

مبانی بازارها و نهادهای مالی



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

مبانی  
بازارها و نهادهای مالی  
(جلد اول)

نوشته

فرانک فبوزی، فرانکو مودیلیانی  
مایکل فری

ترجمه

دکتر حسین عبده تبریزی



This is a Persian translation of  
*Foundations of Financial Markets and Institutions*  
by Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani and Michael G. Ferri  
Prentice-Hall, Inc, NJ, 1994  
Translated by Hossein Abdo Tabrizi

Fabozzi, Frank J.	فیوزی، فرانک، ۱۹۴۸-م	سرشناسه:
مبانی بازارها و نهادهای مالی/نوشته فرانک فیوزی، فرانکو		عنوان و نام پدیدآور:
مودیلیانی، مایکل فری؛ ترجمه حسین عبده تبریزی،		مشخصات نشر:
تهران: پیشبرد، ۱۳۸۹-ج:		مشخصات ظاهری:
جدول، نمودار. ۴۸۰۰۰ ریال: ج. ۱: 5-26-6721-964-978		شابک:
فیبا		وضعیت فهرست‌نویسی:
Foundations of Financial Markets and Institutions, c2010	عنوان اصلی:	یادداشت:
	چاپ قبلی: آگاه. ۱۳۷۶	یادداشت:
	چاپ سوم	یادداشت:
	کتابنامه.	یادداشت:
	امور مالی	موضوع:
	سازمان‌های مالی	موضوع:
Modigliani, Franco	مودیلیانی، فرانکو، ۱۹۱۸-م	شناسه افزوده:
		شناسه افزوده:
	فری، مایکل جی.	شناسه افزوده:
Ferri, Michael G.	عبده تبریزی، حسین، ۱۳۳۰-، مترجم	شناسه افزوده:
	HG ۱۷۳/ف۲ ۱۳۸۹ م	رده‌بندی کنگره:
	۲۱۵۳۸۷۷	شماره کتابشناسی ملی:



نشر پیشبرد

فرانک فیوزی

فرانکو مودیلیانی، مایکل فری

**مبانی بازارها و نهادهای مالی**

(جلد اول)

ترجمه دکتر حسین عبده تبریزی

ویراستار عبدالله کوثری

چاپ یکم: ترجمه فارسی: زمستان ۱۳۷۶، آماده‌سازی و حروفنگاری دفتر نشر آگه

(حروفنگار: نفیسه جعفری، نمونه‌خوانی و صفحه‌آرایی: مینو حسینی)

لیتوگرافی، چاپ و صحافی: طیف‌نگار

(چاپ دوم: ۱۳۸۸)

چاپ سوم: ۱۳۸۹

شمارگان: ۱،۱۰۰ نسخه

همه حقوق چاپ و نشر این کتاب محفوظ است

مرکز پخش: پخش کتاب گزیده

خیابان انقلاب، خیابان فخر رازی، بین روانمهر و لبافی‌نژاد،

نیش کوچه دیدبان، پلاک ۳۳

تلفن: ۶۶ ۴۰۰ ۹۸۷، ۶۶ ۴۹ ۲۹ ۶۲

قیمت ۴،۸۰۰ تومان



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر:

ترجمه این کتاب تقدیم است به:  
مصطفی علی مدد



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## فهرست

۱۱	مقدمه مترجم
	بخش اول: مقدمات
۱۵	فصل اول: مقدمه
۱۷	دارایی‌های مالی
۲۳	بازار مالی
۲۷	جهانی شدن بازارهای مالی
۳۱	بازار اوراق مشتقه
۳۴	خلاصه
۴۱	فصل دوم: واسطه‌های مالی و نوآوری‌های مالی
۴۴	نهادهای مالی
۴۵	نقش واسطه‌های مالی
۵۰	نگاهی اجمالی به مدیریت دارایی/بدهی برای نهادهای مالی
۵۵	نوآوری مالی
۵۸	تبدیل به اوراق بهادارکردن دارایی‌ها به مثابه نوآوری مالی
۶۳	خلاصه
۶۹	فصل سوم: نقش دولت در بازار مالی
۷۲	اهداف و انواع مقررات
۷۵	مقررات در ایالات متحد
۷۹	مقررات در ژاپن
۸۱	مقررات در آلمان
۸۴	مقررات در انگلستان
۸۶	اصلاحات در قوانین
۸۹	خلاصه



**بخش دوم: نهادهای سپرده پذیر**

۹۷	فصل چهارم: نهادهای سپرده پذیر، فعالیت‌ها و ویژگی‌ها
۱۰۰	مشکل دار ایی/بدهی نهادهای سپرده پذیر
۱۰۵	بانک‌های تجاری
۱۲۵	مؤسسات پس انداز و وام
۱۳۲	بانک‌های پس انداز
۱۳۳	اتحادیه‌های اعتباری
۱۳۴	خلاصه
۱۴۵	فصل پنجم: بانک مرکزی و ایجاد پول
۱۴۷	بانک مرکزی و ایجاد پول در ایالات متحد
۱۶۳	بانک‌های مرکزی سایر کشورها
۱۶۷	خلاصه
۱۷۳	فصل ششم: سیاست پولی
۱۷۵	سیاست پولی در ایالات متحد
۱۹۳	اهداف و مقاصد سیاست پولی در سایر اقتصادها
۱۹۷	خلاصه

**بخش سوم: واسطه‌های مالی غیرسپرده پذیر**

۲۰۳	فصل هفتم: شرکت‌های بیمه
۲۰۶	شرکت‌های بیمه عمر
۲۱۵	شرکت‌های بیمه اموال و حوادث
۲۲۰	روندهای مالی در صنعت بیمه بین‌المللی
۲۲۴	خلاصه
۲۳۱	فصل هشتم: شرکت‌های سرمایه‌گذاری
۲۳۳	انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری
۲۴۰	ساختار صندوق سرمایه‌گذاری
۲۴۱	انواع صندوق‌ها از نظر هدف‌های سرمایه‌گذاری
۲۴۴	انگیزه‌های اقتصادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۲۴۵	مقررات
۲۴۹	معنای خانواده صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۲۵۰	تمرکز در این صنعت



