند. برخی از آنها بایکدیگر تلفیق شده، برخی نیز ورشکست شدند.

مصرف ورود به بازار مذکور نیز بستگی به روش ورود به بازار و میزان سرمایه ای داشت که از طریق بازار تأمین می شد. به هر حال مصرف ورود شرکت ها به این بازار به مراتب

کمتر از مصرف بود که شرکت های مشابه برای ورود به بازار اصلی بورس می پرداختند. به طور تمامی ورود به این بازار به دوروش است :

- پیشنهاد فروش: این شیوه تقریباً مشابه انتشار عمومی سهام است. اما شرکت، سهام و اوراق قرضه را به یک مؤسسه ی نشر یا بانک سرمایه گذاری می دهد و از طریق آن سهام در اختیار عموم گذاشته می شود.

- فروش خصوصی اوراق بهاداریا سهم: در این شیوه نیز اوراق بهادار در اختیار مؤسسات نشر قرار می گیرد و از طریق آنها به مشتریان یا بازارسازان عرضه می شود. اما به منظور کاهش این احتمال که مؤسسات نشر خودشان از خرید و فروش این اوراق بهره های هنگفت به دست آورند، این گونه مؤسسات مؤظف می شوند که ابتدا میزان خاصی را به بازارسازان عرضه کنند.

■ بازار سوم: این بازارها در پاسخگویی به تقاضای شرکت های طراحی می شود که شرایط لازم را برای ورود به بازار دست اول و دوم ندارند. برای مثال در انگلستان در 1987، بازار سوم بورس به منظور معامله ای سهام شرکت های کوچک و تازه کار طراحی شد. برای ورود به این بازار شرایط زیر در نظر گرفته شده بود :

1- شرکت در انگلستان به ثبت رسیده باشد.

2- دفاتر مالی حسابرسی شده شرکت برای حداقل یکسال ارائه شود.

3- شرکت توسط شرکت های عضو بورس ضمانت شود.

این شرکت ها پس از فعالیت در بازار سوم چنانچه دارای شرایط و ضوابط لازم شوند به بازاردست دوم و دست اول راه پیدا می کنند. بنابراین اوراق پذیرفته نشده و بازار سوم هر دو نقش تسهیلی در بازار اوراق بهادار دارد و با کمک به ورود شرکت ها به بازار، ضمن تنوع بخشیدن به انواع سهام و اوراق بهادار در بازار، سبب جلب سرمایه گذارانی با سلیقه های متفاوت به بازار اوراق بهادار می شوند.

▪ متعهد خرید: شرکت ها معمولاً با توجه به پیش بینی وجوه حاصل از انتشار اوراق سهام یا قرضه مبادرت به برنامه ریزی می کنند. بنابراین برای آنها بدست آوردن وجوه حاصل از فروش اوراق مهم است. البته شرکت ها سعی می کنند قیمتی را برای اوراق سهام یا قرضه تعیین کنند که در آن قیمت انتظار می رود عموم آن اوراق را خریداری کنند. اما به هر حال پیش بینی واکنش ها مشکل است. چون شرایط بازار ممکن است تغییر کند. به منظور مقابله با مشکل عدم پذیره نویسی تمامی اوراق بهادار یا سهام یک شرکت، معمولاً در بورس های معتبر جهان تعدادی متعهد خرید وجود دارند که اغلب شامل سازمان های مالی مهم مانند شرکت های بیمه یا بانکها، از جمله بانک های سرمایه گذاری، می باشند. این مؤسسات، متعهد خرید آن میزان از اوراق و سهامی می شوند که توسط عموم خریداری نشده باشد. در مقابل به منظور جبران ریسک و خطر، متعهدان خرید کارمزد مطالبه می کنند. معمولاً کارمزد بیش از یک فیصد ارزش واقعی سهم است .

به طور کل در تجارت اوراق بهادار، متعهد خرید تعهد می کند اوراق بهادار منتشر شده را به میزانی معین و با قیمتی تعیین شده در تاریخی معین در آینده و با در نظر گرفتن انتشار آن اوراق در آن زمان خریداری کند. تعهد خرید به اشکال متفاوتی صورت می گیرد. متعهدان خرید پس

از بررسی وضعیت شرکت متقاضی سرمایه، خرید فیصدی از سهام آن را تضمین می کنند. شرکت های متعهد خرید سبب افزایش اطمینان سرمایه گذاران به کیفیت سهام شرکت ها می شود. بنابراین عمل تعهد خرید و متعهدان خرید از جمله وسایل مهم در بازار بورس محسوب می شوند که سبب تسهیل ورود شرکت ها و افزایش اطمینان سرمایه گذاران می شود.

▪ صندوق حمایت از سهام: در بورس برخی از کشورها به منظور مقابله با افت شدید قیمت سهام و بروز بحران ورکود در بازار سهام، اقدام به ایجاد صندوق های حمایت سهام می کنند. سرمایه این صندوق ها از جوه دریافتی از شرکت های عضو بورس تأمین می شود. این صندوق ها به هنگامی که سهام یک یا چند شرکت به شدت افت پیدا کند و عرضه ی این سهام افزایش یابد، اقدام به خرید این سهام می کنند. این وسایل امکان بروز بحران در بورس را کاهش و اهمیت سرمایه گذاری را افزایش می دهد. علاوه بر آن واحد های نظارتی بورس نیز فرصت می یابند که علل افت شدید قیمت سهام را پیدا کنند. که با وسایل داخلی، موقعیت خود را در بورس بهبود بخشد. برای مثال در مالیزیا مشابه صندوق حمایت، صندوقی تحت عنوان صندوق تعاون با مشارکت اعضای بورس تأسیس شده است. هدف از تشکیل این صندوق جبران خسارت یا زیان ناشی از عملکرد شرکت های عضو یا مدیران آنهاست که متوجه مشتریان می شود.

▪ مؤسسات مشاوره ی سرمایه گذاری: فعالیت عمده ی این گونه مؤسسات، جمع اوری و تحلیل اطلاعات به منظور اتخاذ تصمیم در زمینه ی سرمایه گذاری در اوراق بهادار است. این مؤسسات مردم را در مورد سرمایه گذاری در اوراق بهادار راهنمایی و به آنها کمک می کنند که با راحتی و با اطمینان بیشتری به خرید یا فروش اوراق بهادار اقدام کنند. علاوه بر مؤسسات فوق،

دربورس های معتبر جهان تعداد کثیری تحلیلگرسرمایه گذاری وجود دارد که یا برای خود یا برای دیگران اقدام به سرمایه گذاری می کنند. تمام این تحلیلگران به امید این که بازده هرچه بالاتری از سرمایه گذاری های خود یا دیگران به دست آورند. اقدام به فعالیت دربورس می کنند.

براین اساس آنها به طورمستمر در جستجوی اوراق بهاداری هستند که زیرقیمت، قیمت گذاری شده است. بدیهی است در تلاش برای یافتن این گونه اوراق، به حجم وسیع و قابل ملاحظه ای از اطلاعات درمورد اوراق و چشم انداز آنها دسترسی می یابند. البته به همین دلیل وجود این تحلیلگران دربورس درنهایت امر، باوجود شرایط رقابتی دربازار، سبب می شود که قیمت اوراق به طرف قیمت واقعی آنها سوق داده شود. زیرا رقابت شدید بین این گروه برای دست یابی به اوراق مذکور، درنهایت باعث افزایش قیمت و تطابق آنها باقیمت واقعی شان می شود.

## واسطه های مبادله و انواع آن در بازارهای مالی

به طورکل واسطه های مبادله به اشخاص حقیقی و یا حقوقی گفته می شود که وسیله ی تسهیل ارتباط بین عرضه کننده و تقاضا کننده را فراهم می آورند. وساطت مبادله تنها به مبادلات کالا ها و خدمات ختم نمی شود و در بازارهای مالی نیز تأثیر شایانی دارد. عملکرد کارآمد این واسطه ها می تواند در تسریع معاملات و بالا بردن حجم مبادلات انجام شده تأثیر بسزایی بگذارد. در بازار مالی وجود انواع واسطه های مالی، ضمن تسهیل امر مبادله و افزایش حجم معاملات، درجه ی نقدینگی بازار و مدت زمان انتظار برای خرید و فروش اوراق را کاهش می دهد.

تحولاتی که در بازارهای سرمایه در سطح جهان رخ داده است، تغییرات مشهودی در ساخت بورس ها بوجود آورده است. به طوری که متنوع و تخصصی شدن مبادلات در بورس ها سبب شده است که واسطه های لازم برای انجام این مبادلات به وجود بیاید و به این ترتیب مبادلات با کارآیی بیشتر انجام پذیرد.

▪ کارگران: قدیمی ترین نوع واسطه های مبادله در بورس های جهان، کارگزاران هستند. کارگزار به حساب مشتری اش وارد بازاری می شود به نام وی معامله انجام می دهد. کارگزاری که در تالار بورس حضور دارند به کارگزاران تالار معروف اند. در مواردی در بورس های دنیا به کارگزاران اجازه داده می شود که به نام و حساب خود نیز معامله کنند. برای مثال در انگلستان کارگزاری وجود دارند که نقش دوگانه ای دارند و می توانند مستقیماً با سرمایه گذاران وارد معامله شوند و اوراق بهادار را از دفاتر آنها بخرند یا بفروشند، همچنین می توانند به عنوان یک واسطه یا کارگزار از طرف مشتری دیگری عمل کنند.

کارگزاری که حق دارد معاملات را فقط به نام خودش انجام دهد، کارگزار به حساب خود نامیده می شود. این گروه می توانند بایگدیگر نیز مبادله کنند. کارگزاری نیز در محوطه ی بورس به انجام معاملات خود می پردازند که در اصطلاح به آنها محلی می گویند. به طور کل کارگزاری که به حساب خود معامله می کنند و محلی ها به روند تغییرات قیمت کاری ندارند و بدنبال این هستند که از تفاوت بین نرخ خرید و فروش بهره ببرند و به ندرت نیز موجودی هنگفتی از اوراق و سهام را نگهداری می کنند. در واقع وجود این گروه در بازار بورس به افزایش نقدینگی بازار کمک می کند.



▪ بازارسازان: در بورس های معتبر جهان علاوه بر واسطه های مبادله، معامله گرانی وجود دارند که به آنها بازارساز می گویند. بازارساز در واقع بانک یا دلالی است که پیوسته آماده ی ارائه ی قیمت برای خرید و فروش یک نوع اوراق بهادار است. امکان بازسازی عاملی است که بر ثبات و نقدینگی بورس می افزاید و در نهایت بازار را برای متقاضیان مطلوبتر و مقبول ترمی سازد. به این ترتیب فیصدی بزرگتری از منابع مالی عموم به بازارهای سرمایه وبه ویژه بورس راه می یابد.

درواقع بازارسازان به منظور کاهش عدم توازن بین عرضه و تقاضا که به دلایل گوناگون ممکن است بروز کند، در بازار حضور دارند. در موارد عدم توازن بین عرضه و تقاضا، بازارسازان می توانند با مداخله در بازار از بروز نابسامانی های مختلف جلوگیری کنند. برای مثال، اگر در مورد عرضه ی یک یا چند سهم در بازار بیش از تقاضای آن باشد یا برعکس تقاضای یک یا چند سهم بیش از عرضه ی آن باشد، بازارساز در مورد اول با اقدام به خرید آن سهام و در مورد دوم با فروش آنها در بازار دخالت می کند و از بروز بحران در بازار جلوگیری می کند. البته بازارسازان نمی توانند در تغییر روند درازمدت قیمت در بازار بورس تأثیرشایانی داشته باشند.

