

واکاوی رشد بازارهای مالی و نقش آن در توسعه اقتصادی

مجتبی ابراهیمی رومنجان^۱، عبدالناصر اشرفی، ملیحه کاظمی، سمیرا صمدی، هانیه اندرزگو^۲

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، مدیر گروه رشته حسابداری دانشگاه علمی کاربردی جهادانشگاهی، بیرجند، ایران

۲- دانشجویان کارشناسی رشته حسابداری، دانشگاه علمی کاربردی، جهادانشگاهی، بیرجند، ایران

نویسنده مسئول: Ebrahimi362@yahoo.com

چکیده- بازارهای مالی، دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش-های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی هستند تا حدی که به عقیده برخی اقتصاددانان، گسترش بازارهای مالی موتور محرک رشد اقتصادی کشورها می‌باشد. هدف از توسعه بازارهای مالی که غالب کشورهای در حال توسعه در دهه‌های اخیر آن را دنبال کرده‌اند، تحرک بخشیدن به بازارهای مالی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است. سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد اقتصادی دارد. یکی از اهداف اساسی کشورها دستیابی به رشد اقتصادی و توسعه می‌باشد. در ادبیات اقتصادی سرمایه به منزله رگ حیات یک نظام اقتصادی تلقی شده و بر تشکیل آن به عنوان مهمترین عامل تعیین‌کننده رشد و توسعه اقتصادی تأکید زیادی شده است. میزان رشد و توسعه اقتصادی در گرو انباشت و بهره‌وری اقتصاد است و این دو به چگونگی فرآیند سرمایه‌گذاری بستگی دارد. در زمینه رشد و توسعه اقتصادی به مؤسسات پولی و اعتباری و بازار اوراق بهادار که ارکان اصلی بازارهای مالی هستند، می‌توان اشاره کرد که این مؤسسات نقش به‌سزایی را در تأمین سرمایه‌های اقتصادی و بهره‌وری دارند. در این مطالعه سعی شده است، با بررسی نظری تحقیقات انجام شده در حوزه بازارهای مالی در داخل و خارج از کشور، عوامل مؤثر بر رشد و توسعه بازارهای مالی را شناسایی کرده و تأثیر هر یک بر افزایش و رشد توسعه اقتصادی مورد مطالعه قرار گیرد.

واژگان کلیدی: بازارهای مالی، بازار سرمایه، توسعه مالی، نوآوری مالی، واسطه مالی، رشد اقتصادی.

مقدمه

تأثیرگذاری توسعه‌ی مالی بر رشد اقتصاد یکی از مهمترین موضوعات مطرح شده در ادبیات رشد اقتصادی که بحث‌های زیادی را به خود اختصاص داده است. کشورهای توسعه یافته به دلیل گسترده

بودن نهادها و مؤسسات مالی، استفاده از ابزارهای مختلف مالی و وجود قوانین مالی مناسب، از بخش مالی کارآمدتری برخوردار هستند. برخی از اقتصاددانان بر این باورند که توسعه‌ی مالی تاثیر انکارناپذیری در عملکرد کلان اقتصادی کشورها داشته است تا حدی که امروزه در اکثر کشورهای توسعه یافته بخش عمده‌ای از تحولات در اقتصاد جهانی را به این بازارها نسبت می‌دهند. اما شرایط در کشورهای در حال توسعه متفاوت است. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دلیل دولتی بودن بخش بزرگی از نظام مالی، خدمات بانکی ناکارا، کمبود منابع، وجود ساختار دوگانه بخش مالی (رسمی و غیر رسمی) و غالب بودن عملکرد بخش غیررسمی، نهادها و مؤسسات مالی از کارایی مطلوب برخوردار نیستند. از این رو، برخی از اقتصاددانان کندی رشد اقتصادی در برخی از کشورهای در حال توسعه را به ناکارآمدی و توسعه نیافتگی بخش مالی نسبت می‌دهند و اصلاحات نظام‌مند این بخش را برای دستیابی به رشد اقتصادی سریع‌تر توصیه می‌کنند (سلمانی و همکاران، ۱۳۸۸). تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه این کشورها هم پای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته است. که این امر به نوبه خود بر روند رشد بلندمدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی‌های معینی برخوردار بوده‌اند. آزادسازی و تعمیق بازارهای مالی مقوله‌ای است که اکثر کشورها اقدام به آن کرده‌اند ولی چیزی که فرق می‌کند شدت و طول دوره آزادسازی می‌باشد. تئوری‌های کلاسیکی نشان می‌دهند که آزادسازی مالی باعث تخصیص بهینه پس اندازها، افزایش تنوع ریسک سرمایه‌گذاری، رشد سریعتر و کاهش سیکل‌های تجاری می‌شود. فرآیند آزادسازی در کشورهای مختلف به سطوح اقتصادی و توسعه بنیان‌های مالی، ساختار نهادها، سیستم حقوقی، مدیریت و ... در آن کشورها بستگی دارد و رهنمود مشخصی برای دنبال کردن مرحله خاصی از آزاد سازی وجود ندارد. اکثر نظریاتی که در مورد آزاد سازی بازارهای مالی وجود دارد بیانگر این می‌باشد که این سیاست در بلند مدت موجب افزایش کارایی سرمایه و کاهش نوسانات بازار سهام می‌گردد ولی در کوتاه مدت منجر به افزایش نوسانات در این بازارها می‌شود. از جمله این مطالعات می‌توان به مک کینون و شاو^۱ (۱۹۷۳)، ادواردز^۲ (۲۰۰۱)، کینگ و لوین^۳ (۱۹۹۳)، استرلی^۴ (۱۹۹۸)، لوین و پریچت^۵ (۱۹۹۸)، کیم و سینگال^۶ (۱۹۹۹)، تیسر و وانر^۱

^۱ Mckinnon & shaw (1973)

^۲ Edwards (2001)

^۳ King & Levine (1994)

^۴ Easterly (1998)

^۵ Easterly, Levine & Pritchett (1998)

^۶ Kim & Singal (1999)

(۱۹۹۸)، استولز^۲ (۱۹۹۹)، بکارت و هاروی^۳ (۲۰۰۰)، کامینسکی^۴ (۲۰۰۲)، شمیلا^۵ (۲۰۰۲)، هیرو و آیتو^۶ (۲۰۰۵)، اینوبی و همکاران^۷ (۲۰۰۹) اشاره کرد (موسوی و همکاران، ۱۳۹۱). توسعه مالی می‌تواند نرخ پس انداز را از راه‌های مختلف از جمله انواع ریسک‌های مرتبط با بخش مالی، محدودیت‌های نقدینگی و نرخ بهره تحت تأثیر قرار دهد. هر چند توسعه مالی، کارایی را از طریق استفاده مناسب و صحیح از منابع مالی افزایش می‌دهد، اما تأثیر آن بر نرخ پس انداز خصوصی مبهم است، چون نه تنها ارتباط بین سطوح نرخ بهره و پس انداز مبهم است، بلکه به این دلیل که توسعه مالی یک پروسه چند بعدی است، ابهام را افزایش می‌دهد. به طور مثال، از بعد دسترسی بیشتر خانوار به اعتبارات مصرفی ممکن است باعث کاهش میزان پس انداز خصوصی شود، تا این که آنرا افزایش دهد. بنابراین، حتی این احتمال وجود دارد که توسعه مالی باعث کاهش نرخ پس انداز شود. طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی یکی از شروط لازم برای رشد اقتصاد ملی به حساب می‌آید. به عبارتی، به کارگیری مطلوب نیروی کار در فرایند تولید تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد و انباشت سرمایه، در تعیین میزان افزایش ستانده کل و ستانده سرانه نیروی کار نقش اساسی ایفا می‌نماید. به طریق اولی، همراه با گسترش زمینه‌های افزایش تولید و بهره‌وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در آن، رابطه همسو و متناسب دارد. بسیاری از مطالعات اقتصادی تأیید می‌کنند که در صورت فقدان سرمایه کافی، رشد اقتصادی با مشکل جدی مواجه می‌شود (بریلی، ۱۳۷۷).