## فهرست ۹

۲۵۱	صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سایر اقتصادها
۲۵۸	خلاصه
۲۶۵	فصل نهم: صندوق‌های بازنشستگی
۲۶۷	مقدمه‌ای بر طرح‌های بازنشستگی
۲۶۹	انواع طرح‌های بازنشستگی
۲۷۲	سرمایه‌گذاری‌ها
۲۷۴	مقررات
۲۷۵	مدیران صندوق‌های بازنشستگی
۲۷۹	نمونه‌هایی از صندوق‌های بازنشستگی
۲۸۰	صندوق‌های بازنشستگی در سایر کشورها
۲۸۵	خلاصه
۲۸۸	پیوست - صندوق‌های موقوفات





## مقدمه مترجم

امور مالی در ایران به جایی رسیده است که این کتاب به چاپ رسد و خوانندگان بسیار یابد. هنگامی که در سال ۱۳۵۸، اولین چاپ کتاب **مدیریت مالی** وستون و بریگام را انتشار دادم، کلاس‌های «مدیریت مالی» محدودی تشکیل می‌شد، آن کتاب منحصر به فرد بود، و امور مالی را عمدتاً حسابداران درس می‌دادند. امروز آن وضعیت تغییر کرده است: درس مدیریت مالی و درس‌های تخصصی مالی بسیاری تدریس می‌شود، کتاب‌های مدیریت مالی چندی به چاپ رسیده است، و امور مالی را نسل جدیدی از فارغ‌التحصیلان کارشناسی ارشد و دکترای داخلی و خارجی تدریس می‌کنند.

کتاب **مبانی بازارها و نهادهای مالی** اولین ترجمه از این موضوع است و تا انتشار کتاب‌های مشابه به زبان فارسی منحصر به فرد خواهد بود. کتاب ترجمه دقیق از متن فبوزی، مودیلیانی، و فری است و همه مؤلفان از نام‌آوران عرصه مالی هستند، و بی‌شک تبحر آن‌ها به موضوع به متنی پرمحتوا، خواندنی و روان انجامیده است. کوشیده‌ام زبان ترجمه نیز سلیس و کم‌پیرایه باشد.

نُه فصلی که در ترجمه فارسی، جلد اول را تشکیل می‌دهد موضوعاتی مهم است. جلد دوم و سوم این کتاب نیز حاوی مباحث اصلی و پایه‌ای بازارها و نهادهای مالی است. مجموعه سه جلدی این کتاب به کار تدریس در کلاس‌های مالی مختلف می‌آید: بازارها و نهادهای مالی، مؤسسات پولی و مالی، مدیریت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری در مدیریت مالی، سمینار مدیریت مالی،... ترجمه جلد دوم پایان یافته، و متن در دست ویرایش است. ترجمه جلد سوم نیز به‌زودی آغاز خواهد شد.

ویراست‌های بعدی این کتاب پیوسته‌هایی در مورد نهادها و بازارهای سرمایه‌گذاری در کشورمان خواهد داشت. برای هر فصل خواهم کوشید مقاله‌ای کوتاه



به شکل پیوست تهیه کنم که اوضاع را در ایران توضیح دهد. مثلاً در دنباله فصل هفتم که در مورد شرکت‌های بیمه ایالات متحد است، پیوستی راجع به وضع بیمه در ایران افزوده خواهد شد. این مقاله‌ها نیز در دست تهیه است.

از استادان، مدیران و دانشجویان درخواست می‌شود اگر وضعی در کار مترجم می‌بینند و نکات اصلاحی یا مکمل دارند، اینجانب را از طریق ناشر محترم آگاه فرمایند. بی‌شک در چاپ‌های بعدی خواهم کوشید با توجه به نقد و نظرهای دریافتی، متن را بیشتر بپیرایم. از دوست و همکار عزیزم، جناب آقای عبدالله کوثری، عمیقاً سپاسگزارم که متن ترجمه را از بسیاری لغزش‌ها و کاستی‌ها ویراسته است.

حسین عبده تبریزی

تهران، آذرماه ۱۳۷۶



بخش اول

## مقدمات

فصل اول: مقدمه

فصل دوم: واسطه‌های مالی و نوآوری‌های مالی

فصل سوم: نقش دولت در بازار مالی



## فصل اول

### مقدمه

#### هدفهای آموزش

- با خواندن این فصل خواهید آموخت:
- دارایی مالی چیست و عملکردهای اقتصادی عمده دارایی مالی.
  - تفاوت میان دارایی مالی و دارایی مشهود.
  - بازار مالی چیست و عملکرد اقتصادی عمده آن.
  - تفاوت میان ابزار بدهی و ابزار حق مالی (سرمایه).
  - راه‌های گوناگون برای طبقه‌بندی بازارهای مالی.
  - تفاوت میان بازار اولیه و بازار ثانویه.
  - مشارکت‌کنندگان در بازار مالی.
  - دلیل جهانی شدن بازارهای مالی.
  - تمایز میان بازار داخلی، بازار خارجی و بازار اروپا.
  - دلایل این‌که مؤسسات امریکایی از بازار خارجی و بازار اروپا استفاده می‌کنند.
  - ابزار مشتقه چیست و دو نوع اصلی ابزار مشتقه کدام است.
  - نقش ابزار مشتقه.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

در اقتصاد مبتنی بر بازار، تخصیص منابع اقتصادی برآمد بسیاری تصمیمات خصوصی است. قیمت‌ها علایمی در اقتصاد مبتنی بر بازار هستند که منابع اقتصادی را به بهترین کاربرد راهنمایی می‌کنند. انواع بازارهای موجود در اقتصاد را می‌توان بدین‌گونه تقسیم کرد: (۱) بازار محصولات (کالاهای ساخته‌شده و خدمات) و (۲) بازار عوامل تولید (نیروی کار و سرمایه) که بازار عوامل نامیده می‌شود.

در این کتاب هدف ما توجه به یک بخش از بازار عوامل، یعنی بازار دارایی‌های مالی یا، ساده‌تر بگوییم، بازار مالی است. در این فصل نگاهی به نقش بازار مالی، «چیزهایی» که در بازار مالی دادوستد می‌شود (یعنی خرید و فروش می‌شوند) و دلایل یکپارچگی بازارهای مالی جهانی می‌اندازیم.

## دارایی‌های مالی



نخست به چند تعریف بنیادی بپردازیم. دارایی، در معنای وسیع، هر مایملکی است که ارزش مبادله‌ای دارد. دارایی را بر دو نوع مشهود و نامشهود<sup>۱</sup> تقسیم می‌کنند: دارایی مشهود دارایی است که ارزش آن به برخی خصوصیات مادی آن بستگی دارد برای مثال ساختمان، زمین یا ماشین‌آلات. دارایی نامشهود، برخلاف دارایی مشهود، نماینده حق قانونی نسبت به منفعتی در آینده است. ارزش این دارایی رابطه‌ای با شکل ثبت آن حق یا ادعا ندارد.