▪ متخصص خرده سهم: تشریفاتی که برای برخورداری از اجازه ی معامله و ذکر قیمت در بورس انجام می گیرد مثلا بسیار پیچیده است، به طوری که اجرای آن برای مبادلات بسیار کوچک از کار آیی عملیاتی بورس می کاهد. به همین دلیل در بورس های مختلف اغلب کمترین تعداد سهامی که مبادله ی آنها مجاز است، از طرق مقامات اجرایی بورس تعیین می شود. این مقدار در اصطلاح "مجموعه سراسر است" گفته می شود به میزان و نوع بورس آن بستگی دارد. مقادیر کمتر از این مجموعه را خرده سهم می گویند.

دربورس های دنیا معامله روی خرده سهام توسط واسطه های ویژه ای انجام می گیرد که در اصطلاح عام به آن متخصص و بطور خاص متخصص خرده سهام گفته می شوند. افرادی که قصد معامله ی تعداد کمی سهم را دارند، به این متخصصان مراجعه می کنند. در واقع وجود متخصصان خرده سهام سبب می شود، افرادی که منابع محدود دارند نیز به بورس وارد شوند و سهام خریداری شده توسط این گروه نیز از نقدینگی کافی برخوردار باشد. متخصصان نیز همان قانون وقاعده ای را می پذیرند که در مورد کارگزاران عادی مصداق دارد. در بورس های بزرگ دنیا چندین شرکت متخصص خرده سهام وجود دارد که کارگزاران با آنها معامله می کنند. معمولاً هر متخصص تعدادی کارگزاری پیوسته به خود دارد که معاملات خرده سهام آنها را انجام می دهند.

▪ اتاق واگذاری: انجام معاملات اوراق بهادار از لحاظ مکانی نیز باید در تالار بورس صورت پذیرد. چون بورس ها در تمام شهرهای یک کشور شعبه ندارند، و بورس باید خدماتی را به تمام شهروندان ارائه دهد، مؤسساتی بنام اتاق واگذاری به وجود می آید. وظیفه ی اتاق واگذاری این است که دستورات خرید و فروش اوراق بهادار را برای اجرای ازمتمقاضیان یا دارندگان اوراق دریافت کند. اتاق های واگذاری با تأسیس شعبه در شهرها و محل های مختلف به اشخاص اجازه می دهند تماس نزدیکتری با بازار بورس برقرار کنند. به این ترتیب نیازی نیست که شعبه های بورس در شهرهای مختلف تأسیس شود. دستورات دریافت شده از مشتریان با استفاده از خطوط ارتباطی تلفن، تلگراف، فاکس و ... به دفتر مرکزی اتاق واگذاری انتقال می یابد و از آن جا برای اجرا شدن وارد بورس می شود.

به این ترتیب وجود مجموعه ای از کارگزاران تالار و اتاق های ارتباطی سبب می شود که افراد درگوشه و کنار کشور بتوانند از تسهیلات بازار بورس استفاده کنند و مجموعه ی بزرگتری از پس اندازهای مردم به جانب بازار بورس راه یابد.

▪ شرکت سرمایه گذاری: شرکت سرمایه گذاری به شرکتی گفته می شود که بین مردم و بازارهای سرمایه نقش واسطه را بازی می کند وظیفه ای اول هر شرکت سرمایه گذاری فعالیت در تجارت اوراق بهادار است. البته واژه شرکت سرمایه گذاری برای نمایش مجموعه ای از شرکت های تجهیز منابع در بازار سرمایه نیز به کار می رود که شامل شرکت های زیر است.

1- شامل صندوق سرمایه گذاری.

2- شرکت های سرمایه ای.

3- شرکت های تأمین مالی.

4- شرکت های کنترل کننده.

در واقع باگسترش و پیچیدگی بازار سرمایه و تخصصی شدن حرفه ی سرمایه گذاری در اوراق بهادار، افراد ترجیح می دهند که پس اندازهای خود را در اختیار مؤسسات مالی مختلف از جمله شرکت های سرمایه گذاری قرار دهند و از طریق شرکت ها در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند. این شرکت ها نیز می توانند با جذب پس اندازها سرمایه ی به دست آورند و با تمرکز اطلاعات، مدیریت و تخصص از این وجوه به بهترین شکل استفاده کنند. این شرکت ها قادرند وجوه جمع آوری شده را هم در بورس اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند و هم قسمتی از آن را به سرمایه گذاری در طرحها و شرکت های خارج از بورس اختصاص دهند.

درمورد سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار، این شرکت ها بااستخدام وبکارگیری افراد متخصص مالی و جمع آوری و تحلیل اطلاعات با انتخاب اوراق بهادار و تنوع بخشیدن به این اوراق، ریسک سرمایه گذاری خود را در بورس کاهش می دهند. این شرکت ها می توانند از طریق فروش سهام خود و یا اوراق قرضه اقدام به افزایش سرمایه کنند و از این طریق ضمن گسترش فعالیت خود در بازار سرمایه، دخالت شان را نیز در این بازار انکشاف دهند. همچنین این شرکت ها می توانند با فروش سبد سهام گوناگون به سرمایه گذاران، ریسک آنها را به حداقل برسانند و منافع خوبی را نصیب آنها کنند. این شرکت ها با امکانات زیاد خود، اطلاعات کافی و لازم را به موقع در اختیار علاقمندان به سرمایه گذاری قرار می دهند. و توصیه های مورد نیاز را به شرکت ها و سرمایه گذاران ارائه می کنند. از طرف دیگر این شرکت ها با امکانات مالی و مدیریتی مطلوب قادرند به ارتقای کمی و کیفی شرکت های کوچک و متوسط کرده و زمینه ی ورود این شرکت ها به بازار سرمایه را فراهم آورند. بنابراین با توجه به این اوصاف باید گفت وجود این شرکت ها ضمن اینکه سبب افزایش اعتماد عمومی سرمایه گذاران می شود، نقش مؤثری نیز در ثبات و گسترش بازار سرمایه دارد.

▪ بانک سرمایه گذاری: این بانک ها علاوه بر سپرده پذیری، اقدام به خرید و فروش اوراق می کنند و عمل تعهد خرید را نیز انجام می دهند. این بانکها همچنین قیمت گذاری، فروش و بازاریابی اوراق بهادار تازه انتشار یافته ای را که شرکت ها به مردم عرضه می کنند به عهده دارند. این بانکها با شناخت کامل از بازار سرمایه و تغییر و تحولات آن و آشنایی بانیازهای سرمایه گذاران ( در رابطه با ریسک و بازده ) می توند با تجزیه و تحلیل کامل یک شرکت از جنبه های مالی، فنی، سرمایه گذاری، بازار محصول، کیفیت مدیریت و غیره قیمت سهام آن را که برای اولین بار به عموم عرضه می شود تعیین کنند. قیمت تعیین شده معمولاً متناسب

با ریسک و بازدهی سهام است. بنابر این، وجود اینگونه بانکها نیز نقش موثری در کیفیت و گسترش بازار سرمایه و عادلانه تر شدن قیمت سهام شرکت ها دارد.

## نقش موسسات مالی در بازارهای مالی و تاثیرات آن بر رشد اقتصادی

اگر بازارهای مالی کامل بودند، همه اطلاعات در مورد هر نوع اوراق بهادار که در بازارهای اولیه و ثانویه معامله می شوند شامل صلاحیت اعتباری ناشر اوراق بهادار به طور مداوم و آزادانه در اختیار سرمایه گذاران قرار داده می شد. بر علاوه تمامی اطلاعات مربوط به سرمایه گذاران علاقمند به خرید اوراق بهادار و همچنین سرمایه گذارانی که قصد فروش اوراق بهادار را دارند، آزادانه در دسترس قرار می گرفت. بر علاوه اگر همه اوراق بهاداری به فروش گذاشته شده را بتوان به اجزاء کوچکتر طبق نظر سرمایه گذار تقسیم کرد و مصرف های معاملاتی وجود نداشت. دیگر نیازی به واسطه های مالی نخواهد بود.

از آنجا که بازارها ناقص هستند، خریداران و فروشندگان اوراق بهادار، دسترسی کامل به اطلاعات ندارند و همیشه قادر به تقسیم اوراق بهادار به اندازه مورد نظر خود نمی باشند. برای حل مشکلات ناشی از کاستی های بازاریابی به نهاد های مالی داریم. آنها درخواستها را از واحد های دارای مازاد و کسری وجوه در زمینه اوراق بهاداری که قرار است فروخته یا خریداری شوند، دریافت نموده و این اطلاعات را برای هماهنگی خریداران و فروشندگان مورد استفاده قرار می دهند. از آنجا که مقدار اوراق بهادار خاصی که قرار است به فروش برسد همیشه با مقدار مورد نظر سرمایه گذاران برابر نیست، گاهی اوقات نهاد های مالی اوراق بهادار را به اجزاء کوچکتر

تقسیم کرده و آن را میان سرمایه گذاران متعدد توزیع می کنند تا تمام آنها به فروش برسد. بدون نهاد های مالی مصرف های معاملاتی و اطلاعاتی در بازار مالی بسیار زیاد می شود.

## نقش نهاد های امانت پذیر

نهاد سپرده پذیر یک نوع واسطه های مهم اند که سپرده ها را از واحد های دارای مازاد دریافت نموده و از طریق قرضه و خرید سهام به واحد های دارای کسری وجوه نقد اعتبار می دهد. این نهاد ها به دلایل زیر مورد قبول عموم هستند:

1- برای واحد های دارای مازاد، حساب های امانت جاری افتتاح می کنند که از نظر مبلغ و نقدینگی مطلوب هستند.

2- وجوه دریافتی از طریق سپرده ها را به صورت قرضه با شرایط مطلوب از نظر مقدار و سررسید در اختیار واحد های دارای کسری قرار می دهند.

3- ریسک قرضه های اعطا شده را می پذیرند.

4- برای ارزیابی صلاحیت اعتباری واحد های دارای کسری نسبت به واحد های دارای مازاد و تجربه بیشتری دارند.

5- به واحد های دارای کسری قرضه می دهند لذا در مقایسه با واحد های مازاد بهتر می توانند قرضه های باز پرداخت نشده را وصول کنند.

برای اینکه بیشتر به ارزش این خدمات پی ببریم. پروسه انتقال وجوه از واحد های دارای مازاد به واحد های دارای کسری، با فرض عدم وجود نهاد های سپرده پذیر را در نظر بگیرید. هر واحد دارای مازاد باید واحد های دارای کسری وجوه نقد را شناسایی کند تا مقدار معینی قرضه

بدهد. به علاوه هرواحد داری مازاد باید ارزیابی اعتبارمشتري را انجام دهد و ريسک عدم بازپرداخت را نيز برعهده بگيرد. درچنين شرايطی احتمال دارد که بسياری ازواحد های دارای مازاد به جای انتقال وجوه به واحد های دارای کسری آنها را نزد خود نگه دارند. بنابراین جريان وجوه ازواحد های دارای مازاد به واحد های دارای کسری وجوه نقد مختل می شود. هنگامی که نهاد سپرده پذیر قرضه ای را اعطاء می نماید، درواقع به عنوان یک قرضه دهنده عمل می کند؛ درست مثل اینکه اوراق بدهی خریداری کرده است. هرچه قرارداد قرضه بانکی مختص شرايط شخص قرضه گیرنده باشد، نسبت به اوراق بدهی دربازار ثانويه قابليت فروش کمتری خواهد داشت زیرا جزئیات شرايط قرارداد قرضه به طورقابل توجهی درقرارداد های مختلف متفاوت می باشد و هر سرمایه گذار بالقوه مجبوراست تمامی شرايط را قبل ازخرید قرضه ها دربازاربررسی کند.

بانک های تجاری : به طورکل بانک های تجاری عمده ترین نهاد سپرده پذیرهستند. آنها حساب های امانات متعددی را برای واحد های دارای مازاد افتتاح می کنند و مستقیماً با اعطای قرضه و یا خرید اوراق بدهی، وجوه سپرده گذاری شده را به واحد های دارای کسری وجوه انتقال می دهند. بانک های تجاری به بخش خصوصی ودولتی خدمت ارایه می دهند و خانواده ها. نهاد های دولتی وواحد های تجاری ازخدمات سپرده پذیری واعطای تسهیلات قرضه آنها بهره مند می شوند.