تأملی در مفهوم و ماهیت بازارهای مالی

اصطلاح بازار، بر شناسایی دوام تقاضا و عرضه به مفهوم معنادار اقتصادی آن، برای یک یا از شماری از کالاها یا خدمات و دارایی‌ها به منظور مبادله، دلالت دارد. تعیین و تشکیل قیمت، تولید و اشاعه اطلاعات، فرصت برای سرعت بخشیدن به خرید یا فروش، یا برعکس برای کندی کار و امتناع از خرید و انبار کردن و نگهداری، در واقع همه به دلیل وجود بازار امکان‌پذیر می‌شود. بازار تبلور بخشی از خواست‌های

¹ Tesar & Warner (1998)

² Stulz (1999)

³ Bekaert & Harvey (2000)

⁴ Kaminsky (2002)

⁵ Shamila (2002)

⁶ Hiro and Ito (2005)

⁷ Enowbi Batuo, Michael and Kupukile, Mlambo (2009)

اجتماعی بشر به معنای پیام‌رسانی مبتنی بر داد و ستد در جهت جذب و ارزش می‌باشد. هر چند که به گونه متداول‌تر امروزی آن، تنها مرحله‌ای از تغییر شکل حتی تکامل دائمی این ضرورت اساسی است که در گذار تاریخی قرار دارد. رشد اجتماعات بشری، افزایش تعارض‌ها و همسازي‌ها و شتاب گرفتن توان مادی و نیروی پیام، طبیعتاً نقش‌های پیچیده‌تری به بازار می‌دهد و نارسایی‌های تازه‌تری را در شکل‌های گذشت و موجود آن آشکار می‌کند. کارآمد کردن بازار، به معنای زنده کردن شکل‌های قدیمی آن و تسهیل مکانیکی داد و ستد نیست، بلکه می‌تواند تعبیری تازه‌تر از ارتباط میان تقاضا و عرضه و پیام داد و ستد را مطرح نماید (هانی^۱، ۱۹۸۹). مطالعه‌ی تاریخ اقتصادی کشورهای پیشرفته صنعتی جهان نشان می‌دهد که اولاً در این کشورها، بازار از شکل‌های ساده‌ی مربوط به داد و ستد مستقیم چند نوع کالا، طی حرکات تکاملی و جهش‌هایی در قرن‌های ۱۹ و ۲۰ و بویژه بعد از جنگ جهانی دوم به شکل‌های پیچیده، غیرمستقیم و نامرئی رسیده است (گالبرت^۲، ۱۳۵۳). که امروز با پیام‌های دوربرد الکترونیکی و با اتکاء به قوانین و رسوم، مالکیت را جابجا می‌کند. بازار نسبت به گذشته از حیث مفهوم، ساختار و کارکرد تغییر و در واقع گسترش و تکامل یافته و به قاعده عرف در آینده نیز شکل‌های اجتماعی جدیدی خواهد یافت و تنها همان مناسبت رقابتی یا انحصاری سرمایه‌داری صنعتی پیشرفته یا بازارهای کمرنگ جهان سومی را در خود جای نخواهد داد. در هر صورت، بازارها نسبت به نوع، شکل، ماهیت و کارکردشان رابطه‌ای دو سویه با رشد و توسعه دارا می‌باشند. اگر برای یک اقتصاد صنعتی پیشرفته فتح بازارهای کوچک دور دست تأثیر اندکی بر کل نظام اقتصادی دارد و صرفاً زیر فشار مداوم رشد تولید و ضرورت سود و انباشت صورت می‌گیرد، برای یک اقتصاد کم توسعه که از پراکندگی و نابسامانی پس اندازها و سرمایه رنج می‌برد و سرمایه‌هایش به مسیرهای بهینه تولید کشانیده نمی‌شود، تشکیل یک بازار کارآمد پول و سرمایه و تشکیل اتحادیه‌ای از این بازارها به رغم وابستگی ساختاری که همین بازار به رشد تولیدی و فنی دارد، می‌تواند مستقیماً تأثیری جدی بر اصلاح روند تولید و ساختار اقتصاد داشته باشد. بازارهای مالی، کمتر وابستگی مکانی دارند اما با این وجود، به نهادهای خاصی نیازمندند. بازارهای مالی، مانند بازار کالاهای مصرفی یا تولیدی نیستند که در آخرین مرحله معمولاً پوشش‌های محله‌ای یا شهری یا منطقه‌ای را در بر می‌گیرند. آن‌ها طیفی از بازارها را شامل می‌شوند که از بازارهای بسیار کوچک روستایی گرفته تا بازار بزرگ مالی لندن و نیویورک و توکیو که در جهان شمول‌اند، در آن جای می‌گیرند. تفاوت‌های فراوان در ساز و کار

^۱.hani

^۲.galbret

این بازارها وجود دارد. بازارهای مالی متشکل، حجم وسیعی از سرمایه‌های مالی یک اقتصاد را در خود جای داده و در آنجا تحت کنترل در می‌آورد این بازارها، انگیزه‌های پس انداز کردن، واگذاری پس اندازها، وام دهی و به کارگیری مشکلات را شکل می‌دهند. گاه فشار تقاضای پولی از حد ظرفیت فراتر می‌رود و تورم را موجب می‌شود و این بازارها امکان مهار تقاضاهای پولی را در سطح کلان اقتصاد پدید می‌آورند (اصغر نیا، ۱۳۹۰).

توسعه اقتصادی

در مورد توسعه اقتصادی که بازخورد رشد بازارهای مالی می‌باشد تعاریف و برداشت‌های متفاوتی شده است که اهم این تعاریف بدین شرح است:

توسعه اقتصادی: عبارتست از رشد اقتصادی همراه با تغییرات بنیادین در اقتصاد و افزایش ظرفیت‌های تولیدی اعم از ظرفیت‌های فیزیکی، انسانی و اجتماعی. در توسعه اقتصادی، رشد کمی تولید حاصل خواهد شد اما در کنار آن، نهادهای اجتماعی نیز متحول خواهند شد (ویکی پدیا).

توسعه اقتصادی: فرآیندی "پویاست" که رشد اقتصادی لازمه آن است. اگر چه رشد اقتصادی شرط لازم برای توسعه اقتصادی است اما شرط کافی آن است که تغییرات و تحولات پویا و لازم بین کلیه عناصر و عوامل تشکیل دهنده یک سیستم اقتصادی که موجبات رشد تولید ناخالص ملی عبارتست از حاصل جمع ارزش نهایی کلیه کالاها و خدمات که طی یکسال مالی از عملکرد اقتصاد یک جامعه تحقق می‌شود (قنبری باغستانی، ۱۳۹۳).

تولید ناخالص ملی: حاصل جمع ارزش نهایی کلیه کالاها و خدمات که طی یکسال مالی از عملکرد اقتصاد یک جامعه تحقق می‌شود (قنبری باغستانی، ۱۳۹۳).

نهادهای مالی سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی

اولین شرکت سرمایه‌گذاری مالی در ایران در سال ۱۳۵۴ به نام شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران و پس از آن نیز دو شرکت سرمایه‌گذاری بانک‌های ایران و سرمایه‌گذاری ساختمانی بانک‌های ایران در سال ۱۳۵۵ تاسیس گردیدند (ارجمندی، ۱۳۷۲). فعالیت دو شرکت اخیر بعد از انقلاب اسلامی متوقف شد ولی «شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران» به فعالیت خود ادامه داد. در حال حاضر شرکت‌های سرمایه‌گذاری زیر به عنوان شرکت‌های عمده پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت می‌کنند: شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنایع بهشهر، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، شرکت سرمایه‌گذاری بانک سپه، شرکت سرمایه‌

گذاری البرز، گروه صنعتی ملی، شرکت سرمایه‌گذاری مسکن، شرکت سرمایه‌گذاری صنایع پتروشیمی، شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران و شرکت سرمایه‌گذاری غدیر و ...
شرکت‌های سرمایه‌گذاری عمده خارج از بورس تهران نیز عبارتند از: شرکت سرمایه‌گذاری تامین اجتماعی، شرکت سرمایه‌گذاری شاهد و شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران و ... (میرجلیلی، ۱۳۸۴).