1. tangible and intangible assets





دارایی‌های مالی<sup>۱</sup> در شمار دارایی‌های نامشهودند. برای دارایی مالی منفعت یا ارزش معمول نقدینه‌ای در آینده است. در این کتاب انواع گوناگون دارایی مالی، بازارهای مبادله این دارایی‌ها و اصول ارزش‌یابی آن‌ها را بررسی می‌کنیم. در تمامی این کتاب ما اصطلاحات دارایی مالی، ابزار مالی<sup>۲</sup> و اوراق بهادار<sup>۳</sup> را به جای یکدیگر به کار می‌بریم.

آن مؤسسه یا واحد تجاری که با پرداخت نقدی در آینده موافقت کرده، ناشر<sup>۴</sup> دارایی مالی خوانده می‌شود؛ مالک دارایی مالی را سرمایه‌گذار می‌نامند. در این جا هفت نمونه از دارایی‌های مالی را یاد می‌کنیم:

- وام بانک (سرمایه‌گذار) به یک فرد (ناشر/وام‌گیرنده) برای خرید اتوموبیل
- اوراق قرضه منتشرشده از سوی خزانه‌داری
- اوراق قرضه منتشرشده از سوی شهرداری نیویورک
- اوراق قرضه منتشرشده از سوی دولت ژاپن
- سهمی از سهام عادی منتشرشده به وسیله آی. بی. ام.
- سهمی از سهام عادی منتشرشده به وسیله شرکت ژاپنی هوندا

در مورد وام اتوموبیل، اصطلاح وام تأکیدی است بر این‌که وام‌گیرنده باید در طول زمان مبالغی مشخص به بانک تجاری بپردازد. این پرداخت‌ها شامل مبلغ وام به‌علاوه بهره است. جریان نقدی این دارایی عبارت است از پرداخت‌های مشخصی که وام‌گیرنده بر عهده می‌گیرد.

در مورد اوراق قرضه خزانه‌داری، دولت امریکا (ناشر) تعهد می‌کند بهره این اوراق را هر شش ماه به دارنده یا سرمایه‌گذار بپردازد، تا زمانی که سررسید اوراق فرارسد؛ در موعد سررسید مبلغ وام گرفته‌شده بازپرداخت خواهد شد. همین ترتیب در مورد اوراق قرضه شرکت جنرال موتور، شهر نیویورک و دولت ژاپن نیز صدق می‌کند. در مورد اوراق قرضه جنرال موتور ناشر یک شرکت است و نه دولت. در مورد اوراق قرضه شهر نیویورک ناشر شهرداری است. ناشر اوراق قرضه دولت ژاپن دولت مرکزی است.

سهام عادی آی. بی. ام. این حق را به سرمایه‌گذار می‌دهد که سود سهام توزیع شده

1. financial assets

2. financial instruments

3. security

4. issuer

این شرکت را دریافت کند. در این مورد سرمایه‌گذار در عین حال در صورت انحلال شرکت حق مطالبه سهمی متناسب<sup>۱</sup> از ارزش سهام شرکت را دارد. این نکته در مورد سهم عادی شرکت هوندا نیز صادق است.

### بدهی در برابر حق مالی سهامداران<sup>۲</sup>

دعوی یا حق دارنده دارایی مالی ممکن است مبلغی ثابت به دلار باشد یا مبلغی متغیر یا باقی‌مانده. در مورد اول، دارایی مالی را ابزار بدهی می‌نامند. وام اتوموبیل، اوراق قرضه خزانه آمریکا، اوراق قرضه شرکت جنرال موتور، اوراق قرضه شهر نیویورک و اوراق قرضه دولت ژاپن نمونه‌هایی از ابزار بدهی هستند که مستلزم پرداخت‌های ثابتی به دلار می‌باشند.

**حق سهامداران** (که حق باقی‌مانده نیز نامیده می‌شود) ناشر دارایی مالی را موظف می‌کند که پس از پرداخت به دارندگان ابزار بدهی، مبلغی بر مبنای عایدات، اگر عایداتی در کار باشد، به دارنده این دارایی بپردازد. سهم عادی نمونه‌ای از حق سهامداران است. سهم مشارکت در فعالیت تجاری نیز نمونه‌ای دیگر از این حق است.

برخی اوراق بهادار در هر دو این مقولات جای می‌گیرند. برای مثال سهام ممتاز<sup>۳</sup> نوعی حق سهامداران است که به دارنده حق می‌دهد مبلغی ثابت به دلار دریافت کند. اما این پرداخت احتمالی است و تنها بعد از پرداخت به دارندگان ابزار بدهی تحقق می‌یابد. مثالی دیگر از این ابزار «تلفیقی» اوراق قرضه قابل تبدیل است که به دارنده امکان می‌دهد در شرایطی خاص، بدهی را به سهام تبدیل کند. بدهی و سهم ممتاز که مبلغ ثابتی به دلار می‌پردازند هر دو ابزار با درآمد ثابت<sup>۴</sup> نامیده می‌شوند.

### قیمت دارایی مالی و خطر

بنابر اصلی اقتصادی قیمت هر دارایی مالی برابر است با ارزش فعلی جریان نقدی آینده آن، اگرچه این جریان نقدی به یقین مشخص نباشد. مقصود ما از جریان نقدی،

1. pro rata

2. equity claim

3. preferred stock

4. fixed income instrument

جریان پرداخت‌های نقدی متوالی در طول زمان است.<sup>۱</sup> برای مثال، اگر اوراق قرضه دولت آمریکا برای ۳۰ سال آینده هر شش ماه ۳۰ دلار و در پایان ۳۰ سال ۱,۰۰۰ دلار بپردازد، این جریان نقدی آن است. در مورد وام اتوموبیل که پیش از این یاد کردیم، اگر وام‌گیرنده موظف باشد برای سه سال ماهی ۵۰۰ دلار بپردازد، این جریان نقدی آن وام است. در این کتاب، به هنگام بحث از نظریه‌های مختلف درباره قیمت‌گذاری دارایی مالی، با این اصل بیش‌تر آشنا خواهیم شد.