خدمات مالی توسط بانک ها : دراین قسمت به تشریح چگونگی کارکرد بانک ها ونحوه ارائه خدمات آنها به شکلی که وضعیت شاخص های اقتصادی بهبود یابد می پردازیم. دربین کارکرد بانک ها دراقتصاد به سه وظیفه اساسی اشاره خواهیم کرد.

❖ تجمع پس اندازها و تخصیص آنها: بانک ها عامل تجمع پس اندازها و سرعت بخشیدن به استفاده بهینه از آنها به دو روش هستند. اول، سبب تجمع پس اندازها کوچک با حداقل مصرف های مبادلاتی در اقتصاد می شوند و دوم، باعث کاهش مشکل در تخصیص پس اندازها می شوند. به این ترتیب، تمایل افراد به پس انداز کردن کاهش نمی یابد و با کاهش مخاطرات ناشی از اطلاعات نامتقارن و کاهش مصرف های مبادلاتی، بانک ها می توانند نه تنها از طریق افزایش نرخ پس انداز در جامعه، بلکه با استفاده از مقیاس اقتصادی فعالیت های خود، سبب کاهش مصرف های مبادلاتی شوند و در نتیجه کارکرد بانک ها سبب افزایش کارایی تخصیص بهینه منابع در اقتصاد می شود. به این ترتیب، در بلند مدت زمینه ساز رشد اقتصادی خواهند شد.

❖ دستیابی به اطلاعات: هنگامی که قرضه گیرندگان دسترسی به اطلاعات محرمانه و شخصی درباره پروژه های خود دارند تشخیص و دسته بندی قرضه گیرندگان توسط بانک ها ضرورت می یابد. این امر باعث شود تا قرضه گیرندگان انگیزه کافی برای ارائه درست اطلاعات به بانک ها را داشته باشند. به عبارت دیگر، دسته بندی کردن متقاضیان نقش بسیار تعیین کننده ای در نظریه های تخصیص اعتبارات دارند. از آنجاکه دسته بندی کردن پروژه ها مصارف را در بر دارد، بهترین روش برای دستیابی به اطلاعات درست، واگذاری امر دسته بندی پروژه ها به بانک ها جهت کاهش مصارف مربوطه است. پس از تأمین مالی پروژه های اقتصادی، نظارت دقیق بر حسن انجام کار تا مرحله بهره برداری و حتی طی دوران بهره برداری، از دیگر وظایف بانک ها است تا تضمینی بر استفاده درست از منابع مالی باشد. از آنجایی که عملیات نظارت هم مصارف را در بر دارد، مقیاس اقتصادی فعالیت های بانک ها در مجموع سبب کاهش مصرف سرانه نظارت می شود. در ضمن نوع کارکرد بانک ها باعث می



شود که مسئله طفیلی در تولید اطلاعات تا حدودی حل گردد. پیام مستقیم مسئله طفیلی این است که فعالان اقتصادی انگیزه خود را در جهت تولید اطلاعات برای رفع نقیصه اطلاعات نامتقارن ازدست می دهند که این خود منجر به وجود مشکلات می شود.

بنابراین، بادر نظر گرفتن بازده به مقیاس اقتصادی، جمع اوری، تولید و تحلیل اطلاعات در بانک ها، انگیزه بیشتری برای به دست آوردن اطلاعات باارزش در بانک ها وجود دارد. به طور خلاصه، می توان اظهار داشت که دسته بندی پروژه ها، نظارت بر اجرای پروژه ها و تولید اطلاعات در مورد مشتریان توسط بانک ها تا اندازه ای به حل مسائل تخصیص پس اندازها کمک می کند. این امر خود در بلند مدت به تخصیص بهینه سرمایه و سرانجام به رشد اقتصادی منجر می شود.

❖ مدیریت ریسک : بانک ها می توانند در تسهیل توزیع ریسک به وسیله کاهش مصارف مبادلاتی نقش بسزایی داشته باشند. موضوع مدیریت ریسک از طریق تنوع سازی در قدم اول مبین آن است که توزیع ریسک بین بخش های مختلف اقتصادی در هر مقطعی از زمان برای سبد دارایی های هر فرد امری ضروری است. با فرض وجود مصرف های مبادلاتی برای اصلاح ساختار سبد دارایی ها، بانک ها از مقیاس اقتصادی عملکرد خود برای کاهش مصرف متنوع ساختن سبد دارایی های خود بهره می برند. افزون بر این، بانک ها با تکیه بر سبد دارایی های متنوع خود، از امکانات مناسب برای توزیع ریسک بین دوره ای، به ویژه در دوران رشد و رکود و شوک های بیرونزای اقتصادی برخوردارند.

بانک ها همچنین می توانند ریسک نقد شوندگی را کاهش دهند. خیلی از سرمایه گذاری های پربازده نیازمند، تعهدات بلند مدت سرمایه هستند. به عبارت دیگر فقط در صورتی سود آور هستند که با افق بلند مدت سرمایه هستند. به عبارت دیگر فقط در صورتی سود آور هستند که

با افق بلند مدت در این نوع پروژه ها سرمایه گذاری شود. اما از سوی دیگر ریسک گریزی قرضه دهندگان باعث می شود که تمایل بیشتری به اعطاء قرضه های کوتاه مدت داشته باشند که قابلیت نقد شوندگی بیشتری داشته باشند. بانک ها با تجمع و یکپارچه کردن پس اندازها و افزایش درجه نقد شوندگی، اقدام به سرمایه گذاری های بلند مدت باب سود آوری مناسب می کنند. به عبارت دیگر، بانک ها فقط به اندازه ای در دارایی های با سررسید کوتاه مدت سرمایه گذاری می کنند که نقدینگی لازم جهت برآوردن نیازهای کوتاه مدت خود را پاسخگو باشند. به این ترتیب، توانمندی جهت سرمایه گذاری های بلند مدت می تواند فضای مناسب جهت رشد اقتصادی را فراهم سازد. از سوی دیگر بانک ها با تأمین مالی پروژه های شرکت های تازه تأسیس با طرح های نو و مبتکرانه و همچنین تشویق شرکت ها به اجرای طرح های انکشاف و حرکت به سوی تکنالوژی پیشرفته تولید می توانند نقش مثبتی در رشد بلند مدت اقتصادی داشته باشند.

## نهاد های پس انداز

نهاد های پس انداز که گاهی اوقات به عنوان "دخایر اندوخته" نیز نامیده می شوند. نوع دیگری از نهاد های سپرده پذیر هستند. این نهاد ها شامل "انجمن های قرضه و پس انداز" و بانک های پس انداز هستند. انجمن های قرضه و پس انداز مانند بانک های تجاری حساب های سپرده گذاری به واحد های دارای مازاد ارائه می کنند و سپس این سپرده ها را به واحد های دارای کسرووجه انتقال می دهند. در هر حال برقرضه های رهنی مسکن تمرکز دارند، در حالی که فعالیت بانک های تجاری بر اعطای قرضه های تجاری تمرکز دارد. این تفاوت در تخصیص وجوه، موجب شده است که در طول زمان، عملکرد بانک های تجاری و بانک های پس انداز

وقرضه به طور قابل ملاحظه ای با یکدیگر متفاوت باشند. البته سیاست مقررات زدایی در دهه های اخیر، امکان انعطاف پذیری بیشتر دربانک های پس انداز وقرضه در تخصیص وجوه را فراهم آورده است. در نتیجه عملکرد آنها بسیار شبیه به عملکرد بانک های تجاری شده است. اگرچه سرمایه گذاران می توانند مالک سهام این نوع بانک ها باشند، ولی در اغلب موارد این شرکت ها، شبیه صندوق مشترک سرمایه گذاری در مالکیت سپرده گذاران هستند. بانک های پس انداز بسیار مانند انجمن های پس انداز وقرضه هستند و تنها تفاوت آنها این است که از وجوه استفاده متنوع تری می کنند. البته این تفاوت با گذشت زمان کاهش یافته است. اغلب بانک های پس انداز نیز همچون انجمن های پس انداز، قرضه و صندوق مشترک سرمایه گذاری هستند.

### اتحادیه های کریدت: اتحادیه های اعتباری از دو جهت بابت بانک های تجاری و نهاد های

پس انداز متفاوت اند.

1- غیرانتفاعی هستند.

2- فعالیت های خود را به اعضای اتحادیه اعتباری که باهم قرارداد مشترک دارند از قبیل اتحادیه یا کارفرمای مشترک محدود می کنند. اتحادیه های اعتباری به دلیل ویژگی های قرارداد مشترک، بسیار کوچکتر از نهاد های سپرده پذیر دیگر هستند و اکثر وجوه خود را به منظور اعطای قرضه به اعضای خود به کار می برند.

نقش نهاد های مالی غیر سپرده پذیر

نهاد های غیرسپرده پذیر وجوه را از منابعی غیر از حسابهای سپرده تأمین می کنند اما همچنان نقش عمده ای در واسطه گری مالی به عهده دارند. این نهاد ها به طور خلاصه در زیر توضیح داده می شوند.

#### ❖ شرکت های تأمین مالی : اغلب شرکت های تأمین مالی، وجوه خود را از طریق

انتشار اوراق بهادار تأمین نموده و سپس آنها را در اختیار افراد و واحد های تجاری کوچک قرار می دهند. وظایف شرکت های تأمین مالی در واقع با وظایف نهاد های سپرده پذیر شباهت دارد. البته هر مؤسسه بر بخش خاصی از بازارهای مالی تمرکز دارد.

#### ❖ صندوق های مشترک سرمایه گذاری: صندوق های مشترک سرمایه گذاری، سهم

الشرکه را به واحد های دارای مازاد فروخته و وجود حاصله را برای خرید سبده از اوراق بهادار به کار می گیرند. به لحاظ ترکیب دارایی های تمام، آنها یک نهاد مالی غیرسپرده پذیر مهمی هستند. برخی از صندوق های مشترک سرمایه گذاری، بیشتر در اوراق بهادار بازار سرمایه از قبیل سهام یا اوراق قرضه سرمایه گذاری می کنند و برخی دیگر که به صندوق های مشترک سرمایه گذاری بازار پول معروف اند، در اوراق بهادار بازار پول سرمایه گذاری می کنند. حداقل وجوه برای خرید انواع اوراق بهادار توسط صندوق های مشترک سرمایه گذاری معمولاً بیشتر از پس اندازهای یک واحد دارای مازاد وجوه است. با خرید سهم الشرکه صندوق های مشترک سرمایه گذاری و صندوق های مشترک سرمایه گذاری بازار پول پس انداز کنندگان کوچک می توانند با وجوه کم، در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند

❖ شرکت های اوراق بهادار: این شرکت های وظایف متعددی را در بازار مالی انجام می دهند. برخی از این شرکت ها از منابع اطلاعاتی خود استفاده می کنند تا به عنوان یک کارگزار، معاملات اوراق بهادار را بین طرفین انجام دهند. بسیاری از معاملات مالی تا حدودی معیاری شده اند. به عنوان مثال معاملات سهام معمولاً به صورت ضربی از 100 سهم انجام می شوند. به منظور تسریع معاملات اوراق بهادار، پروسه تحویل و تسویه حساب اوراق بهادار نیز تا حدودی استاندارد است.