ابزارهای مالی در اقتصاد ایران

بازارهای مالی را می‌توان با توجه به عوامل مختلف تقسیم‌بندی نمود. از جمله این طبقه‌بندی‌ها می‌توان طبقه‌بندی برحسب نوع حقوق (با درآمد ثابت و با درآمد متغیر)، برحسب سررسید (کوتاه مدت یا بازار پول، بلندمدت یا بازار سرمایه)، برحسب نحوه انتشار (بازار اولیه، بازار ثانویه)، برحسب ساختار سازمانی (بازارهای سازمان یافته، بازارهای خارج از بورس)، برحسب گستره مؤسسات (بازار پول، بازار سرمایه، بازار اطمینان) و ... را نام برد. طبقه‌بندی برحسب گستره مؤسسات مالی متداول ترین طبقه‌بندی است که برای شناخت وظایف و کارکرد بازار مالی از آن استفاده می‌شود و ما نیز در این مقاله از آن استفاده می‌کنیم. در این تقسیم‌بندی از بازار مالی، فعالیت انواع مؤسسات در وظایف تامین مالی، ارایه خدمات مالی، سرمایه‌گذاری، تقلیل و توزیع ریسک خلاصه می‌شود (میرجلیلی، ۱۳۸۴).

الف- بازار پول

مشارکت‌کنندگان در بازار پول افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که منابع مالی خود را با سررسیدهای کوتاه‌مدت در اختیار می‌گذارند. مهم‌ترین وظیفه بازار پول، ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی جهت ارضای نقدینگی در کوتاه‌مدت و نیز تامین سرمایه در گردش می‌باشد. در بازار پول، نقدینگی ابزارهای مالی بالاست و سرعت انجام مبادلات بسیار زیاد است. شناخته شده‌ترین نهاد بازار پول، بانک‌ها هستند. در بازار پول، اوراق بهادار کوتاه مدت نیز وجود دارد. مؤسسات مالی فعال در بازار پول عبارتند از: ۱- بانک‌های تجاری، ۲- بانک‌های تخصصی (با پرتفوی اعتباری کوتاه‌مدت)، ۳- بانک‌های خصوصی، ۴- مؤسسات مالی غیربانکی، ۵- تعاونی‌های اعتبار، ۶- صندوق‌های قرض الحسنه، ۷- خزانه داری و ۸- بانک مرکزی به عنوان ناظر و سیاستگذار.

کوتاه مدت بودن اعتبارات و مطالبات مالی، ویژگی بازار پول است. بازار بین بانکی یکی از انواع بازارهای پول می‌باشد که بانک‌ها در کوتاه مدت (از چند ساعت تا چند روز) به یکدیگر وام می‌دهند. خزانه داری، صندوق و سازمان هماهنگ کننده امور دخل و خرج دولت است. طبق اصل ۵۳ قانون

اساسی تمامی دریافتی‌ها و پرداختی‌های دولت در خزانه متمرکز شده است. در واقع خزانه‌داری کل کشور مخارج دستگاه‌های دولتی را با برقراری نظام پرداخت غیر متمرکز از طریق ذی‌حسابان وزارت امور اقتصادی و دارایی کنترل می‌کند. از این رو خزانه وظیفه کنترل بودجه را نیز بر عهده دارد (حاتمی زاده و دیگران، ۱۳۷۹). در ایران بازار پول سازمان یافته که ابزارهای مالی کوتاه مدت مبادله شوند وجود ندارد.

ب- بازار سرمایه

بازار سرمایه، بازاری برای تامین مالی وجوه در دراز مدت است و در برگیرنده اوراق بهادار با عواید متغیر می‌باشد و معمولاً سررسید آن‌ها بیش از یکسال است. بارزترین نهاد بازار سرمایه در اقتصاد ایران، بازار بورس اوراق بهادار، می‌باشد. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی نقش سیاستگذار و ناظر را دارند (میرجلیلی، ۱۳۸۴).

ج- بازار تامین اطمینان

بازار تامین اطمینان، زمینه انتقال و توزیع ریسک فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند و توان ریسک پذیری سرمایه‌گذاری در بازار پول و به ویژه بازار سرمایه را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر بازار تامین اطمینان، ریسک‌های اقتصادی را توزیع می‌کند. این بازار از طریق خلق دارایی‌های مالی جدید و متنوع سازی این دارایی‌ها و توزیع آن در میان پس انداز کنندگان (سرمایه‌گذاران) که حاضر به پذیرش ریسک یا بازده غیرمطمئن هستند، ریسک فعالیت‌های اقتصادی را کاهش می‌دهند. در ایران بازار تامین اطمینان سازمان یافته وجود ندارد (میرجلیلی، ۱۳۸۴).

ابزارهای مالی

مقصود از ابزارهای مالی، روش‌های تامین مالی است. روش‌های تامین مالی به دو صورت: مستقیم و غیر مستقیم انجام می‌شود. در روش مستقیم صاحبان منابع مالی، وجوه خود را به اوراق بهادار تبدیل نموده و به طور مستقیم به تامین مالی واحدهای متقاضی می‌پردازند. در حالی که در روش غیر مستقیم از طریق واسطه‌های مالی اقدام می‌شود. بر این اساس ابزارهای مالی که تاکنون در بخش مالی اقتصاد ایران استفاده شده است، عبارتند از:

الف- سهام

سهام، ابزار مالی برای تامین مالی مستقیم است و در بورس اوراق بهادار مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. قانون تاسیس بورس اوراق بهادار تهران در ۲۴ اردیبهشت ۱۳۴۵ مورد تصویب قرار گرفت. فعالیت بورس تهران

در سال ۱۳۴۶ با انجام معامله بر روی سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز گردید. در همان سال، سهام شرکت سهامی نفت پارس در بورس پذیرفته و مورد معامله قرار گرفت. در سال ۱۳۴۷ سهام چهار شرکت سیمان شمال، سیمان تهران، قند نیشابور و بانک ایرانیان در بورس معامله شد. در سال ۱۳۵۱ تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۲۳ شرکت بالغ گردید. در سال‌های ۱۳۵۵، ۱۳۵۴، ۱۳۵۳، ۱۳۵۲ و ۱۳۵۶ این تعداد به ترتیب به ۳۴ و ۴۳ و ۵۹ و ۷۶ و ۱۰۲ شرکت رسید. ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران در سال ۱۳۵۶ شامل: ۲۴ بانک، ۶۹ شرکت تولیدی، ۴ شرکت بیمه خدماتی و ۵ شرکت توسعه و سرمایه گذاری بود. در سال ۱۳۵۷ تعداد شرکت‌های پذیرفته شده به ۱۰۵ شرکت افزایش یافت. در سال ۹۴ این تعداد به بیش از ۳۱۵ شرکت افزایش یافته است (سازمان بورس اوراق بهادار).

ب- اوراق مشارکت

با انتشار اوراق مشارکت طرح نواب توسط شهرداری تهران در مهرماه ۱۳۷۳ به مبلغ ۲۵۰ میلیارد ریال و عرضه آن توسط بانک ملی ایران (به عنوان بانک کارگزار)، اوراق مشارکت به عنوان ابزار تامین مالی در بخش مالی ایران پا به عرصه وجود گذاشت تا جایگزین اوراق قرضه گردد. پس از آن اوراق مشارکت برای طرح‌های دیگری مانند: بازسازی حرم حضرت عبدالعظیم (آبان ۱۳۷۴)، طرح‌های بیمارستانی (بهمن ۱۳۷۴)، ثامن (مرداد ۱۳۷۵)، طرح تولید پیکان جدید (دی ۱۳۷۵)، شهرک‌های جدید (اردیبهشت ۱۳۷۶) و طرح‌های دیگر و همچنین مشارکت ملی توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران منتشر شد. در ۱۳۷۶/۶/۳۰ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. طبق ماده (۱) قانون، هدف از انتشار اوراق مشارکت، مشارکت عموم در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، موسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و موسسه‌های عام‌المنفعه و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی است. در ماده (۲) این قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی نامی تعریف شده است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های انتفاعی دارند واگذار می‌گردد (قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی). طبق گزارش بانک مرکزی ج.ا. ایران تا پایان سال ۱۳۸۰ تعداد ۲۰ طرح انتفاعی از طریق انتشار اوراق مشارکت اقدام به تامین مالی نموده اند (بانک مرکزی ج.ا. ایران، گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۰). دارندگان اوراق مشارکت تا زمان سررسید اوراق، سود علی‌الحسابی طبق نرخ اعلام شده دریافت می‌کنند. سپس در سررسید ما به التفاوت سود علی‌الحساب و سود قطعی به دارنده اوراق پرداخت می‌گردد.