بازده مورد انتظار دارایی مالی رابطه‌ای مستقیم با مفهوم قیمت دارد. اگر جریان نقدی مورد انتظار و قیمت یک دارایی مالی را داشته باشیم، می‌توانیم نرخ بازده مورد انتظار آن را تعیین کنیم. برای مثال، اگر قیمت دارایی مالی ۱۰۰ دلار و یگانه جریان نقدی آن ۱۰۵ دلار در یک سال بعد باشد، بازده مورد انتظار آن ۵٪ خواهد بود.

نوع دارایی مالی، این‌که ابزار بدهی یا سرمایه باشد، و ویژگی‌های ناشر آن درجه قطعیت جریان نقدی مورد انتظار را تعیین می‌کند. برای مثال، با این فرض که دولت ایالات متحد هیچ‌گاه از تعهد ابزار بدهی که خود منتشر کرده تخلف نمی‌کند، اوراق بهادار خزانه ایالات متحد جریان نقدی مشخص و مطمئن دارد. اما آن‌چه قطعیت ندارد، قدرت خرید جریان نقدی دریافت‌شده است.

در مورد وام اتوموبیل از بانک، توان وام‌گیرنده در بازپرداخت وام، تا حدی مایه عدم قطعیت جریان نقدی می‌شود. اما اگر وام‌گیرنده از اجرای تعهد خود سر باز نزند، سرمایه‌گذار (بانک) می‌داند که جریان نقدی چه خواهد بود. این نکته در مورد اوراق بهادار جنرال موتور و شهر نیویورک نیز صدق می‌کند. در مورد اوراق قرضه دولت ژاپن، اگر دولت ژاپن زیر تعهد خود نزند، جریان نقدی معینی است. اما جریان نقدی ممکن است برحسب ین ژاپن باشد نه برحسب دلار آمریکا. در این صورت، هرچند جریان نقدی برحسب تعداد ین ژاپن معین است، از دیدگاه سرمایه‌گذار آمریکایی، مقدار دلار مشخص نیست. تعداد دلار آمریکا به نرخ مبادله ین ژاپن و دلار آمریکا در زمان دریافت جریان نقدی بستگی خواهد داشت.

دارنده سهام عادی آی. بی. ام. نه در مورد مبلغ و نه در مورد زمان دریافت سود سهام

۱. حسابداران اصطلاح جریان نقدی را به شیوه‌ای دیگر به کار می‌برند. حسابداران جریان نقدی را درآمد خالص بعد از کسر مالیات به‌علاوه پرداخت‌های غیرنقدی مثل استهلاک تعریف می‌کنند. اقتصاددانان مالی جریان نقدی را صرفاً مبلغ نقدی می‌دانند که انتظار می‌رود دریافت شود.

خود اطلاع قاطعی ندارد. پرداخت‌های سود سهام بستگی به کل سود شرکت دارد. در مورد جریان نقدی سهام عادی شرکت هوندا نیز وضع چنین است. علاوه بر این، چون پرداخت هوندا به بین ژاپن خواهد بود، میزان جریان نقدی برحسب دلار امریکا هم مشخص نیست.

خطرهای گوناگونی وجود دارد که ما در این فصل و فصل‌های بعد به آن‌ها خواهیم پرداخت، اما سه نوع خطر را در همین مثال‌ها می‌توان مشاهده کرد. خطر اول به قدرت خرید بالقوه جریان نقدی مورد انتظار مربوط می‌شود. این را خطر قدرت خرید<sup>۱</sup> یا خطر تورم<sup>۲</sup> می‌نامیم. خطر دوم این است که ناشر یا وام‌گیرنده از تعهد خود سرباززند. این را خطر اعتبار<sup>۳</sup> یا خطر نکول<sup>۴</sup> گویند. سرانجام، برای دارایی‌هایی که جریان نقدی آن‌ها برحسب پول داخلی نیست، این خطر در میان است که نرخ مبادله ارز به ضرر پول داخل تغییر کند و در نتیجه جریان نقدی به پول داخلی کم‌تر شود. این خطر را خطر ارز خارجی<sup>۵</sup> می‌نامند.

### دارایی مالی در برابر دارایی مشهود

دارایی مشهود، مانند کارخانه یا تجهیزاتی که واحد تجاری خریداری می‌کند دست‌کم یک ویژگی مشترک با دارایی مالی دارد و آن این‌که انتظار می‌رود این دو دارایی در آینده جریانی نقدی برای دارنده خود داشته باشند. برای مثال، فرض کنید یک شرکت هوایی امریکایی ناوگانی هوایی به قیمت ۲۵۰ میلیون دلار می‌خرد. این شرکت، با خرید این ناوگان انتظار دارد جریانی نقدی از مسافران دریافت کند.

دارایی مالی و دارایی مشهود با هم پیوند دارند. مالکیت دارایی مشهود با انتشار یکی از انواع دارایی‌های مالی - ابزار بدهی یا ابزار سرمایه - تأمین مالی می‌شود. برای مثال، در مورد شرکت هواپیمایی فرض کنید ابزار بدهی برای تأمین مالی ۲۵۰ میلیون دلار پول خرید ناوگان منتشر شده است. جریان نقدی دریافت‌شده از مسافران برای بازپرداخت سند بدهی به کار می‌رود. بنابراین، جریان نقدی برای دارایی مالی در نهایت با دارایی مشهود فراهم شده است.

1. purchasing power risk

2. inflation risk

3. credit risk

4. default risk

5. foreign-exchange risk

## نقش دارایی مالی

دارایی مالی دو عملکرد اقتصادی اساسی دارد. عملکرد اول انتقال وجوه از دارندگان وجوه اضافی برای سرمایه‌گذاری به کسانی است که به وجوهی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود نیاز دارند. عملکرد دوم توزیع خطر ملازم با جریان نقدی حاصل از دارایی‌هایی مشهود بین متقاضیان وجوه و دارندگان وجوه است. اما، چنان‌که خواهیم دید، حقی که به دارنده نهایی دارایی تعلق می‌گیرد عموماً با بدهی‌های منتشرشده به وسیله متقاضیان نهایی وجوه متفاوت است و این به سبب فعالیت واسطه‌های مالی است که کارشان تبدیل بدهی‌های نهایی به دارایی‌هایی است که عامه سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند.

می‌توانیم این دو عملکرد اقتصادی را با سه مثال روشن کنیم.