کارگزاران، کارمزدی را برای انجام معاملات دریافت می کنند. این کارمزد از محل تفاوت میان قیمت های خرید و فروش کسب می شود. برای معاملات غیرمتداول از آنجا که زمان بیشتری صرف هماهنگ کردن فروشندگان و خریداران می شود، این مصرف کارمزد که فیصدی از ارزش معامله است، افزایش می یابد؛ برای معاملات با مبلغ نسبتاً ناچیز نیز مصارف کارمزد بیشتری دریافت می شود تا زمان صرف شده برای معامله جبران شود. علاوه بر خدمات واسطه ای، شرکت های اوراق بهادار، خدمات بانک سرمایه گذاری را نیز ارائه می کنند. برخی از این شرکت ها، اوراق بهادار تازه منتشر شده را در اختیار شرکت ها و نهاد های دولتی قرار می دهند. این اقدام با فعالیت های واسطه گری سنتی متفاوت است. چون با بازار اولیه سروکار دارد. شرکت های اوراق بهادار هنگام تضمین فروش اوراق بهادار تازه منتشر شده می تواند اوراق بهادار را به قیمتی تثبیت شده یا به بهترین قیمت ممکن به فروش رسانند.

برعلاوه، شرکت های اوراق بهادار، اغلب به عنوان معامله گر عمل می کنند و با تبدیل موجود اوراق بهادار خود، بازاری را برای اوراق بهادار خاصی ایجاد می کنند. درآمد کارگزار، از تفاوت قیمت خرید و فروش به دست می آید، ولی درآمد معامله گر تحت تأثیر عملکرد سبد سهام

است. همچنین برخی از معامله گران خدمات واسطه گری نیز ارائه می نمایند و در نتیجه از هر دو فعالیت درآمد کسب می کنند. فعالیت های دیگر بانک سرمایه گذاری که توسط شرکت های اوراق بهادار ارائه می شود، خدمات مشاوره ای در زمینه ادغام و سایر روش های تجدید ساختار شرکت است. شرکت های اوراق بهادار نه تنها در برنامه شرکت برای تجدید ساختار همکاری می کنند، بلکه به جایگزینی اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت، ساختار سرمایه شرکت را تغییر می دهند.

❖ شرکت های بیمه : این شرکت ها بیمه نامه را به افراد و شرکت ها عرضه می نمایند تا زیان های مالی حاصل از فوت، بیماری و خسارت اموال را کاهش دهند. آنها در مقابل، بابت ارایه خدمات حق بیمه دریافت می کنند و وجوه دریافتی حق بیمه را سرمایه گذاری می نمایند تا وجوه حاصله را برای جبران خسارت احتمالی به کار گیرند. معمولاً شرکت های بیمه وجوه را در سهام یا اوراق قرضه شرکت ها و یا اوراق قرضه دولتی سرمایه گذاری می نمایند. بدین ترتیب، مصرف واحد های داری کسری وجوه را تأمین می کنند و در نتیجه به عنوان واسطه های مالی مهم عمل می نمایند. عملکرد تمامی آنها به عملکرد سهام و اوراق قرضه هایی ارتباط دارد که در آن سرمایه گذاری می کنند.

شرکت های بیمه به موجب ماهیت فعالیت شان یکی از مجرای مهم پس اندازی و در نتیجه از جمله نهاد های مهم و محوری مالی هستند که علاوه بر تأمین امنیت فعالیت های اقتصادی، از طریق ارائه خدمات بیمه ای می توانند نقش بسیار اساسی و تعیین کننده ای در تحرک و پویایی بازارهای مالی و تأمین وجوه قابل سرمایه گذاری فعالیت های اقتصادی داشته باشند. تجربه جهانی حاکی از آن است که صنعت بیمه همانند جزئی از صنعت مالی باید رابطه متقابل

صحیح با مجموعه بازار سرمایه داشته باشد. این رابطه در عصر جهانی شدن، به دوشکل تبلور می یابد: از یک سو، کسب و کار بیمه به بازار سرمایه مستحکم نیازمند است و از دیگر سو، بازار سرمایه، مبتنی بر مشارکت فعال و جوه بیمه در این بازار است؛ از این رو، شتاب بخشیدن به اصلاحات، انکشاف دویخس و ارتقای رابطه متقابل این دو، شرط لازم برای انکشاف مناسب نظام مالی کشور است.

### ❖ جایگاه صنعت بیمه در بازار های مالی

امروزه صنعت بیمه از عمده ترین نهاد های اقتصادی است. بیمه از یکسو، نهادی مالی است که در تقویت بنیه اقتصادی جامعه نقش اساسی دارد و از سوی دیگر، با ایجاد امنیت و اطمینان، زمینه گسترش فعالیت های تولیدی و خدماتی را فراهم می سازد. به طور کل بیمه های تجاری به دودسته بیمه های مستقیم و غیرمستقیم (اتکایی) تقسیم می شوند. بیمه های مستقیم، به بیمه های زنده گی و غیرزنده گی اختصاص می یابد. تفاوت عمده میان این دونوع فعالیت های بیمه ای در آن است که اغلب به دارندگان بیمه نامه زنده گی پرداختی صورت می گیرد و دارندگان بیمه نامه های غیرزنده گی مشمول این گونه پرداخت ها نیستند. علاوه بر آن فعالیت شرکت های بیمه در زمینه بیمه زنده گی مستلزم ایجاد تعهداتی بلندمدتی است که معمولاً در زمینه بیمه حوادث و اموال مطرح نیست. بیمه های غیرمستقیم نیز شامل آن بخش از بیمه است که بیمه گرد جهت تعمیم ریسک و بالا بردن توان جبران خسارت مبادرت به قرارداد بیمه اتکایی با بیمه گردوم می کند.

نامشخص بودن مبلغ و زمان پرداخت های لازم برای پاسخ گویی به دعاوی، براستراتیژی شرکت های بیمه غیرزنده گی در مقایسه با شرکت های بیمه زنده گی تأثیر گذاشته است.

اغلب سرمایه گذاری شرکت های بیمه زنده گی در اوراق قرضه است. شرکت های بیمه غیرزنده گی بیشتر در اوراق سهام سرمایه گذاری می کنند. به دلیل طولانی بودن وقفه زمانی بین دریافت حق بیمه و پرداخت خسارت در رشته های بیمه زنده گی سرمایه گذاری بیشتر و بلند مدت از این محل، سهم بسیار بالایی از فعالیت شرکت های بیمه در کشورهای انکشاف یافته که بازار بیمه رقابتی و کارآمد دارند مربوط به رشته های زنده گی است و این امر موجب مشارکت فعال و وسیع شرکت های بیمه در بازار سرمایه و تأمین وجوه برای سرمایه گذاری شده است.

صنعت بیمه کشور به علت ساختار نامناسب، فقدان شرایط رقابتی در بازار بیمه، لزوم تبعیت شرکت های بیمه از قوانین و مقررات عام و محدود کننده دولتی، پایین بودن ظرفیت نگهداری ریسک و بالاخره فقدان وسایل لازم برای تنظیم مؤثر بازار نتوانسته از جایگاه مناسبی در مجموعه فعالیت های مالی کشور برخوردار شود. به طوری که مجموعه عوامل مذکور به همراه عدم تکامل بازار سرمایه، محدود بودن فعالیت های شرکت های بیمه و در نتیجه عدم تمایل طبیعی شرکت های بیمه برای افزایش میزان سود آوری خود موجب شده که بخش عمده منابع مالی متمرکز شده نزد شرکت های بیمه به جای اینکه به سوی سرمایه گذاری های مولد از طریق بازار سرمایه هدایت شود به صورت موجودی و سپرده نزد سیستم بانکی نگهداری شود.

#### ❖ خدمات شرکت های بیمه در بازار پول

شرکت های بیمه در بازار پول به جهت های عمده ذیل ارائه خدمت می کنند.



▪ نهاد سازی : شرکت های بیمه جهت تأسیس مؤسسات پولی با استفاده از منابع مالی خود شرکت می کنند.

▪ وسایل سازی: صدور پیمان نامه مسئولیت و کریدت منابع پولی درمقابل سپرده گذاران به منظور تضمین مؤسسات دریافت کننده منابع درمقابل سپرده گذاران.

1- بیمه کالای خریداری شده باقرضه دریافتی از مؤسسات پولی درمقابل حوادث طبیعی تا پایان اقساط.

2- بیمه عمرمانده شخص مقروض به منظور پرداخت تعهدات مالی استفاده کننده تسهیلات به هنگام فوت یا ازکارافتاده گی.

3- صدور بیمه نامه اعتبار تعهدات وثیقه به جایگزینی از وثیقه اموال نزد مؤسسات پولی به هنگام دریافت تسهیلات.

انتقال ریسک وبازار سرمایه : بازار بیمه علاوه برآنکه با انتقال ریسک، برای پذیرش فعالیت های ریسک آمیز اقتصادی تمایل به وجود می آورد، به سهم خود به رفاه اقتصادی بیشتر جامعه نیز کمک می کند، با فراهم کردن سرمایه قابل عرضه در بازار سرمایه، پس اندازها را به بازار سرمایه هدایت می کند که این امر به تقویت اقتصادی منجر می شود.

خدمات انتقال ریسک شرکت های بیمه به شیوه های مختلف به رشد اقتصادی کمک می کند. درانتقال وادغام ریسک، شرکت های بیمه به ثبات مالی شرکت های و خانواده ها کمک می کنند. شرکت ها می توانند خسارات سنگین تر و نامطمئن را بامصرف های حق بیمه مبادله کنند وحتی آن را در قیمت محصولات شان لحاظ کنند. افراد نیز به طور مشابه می توانند خسارات مالی تصادفی خود را در طول زمان و در میان دیگر افراد گسترش دهند. شرکت های

بیمه و بیمه اتکایی در عرضه این تسهیلات انتقال ریسک نیاز به نگهدار سرمایه برای جذب ریسک های پذیرفته شده دارند.

از جهت نظری شیوه مساعد برای تأمین مالی ریسک اوراق اختیار خرید در بازار سرمایه، سهام است اما در عمل چنین کاری در حد معقول امکان پذیر نیست. با این حال در آینده تا حدودی با معرفی محصولات جدید انتقال ریسک به روش های دیگر انتقال ریسک بدیل در این مسیر حرکت صورت میگیرد که شرکت های بیمه و بیمه اتکایی نیز برای تأمین مالی ریسک هایشان از آنها استفاده کند گرچه این امر مستلزم انعطاف پذیری بیشتر در مقررات بیمه خواهد بود. یک نظام قانونی قوی انکشاف بهتر بیمه را تسهیل می کند.

بیمه و بازار سرمایه : یکی از تحولات مهم اقتصادی در 25 سال گذشته هم گرایی بخش های جدا شده قبلی صنعت خدمات مالی بوده است. هم گرایی با افزایش جهانی شدن بخش های خدمات مالی هم زمان بوده است و به وسیله آزاد سازی بازارهای مالی در اروپا، آمریکا و آسیا تسهیل یافته است. با انکشاف بازارهای مالی پویا برای مشتقات و دیگر اوراق بهادار نوآورانه و همچنین پیشرفت در زمینه های نرم افزاری، مدل سازی و تکنولوژی ارتباطات، هم گرایی شتاب یافته است. نیرو های اقتصادی قدرتمندی در سال های اخیر برای سرعت بخشیدن به هم گرایی بین بیمه اموال - مسئولیت و بازارهای مالی ترکیب شده اند. اولین و شاید مهم ترین محرک هم گرایی، رشد ارزش دارایی در مناطق جغرافیایی متعدد ریسک فاجعه بار بوده است؛ به عنوان مثال طوفان های کاترینا، ریتا و ویلما و دیگر حوادثی که منجر به خسارتی بالغ بر 114 میلیارد دلار در سال 2005 شد، نگرانی های جدیدی را در صنعت بیمه ایجاد کرد.