ج- اسناد خزانه و اوراق قرضه

اسناد خزانه اولین بار به موجب ماده (۲) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۲۰ کل کشور انتشار یافت. در این قانون به وزرات دارایی اجازه داده شد اسناد خزانه را با سررسیدهایی که از چهارماه تجاوز نمی‌کند به جریان گذاشته و اعتبار لازم برای بهره آن را در بودجه هر سال منظور دارد. این مجوز در سال بعد (۱۳۲۱) لغو گردید. در واقع به دلیل عدم استقبال مردم از این اسناد، سازمان‌های دولتی مکلف به خرید آن شدند (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۳). به موجب «لایحه قانونی مربوط به انتشار دو میلیارد برگ‌های وام یکصد ریالی به دولت» مصوب ۲۶ مرداد ۱۳۳۰ به دولت اجازه داده شد تا در صورتی که ضرورت ایجاد نماید برای کلیه امور مربوط به اجرای قانون ملی شدن صنعت نفت تا حدود دو میلیارد ریال به عنوان قرضه ملی به مدت ۲ سال برگ‌های وام یکصد ریالی بی‌نام و قابل انتقال با بهره سالانه ۶ درصدی منتشر نماید. این اوراق قرضه ملی که در زمان دولت دکتر مصدق انتشار یافت به اعتبار دولت وقت و به لحاظ جنبه‌های ملی و حمایتی از کشور و خصوصیات اوراق قرضه منتشره مورد استقبال قرار گرفت (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۳). در سال ۱۳۴۱ هیأت دولت به وزارت دارایی اجازه داد اقدام به انتشار اسناد خزانه سه ماهه، شش ماهه و یکساله با بهره ثابت ۶ درصد در سال بنماید. اولین سری اسناد خزانه در تیرماه ۱۳۴۳ به معرض فروش گذاشته شد. در بهمن ۱۳۴۳ قانون انتشار اسناد خزانه به تصویب مجلسین رسید و به دولت اجازه انتشار اسناد خزانه داده شد. در قانون بودجه سال ۱۳۴۶ به دولت اجازه انتشار اوراق قرضه دفاعی داده شد، لیکن به دلیل عدم آمادگی بازار برای خرید اوراق منتشره، تمامی آن‌ها توسط بانک مرکزی ایران خریداری شد. فروش اوراق قرضه دفاعی در سال‌های ۱۳۴۷ و ۱۳۴۸ و ۱۳۴۹ ادامه یافت که بانک مرکزی ایران، شرکت ملی نفت ایران و بانک ملی ایران آنرا خریداری کردند (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۵۷). در سال ۱۳۴۶ قانون انتشار اوراق قرضه کشاورزی به تصویب رسید. به موجب این مجوز به بانک کشاورزی ایران اجازه داده شد برای نیازهای اعتباری جهت امور کشاورزی و عمرانی کشور، اوراق بهاداری به نام اوراق قرضه بانک کشاورزی منتشر نماید. میزان کمی از اوراق مذکور توسط مردم و مؤسسات خصوصی خریداری گردید و بقیه به مؤسسات دولتی و بانک‌ها فروخته شد (وزارت امور اقتصادی و دارایی سیاست پولی، ۱۳۷۳). استفاده از اوراق قرضه به منظور تأمین قسمتی از کسری بودجه عمومی دولت از سال ۱۳۴۸ با انتشار اوراق قرضه یکساله و دوساله آغاز گردید و در سال‌های بعد برای تأمین مالی دولت و همچنین جهت بازپرداخت اوراق قرضه منتشره در سال‌های قبل ادامه یافت (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۵۷). در مرداد سال ۱۳۵۰ به منظور پرداخت بهای املاک واقع در پروژه منطقه عباس‌آباد، اوراق قرضه هفت ساله منتشر گردید و مبالغ آن تحویل مالکان اراضی عباس‌آباد شد (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۵۷). در

اردیبهشت سال ۱۳۴۵ به منظور اجرای قانون تبدیل قبوض خرده مالکان مشمول قانون تعیین و فروش املاک مورد اجاره به زارعین مستأجر، قبوض مرحله سوم اصلاحات ارضی به اوراق قرضه دو ساله، سه ساله، پنج ساله و هفت ساله تبدیل گردید و در اختیار بانک تعاون کشاورزی ایران قرار گرفت و به تدریج به مالکان تحویل شد (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۵۷). در سال ۱۳۵۴ پس از تأسیس «سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی»، در مقابل سهام انتقالی از واحدهای تولیدی به سازمان مذکور اوراق قرضه در انواع دو ساله، سه ساله و پنج ساله با نرخ بهره‌ای برابر با نرخ بهره اوراق قرضه دولتی و با عنوان «اوراق قرضه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی» منتشر و به بانک ملی ایران تحویل گردید تا در مقابل دریافت سهام از صاحبان واحدهای تولیدی مشمول قانون به آنان تحویل نماید. اوراق قرضه سازمان یاد شده از خرداد ۱۳۵۵ در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفت (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۵۷). پس از انقلاب اسلامی به موجب مصوبه مورخ ۱۳۵۸/۹/۱۳ شورای انقلاب به دولت اجازه داد اوراق قرضه بدو بهره بابت مطالبات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ناشی از اعتباراتی که به تضمین و یا تعهد سازمان برنامه و بودجه توسط بانک مرکزی ایران اعطا شده است، منتشر کرده و برای تسویه مطالبات یاد شده در اختیار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران قرار دهد. اوراق قرضه بدون بهره منتشره در انواع سه ساله، پنج ساله و هفت ساله بوده و سررسید بازپرداخت این اوراق از سال ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۶ بوده است (وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۷۳). انتشار اوراق قرضه عمومی پس از انقلاب اسلامی ممنوع گردید. به همین جهت اوراق قرضه بدون بهره منتشره پس از انقلاب صرفاً بمنظور تأمین نیاز بانک‌ها و جایگزینی اوراق سررسید شده و همچنین تأمین نرخ بهره اوراق قرضه در جریان، انتشار یافته است.

د- سپرده‌های بانکی

این ابزار مالی به صورت سپرده‌های کوتاه مدت و یکساله، دو ساله، سه ساله و پنج ساله توسط شبکه بانکی مورد استفاده قرار می‌گیرد (میر جلیلی، ۱۳۸۴).

وظایف نظام مالی

نظام مالی وظایفی را به عهده دارد که اجرای صحیح آن، تخصیص کارای منابع را به دنبال می‌آورد. نظام مالی در مرکز تقاطع پس انداز کنندگان و استفاده کنندگان نهایی از وجود موجود در اقتصاد قرار دارد. به عنوان واسطه این وجوه، نظام مالی پنج وظیفه اصلی زیر را به انجام می‌رساند.

۱- واسطه‌های مالی، وظیفه خطیر و پرهزینه و زمانبر ارزیابی بنگاه‌ها، مدیران و طرح‌ها را انجام می‌دهند؛ به عنوان مثال بانک‌ها ریسک اعتباری و جریان احتمالی درآمدهای آتی بنگاه را ارزیابی می‌کنند. بانک‌های

تجاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های سرمایه‌گذاری، وضعیت رشد بلند مدت بنگاه‌ها و تولیدات را مورد بررسی قرار می‌دهند. آن نظام مالی که در ارزیابی بنگاه‌ها، مدیران و طرح‌ها بهتر عمل کند، شانس بیشتری برای تشخیصی بهترین سرمایه‌گذاری‌ها از محل پس انداز جامعه را دارد (لوین^۱، ۱۹۹۱).