۱. جوگراسو مجوز تولید نوعی ساعت مچی را به دست آورده است. او برآورد کرده که خرید کارخانه و تجهیزات برای تولید این ساعت ۱ میلیون دلار هزینه دارد، متأسفانه جو فقط ۲۰۰ هزار دلار برای سرمایه‌گذاری دارد و این پس‌انداز زندگی اوست که نمی‌خواهد آن را در این راه بگذارد، اگر چه یقین دارد که باز برای این ساعت مساعد است.

۲. سوزان کارلس به تازگی ۷۳۰ هزار دلار به ارث برده است. او قصد دارد ۳۰ هزار دلار از این پول را صرف خرید جواهرات و اثاثیه و چیزهای دیگر کند و بقیه یعنی ۷۰۰ هزار دلار را سرمایه‌گذاری کند.

۳. لای استاین که وکیل شرکتی معتبر در نیویورک است در ازای کار خود چکی دریافت کرده که بعد از کسر مالیات ۲۵۰ هزار دلار نصیب او کرده است. او قصد دارد ۵۰ هزار دلار آن را اتوموبیل بخرد و بقیه یعنی ۲۰۰ هزار دلار را سرمایه‌گذاری کند. فرض کنید که برحسب تصادف این سه نفر با هم آشنا می‌شوند و در حین گفت‌وگو، از برنامه‌های مالی خود با یکدیگر سخن می‌گویند. در پایان این دیدار هر سه تصمیم می‌گیرند با هم معامله کنند.

جو موافقت می‌کند که ۱۰۰ هزار دلار از این پس‌انداز خود را سرمایه‌گذاری کند و در ازای ۷۰۰ هزار دلار ۵۰ درصد سهم تولید را به سوزان بفروشد. لاری می‌پذیرد که ۲۰۰ هزار دلار چهار ساله و با بهره ۱۸ درصد به جو وام دهد. جو موظف است این واحد اقتصادی را بدون دخالت سوزان یا لاری اداره کند. اکنون جو ۱ میلیون دلار لازم برای تولید ساعت را دارا شده است.

در این ملاقات دو حق مالی شکل گرفت: نخست حق سرمایه است که جو در برابر ۷۰۰ هزار دلار به سوزان فروخته است. جو در این مورد صادرکننده حق است. دیگری سند بدهی است که جو منتشر کرده و لاری در عوض ۲۰۰ هزار دلار خود خریده است. بدین ترتیب، دو دارایی مالی این امکان را فراهم آورد که مقداری پول از سوزان و لاری که وجوهی اضافی برای سرمایه‌گذاری داشتند به جو که به مبلغی پول نیاز داشت تا در دارایی مشهود سرمایه‌گذاری کند و به تولید ساعت پردازد، منتقل شود. این انتقال وجوه نخستین کارکرد اقتصادی دارایی مالی است.

این واقعیت که جو حاضر نیست پس‌انداز زندگی خود یعنی ۲۰۰ هزار دلار را سرمایه‌گذاری کند، به آن معنی است که می‌خواهد بخشی از خطر را به دیگری منتقل کند. او بدین‌منظور یک دارایی مالی به سوزان می‌فروشد و به وی این حق را می‌دهد که نیمی از جریان نقدی حاصل از فعالیت اقتصادی جو را مطالبه کند. علاوه بر این، او مقداری سرمایه از لاری به دست می‌آورد که حاضر نیست در خطر این فعالیت (غیر از خطر اعتبار) مشارکت کند. در عوض این سرمایه، جو موظف است بدون توجه به نتایج فعالیت اقتصادی خود، مبالغی به صورت جریان نقدی ثابت به لاری پردازد. این انتقال خطر کارکرد دوم دارایی مالی است.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. تفاوت میان دارایی مشهود و دارایی مالی و چگونگی رابطه میان آن‌ها.
۲. تفاوت میان سند بدهی و ابزار سرمایه.
۳. مقصود از جریان نقدی دارایی مالی چیست؟
۴. سه نوع خطر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی: خطر قدرت خرید یا خطر تورم، خطر نکول یا خطر اعتبار و خطر نرخ ارز.
۵. دو کارکرد اقتصادی دارایی مالی.

## بازار مالی



بازار مالی بازاری است که دارایی‌های مالی در آن مبادله (خرید و فروش) می‌شوند. هرچند وجود بازار مالی شرط ضروری برای ایجاد و مبادله دارایی مالی نیست، در



بیشتر اقتصادها ایجاد و مبادله دارایی‌های مالی در نوعی بازار مالی صورت می‌پذیرد. بازاری که در آن دارایی مالی بلافاصله واگذار می‌شود بازار آنی<sup>۱</sup> یا بازار نقدی خوانده می‌شود.

### نقش بازار مالی

دو کارکرد عمده دارایی‌های مالی را پیش از این شرح دادیم. بازار مالی سه کارکرد اقتصادی دیگر را نیز بر عهده دارد.

نخست، روابط متقابل خریدار و فروشنده در بازار مالی، قیمت دارایی مبادله‌شده را تعیین می‌کند. به عبارت دیگر، این روابط بازده مورد انتظار دارایی مالی را تعیین می‌کند. هم‌چنان که انگیزه بنگاه برای به دست آوردن وجوه به بازده مورد انتظاری که سرمایه‌گذار طلب می‌کند بستگی دارد، این ویژگی بازار مالی نیز نشان می‌دهد که در هر اقتصاد، وجوه چگونه میان دارایی‌های مالی مختلف تقسیم شود. این را فرایند قیمت‌یابی<sup>۲</sup> می‌نامند.

دوم بازارهای مالی مکانیسمی برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند تا دارایی مالی را بفروشد. با توجه به این ویژگی، می‌گویند بازار مالی نقدینگی فراهم می‌کند، و این ویژگی جذابی است آن‌گاه که شرایط سرمایه‌گذار او را وادار یا تشویق به فروش می‌کند. اگر نقدینگی وجود نمی‌داشت، دارنده آن ناچار بود سند بدهی را تا زمان سررسید آن و سند سهامداری را تا زمانی نگاه دارد که شرکت داوطلبانه یا به‌اجبار منحل شود. هرچند همه بازارهای مالی نوعی نقدینگی فراهم می‌کنند، آن‌چه سبب تفاوت بازارها می‌شود، میزان نقدینگی آنهاست.

کارکرد سوم بازار مالی این است که هزینه معاملات را کاهش می‌دهد. معاملات دو نوع هزینه دارند: هزینه جست‌وجو<sup>۳</sup> و هزینه اطلاعات<sup>۴</sup>.