دومین عامل محرک هم گرای، چرخه صدوربیمه اتکایی است. بازارهای بیمه اتکایی دوره های متناوبی از بازارهای نرم، زمانیکه قیمت ها نسبتاً پایین است و پوشش به آسانی صورت می گیرد و بازارهای سخت، زمانیکه قیمت ها بالاست و پوشش محدود شده است، وجود بازارهای سخت متشکل را افزایش می دهد که بیمه گران درپیش بینی مصرف ها و مدیریت ریسک با آن مواجه می شوند. به دلیل اینکه چرخه صدوربیمه اتکایی را مدیریت و بدین وسیله ارزشی برای بیمه گران و بیمه گذاران ایجاد کند.

سومین عامل محرک هم گرای شامل پیشرفت هایی درمحاسبات و تکنولوژی ارتباطات است که این تکنولوژی ها، جمع آوری و تحلیل داده های خسارت را آسان نموده اند.

چهارمین عامل محرک هم گرای انکشاف مدیریت ریسک شرکتی است، آشنایی مدیران شرکت ها را با وسایل مالی وقوه ادارک شان را برای راه حل های نوآورانه افزایش داده است. دیگرمحرک های هم گرای شامل تئوری های مالی جدیدی است که شرکت کنندگان بازار را در درک عمیق ترم مدیریت ریسک ونوآوری های مالی توانا می سازد. باتوجه به مطالب فوق می توان بیان کرد که روند هم گرای بازاربیمه وبازارسرمایه، درجهان کاملاً ملموس است. بنابراین اصلاحات وانکشاف این دوبخش وارتقای رابطه متقابل آنها در نیزبه جهت تحول صحیح نظام مالی باید شتاب گیرد. سلامت بازارمالی درگرو انکشاف خدمات بیمه ای وبازارسرمایه ودرک عمیق رابطه متقابل بین این دو است. برای ایجاد چنین رابطه متقابل مستحکمی، بازارسرمایه باید متحول شود وازتجربه جهانی به طورگسترده استفاده ومحصولات جدیدی درصنعت بیمه کشور های روبه انکشاف مانند افغانستان تولید شود. یکپارچه گی وهم گرای بیمه

وبازارسرمایه را در روش های مختلف، انتقال ریسک بدیل می نامیم ودر ادامه به بیان این مفهوم می پردازیم.

## محدودیت های حضور بیمه در بازار پول و سرمایه

موانع و محدودیت های حضور بیمه در بازار پول و سرمایه را می توان به دو گروه اصلی تقسیم کرد:

### ❖ موانع موجود در تجهیز منابع قابل سرمایه گذاری : سرمایه شرکت های بیمه

در مقایسه با سرمایه سایر اجزای با سرمایه سایر اجزای بازار مالی که بعضا متأثر از مقررات

محدود کننده در ورود سرمایه توسط سرمایه گذاران بالقوه در این صنعت است، خیلی اندک

است. حجم اندک ذخایر فنی شرکت های بیمه به این دلایل است:

- 1- عدم گسترش بیمه های زنده گی.
- 2- عدم تناسب نسبی در ترکیب تولید بازار بیمه.
- 3- عدم آشنائی و علاقمندی مردم به بیمه.
- 4- سهم عمده تولید کشور به بیمه های موتر اختصاص دارد که در سال های اخیر نه تنها موجب تقویت ذخایر فنی شرکت ها نشده، بلکه باعث تضعیف ذخایر مذکور نیز گردیده است، که دلیل عمده آن عدم تناسب حق بیمه با خسارت پرداختی به ویژه در بیمه شخص ثالث است.
- 5- عدم انکشاف بیمه های تجارتي متناسب با جایگاه اقتصادی کشور، به علت وجود مقررات محدود کننده وضوابط دست و پاگیر در طراحی و عرضه محصولات جدید بیمه ای.
- 6- عدم انکشاف فعالیت مشترک بیمه و بانک.

وبالآخره موانع موجود در استفاده از منابع قابل سرمایه گذاری در بازار پول و سرمایه قرار ذیل می باشند:

- 1- ضوابط و مقررات حاکم بر سرمایه گذاری توسط شرکت های بیمه.
- 2- عدم ثبات نسبی در بازار پول و عدم انکشاف بازار سرمایه در کشور.

## صندوق تقاعد

بسیاری از شرکت ها و نهاد های دولتی، طرح های تقاعد را برای کارمندان خود در نظر می گیرند، کارمندان، کارفرمایان آنها یا هر دو به صورت دوره ای به صندوق تقاعد کمک می کنند. صندوق های تقاعد، روش مؤثر پس انداز برای زمان بازنشستگی افراد می باشند. این صندوق ها تا زمانیکه افراد اقدام به برداشت از حساب های بازنشستگی خود ننمایند، وجوه را مدیریت می کنند. پول سپرده شده در حساب های بازنشستگی افراد معمولاً توسط صندوق در سهام یا اوراق قرضه شرکت ها یا اوراق قرضه دولتی سرمایه گذاری می شود. بدین ترتیب صندوق های تقاعد، نیاز واحد های دارای کسری وجوه نقد را تأمین نمایند و در نتیجه به عنوان یک واسطه مالی مهم عمل می کنند.

کسری وجوه نقد از منابع شرکت های بیمه و صندوق های تقاعد، نیز تأمین مالی می کنند. شرکت های بیمه و صندوق های تقاعد، سهام و اوراق قرضه زیادی را خریداری نموده و بدین ترتیب، بخش زیادی از مخارج واحد های مانند شرکت ها و نهاد های دولتی مواجه با کسری وجوه نقد را تأمین می نمایند. به طور کل می توان گفت اقتصاددانان کلاسیک قرن نوزدهم به استثنای والتر بکت که به تأثیر بازارهای مالی انگلستان در تشکیل سرمایه اشاراتی داشت، به

نقش واسطه گریهای مالی در اقتصاد بی توجه بودند. اما این بی توجهی نه ناشی از غفلت آنها که به دلیل حضور کم رنگ چنین نهاد هایی در اقتصاد بود. گسترش فزاینده این نهاد ها بالطبع بررسی علمی در این زمینه را نیز الزام آور کرد و ادبیات گسترده ای پیرامون آن شکل گرفت .

به طور کل، جوزف شومپیتر اولین اقتصاد دانی بود که عملا به نقش معاملات در فعالیت های اقتصادی پرداخت و به نقش سیستم بانکی در تاسیس شرکت های جدید توجه کرد. بر علاوه، تکنهای منفی بازارهای مالی مکسیکو در سال 1982 منجر به بحران در بازارهای مالی سایر کشورهای آمریکای لاتین گردید و سرانجام سبب کاهش رشد اقتصادی آن کشورها در دهه 1980 شد. کاهش مذکور تا آنجا بود که اقتصاد دانان این دهه را برای کشورهای آمریکای لاتین "دهه از دست رفته " لقب دادند. بعد از "رکود بزرگ" این اولین نشانه رکود اقتصادی ناشی از بحران های مالی بود و سبب شد سیاست بسیاری از کشورها به سمت اصلاح و آزاد سازی موسسات مالی حرکت کنند و بسیاری از اقتصاد دانان را بر آن داشت که به نقش واسطه گران مالی به طور جدی تر فکر کنند. در ربع پایانی قرن بیستم اقتصاد دانان شاخص های مالی را در مدل های خود مطرح ساختند. شاید اولین مطالعات تجربی در این زمینه توسط کینک ولوین انجام شد آنها از چهار شاخص مالی در اقتصاد استفاده کردند :

- 1- نسبت قروض نقدی سیستم مالی به تولید ناخالص داخلی.
- 2- کریدت ایجاد شده برای موسسات خصوصی.
- 3- سهم کریدت ایجاد شده بوسیله بانکها.
- 4- سهم تمام کریدت تخصیصی به شرکت های غیرمالی خصوصی، که دو شاخص اولی کمیت فعالیت مالی و دو شاخص بعدی کیفیت فعالیت های مالی را مشخص می کردند، آنها در این

مطالعه به این نتیجه رسیدند که خدمات مالی رشد اقتصادی را از طریق افزایش نرخ موجودی سرمایه و بهبود کارآیی پروژه های سرمایه گذاری افزایش می دهد.

بیسی ووانگ به طورصریح به نقش واسطه گران مالی درتشکیل سرمایه ورشد اقتصادی اشاره کردند. به اعتقاد آنان واسطه گران مالی باتعیین وجهت یابی منابع به سمت پروژه های با بازدهی بالا کارائی در سرمایه گذاری را افزایش داده و در صورتیکه نوع آوری ودانش پشتوانه منابع سرمایه ای باشد می توان انتظارافزایش در رشد اقتصادی را داشت.

در مطالعه راجان وزینگلز نقش اصلی موسسات مالی ایجاد تسهیلات در بازارهای مالی وتخصیص وجوه اشخاص با سرمایه وهدایت به فرصت های سرمایه گذرای بوجود آمده توسط شرکت های بامنابع مالی محدود معرفی شده است. به اعتقاد آنان واسطه گران مالی در اقتصاد دارای دو اثر می باشند اول اینکه آنها باعث کاهش مصرف های انتقالی پس انداز و سرمایه گذاری خواهند شد وثانیا با کمک به شرکت ها برای رفع مشکلات مالی بازار و انتخاب های مناسب در سرمایه گذاری باعث گسترش بازارهای مالی می گردند.

وبالاخره در مقاله ارائه شده توسط رزلوین نشان داده شد که چگونه واسطه گران مالی از طریق رفع مشکلات بازار و ایجاد فرصت های جدید در سرمایه گذاری باعث افزایش در رشد اقتصادی می شوند. در این مقاله اواستدلال می کند که واسطه گریهای مالی از طریق جذب پس اندازها، تخصیص منابع لازم جهت سرمایه گذاری وتنظیم قرارداد های مناسب، تاثیر معنی داری در سرمایه گذاری وبه طبع رشد اقتصادی خواهند داشت. براین اساس دومشکل عمده ای که واسطه گران مالی در جهت کاهش و رفع آن نقش بسزائی در تشکیل سرمایه گذاری دارند عبارتست از:

▪ مشکلات تخنیکي: نقش واسطه گريه‌های مالی در برطرف کردن مشکلات تخنیکي بازارهای مالی بوسیله کارلی و شاو معرفی شد، به اعتقاد آنان واسطه گران مالی پس از جذب پس اندازه‌ها و تبدیل آن به منابع پولی و اوراق بهادار این وجوه را در جهت سرمایه گذاریهای مناسب بکار می گیرند، کاری که سرمایه گذاران شخصی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی با شرکت ها به تنهایی قادر به انجام آن نیستند. در واقع واسطه گران با گزینش پروژه های سرمایه گذاری و جمع آوری منابع آن، مصارف مراحل سرمایه گذاری را کاهش می دهند، عملی که به عنوان "وظیفه گزینش" واسطه گران مالی مطرح است پس اندازکننده گان معمولاً زمان و درآمد ناکافی جهت ارزیابی فرصتهای سرمایه گذاری دارند در حالیکه واسطه گران مالی می توانند با جمع آوری حجم زیادی از اطلاعات از تحلیل گران سرمایه گذار، موسسات ارزیابی اعتبار و شرکت های حسابرس به ارزیابی طرح های اقتصادی و انتخاب آنها با مصرف های بسیار کمتر نسبت به افراد عادی اقدام نمایند.

روش دیگری که واسطه گران مالی از طریق آن سعی در کاهش مشکلات تخنیکي بازارهای مالی دارند جذب پس انداز خانواده ها به پروژه های عظیم است که اصطلاحاً به سازوکار " ادغام منابع مالی" معروف است. منابع مالی سرمایه گذاران کوچک ممکن است بسیار محدودتر از آن باشد که قادر به تهیه اوراق بهادار منتشر شده شرکت های بزرگ باشند، بویژه آنکه این اوراق در واحد های پولی نیز منتشر شده باشد، که در این میان واسطه گران مالی بوسیله ادغام منابع مالی پس اندازکنندگان کوچک، مشکل عدم قدرت خرید این اوراق توسط آن ها را برطرف می نمایند.