۲- نظام مالی، اقدام به تجهیز منابع از پس اندازهای کوچک و پراکنده برای هدایت به سمت بنگاه‌ها و طرح‌هایی که قبلاً به عنوان بهترین شناخته شده‌اند می‌کند. بسیاری از طرح‌ها به سرمایه‌گذاری اولیه کلانی نیاز دارند و برخی از آن‌ها نیز از صرفه‌جویی‌های اقتصادی در مقیاس سود می‌جویند. در نتیجه، ضروری است که منابع هنگام سرمایه‌گذاری به طرح‌های دارای صرفه‌جویی‌های اقتصادی اختصاص یابد تا بهترین تخصیصی سرمایه حاصل گردد. آن نظام مالی که در تجهیز منابع بهتر عمل کند، مجموعه طرح‌های در دسترس و ممکن اجرای اقتصاد را گسترده‌تر می‌سازد (سنگیتیان، ۱۳۸۳).

۳- واسطه‌های مالی و مشارکت کنندگان در بازارهای مالی، زمینه اداره و کنترل شرکتی بنگاه‌ها و مدیران را فراهم می‌سازند. واسطه‌های مالی به ایجاد این اطمینان که مدیران در جهت منافع سهامداران و بستانکاران بنگاه تلاش می‌کنند، یاری می‌رسانند. بدون چنین اداره و کنترلی، احتمالی این که مدیران از منابع بنگاه در جهت منافع و اهداف شخصی استفاده کنند، زیاد است (استیگیتز و همکاران^۲، ۱۹۹۳).

۴- نظام مالی، تجارت و مبادله را تسهیل می‌کند. در نازل‌ترین سطح، پول به عنوان یکی از ابزارهای نظام مالی، نیاز به مبادله پایاپای را به حداقل می‌رساند، هزینه مبادله را کاهش می‌دهد، تجارت را تشویق می‌کند و تخصص را بر می‌انگیزد. در سطحی پیچیده‌تر، چک کارت‌های اعتباری و سیستم پرداخت و تسویه، شمار زیادی از فعالیت‌های اقتصادی را تسهیل می‌سازند (لاوین^۳، ۲۰۰۳).

۵- نظام مالی، ریسک را قیمت‌گذاری کرده و مکانیسم‌های ادغام، اصلاح و مبادله آن را فراهم می‌آورد. به کارگیری اخیر انواع اختیارت و قراردادهای آتی یا معاملات سلف به منظور مهار ریسک‌های نرخ بهره و پایه‌ای‌تر موسسات مالی، سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را برای جلب رضایت پس انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران تغییر می‌دهد. اوراقی که برای تجارت، بیشترین فایده را در بردارند مانند اوراق سهام و قرضه، ممکن است درجه نقدینگی و مقدار ریسکی که پس انداز کنندگان به دنبالش هستند را دارا نباشند. در این موارد واسطه‌های مالی، ابزارهای مالی فوق را با خواست و نیاز مشتریان تطبیق می‌دهند و به این وسیله به

¹. levine

². Stiglitz and Weiss

³. Laeven

مدیریت ریسک می‌پردازند (نومبرگ و همکاران^۱، ۲۰۰۶). پنج وظیفه بیان شده، مبین تأثیر مثبت و بسیار مهم نظام مالی بر رشد اقتصادی است.

ساختار مالی کشورهای توسعه یافته، ویژگی‌ها و ظرفیت‌ها

ساختار مالی کشورهای توسعه یافته، را بر اساس یک طبقه‌بندی ساده از ساخت بازار مالی، می‌توان سازمان و نهادهای موجود در بازار مالی را به سه گروه تقسیم کرد. سازمان‌های سپرده پذیر، مؤسسات خدمات مالی و سایر مؤسسات.

✓ سازمان سپرده پذیر، مثل: بانک‌های دولتی، تجاری ملی خصوصی.

✓ مؤسسات خدمات مالی، مثل: بورس اوراق بهادار.

سایر کارگزارهای قانونی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت سرمایه‌گذاری ملی و شورای اداره بازار سرمایه.

سازمان‌های مالی غیر بانکی سپرده پذیر نیستند، اما می‌توانند در اموری مانند دادن وام، انتشار اوراق تجاری و اوراق بهادار بلند مدت و سرمایه‌گذاری در سهام، فعالیت کنند.

✓ سایر مؤسسات مالی، مشتمل بر: بانک‌های توسعه، تعاونی‌های اعتبار و بانک‌های تخصصی،

شرکت‌های بیمه، تراست‌های سرمایه‌گذاری (صندوق‌های امانی) و صندوق‌های مشترک

سرمایه‌گذاری، سازمان‌های مالی غیر بانکی.

شرکت سرمایه‌گذاری ملی: در کشورهای توسعه یافته، این شرکت‌ها به منظور گسترش بازار اوراق بهادار تأسیس شده است و درخواست تمامی شرکت‌ها برای لیست شدن (پذیرفته شدن) در بورس اوراق بهادار، از طریق این شرکت و انتشار اطلاعیه پذیره نویسی توسط آن انجام می‌گیرد.

بانک‌های توسعه: در کشورهای توسعه یافته، هدف شرکت مالی ساختمان، تهیه وام‌های بلند مدت برای فعالیت‌های ساختمان سازی است. در سال‌های اخیر، نقش این بانک‌ها هم از نظر سهم آن‌ها در دارایی‌های بخش بانکی و هم از نظر سهم آن‌ها در اعطای اعتبارات در کشورهای توسعه یافته افزایش یافته است. سازمان‌های مالی غیربانکی در کشورهای توسعه یافته سپرده پذیر نیستند، اما می‌توانند در اموری مانند دادن وام، انتشار اوراق تجاری و اوراق بهادار بلند مدت و سرمایه‌گذاری در سهام، فعالیت کنند (کشکار، ۱۳۷۸).

^۱. Nieuwerburgh & Buelens

بازارهای سرمایه در کشورهای توسعه یافته

در بازارهای کشورهای توسعه یافته، شفافیت اطلاعاتی وجود دارد و اطلاعات به طور هم زمان به دست همگان می‌رسد و کسی نمی‌تواند با اطلاعات خاصی که در اختیار دارد، باز غیر عادی به دست آورد. اطلاعات در بازار سرمایه به سه دسته تقسیم می‌شود:

- ۱- اطلاعات گذشته (اطلاعات مربوط به قیمت و اطلاعات مالی گذشته)
 - ۲- اطلاعات عمومی (اطلاعات مربوط به صورت سود و زیان، ترازنامه، تصمیم‌های مجامع، تقسیم سود، طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت و اطلاعات در سطح صنعت و اقتصادی)
 - ۳- اطلاعات محرمانه (اطلاعات سری که فقط به دست افراد خاصی می‌رسد) (قالیباف، ۱۳۸۰).
- همان‌طور که ملاحظه می‌شود کارآیی با شفافیت رابطه مستقیم دارد. بازار شفاف بازاریست که از لحاظ اطلاعات گذشته عمومی و محرمانه کارا باشد. به عنوان نمونه قیمت فعلی سهام شامل تمام اطلاعات شناخته شده از اطلاعات گذشته و اطلاعات فعلی می‌باشد. اطلاعات فعلی می‌تواند اطلاعاتی باشد که اعلام شده اما هنوز اعلام نشده است مانند موارد عرضه سهام. (جونز^۱، ۱۳۸۴).
- بازار سرمایه همواره می‌تواند بستر مناسبی جهت تباری، اشاعه اخبار و اطلاعات کذب، دست‌کاری قیمت و انجام معامله‌ها براساس اطلاعات داخلی باشد، اما افزایش آگاهی عموم و قوانین و مقررات بازدارنده در این خصوص زمینه را برای افزایش درجه‌های شفافیت بازار سرمایه فراهم می‌آورد. برای رسیدن به درجه‌های بالایی از شفافیت و همچنین پیروی از قوانین و دستورالعمل‌ها شرکت‌ها باید به موقع و به طور واضح کلیه اطلاعات تأثیرگذار را افشا کنند. این مسئله موضوع مهمی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. (کریشنامورتی^۲ و دیگران، ۲۰۰۵).

ویژگی‌های بازارهای مالی در کشورهای توسعه یافته

۱- شرایط بازار رقابت

آنچه در کتاب‌های اقتصادی در مورد شرایط برقراری رقابت در بازار می‌خوانیم، مطالبی است که در این مورد قابل ذکر است. نکته‌هایی از قبیل تعداد فراوان و کافی عرضه کننده و تقاضاکننده در بازار و یا آزاد بودن ورود و خروج به بازار برای همه مردم و نبودن مانع و شرط و شروطی برای این کار، شرایط مهم برای حضور تعداد بسیاری شرکت کننده در بازار است، یعنی بازار وقتی کارا می‌شود که تعداد افرادی که

¹ Jones.