هزینه جست‌وجو بیانگر هزینه‌های آشکار مثل پول صرف‌شده برای درج این آگهی که فرد آماده است دارایی مالی را بخرد یا بفروشد، و نیز دربرگیرنده هزینه‌های پنهان مثل زمان صرف‌شده برای یافتن طرف معامله است. وجود بازار مالی سازمان‌یافته هزینه‌های جست‌وجو را پایین می‌آورد. هزینه‌های اطلاعات هزینه‌های ملازم با برآورد

1. spot market

2. price discovery process

3. search cost

4. information cost

ویژگی‌های سرمایه‌گذاری یک دارایی مالی هستند، یعنی مقدار و احتمال وقوع جریان نقدینگی‌ای که از دارایی انتظار می‌رود. در بازار مالی کارآمد، قیمت‌ها بازتابی از کل اطلاعات گردآوری شده به وسیله همه دست‌اندرکاران بازار است.

### طبقه‌بندی بازارهای مالی

طبقه‌بندی بازارهای مالی راه‌های بسیار دارد. یک راه طبقه‌بندی برحسب حق مالی است، مثل بازارهای بدهی (اوراق قرضه) و بازارهای سهام. راه دیگر طبقه‌بندی برحسب سررسید حق مالی است. برای مثال، بازاری برای ابزار بدهی کوتاه‌مدت وجود دارد که آن را بازار پول می‌نامند و بازار دیگری برای دارایی مالی با سررسید طولانی‌تر وجود دارد که آن را بازار سرمایه خوانند.

بازارهای مالی را می‌توان بدین‌گونه نیز طبقه‌بندی کرد، بازارهایی که با حق مالی تازه منتشر شده سروکار دارند و آن‌ها را بازار اولیه<sup>۱</sup> می‌نامیم، و بازارهایی که آن حقوق مالی را مبادله می‌کنند که قبلاً منتشر شده، این بازارها را بازار ثانویه<sup>۲</sup> می‌نامند.

بازارهای مالی یا بازار نقدی هستند یا بازار ابزار مشتقه<sup>۳</sup>. (این بازار دوم را در این فصل توضیح خواهیم داد.) بازار را می‌توان بر اساس ساختار سازمانی آن نیز طبقه‌بندی کرد: بازار ممکن است بازار حراج باشد یا بازار خارج از بورس<sup>۴</sup> یا بازار از طریق واسطه<sup>۵</sup>. این ساختار را در فصل ۱۵ توضیح می‌دهیم.

کل این طبقه‌بندی‌ها را در جدول ۱-۱ آورده‌ایم.

### مشارکت‌کنندگان در بازار

مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی جهانی که حقوق مالی را منتشر می‌کنند و می‌خرند عبارتند از خانوارها، واحدهای تجاری (شرکت‌های سهامی و تضامنی)، دولت‌های ملی، سازمان‌های وابسته به دولت‌های ملی، دولت‌های ایالات و دولت‌های محلی، و سازمان‌های فراملی (مثل بانک جهانی، بانک سرمایه‌گذاری اروپا و بانک عمران آسیا).

1. primary market

2. secondary market

3. derivative instruments

4. over the counter market

5. intermediated market



شرکت‌های تجاری شامل بنگاه‌های غیرمالی و بنگاه‌های مالی می‌شوند. بنگاه‌های غیرمالی محصولات کارخانه‌ای مثل اتوموبیل، فولاد و کامپیوتر و/یا خدمات غیرمالی از جمله حمل‌ونقل، خدمات عمومی و برنامه‌ریزی کامپیوتری-تولید می‌کنند. نقشی که بنگاه‌های مالی و نوعی خاص از بنگاه‌های مالی به نام واسطه‌های مالی در بازار مالی بر عهده دارند، در فصل ۲ توصیف شده است.

سرانجام، ما در عین تأکید بر آن مشارکت‌کنندگان در بازار که تولیدکننده و یا مبادله‌کننده دارایی‌های مالی هستند، تعریفی جامع‌تر از مشارکت‌کنندگان در بازار نیز داریم که ناظران و تنظیم‌کنندگان بازار مالی را نیز در بر می‌گیرد. ما مسئله تنظیم بازار را در فصل ۳ بررسی می‌کنیم.

#### جدول ۱-۱ خلاصه طبقه‌بندی بازارهای مالی

##### طبقه‌بندی بر اساس ماهیت حق مالی

بازار بدهی

بازار سرمایه

##### طبقه‌بندی بر اساس سررسید حق مالی

بازار پول

بازار سرمایه

##### طبقه‌بندی بر اساس مرحله انتشار

بازار اولیه

بازار ثانویه

##### طبقه‌بندی بر اساس واگذاری فوری یا واگذاری آتی

بازار نقدی یا آتی

بازار مشتقه

##### طبقه‌بندی بر اساس ساختار سازمانی

بازار حراج

بازار خارج از بورس

بازار از طریق واسطه



### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید

۱. سه کارکرد اقتصادی بازارهای مالی عبارت است از بهبود فرایند قیمت‌یابی، افزودن بر نقدینگی و کاهش هزینه‌های معاملات.
۲. راه‌های گوناگون برای طبقه‌بندی بازارهای مالی وجود دارد.
۳. مشارکت‌کنندگان در بازار عبارتند از خانوارها، واحدهای تجاری، دولت ملی، سازمان‌های وابسته به دولت ملی، دولت‌های ایالتی و محلی، مؤسسات فراملی و تنظیم ضابطان یا تنظیم‌کنندگان بازار.

### جهانی شدن بازارهای مالی

با جهانی شدن بازارهای مالی در سراسر دنیا، واحدهای اقتصادی‌ای که در هر کشور در طلب وجوه هستند، ناچار نیستند خود را به بازار داخلی محدود کنند. سرمایه‌گذاران یک کشور نیز نباید خود را به دارایی‌های مالی منتشرشده در بازار داخلی محدود کنند. عواملی که باعث یکپارچه شدن بازارهای مالی شده‌اند بدین‌قرارند: (۱) کاهش مقررات و آزاد نهادن بازار و فعالیت مشارکت‌کنندگان در بازار مراکز مالی عمده جهان، (۲) پیشرفت‌های تکنولوژیک در نظارت بر بازار جهانی، اجرای سفارش‌ها و تحلیل فرصت‌های مالی و (۳) تشدید روند نهادی شدن بازارهای مالی.