مسئله دیگر تأمین منابع مالی پروژه های بلند مدت می باشد که طبیعتاً نیاز به سرمایه گذاریهای بلند مدت دارند. چرا که بسیاری از سرمایه گذاران قادر به سرمایه گذاری بلند مدت در این پروژه ها نمی باشند و نمی توانند سرمایه های خود را به صورت مستقیم در چنین پروژه های درگیر کنند. این درحالیست که اغلب پروژه های بلند مدت دارای بازدهی بالا تری نسبت به پروژه های کوتاه مدت هستند. در این میان واسطه گران مالی از طریق "مدیریت نقدینگی" و ادغام پس اندازها بانقدینگی متفاوت منابع اینگونه پروژه ها را تأمین کرده و منافع حاصل از اینگونه سرمایه گذاریهای بلند مدت را نصیب پس اندازکنندگان کوچک می نمایند و علاوه بر آن به دلیل اینکه بیشتر سرمایه ها جذب پروژه های بلند مدت خواهد شد شاهد افزایش سرمایه گذاری بلند مدت و بهره وری بالاتر در اقتصاد خواهیم بود.

▪ مشکلات انگیزه ای: مسئله دیگری که در پروژه های سرمایه گذاری و به خصوص پروژه های بلند مدت مطرح است مسئله ریسک موجود در این پروژه ها است که از دو جنبه قابل بحث است: بالا بودن ریسک و همچنین مشکل ارزیابی درجه ریسک آنها که از هر دو جنبه باعث می شود سرمایه گذاران و به خصوص سرمایه گذاران با منابع مالی کوچک انگیزه ای بر سرمایه گذاری در اینگونه پروژه ها نداشته باشند. این درحالیست که پروژه های با درجه ریسک بالا از بازدهی بهره بالاتری نسبت به پروژه های سرمایه گذاری دارای ریسک مشابه نمی باشند و سرمایه گذاران بدلیل عدم تسلط کافی قادر به تشخیص درجه ریسک پروژه ها نیستند، که در هر دو مورد واسطه گران مالی می توانند به نیابت از سرمایه گذاران کوچک و به کمک ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری و تعیین درجه ریسک آنها و همچنین به کمک سازوکار "ادغام ریسک" یعنی تنوع بخشیدن پروژه ها با ریسک های متنوع و به عبارتی سرشکن کردن

ریسک، سرمایه گذاران کوچک را ترغیب به سرمایه گذاری کنند و با این عمل سرمایه را به سمت پروژه های با کارائی بالا سوق دهند.

## نقش نظارتی نهاد های مالی در بازار های مالی

علاوه بر نقش های بیان شده، نهاد های مالی بر عملکرد شرکت هایی که سهام شان مورد معامله عموم قرار می گیرد، نظارت می کنند. از آنجا که شرکت های بیمه، صندوق های تقاعد و برخی از صندوق های مشترک سرمایه گذاری، سرمایه گذاران عمده سهام هستند، در مدیریت شرکت هایی که سهامشان مورد معامله عموم قرار می گیرد تا حدودی مؤثر می باشند. در سال های اخیر، بسیاری از سرمایه گذاران حقوقی بزرگ، مدیریت شرکت های خاصی را مورد انتقاد قرار دادند و این انتقادات به تجدید ساختار شرکت یا اخراج مدیران در بعضی از موارد انجامیده است. بنابراین سرمایه گذاران حقوقی نه تنها شرکت ها را از نظر مالی حمایت می کنند بلکه تا حدودی بر کار آنها نظارت دارند. این سرمایه گذاران به عنوان سهامداران فعال تضمین می کنند که مدیران شرکت ها به نفع سهامداران تصمیم گیری نمایند. شکل ذیل چگونگی فعالیت های نهاد های مالی را نشان میدهد.

نهاد های مالی	منابع اصلی وجوه	مصارف اصلی وجوه
بانک های تجاری	سپرده های خانواده ها، واحد های تجاری و دستگاه های دولتی	خرید اوراق بهادار دولتی و شرکتی، اعطای قرضه به واحد های تجاری و خانواده ها به خانواده ها و واحدهای تجاری
مؤسسات پس انداز	سپرده های خانواده ها، واحدهای تجاری و دستگاه های دولتی	خرید اوراق بهادار دولتی و شرکتی، اعطای قرضه های رهنی و سایر قرضه ها به خانواده ها و واحدهای تجاری

اعطای قرضه به اعضای اتحادیه اعتباری	سپرده های اعضای اتحادیه های کريدتی	اتحادیه های کريدتی
اعطای قرضه به خانواده ها و واحد های تجاری	فروش اوراق بهادار به خانواده ها و واحد های تجاری	شرکت های تأمین مالی
خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلند مدت	فروش سهام به خانواده ها، واحد های تجاری و دستگاه های دولتی	صندوق های مشترک سرمایه گذاری
خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی کوتاه مدت	فروش سهام به خانواده ها، واحد های تجاری و دستگاه های دولتی	صندوق های بازاریول
خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلند مدت	حق بیمه و مفاد حاصل از سرمایه گذاری ها	شرکت های بیمه
خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلند مدت	حق بیمه سهم کارکنان و کارفرما	صندوق های تقاعد

## رقابت بین نهاد های مالی در بازارهای مالی

انتظار می رود یک مؤسسه مالی به صورتی عمل کند که ارزش دارایی های مالکان خود را حداکثر نماید. ارزش یک نهاد مالی عبارت از ارزش فعلی جریان نقدی آتی آن است. در نتیجه ارزش آن تا حدود زیادی به رشد و بهره آوری شرکت بستگی دارد. به علاوه ارزش آن تحت تأثیر میزان ریسک شرکت نیز هست، زیرا نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران باریسک ارتباط مستقیمی دارد. مدیران به عنوان نماینده مالکان عمل می کنند و باید با هدف به حداکثر

رساندن ارزش شرکت، تصمیمی گیری نمایند. در دهه های 1960 و 1970، تصمیم گیری های مدیریتی محدود بود، چون فعالیت نهاد های مالی بسیار تخصصی و محدود بود. لذا رقابت محدودی بین انواع مختلف نهاد های مالی وجود داشت. بانک های تجاری به عنوان قرضه دهندگان وجوه کوتاه مدت به واحد های تجاری فعالیت می کردند؛ در حالی که شرکت های اوراق بهادار، وجوه بلند مدت در اختیار شرکت ها قرار می دادند.

نهاد های پس انداز در اوراق رهنی تخصص داشتند، در حالی که شرکت های بیمه در اوراق قرضه سرمایه گذاری می کردند. در طول این دودهه برای به دست آوردن وجوه، رقابت بسیار کمی وجود داشت، سپرده گذاری واحد های دارای مازاد وجوه نقد در بانک های تجاری و نهاد های پس انداز به منظور جلوگیری از رقابت به شدت کنترل می شدند. در دهه 1970، انکشاف صندوق های شرکت سرمایه گذاری به رقابت بر سر وجوه واحد های دارای مازاد انجامید. مقررات زدایی از نرخ سپرده ها در اوایل دهه 1980، رقابت بر سر این وجوه را افزون کرد. به علاوه در دهه 1980، قانون گذار امکان انعطاف بیشتر نهاد های پس انداز شرکت های بیمه و دیگر نهاد های مالی در استفاده از وجوه را فراهم آوردند. روند افزایش انعطاف پذیری در دهه 1990 ادامه یافت. امروزه بسیاری از نهاد های مالی به منظور متنوع سازی وظایف خود، محصولات و خدمات متعددی را ارائه می دهند. در نتیجه خدمات آنها همپوشی بیشتری دارد و رقابت در میان آنها نیز افزایش یافته است. از آنجایی که نهاد های قانون گذاری متفاوتی برای انواع مختلف نهاد های مالی وجود دارد، هماهنگی میان این قانون گذاران بسیار دشوار است. قوانین مختلف می تواند موجب ایجاد مزیت رقابتی برخی از نهاد های مالی نسبت به نهاد های مالی دیگر شود.

## بازار های مالی در کشور های در حال انکشاف

به لحاظ نظری، اقتصاددانان در مورد ارتباط بین بازارهای مالی و انکشاف بحث های متقنی را ارائه کرده اند و نقش انکارناپذیر بازار مالی در انکشاف ملی به کرات تأیید نموده اند. علی رغم اهمیت و نقش بازارهای مالی در انکشاف ملی و با وجود سابقه دیرینه تفکر درباره این پیوند در کشورهای در حال انکشاف به ندرت، به مقوله همراه ساختن بخش مالی با بخش واقعی اقتصاد توجه شده است. در این کشورها، دولت ها به طور عمده به سرمایه گذاری می پردازند و بازارهای مالی از حد بازار پول فراتر نمی روند. تجربه تاریخی نشان میدهد که به تدریج کشورهای در حال انکشاف نیز دریافته اند که بخش پولی اقتصاد آنها نمی تواند منابع لازم برای بهبود وضع اقتصادی آنها را فراهم آورد. در بیشتر موارد، سیاست گذاران تلاش نموده اند تا فعالیت های صنعتی را تشویق نمایند. بنابراین، به نوعی بازار مالی که بتواند سپرده هارا برای پرداخت قرضه به بخش های واقعی اقتصاد تجهیز کند، نیازمند بود. از همین رو در بسیاری از کشورهای در حال انکشاف، بانک های تخصصی صنعتی و ساختمانی تحت کنترل و اختیار کامل دولت ها تأسیس شده اند. سپس با استفاده از امکانات مالی این بانک ها، بخش دولتی توانست منابع مالی را به نرخی ارزانتر از نرخ رایج بازار، به بخش های اولویت دار بخش صنعت خود برساند. اما مشکل این بود که سیاست های مورد بحث هرگز به طور طبیعی سبب به وجود آمدن بازار مالی کارآمد نمی شدند. در واقع، بازار سرمایه در چنین مجموعه ای امکان ظهور و بروز را پیدا نمی کرد.

بازارهای مالی کشورهای در حال انکشاف، با مشکلات اساسی و ساختاری گوناگونی مواجه اند و اصلاح همه جانبه آنها برای پویا کردن اقتصاد و صنعت ضروری است. آنچه بازار مالی مطلوب هراقتصاد را به وجود می آورد، همانا مجموعه ای از عوامل اقتصادی و غیراقتصادی است، اما

دلیلی وجود ندارد که تصور شود بازار مالی واحدی برای تمام کشورها باید پدید آید. در کشورهای در حال انکشاف به ندرت به فعال سازی بخش مالی توجه شده و در نتیجه، بازارهای مالی این کشور، از حد بازاری پول فراتر نمی رود. در این راستا، دو موضوع مهم برای کشورهای مزبور مد نظر قرار گیرد:

1- آزاد سازی مالی.

2- مقررات زدایی.

مطالعات موجود نشان می دهد که گوناگونی بر رابطه نرخ ربح با سرمایه گذاری های خصوصی تأثیر می گذارد. در مواردی افزایش نرخ ربح فقط سبب می شود که بخش خصوصی منابع مالی اش را به جای بورس، روی دارایی های پولی سرمایه گذاری کند. به عبارت دیگر، افزایش نرخ ربح سپرده های بانکی می تواند سبب تمرکز وجوه در بانک ها و دوری از بورس شود. در این وضعیت، افزایش نرخ ربح و آزاد سازی بازار مالی با افزایش امکانات سرمایه گذاری همراه نشده است. از سوی دیگر، فرض بر این است که آزاد سازی در هر حال به بالا رفتن سهم بخش خصوصی از منابع مالی می انجامد. در عمل، دولت ها در کشورهای در حال انکشاف می توانند به دلیل بازمالی ناشی از آزاد سازی ها، خود را در وضعیتی بیابند که به منابع مالی نیاز بیشتری داشته باشند. در این حالت بخش دولتی به رقابت گسترده تر با بخش خصوصی برمی خیزد و به دلیل برخورداری از امکانات مالی نسبی گسترده تر، بخش خصوصی را بیش از پیش از بازار مالی رسمی بیرون می راند. چنین حالتی، در جریان تخصیص اسعار به نرخ های رقابتی و متغییر به بخش های مختلف اقتصاد در بعضی کشور مشاهده شده و در عمل، به جای آنکه بدهی های دولتی کاهش یابد موجبات افزایش بدهی های دولتی فراهم آمد.