² Krishnamurti.

اقدام به خرید و فروش می‌کنند بسیار زیاد باشد. در بازاری که معامله کم بوده و افراد مشارکت‌کننده در آن محدود باشند، کارایی وجود ندارد (مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران).

۲- هماهنگی با شرع، قوانین و فرهنگ حاکم بر جامعه

بازار مالی، نهادها و ابزارهای مورد استفاده در هر جامعه‌ای 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 می‌شود در طراحی نهادها و ابزارها، به آموزه‌های فقهی و ارزشی اسلام توجه داشته باشند. مؤسسه‌ها، ابزارها و نهادهای مالی گوناگونی که در طول پنجاه سال گذشت پدید آمده و به رغم درخشش‌های اولیه، به جهت مخالفت‌های مراجع مذهبی به تدریج رو به افول گذاشته‌اند، شاهد گویایی بر این مطلب است (موسویان ۱۳۸۲).

۳- همسویی با اهداف و انگیزه‌های بازیگران بازار

بازار مالی موفق باید به اهداف و انگیزه‌های بازیگران یعنی عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه، توجه کافی داشته باشد تا بتواند به صورت زاینده‌ای توجه آنان را به مشارکت در بازار مالی جلب کند، و روشن است که این اهداف و انگیزه‌ها در افراد گوناگون، و حتی در یک فرد خاص نیز متفاوت است؛ برای مثال در جامعه‌ای مانند ایران، صاحبان وجوه اهداف ذیل را دنبال می‌کنند: حفظ و نگهداری وجوه در یک نهاد مطمئن مشارکت در ثواب اعطای قرض الحسنه برای نیازمندان؛ کسب سود از طریق به کارگیری سرمایه نقدی؛ کمک به عمران و آبادانی کشور از طریق کمک به سرمایه‌گذاری‌های مولد و... (اصغر نیا، ۱۳۹۰).

۴- تناسب با وضعیت بازیگران بازار

بازیگران بازارهای مالی از جهت وضعیت به سه گروه ریسک‌گریز، ریسک‌پذیر و متعارف تقسیم می‌شوند. صاحبان وجوه ریسک‌گریز می‌کوشند با نهادها و مؤسسه‌هایی تعامل نمایند که در زمان مشخص، سود مشخص و از قبل تعیین شده‌ای را به آنان می‌پردازد، هر چند نرخ آن سود در مقایسه با سود انتظاری مؤسسه‌های دیگر کمتر باشد. در مقابل، صاحبان وجوه ریسک‌پذیر، به دنبال مؤسسه‌هایی هستند که در قبال تحمل ریسک و مخاطره سود انتظاری بالایی را ارائه می‌کنند و افراد متعارف بیشتر از موجودی بازار متأثر هستند و جهت‌گیری خاصی ندارند. متقاضیان وجوه نیز اگر ریسک‌گریز باشند، علاقه‌مندند تا سراغ واسطه‌های مالی‌ای بروند که حاضرند در تحمل مخاطرات، بنگاه اقتصادی را یاری نموده و اگر ریسک‌پذیر باشند نیز، به معامله‌های قطعی تمایل دارند و ترجیح می‌دهند با پذیرش تمام مخاطرات کل سود را

عاید خود نمایند. متقاضیان متعارف نیز، به طور معمول ترکیبی از انواع ابزارهای تأمین مالی (مانند: فروش سهام و استقراض) را بر می‌گزینند. نظام مالی ساختار یافته می‌بایستی با طراحی مؤسسات و ابزارهای متنوع مورد نیاز، پاسخگوی تمام الزامات و نیازهای بازیگران بازار باشد. اقتصادی را یاری نموده و اگر ریسک پذیر باشند نیز، به معامله‌های قطعی تمایل دارند و ترجیح می‌دهند با پذیرش تمام مخاطرات کل سود را عاید خود نمایند. متقاضیان متعارف نیز، به طور معمول ترکیبی از انواع ابزارهای تأمین مالی (مانند: فروش سهام و استقراض) را بر می‌گزینند. نظام مالی ساختار یافته می‌بایستی با طراحی مؤسسات و ابزارهای متنوع مورد نیاز، پاسخگوی تمام الزامات و نیازهای بازگیران بازار باشد (موسویان ۱۳۸۲).

۵- قابلیت انطباق با بازارهای مالی بین‌المللی

گرچه دغدغه اصلی بازارهای مالی داخلی تطابق با فرهنگ، اهداف و انگیزه‌ها و روحیات شرکت کنندگان داخلی است، با این حال، با پیشرفت بازارهای مالی بین‌المللی و گسترش ارتباطات و همکاری‌های فراملی نمی‌توان به بازارهای مالی بسته بسنده کرد. لذا می‌بایست در طراحی نهادها و ابزارها حداکثر دقت‌ها و ظرفیت‌ها را به کار برد تا در هنگام لزوم، چه در طرف عرضه سرمایه نقدی و چه در طرف تقاضا بتوان با بازارهای مالی بین‌المللی تعامل فعالانه نمود.

نظام بازار مالی جامع و کارآمی‌بایستی نهادها و ابزارهای کافی برای پاسخگویی به تمامی این اهداف را توأم داشته باشد تا همه صاحبان بتوانند از این طریق به مقاصد بازرگانی و تجاری خود دست یابند (اصغرینیا، ۱۳۹۰).

بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه؛ ویژگی‌ها و ظرفیت‌ها

به لحاظ نظری، اقتصاددانان در مورد ارتباط بین بازارهای مالی و توسعه بحث‌های متقنی را ارائه کرده‌اند و نقش انکارناپذیر بازار مالی در توسعه ملی به کرات تأیید نموده‌اند. علی‌رغم اهمیت و نقش بازارهای مالی در توسعه ملی و با وجود سابقه دیرینه تفکر درباره این پیوند در کشورهای در حال توسعه به ندرت، به مقوله همراه ساختن بخش مالی با بخش واقعی اقتصاد توجه شده است. در این کشورها، دولت‌ها به طور عمده به سرمایه‌گذاری می‌پردازند و بازارهای مالی از حد بازار پول فراتر نمی‌روند. تجربه تاریخی نشان می‌دهد که به تدریج کشورهای در حال توسعه نیز دریافته‌اند که بخش پولی اقتصاد آن‌ها نمی‌تواند منابع لازم برای بهبود وضع اقتصادی آن‌ها را فراهم آورد. در بیشتر موارد، سیاست‌گذاران تلاش نموده‌اند تا فعالیت‌های صنعتی را تشویق نمایند. بنابراین، به نوعی بازار مالی که بتواند سپرده‌ها را برای پرداخت وام به