رقابت جهانی دولت‌ها را واداشته است که از جنبه‌های گوناگون بازارهای مالی خود را آزاد بگذارند تا واحدهای مالی آن‌ها بتوانند رقابتی مؤثر در سراسر جهان داشته باشند. ما درباره کاهش مقررات یا آزادسازی در فصل ۳ سخن خواهیم گفت.

پیشرفت‌های تکنولوژیک یکپارچگی و کارایی بازار مالی جهانی را افزایش داده است. پیشرفت وسایل ارتباطی، مشارکت‌کنندگان در بازار را در سراسر جهان به هم می‌پیوندد و در نتیجه می‌توان سفارش‌ها را در طول چند دقیقه به انجام رساند. پیشرفت تکنولوژی کامپیوتری همراه با پیشرفت شبکه ارتباطات، انتقال اطلاعات لحظه‌به‌لحظه درباره قیمت اوراق بهادار و دیگر اطلاعات ضروری را به سرمایه‌گذاران در اغلب نقاط جهان میسر کرده است. بنابراین، بسیاری از سرمایه‌گذاران می‌توانند بر بازار جهانی نظارت داشته باشند و در عین حال برآورد می‌کنند که این اطلاعات چه تأثیری بر وضع خطر/بازده بدره آن‌ها دارد. بهبود بنیادین در روش‌های کامپیوتری این امکان را فراهم



آورده که اطلاعات واقعی بروز شده را در جهت شناسایی فرصت برای آربیتراژ<sup>۱</sup> به کار گیرند. آن‌گاه که این فرصت‌ها شناخته شود، سیستم ارتباطات اجرای سریع سفارش‌ها برای بهره‌گیری از آن‌ها را فراهم می‌آورد.

بازارهای مالی ایالات متحد دیگر تحت تسلط سرمایه‌گذاران خرده‌پا نیست، بلکه نهادهای مالی بر آن‌ها دست یافته‌اند. مراد از سرمایه‌گذاران خرده‌پا افراد هستند. برای مثال، وقتی شما یا من سهمی عادی می‌خریم ما را سرمایه‌گذار خرده‌پا می‌نامند. نمونه‌هایی از نهادهای مالی بدین‌قرارند: صندوق بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۲</sup>، بانک‌های تجاری و مؤسسات پس‌انداز و وام. ما در قسمت سوم این کتاب این نهادهای مالی را توضیح می‌دهیم. در این کتاب این مؤسسات مالی را سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۳</sup> می‌نامیم.

این تعبیر در بازار مالی که سلطه سرمایه‌گذاران خرده‌پا بدل به غلبه مؤسسات مالی شده است، نهادی شدن<sup>۴</sup> بازارهای مالی خوانده می‌شود. این پدیده‌ای است که در دیگر کشورهای صنعتی نیز روی داده است. سرمایه‌گذاران نهادی، برخلاف سرمایه‌گذاران خرده‌پا، تمایل بیشتری دارند به این‌که وجوه موجود را به فراتر از مرزهای ملی انتقال دهند تا بدین‌ترتیب تنوع بدهی خود را بهبود بخشند و/یا از فرصت قیمت‌گذاری نامناسب دارایی‌های مالی در کشورهای بیگانه سود جویند. منافع بالقوه حاصل از تنوع بدهی که ملازم با سرمایه‌گذاری بین‌المللی است در بسیاری از بررسی‌ها به اثبات رسیده، و این بررسی‌ها توجه سرمایه‌گذاران را به سرمایه‌گذاری در سطح جهان جلب کرده است.<sup>۵</sup>

### طبقه‌بندی بازارهای مالی جهانی

اگرچه نظام یکنواختی برای طبقه‌بندی بازارهای مالی جهان وجود ندارد، در شکل ۱-۱ طرحی اجمالی از این طبقه‌بندی را مشاهده می‌کنید. از دیدگاه هر کشور، بازار مالی را می‌توان به دو بازار درونی و بازار برونی طبقه‌بندی کرد. بازار درونی را بازار ملی نیز

- |                            |                            |
|----------------------------|----------------------------|
| 1. arbitrage               | 2. mutual investment funds |
| 3. institutional investors | 4. institutionalisation    |

۵ برای مروری بر این بررسی‌ها رجوع کنید به:

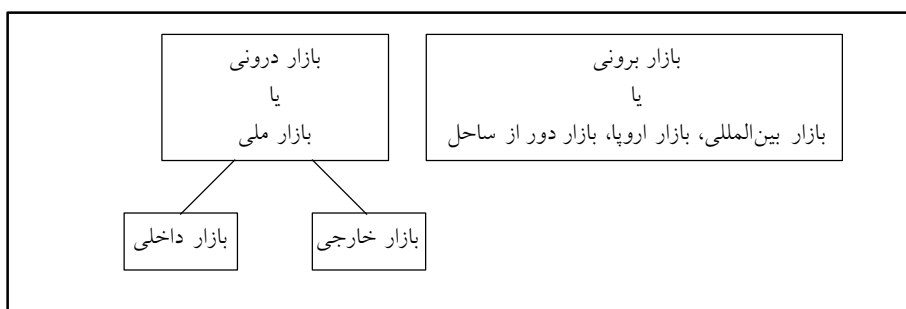
Bruno Solnik, *International instruments* (Reading, MA: Addison-Wesley 1988).

می‌نامند. این بازار را می‌توان به دو بخش تقسیم کرد: بازار داخلی و بازار خارجی. بازار داخلی بازاری است که در آن ناشران ساکن یک کشور اوراق بهادار منتشر می‌کنند و این اوراق مورد معامله قرار می‌گیرد.

بازار خارجی در هر کشور بازاری است که در آن اوراق بهادار ناشرانی که ساکن آن کشور نیستند نیز خرید و فروش می‌شود. مقررات ناظر بر انتشار اوراق بهادار خارجی، قواعدی است که مقامات ناظر به بازار سرمایه در کشوری که این اوراق در آنجا منتشر شده، برقرار می‌کنند. برای مثال، اوراق منتشر شده از سوی شرکت‌های غیر امریکایی در ایالات متحد باید از مقررات تعیین شده در قوانین ایالات متحد پیروی کند. شرکتی غیر ژاپنی که مایل است اوراق بهادار خود را در ژاپن منتشر کند، باید از قوانین ژاپن و مقررات وزارت دارایی ژاپن تبعیت کند. برای نامیدن انواع بازارهای خارجی نام‌های استعاره‌ای رواج یافته. مثلاً بازار خارجی در ایالات متحد بازار یانکی نام گرفته، بازار خارجی در ژاپن را بازار سامورایی و بازار خارجی در انگلستان را بازار بولدگ و بازار خارجی در هلند را بازار رامبراند و بازار خارجی در اسپانیا را بازار ماتادور می‌نامند.