باوجود این، بازارهای مالی از دو راه بر بخش صنعت اثر می گذارند: نخست خدمات مالی سهم منابعی را که برای تلاش در راه تجمع سرمایه و دانش فنی تخصیص می یابد، افزایش می دهند، و دوم آن که بازارهای مالی می توانند از نقد کردن زودتر از موعد سررسید سرمایه های شرکت های صنعتی (سهام عام) جلوگیری به عمل می آورند. بنا براین، شوک های کمبود نقدینگی تأثیر محدود تری بر واحد های تولیدی و صنعتی خواهند داشت و سهامداران شرکت های تولیدی و صنعتی که به پول نقد نیاز دارند، می توانند با فروش سهام و اوراق بهادارشان یا در بازار بورس اوراق بهادار و یا مراجعه به بانک، نیاز خود را تأمین نمایند، بالا رفتن درجه مسئولیت واحد های صنعتی در برابر شوک های کمبود نقدینگی، امکان سرمایه گذاری درازمدت را افزایش می دهد و بالاخره آنکه در اقتصادی که بازارهای مالی اش درست و سنجیده عمل می کند از یک سو، حجم سرمایه گذاری بخش صنعت افزایش می یابد و از سوی دیگر، کیفیت سرمایه گذاری ها از سلامت بیشتری برخوردار خواهد بود، در چنین سازوکاری، امکان افزایش رشد تولید (محصولات صنعتی) فراهم تر خواهد بود.

#### 1.4. عوامل مؤثر بر انکشاف در بازارهای مالی در جهت انکشاف ملی یک کشور

عوامل مؤثر بر انکشاف در بازارهای مالی در جهت انکشاف ملی یک کشور قرار ذیل خلاصه می گردد.

### ❖ آزاد سازی نرخ ربح یا بازده در بازار مالی

در گذشته و در شرایط کنونی، تعیین نرخ ربح سپرده های بانکی با واسطه تصمیمات اداری و بدون اتکای به مکانیزم بازار توسط بانکهای مرکزی در بعضی کشورهای در حال توسعه تعیین شده و می شود، به گونه ای که عملاً هم در سپرده های بانکی و هم در طرف تسهیلات و قرضه های

بانکی، نرخ ربح واقعی ( یعنی نرخ ربح اسمی پس از کسر نرخ انفلاسیون ) در بیشتر سالها منفی است و این مطلب از یک سو، بر انگیزه های پس انداز نمودن و از سوی دیگر بر نحوه تخصیص بهینه منابع تأثیر نامطلوب می گذارد. بنابراین، یکی از خطوط راهبردی اصلاح بخش مالی کشور، آزاد سازی نرخ ربح سپرده های بانکی میباشد.

### ❖ تکمیل و گسترش نهاد های مالی

در سیستم پایه بانکی، بانک ها انواع قرضه های کوتاه مدت و دراز مدت را در اختیار مشتریان شان قرار می دهند و خدمات بانکی هم به شکل بانکداری تجاری وهم به صورت بانکداری سرمایه گذاری و تخصصی به عموم شهروندان عرضه می شود. در سیستم پایه اوراق بهادار، بانک های سپرده پذیر به طور تمامی در زمینه اعطای قرضه های کوتاه مدت و ارائه خدمات بانکداری تجاری فعالیت می کنند. در این سیستم، بخش قابل ملاحظه ای از نیازهای مالی واحد های تولیدی و صنعتی در بازار سرمایه تأمین میشود. بازارهای سرمایه در سیستم پایه اوراق بهادار متکی به اوراق قرضه، در مقایسه با سیستم پایه بانکی، فعالیت وسیع تری دارند. لازم به توضیح است که در کشورهای در حال انکشاف، در بیشتر موارد سیستم مالی متکی به سیستم پایه بانکی است و سیستم بانکی از دو گروه بانک های تجاری و تخصصی تشکیل یافته است. به نحوی که بانک های تجاری بیشتر به اعطای قرضه های تجاری و کوتاه مدت می پردازند، حال آنکه بانک های تخصصی بیشتر در قرضه های دراز مدت سرمایه گذاری متمرکز می باشند. در این کشورها دولت ها مداخله گسترده ای در بانک های تجاری و تخصصی دارند وانی امر از مالکیت انواع بانک ها توسط دولت ناشی می شود.



## ❖ تنوع اوراق بهادار و گسترش انواع دارایی های مالی

برای جلب پس اندازها و هدایت آنها به سوی فعالیت های تولیدی و صنعتی، باید سبد دارایی های مالی گسترش یابد تا افراد مختلف به سلیقه ها و نگرش های متفاوت نسبت به خطر و ریسک، بتوانند گستره انتخاب وسیع تری را برای گزینش دارایی مطلوب خود از جهت بازده و ریسک در اختیار داشته باشند. در شرایط فعلی، مجموعه دارایی های مالی و طیف اوراق بهادار فقط بر سهام عادی و اوراق مشارکت چند نهاد وابسته به دولت محدود بوده و این محدودیت باید با تنوع بخشیدن به اوراق بهادار، به منزله وسایلی برای تعمیق مالی، برطرف شود.

## ❖ قانونمند کردن بازار مالی

از دیگر وسایلی انکشاف بازار مالی، قانونمند کردن بازار سرمایه و یا به عبارت دیگر نهاد سازی و تنظیم و تصویب قوانین، مقررات، ضوابط و سازوکارهای لازم برای حصول اطمینان از سلامت، شفافیت و جلوگیری از تقلبات و انجام معاملات صوری و به طور کل ایجاد فضای اطمینان بخش برای سرمایه گذاران، به ویژه صاحبان پس اندازهای کوچک است.

## ایجاد بازارهای دست دوم، بازارهای فرعی و مشتقه

انکشاف بازارهای دست دوم، جانبی و مشتقه را نیز باید از لحاظ ایجاد و گسترش زمینه برای خرید و فروش اوراق بهادار و به منزله وسایلی در جهت تجهیز منابع و تخصیص منابع، با اهمیت قلمداد کرد. در کشورهای بانظام های تکامل یافته مالی، نقش این بازارها به مراتب گسترده تر از بورس است. از مهمترین مسائل مرتبط با این گونه بازارها، مسأله قانونمند کردن آنها است.

## کوچک کردن بخش دولتی وانکشاف بخش خصوصی

فضا سازی و ایجاد محیط مناسب برای فعالیت اقتصادی و به ویژه کوچک کردن بدنه دولت وانکشاف بخش خصوصی، از جمله ضرورت های مهم رشد وانکشاف صنعتی می باشد. انکشاف بخش دولتی و درکنار آن، سیستم تأمین مالی کسری های بودجه دولت و هدایت بخش مهمی از منابع سیستم بانکی به فعالیت های دولتی و شبه دولتی، عملاً موجب بیرون راندن بخش خصوصی از حوزه فعالیت های صنعتی می شود. بنابراین، منابع سرمایه ای کشور در صورتی به سوی فعالیت های تولیدی و صنعتی بخش خصوصی سوق داده خواهد شد که نقش بخش دولتی در این بخش کم رنگ و کم رنگ تر شود.

### ضرورت سرمایه گذاری خارجی

در صورت تحقق این امر، بخش صنعت علاوه بر تأمین مالی می تواند از تکنولوژی و مدیریت به روز سرمایه گذاری خارجی بهره مند گردد. زیرا مشارکت کننده خارجی برای اینکه محصولات تولیدی و صنعتی اش دارای بازار باشند، باید از تکنولوژی و مدیریت کارآ و توانمند استفاده نماید .

## سیستم مالی در افغانستان

سیستم مالی افغانستان متشکل از بانک ها، معامله گران اسعار خارجی، نهادهای مالی کوچک و تسهیل کننده گان خدمات مالی میباشد. فعلاً 13 بانک ثبت شده (در مقایسه با شش بانک در

2001)، به شمول سه بانک دولتی و سه شاخه بانک های خارجی، در کشور موجود است.

بیشتر از 171 شعب بانک ها در بیشتر از 20 ولایت کشور فعالیت دارد. هم چنان، بیشتر از

311 صراف در سراسر کشور موجود است. بیشتر از 14 نهاد مالی کوچک برای اعطای قرضه به  
تجار موجود است. سکتور بیمه ضعیف است. مارکیت اسناد قرضه و مارکیت پول وجود نداشته  
و مارکیت سرمایه محدود به نشر اوراق سرمایوی در کوتاه مدت (اوراق بهاداربانک مرکزی)  
میباشد.

اوراق سرمایوی، وسایل کوتاه مدت است که در سپتمبر 2004 توسط بانک مرکزی معرفی شد.  
دافغانستان بانک اوراق سرمایه وی را چنین تعریف نموده است: "اوراق سرمایوی یکی از جمله  
وسایل مالی کوتاه مدت است که به طور اسناد بهادار از طرف بانک مرکزی هفته وار به مزایده  
گذاشته شده و به فروش میرسد.

سرمایه گذار اوراق را به یک نرخ تنزیل داده شده خریداری نموده و مبلغ اصلی ذکرشده اسناد  
را در تاریخ سررسید دریافت مینماید. اوراق سرمایوی اوراق بها دار تنزیل داده شده است، به  
این معنی که این اوراق به نرخ تنزیل داده شده نسبت به ارزش اسمی آن صادر و معامله می  
شود. اسناد بهادار تنزیل داده شده فقط یکبارمبلغ واقعی ذکر شده در آن، در موعد معین  
پرداخت میشود. تفاوت بین مبلغی که اوراق بها دار خریداری شده و ارزش اسمی آن عبارت از  
ربح بدست آمده میباشد، این در واقع عین خرید و فروش اسناد بهادار دولتی در کشور های  
پیشرفته بوده، ولی تاثیر آن بالای بیلانس شیت بانک مرکزی متفاوت میباشد. هنگامیکه که  
بانک مرکزی اوراق سرمایوی را به یک بانک به فروش میرساند، حساب جاری آن بانک را در  
دافغانستان بانک دبت نموده و اوراق سرمایوی (بدهی های بانک مرکزی) کریدت شده، و پایه  
پول کاهش میابد. زمانیکه بانک مرکزی اوراق بهاداردولتی را به یک بانک به فروش میرساند،  
حساب جاری آن بانک را دربانک مرکزی دبت نموده و حساب سپرده های اوراق بهاداردولتی آن

بانک را کریدت میکند (دارایی بانک مرکزی) پایه پولی نیز کاهش می یابد. در نتیجه این کاهش در پایه پولی بصورت وسیع کاهش در مجموع پول و عرضه کریدت در اقتصاد را متاثر میسازد. دافغانستان بانک بخاطر مدیریت سیالیت و ثابت نگهداشتن قیّم، اوراق سرمایوی رابه نشر میرساند، یا به عباره دیگر درصورت موجودیت بیشتر سیالیت و عرضه پول اضافی بانک مرکزی اوراق سرمایوی را به فروش میرساند، و هم چنان برعکس آن. برای استفاده موثر اوراق سرمایوی به عنوان یکی از وسایل سیاست پول و تقویه بازار مالی درکشور، بانک مرکزی درتلاش است مارکیت دومی را طرح نماید، چون ایجاد مارکیت دومی زمینه ملاقی شدن فروشنده و خریدار اوراق سرمایوی را فراهم نموده و بانک مرکزی را در راستای مدیریت سیالیت در اقتصاد از طریق بازار آزاد کمک میکند.