بخش‌های واقعی اقتصاد تجزیه کند، نیازمند بودند. از همین رو در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، بانک‌های تخصصی صنعتی و ساختمانی تحت کنترل و اختیار کامل دولت‌ها تأسیس شده‌اند. سپس با استفاده از امکانات مالی این بانک‌ها، بخش دولتی توانست منابع مالی را به نرخ ارزانیتر از نرخ رایج بازار، به بخش‌های اولویت دار بخش صنعت خود برساند. اما مشکل در این بود که سیاست‌های مورد بحث هرگز به طور طبیعی سبب به وجود آمدن بازار مالی کارآمد نمی‌شدند. در واقع، بازار سرمایه در چنین مجموعه‌ای امکان ظهور و بروز را پیدا نمی‌کرد. بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه، از جمله ایران با مشکلات اساسی و ساختاری گوناگونی مواجهند و اصلاح همه جانبه آن‌ها برای پویا کردن اقتصاد و صنعت ضروری است. آنچه بازار مالی مطلوب هر اقتصاد را به وجود می‌آورد، همانا مجموعه‌ای 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 توسعه به ندرت به فعال سازی بخش مالی توجه شده و در نتیجه، بازارهای مالی این‌گونه جوامع، از حد بازار پول فراتر نمی‌رود (دادخواه و همکاران، ۱۳۸۲). در میان بازارهای مالی که وظیفه تنظیم جریان پولی متناسب با میزان فعالیت‌های اقتصادی را برعهده دارند، بازار سرمایه با انجام دو وظیفه مهم تأمین منابع مالی دراز مدت و مدیریت ریسک از طریق به کارگیری ابزارهای مشتق، نقش به سزایی در افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها به ویژه در مصارف فعالیت‌های دراز مدت اقتصادی و نیز کاهش بی‌اطمینانی دارد که از اصول رشد اقتصادی درون‌زا و بادوام به شمار می‌آید. بازار سرمایه با فراهم آوردن انگیزه‌های قوی‌تر برای پس اندازها و سرمایه‌گذاری‌ها در مقابل شیوه‌های دیگر، زمینه را برای به حرکت در آوردن سرمایه‌های داخلی مهیا می‌کند. این بازارها همچنین می‌توانند به عنوان ابزاری برای جذب سرمایه‌های خارجی عمل کنند. بدین ترتیب بازار اوراق بهادار به مفهوم گسترده‌تر بازار سرمایه در یک اقتصاد مبتنی بر بازار، در نقش سازوکار تأمین سرمایه ظاهر می‌شود و ناتوانی در حفظ انسجام این بازار، سازوکار توزیع صحیح سرمایه را با مشکل مواجه می‌کند و در نهایت کاهش رشد اقتصاد را به دنبال دارد (مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران).

اصول تنظیم و نظارت حاکم بر بازارهای مالی در کشور ایران

شکل‌گیری یک بازار منسجم و کارآمد اوراق بهادار در هر کشور بیش از هر چیز نیازمند یک مجموعه تنظیمی و نظارتی است، به گونه‌ای که بتواند هدف‌های اساسی زیر را برآورده سازد:

الف) حمایت از سرمایه‌گذاران

ب) تضمین منصفانه، و کارآمد بودن بازار

ج) کاستن از ریسک ناکارکردی اجزای بازار (ریسک سیستمی)

هدف‌های بالا به طور قابل توجهی به هم مرتبط و حتی در بعضی از جنبه‌ها همپوشانی دارند. بسیاری از الزام‌ها علاوه بر کمک به منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار، حمایت از سرمایه‌گذاران و همچنین ایجاد زمینه‌های لازم برای کاهش ریسک سیستمی را باعث می‌شوند، یا آن‌که بسیاری از معیارهای کاستن از ریسک سیستمی، به ایجاد زمینه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران نیز می‌انجامند. از سوی دیگر، مواردی نظیر برنامه‌های نظارتی دقیق یا اجرای موثر معیارهای تنظیمی و نظارتی اغلب با هر سه هدف مزبور مرتبط هستند.

الف) حمایت از سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران باید در برابر اقدامات گمراه‌کننده، اعمال فریبکارانه و دستکاری بازار و همچنین داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی، پیش دستی در داد و ستد و سوء استفاده از دارایی‌هایشان حمایت شوند. افشای کامل اطلاعات موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مهمی برای تضمین حمایت از سرمایه‌گذاران است. در این صورت سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند ریسک و بازده بالقوه سرمایه‌گذاری خود را برآورد کنند. افزون بر این، استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان ویژگی کلیدی افشای اطلاعات باید مطابق بالاترین معیارهای پذیرفته شده جهانی باشد. فقط اشخاص مجاز و دارای صلاحیت حرفه‌ای باید خدمات دادوستد، مشاوره یا مدیریت سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران ارائه کنند که از آن‌ها می‌توان به عنوان واسطه‌های بازار یاد کرد. نظارت بر فعالیت واسطه‌های بازار نیز باید مطابق حداقل استانداردهایی باشد که رفتار یکسان و منصفانه آن‌ها را با مشتریان تضمین می‌کند.

ب) منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار

منصفانه بودن بازارها ارتباط نزدیکی با حمایت از سرمایه‌گذاران به ویژه در جلوگیری از اقدامات ناقص اصول دادوستد دارد. ساختار بازارها نباید به نفع عده‌ای از استفاده‌کنندگان و به ضرر دیگران باشد. از این رو مجموعه تنظیمی و نظارتی باید کارایی خود را در شناسایی و حذف رفتارهای ناقص اصول داد و ستد؛ دستکاری بازار و دیگر اقدامات معاملاتی غیرمنصفانه، اثبات کند. تنظیم و نظارت باید دسترسی یکسان همه سرمایه‌گذاران به تسهیلات بازار و نیز اطلاعات را فراهم کند. علاوه بر این باید مشوق اعمال و رویه‌هایی باشد که رفتار منصفانه با سفارش‌های مشتریان و شکل‌گیری یک فرآیند قیمت قابل اعتماد را تضمین می‌کند.

ج) کاستن از ریسک سیستمی

تنظیم و نظارت باید بتواند ریسک ناشی از ناکارکردی برخی از اجزای مجموعه بازار اوراق بهادار به ویژه قصور واسطه‌های بازار را به کمترین حد ممکن کاهش دهد. از آنجا که ریسک قصور در هر حال وجود دارد و هیچ‌گاه به صفر نمی‌رسد سازوکار تنظیم و نظارت باید در جستجوی راه‌ها و ابزارهایی باشد تا بتواند اثرات مستقیم و جانبی آن را کاهش دهد. حتی در صورت ناگزیری از قطع فعالیت یک واسطه بازار، این امر نباید به زیان مشتریان، یا طرف‌های مقابل وی، یا بروز آسیب‌های سیستمی بینجامد. بنابراین لازم است که ترتیبات ایمنی لازم برای مواقع رویارویی با چنین احتمالاتی، هر چند ناچیز فراهم باشد (مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران).

نتیجه‌گیری

بازارهای مالی، دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد به سمت بخش‌های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی هستند. توسعه اقتصادی، مستلزم انباشت سرمایه است. بازار سرمایه به عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به‌سزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. و هم اکنون در بسیاری از کشورهای جهان نقش تامین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی را برعهده دارند. بطور کلی می‌توان اظهار داشت که توسعه بازار مالی یکی از کلیدهای دستیابی به رشد بلندمدت اقتصاد است. بازار مالی در صورتی می‌تواند منجر به رشد اقتصادی شود که بتواند زمینه مناسب جهت تخصیص بهینه منابع را فراهم ساخته و سبب افزایش کارایی سرمایه شود. رشد غیر تورمی بلندمدت اقتصادی، افزایش تولید و اشتغال، نیازمند تجهیز منابع مالی و تخصیص بهینه آن‌ها در اقتصاد ملی است و این مهم با کمک بازارهای مالی سازمان‌یافته و متشکل و کارآمد که در آن تنوع ابزارهای مالی، ایجاد فضای رقابتی و شفافیت اطلاعات وجود دارد میسر خواهد بود؛ زیرا کارآمدی بازار مالی مستلزم روان‌سازی معاملات و افزایش نقدینگی و فراهم نمودن شرایط مدیریت ریسک است. و این مهم می‌بایست در تدوین سیاست‌های کلان اقتصادی که توسعه مالی را هدف دارد مورد توجه سیاست‌گذاران قرار گیرد. لذا ایجاد یک بخش بانکی داخلی متمرکز و اساسی یک اولویت برای بازارهای نوظهور و در حال توسعه به حساب می‌آید، چرا که یک بخش بانکی متمرکزتر نه تنها به جلوگیری از کاهش‌های ناگهانی تولید کمک می‌کند بلکه از کاهش بلند مدت نرخ‌های رشد که به واسطه همین کاهش تولید ایجاد می‌شود نیز ممانعت به عمل خواهد آمد. توسعه اقتصادی عادلانه،