باوجود رشد سریع سکتور بانکی، سیستم مالی از قدرت کافی برخوردار نبوده، شاخص های بنیادی سیستم مالی، بشمول کریدت بانکی به سکتور خصوصی و سپرده های بخش خصوصی بحیث بخشی از فیصدی عاید ملی، به صورت چشم گیری پائین تر از کشور های همسایه قرار داشته است. اکثر فعالیت بانک ها متمرکز به اسعار خارجی بوده، منعکس کننده انفلاسون تاریخی بلند و تغییر پذیری نرخ تبادل میباشد.

سهم اسعار در مجموع سپرده های سیستم بانکی در حدود 80 فیصد میباشد. بعلاوه، قرض گیرنده ها قرضه دالری را بخاطر ارزان بودن تمویل دالری بدست می آورند. پراگنده گی نرخ ربح زیاد بوده که نشان دهنده مصارف اداری اضافی میباشد. حد اوسط نرخ برای اعطای قرضه 20 فیصد بوده، در حالیکه این نرخ برای سپرده های افغانی 7 فیصد میباشد. تنها یک بخش محدود نفوس کشور به سیستم رسمی مالی دست رسی دارند. مجموعه اساسی قوانین اولیه تجارتي، بشمول قانون گرو نامه و حل مسایل تجارتي وجود نداشته، که بانک ها را از اعطای

قرضه به تجارت های متوسط و کوچک باز میدارد. در نتیجه بانک ها از نقدینگی بالا برخوردار اند. از طرف دیگر بحران وورشکستگی کابل در سال 2010 نشان داد که سیستم بانکی کشور هنوز هم بی ثبات بوده و بانک مرکزی قادر به نظارت بانک های تجارتي به طور کافی نمی باشد. با انهم دارایی های بخش بانکی در سال 1391 به 13.57 به مقایسه سال قبل ان که 2.62 بود افزایش نمود. قرضه های غیرخالص به 11.28 فیصد می باشد که اضافه تراز 66 فیصد ان به دالرامریکایی می باشد یک کاهش 1.85 فیصدی را نظر به سال قبل ان نشان میدهد. اساس سرمایه سکتوربانکی قوی بوده و بالغ بر 16.6 بلیون افغانی میرسد که یک افزایش 3.92 فیصدی را نظربه سال قبل ان نشان میدهد. به طورمجموعی سکتوربانکی کشور ضرر 943 میلیون افغانی را متحمل گردیده که یک کاهش 1.11 میلیون را نظر به سال قبل ان نشان میدهد. به طورعموم سهم بانک های دولتی درمجموعه ضرر سکتوربانکی بیشتر بوده است.

دافغانستان بانک ضرورت به فعالیت در راستای انکشاف مارکیت پولی دارد، که با ایجاد مارکیت پولی انتقال نقدینگی اضافی میان بانک ها تسهیل خواهد شد. در این زمینه مسایل متعددی وجود دارد که باید در نظر گرفته شود: اولاً، عدم موجودیت وسایل بحیث تضمین، برای حمایه عملیات قرضه دهی. ثانیاً، مدیریت بانک های دولتی نهایت ضعیف میباشد، ثالثاً، ضرورت به تقویه چارچوب قانونی برای عملیات مارکیت محسوس است. موجودیت یک مارکیت پولی بانک مرکزی را در راستای کنترول مجموعه پولی و بهبود موثریت سیاست پولی کمک خواهد کرد. مداخله در مارکیت اسعار به وسیله مزایده گذاشتن اسعارتاثير محدود بالای نقدینگی بصورت عموم خواهد داشت. ایجاد مارکیت پولی بانک مرکزی را در راستای تطبیق فعالیت بازار و کنترول نقدینگی بصورت عموم در سکتور بانکی، کمک خواهد کرد. بانک های مرکزی انگیزه های متعددی درانکشاف بازار اوراق قرضه دارند. در سطح بنیادی، بازارهای اوراق قرضه دولت

در تأمین کسری بودجه به صورت غیر انفلاسیونی کمک می کنند و بنابراین اثر بخشی سیاست های پولی را افزایش می دهند.

علاوه بر این، اغلب بانک های مرکزی از بازارهای اوراق قرضه دولت برای هدایت سیاست های پولی استفاده می کنند، در ابعاد مختلف مدیریت قرضه های دولتی به عنوان نماینده دولت عمل می کنند، بر سیستم های و تسویه نظارت می کنند و مسئول ثبات سیستم مالی هستند، و اغلب نیز به طور مستقیم بر بانک ها نظارت می کنند. سوالی مطرح می گردد که چی انگیزه های برای ایجاد بازار اوراق قرضه در کشور میگردد؟

به جواب این سوال می توان از انگیزه ی ایجاد بازار قرضه، به طور خاص وعام نام گرفت:

اولین دلیل خاص برای ایجاد بازار اوراق قرضه در اغلب کشورها تأمین کسری بودجه سالانه بود. در حکومت های مالی بسیار قانونمند که پیش از دهه 80 غالب بود، دولت اغلب در بازارهای نوظهور می توانست بخش عمده ای از نیازهای استقرایی خود را باملزم نمودن بانک های داخلی به نگهداری اوراق دولتی، تأمین نماید، که این کار معمولاً برای برآورد ساختن الزامات بسیار مشکل مرتبط با ذخیره گرفتن بود. در بسیاری از کشورها، انفلاسیون بخشی از کسری دولت را "تأمین مالی" می کرد.

همچنین استقراض خارجی نیز یک راه کار ممکن دیگر بود. ریسک نرخ اسعار این گونه استقراض، در شرایط پیشتری که نرخ تبادل در آن ثابت بود، نسبتاً پایین بود. چنین روش های تأمین مالی با آزاد سازی فزاینده بازارهای مالی و جریان های سرمایه در سراسر جهان، اتخاذ سیاست های ضد انفلاسیونی و نرخ اسعار انعطاف پذیر، کاهش پیدا کرده است. دولت ها به طور

فزاینده ای مجبور به استقراض از بازارهای داخلی شدند. علاوه بر این کشورهای مختلف با نیاز به تأمین مخارج غیرعادی بسیار بالا مواجه شدند. تأمین مالی برای تجدید ساختاربانک نمونه ای است که اخیراً در اغلب بازارهای نوظهور وجود دارد.

دومین دلیل خاص برای ایجاد بازار اوراق قرضه، نیاز به کارسازی جریان ورودی بسیار زیاد سرمایه است. در این مورد چالشی برای اغلب بانک های مرکزی در طول نیمه اول دهه 90 بود. در نبود بازار اوراق قرضه کاملاً انکشاف یافته، بانک مرکزی برای هدایت بازارهایی که در اختیار خود دارد تنها از وسایل قرضه کوتاه مدت استفاده می کند. پروسه عقیم سازی که عمدتاً برانتشار اوراق کوتاه مدت تکیه دارد، منجر به افزایش نرخ ربح کوتاه مدت و در نتیجه افزایش جریان ورودی این اوراق می شود. این ریسک ها ساختار جریان های ورودی را به سمت کوتاه مدت شدن می کشاند. عقیم سازی از طریق فروش اوراق قرضه چنین ریسکی را کاهش می دهد.

اگرچه دلایل خاص انکشاف بازارهای اوراق قرضه عمدتاً ناشی از بخش عمومی است. استقراض کنندگان بخش خصوصی نیز نیازمند دستیابی به تأمین مالی بلند مدت هستند، چه این کار مسقیماً از بازار سرمایه یا به صورت واسطه ای توسط بانک ها صورت گیرد. شرکت های سهامی نیازمند تأمین مالی پروژه های ثابت سرمایه گذاری هستند که انتظاری رود بازدهی آن ها بلند مدت باشد. در برخی موارد، تقاضای خاص بخش خصوصی برای تأمین مالی منجر به انکشاف بیش تر بازارهای بدهی شده است.

دلایل عمومی مختلفی نیز برای انکشاف بازارهای بدهی وجود دارد. دلیل اصلی کامل ترین بازارهای مالی با ایجاد نرخ ربح است که منعکس کننده مصرف فرصت وجوه در رسیدن باشد.

چنین بازاری برای سرمایه گذاری و تصمیمات کارای تأمین مالی ضروری است. علاوه بر این، وجود وسایل قابل معامله به مدیریت ریسک کمک می کند. اگر تنها تعداد اندکی از این وسایل در اختیار استقراض کنندگان بود (مثلاً در قالب سررسید، اسعار و...) آن ها در معرض ناهماهنگی چشمگیری بین دارایی ها و تعهدات خود قرار می گرفتند. به عنوان مثال اگر بازارهای اوراق قرضه وجود نداشته باشد، شرکت ها مجبور می شوند که تحصیل دارایی های بلند مدت را با تحمل بدهی های کوتاه مدت تأمین مالی کنند. در نتیجه، سیاست های سرمایه گذاری آن ها به نفع پروژه های کوتاه مدت جهت گیری می یافت و از عملیات کارآفرین فاصله می گرفتند. اگر شرکت ها با استقراض از بازارهای اوراق قرضه بین المللی فقدان بازار اوراق قرضه داخلی را جبران می کردند، خود را در معرض ریسک نرخ خارجی اسعار قرار می دادند.

ریسک ایجاد شده از چنین ناهماهنگی باید مدیریت می شد و توانایی انجام چنین کاری اغلب بستگی به این دارد که بتوان اوراق بهادار را به حد کافی مصون نمود. هرچه گستره ی وسایل که در بازار مبادله می شوند بیشتر باشد، مصون سازی به این صورت بیشتر در دسترس است. بازارهای سیال به مشارکت کنندگان بازار مالی در مصون شدن در برابر ریسک کمک می کنند. در صورتی که ریسک بین تعدادی زیادی مشارکت کننده پخش شود - و بر تعداد اندکی متمرکز نشود - و بتواند به شرکت هایی منتقل شود که بهتر از همه توان تحمل آن را دارند. مصرف های واسطه گری کاهش می یابند و می توان سیستم مالی را با ثبات تر ساخت. هر قدر که حساب های سرمایه ای بیشتر آزاد شود، نیاز به تقویت سیستم مالی به این شکل، بیش ترمی شود. اگر به خاطر نبود اوراق بلند مدت جریان ورودی سرمایه مجبور به حرکت به سمت تعهدات کوتاه مدت شوند، (سپرده های بانکی یا اوراق بهادار)، آسیب پذیری سرمایه به تغییرات ناگهانی به مراتب بیشتر خواهد بود.



دومین دلیل عمومی انکشاف بازار اوراق قرضه اجتناب از تمرکز انحصاری بر بانک ها است. به دلیل اهرمی بودن شدید بانک، اقتصاد نیز نسبت به بحران ها بسار آسیب پذیر می شود، درغیاب بازار اوراق قرضه ای با عملکرد خوب، عموماً ضرری که باچنین بحران هایی به اقتصاد واقعی وارد می شود، بسیار بیشتر وپروسه تجدید ساختار مشکل تراست. باوجود این، تنها ازبازارهای سرمایه کاملاً انکشاف یافته می توان انتظار داشت که جایگزین بانک ها باشند. سومین دلیل عمومی انکشاف بازارهای اوراق قرضه این است که چنین بازارهای به عملیات سیاست های پولی کمک می کنند. بازار پول با عملکرد مناسب، برای انتقال هموار سیاست ها ضروری است، زیرا سیاست های پولی به طور فزاینده ای به وسایل غیر مستقیم کنترل بستگی دارند. علاوه براین، قیمت ها در بازار اوراق قرضه بلند مدت، اطلاعات باارزشی درباره ی انتظار از احتمال انکشاف اقتصاد و واکنش بازار به تغییر سیاست های پولی می دهد. دلایل خاص وعام قبلاً تذکر یافته ضرورت ایجاد بازار های مالی به خصوص بازار اوراق قرضه را برای افغانستان نشان میدهد.