مهمترین هدف نظام اقتصادی است، زیرا به همراه این نوع توسعه بی‌نیازی تمام آحاد جامعه امکان پذیر می‌شود. توسعه اقتصادی، رشد پایداری است که عادلانه باشد. شاخص‌های جانشین رشد پایدار در اقتصاد توسعه، کارایی اقتصاد کلان یا اشتغال کامل منابع و کارایی اقتصاد خرد یا استفاده بهینه از منابع تولید، حفظ محیط زیست و تولید کالاهای قانونی و مفید هستند. بر این اساس در بازار بورس اوراق بهادار نوعی شفافیت اطلاعاتی برای عموم به وجود می‌آید و زمینه را برای رشد و توسعه اقتصادی که بدون تجهیز منابع مالی بلندمدت امری غیرممکن است، فراهم می‌کند. در این راستا با توجه به نقش کلیدی بازار سرمایه و شفافیت اطلاعاتی در آن از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. چرا که سرمایه‌گذاران به بازارهایی اطمینان می‌کنند که شفافیت و کارایی و سودآوری لازم را داشته باشند. در میان بازارها، بازاری که نیاز به شفافیت اطلاعاتی جهت تصمیم‌گیری افراد و سازمان‌ها را شدیداً در خود احساس می‌کند، بازار سرمایه است. بازار سرمایه، به مثابه‌ی بخشی از بازارهای مالی، نقش مهمی را در اقتصاد بازی می‌نماید. بازار سرمایه در کنار سایر بازارهای مالی، جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیت‌های اقتصادی را تنظیم می‌کند. از طریق چنین بازارهایی است که پس‌اندازهای افراد و سازمان‌ها در بخش‌های مختلف اقتصاد ملی، برای سرمایه‌گذاری در صنعت به شرکت‌ها منتقل می‌شود. به علاوه بازارهای مالی چشم‌انداز آتی بنگاه‌های اقتصادی را ارایه می‌کند. در این بازار که اطلاعات یکی از منابع باارزش و اصلی است و در یکپارچه‌سازی و رقابتی کردن بازار به طوری که اطلاعات در زمینه‌ی قیمت، حجم معامله‌ها و ... در اختیار همگان قرار داده شود، نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند. در واقع تفاوت بین بازارهای مؤثر و کارآمد بازار سرمایه با بازارهای ناکارآمد، ناشی از همین پدیده‌ی اطلاعات و میزان دسترسی به آن است. هم‌چنین زمانی بازارهای مالی رشد و توسعه چشم‌گیر به خود می‌گیرد، که ثبات اقتصادی و سیاسی در جامعه باشد، تورم، رکود، مسایل و مشکلات سیاسی داخلی و خارجی مهمترین عوامل تاثیرگذار در سقوط بازارهای مالی می‌باشد. بازارهای مالی شفاف و کارا (بدور از تورم و رکود) تاثیر مستقیم بر توسعه اقتصادی دارد، چرا که سرمایه‌گذاران سرمایه‌های خود را به سمت مکانی امن برای کسب سود سوق می‌دهند، که همین امر باعث شکوفایی بازارهای مالی، و رشد و توسعه اقتصادی کشور می‌شود.

منابع

۱. ارجمندی، عباسعلی. (۱۳۷۲). «شناخت بازار سرمایه و معرفی جایگاه شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران»، آذر ۱۳۷۲.
۲. اصغر نیا، مرتضی. (۱۳۹۰). «بازارهای مالی و راهکارهای توسعه آن (نگرش ساختاری)»، معاونت پژوهش‌های اقتصادی، گزارش راهبردی، شماره ۱۴۱، اسفند ۹۰.
۳. بانک مرکزی ج.ا. ایران، «گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۸۰»، صص ۲۲۱-۲۲۰.
۴. بریلی، ریچارد. (۱۳۷۷). «خطر و بازده». ترجمه حسین تبریزی و عبدالله کوثری، تهران: انتشارات پیشبرد.
۵. حاتمی زاده، زیور، افشین جنانی و سعدی صادقی. (۱۳۷۹). «آشنایی با خزانه داری کل کشور»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال هشتم، شماره ۱۳، بهار ۱۳۷۹.
۶. جونز، چارلز بی. (۱۳۸۴). «مدیریت سرمایه‌گذاری»، مترجمان: رضا تهرانی، عسگر نوربخش، تهران: نگاه دانش.
۷. دادخواه، کامران، دلیرپور، پرویز. (۱۳۸۲). «ایران و بازارهای مالی جهان»، مجله اطلاعات سیاسی-اقتصادی، آذر و دی ۱۳۸۲، شماره ۱۹۵ و ۱۹۶، صص ۱۴۰-۱۵۵.
۸. دادگر، یدالله، نظری، روح‌الله. (۱۳۸۸). «ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران»، کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۹. زنجیرانی فراهانی، نسیم. (۱۳۸۶). «ملزومات رشد و توسعه بازار سرمایه ایران»، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۱۰. سنگینیان، علی. (۱۳۸۳). «بازار اوراق بهادار در ایران: چالش‌ها و چشم اندازه‌ها»، مجموعه مقالات همایش: بورس، فرصت فراموش شده اقتصاد ایران، دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی.
۱۱. سلمانی، بهزاد، امیری، بهزاد. (۱۳۸۸). «توسعه‌ی مالی و رشد اقتصادی مورد کشورهای در حال توسعه»، فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)، دوره ۶، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۸، صفحات ۱۴۵-۱۲۵.
۱۲. قالیباف اصل، حسن. (۱۳۸۰). «مدیریت مالی»، تهران: پوران پژوهش.
۱۳. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی.

۱۴. کشتکار، مریم. (۱۳۷۸). «ساختار بازار مالی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه»، مجله بانک و اقتصاد، مهر ۱۳۷۸ - شماره ۴، ص ۵۸-۶۰.
۱۵. گالبرت، جان کنت. (۱۳۵۳). «سرمایه‌داری آمریکا»، ترجمه آرسن نظریان، انتشارات شرکت سهامی کتابهای جیبی، تهران ۱۳۵۳.
۱۶. موسوی، میرحسین، نعمت پور، معصومه. (۱۳۹۱). «تاثیر تعمیق بازارهای مالی بر رفتار بازار بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، سال پنجم، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۰، ص ۲۱-۳۹.
۱۷. موسویان، سیدعباس، «اصلاح ساختار بازار مالی»، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز ۱۳۸۲، شماره ۱۱، ص ۵-۸.
۱۸. میرجلیلی، سیدحسین. (۱۳۸۴). «تحولات و ساختار بخش مالی در اقتصاد جمهوری اسلامی ایران»، نشریه مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، شماره ۲۵، بهار ۱۳۸۴.
۱۹. وزارت امور اقتصادی و دارایی، سیاست پولی، «انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین سیاست انتشار و خرید و فروش اوراق قرضه با توجه به موازین اسلامی»، انتشارات معاونت امور اقتصادی، ۱۳۷۳.
۲۰. وزارت امور اقتصادی و دارایی، «اوراق قرضه و نقش آن در بازار سرمایه ایران»، ۱۳۵۷.
21. Hiro, I. (2005). Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institution and the Sequence of Liberalization.
22. Hini, Diana; econamim theorles of development, an analysis of competing paradigms; harvesler; Sussex, 1989.
23. King, R., Levine, R. "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right"., Quarterly Journal of Economics, No. 108, (1993): 717-738.
24. Krishnamurti, C., Sevi'c, A. and Sevi'c, Z. (2005). Voluntary Disclosure, Transparency, and Market Quality: Evidence from Emerging Market ADRs. Journal of Multinational Financial Management, 15, 435-454.
25. Laeven.Luc, Levine.Ross and Kunt.A, (2003), Regulations, Market Structre, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation, Finance Research.
26. Levine, Ross. "Stock Markets, Growth, and Tax Policy"., Journal of Finance, (September 1991): 1445-65.
27. Manager Development Research Group, the World Bank.
28. McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brookings Institution.

29. Shamila, Jayasuriy (2002). Revisiting stuck market liberalization and stuck return: some new evidence from emerging market economies.
30. Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.
31. Stiglitz and Murdock, (1993). The Effect of Financial Repression in an Economy with Positive Real Rates. Background Paper for World Bank, Policy Research Department, Washington, D.C.
32. Stulz, R. (1999). Globalization, Corporate Finance and the Cost of Capital. Journal of Applied Corporate Finance, 12(3):8-25.
33. World Economic Forum, the Financial Development Report 2009, New York, USA, (2009).
34. <http://www.eghtesadeiranonline.com/vdcaeonu.49num15kk4.html>
35. https://fa.wikipedia.org/wiki/%D8%AA%D9%88%D8%B3%D8%B9%D9%87_%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%DB%8C