بازار برونی که بازار بین‌المللی نیز نامیده می‌شود دادوستد اوراق بهادار با دو ویژگی متمایز را میسر می‌کند: (۱) اوراق به‌محض انتشار هم‌زمان در چند کشور عرضه می‌شوند و (۲) این اوراق خارج از حوزه قانونی یک کشور خاص انتشار می‌یابند. بازار برونی را در امریکا اغلب بازار دور از ساحل<sup>۱</sup> یا به‌گونه‌ای رایج‌تر بازار اروپا<sup>۲</sup> می‌نامند.<sup>۳</sup>

شکل ۱-۱ طبقه‌بندی بازارهای مالی جهانی



1. offshore market

2. Euromarket

۳. این طبقه‌بندی که یاد کردیم به هیچ‌روی پذیرش همگانی ندارد. برخی از ناظران بازار و فراهم‌کنندگان داده‌های آماری بازار برونی را شامل بازار خارجی و بازار اروپا می‌دانند.

### انگیزه استفاده از بازار خارجی و بازار اروپا

این که شرکتی بخواهد در جایی خارج از بازار داخلی وجوهی به دست آورد چند دلیل دارد. نخست در برخی کشورها شرکت‌های بزرگی که می‌خواهند مبالغ کلانی وجه به دست آورند، ممکن است راهی جز دریافت منابع مالی از بازار خارجی کشورهای دیگر یا از بازار اروپا نداشته باشند. این از آن روست که بازار داخلی این شرکت‌ها خواستار منابع مالی چندانی توسعه نیافته که بتواند تقاضای این شرکت را بنابر شرایط رقابت جهانی برآورده کند. دولت‌های کشورهای در حال توسعه از این بازارها در تأمین وجوه برای آن دسته از شرکت‌های دولتی که خصوصی می‌شوند استفاده می‌کنند.

دلیل دوم این است که احتمالاً فرصت تأمین مالی با هزینه کم‌تر از هزینه بازار داخلی وجود دارد، هر چند که با یکپارچه شدن بازار سرمایه در سراسر جهان، این فرصت‌ها رفته‌رفته از میان می‌رود. با این همه هنوز نواقصی در بازار سرمایه در سراسر جهان وجود دارد که کاهش هزینه تأمین مالی را ممکن می‌سازد. دلایل این نواقص را در این کتاب بررسی می‌کنیم. دلیل آخر در استفاده از بازار خارجی یا بازار اروپا این است که ناشر می‌خواهد منابع تأمین مالی خود را متنوع بخشد تا بدین ترتیب از اتکای به سرمایه‌گذاران داخلی بکاهد. نشریه کورپوریت فاینانسینگ ویک<sup>۱</sup> از مدیران مالی چند شرکت چندملیتی پرسید که چرا برای به دست آوردن وجوه به بازار غیرداخلی روی می‌آورند<sup>۲</sup>. دلایلی که آن‌ها آوردند دقیقاً همان دلایلی بود که ما پیش از این یاد کردیم. برای مثال، مدیر امور مالی جنرال موتور گفت که هدف این شرکت از روی آوردن به بازار اوراق قرضه اروپایی (که در فصل ۲۱ بررسی خواهد شد) این است که «منابع تأمین وجوه را تنوع بخشد و سرمایه‌گذاران جدیدی را جذب کند و به منابع مالی با هزینه برابر، اگر نه ارزان‌تری دست یابد.» مدیر شرکت سیرز<sup>۳</sup> تأکید کرد که «این شرکت خط‌مشی درازمدت برای ایجاد تنوع جغرافیایی در منابع مالی و در ابزارهای مالی دارد تا از اتکا به یک بازار به‌خصوص بپرهیزد، حتی اگر هزینه این تنوع بیشتر باشد.» او اضافه کرد «شرکت سیرز برای آن‌که در بازار بین‌المللی حضور داشته باشد هر سه سال یک‌بار به انتشار اوراق دست می‌زند.»

1. Corporate Financing Week

2. Victoria Keefe, "Companies Issue Overseas for Diverse Reasons, *Corporate Financing Week*, Nov. 25, 1991, special supplement. pp. 1-9.

3. Sears

در بررسی شورای اقتصاد کانادا دربارهٔ وام‌گیرندگان کانادایی که وجوه لازم را خارج از کانادا تأمین می‌کردند، ۸۵٪ درصد آنان هزینه کم‌تر تأمین مالی را دلیل اصلی دانستند.<sup>۱</sup> دلایل دیگر شرکت‌کنندگان در این بررسی چنین بود: تنوع بخشیدن به منابع مالی (۵۰٪)، سهولت وام گرفتن وجوه (۳۷٪)، حضور شرکت تابعه، شرکت مادر و یا شرکت وابسته در کشور دیگری که از آن‌جا وام گرفته شده (۴۳٪)، توان جذب سرمایه‌گذاران جدید (۳۰٪) و تبلیغ نام شرکت (۳۰٪).

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامهٔ مطلب بدانید:

۱. سه عامل عمده که بازارهای مالی را در سراسر جهان یکپارچه کرده‌اند.
۲. مقصود از نهادی کردن بازارهای مالی چیست.
۳. مقصود از بازار درونی (یا بازار ملی)، بازار داخلی، بازار خارجی، و بازار برونی (یا بازار بین‌المللی، بازار دور از ساحل یا بازار اروپا) چیست.
۴. انگیزه‌های شرکت‌ها در تأمین وجوه خارج از بازار ملی چیست.

### بازار اوراق مشتقه

تا این‌جا بحث ما دربارهٔ بازارهای نقدی برای دارایی‌های مالی بود. در برخی قراردادهای دارندهٔ قرارداد یا ناچار است و یا این حق را دارد که یک دارایی مالی را در زمانی در آینده بخرد یا بفروشد. قیمت این‌گونه قراردادها از قیمت آن دارایی مالی مشتق می‌شود. از این روست که این قراردادها را اوراق مشتقه می‌نامند.

### انواع اوراق مشتقه

دو گونهٔ اصلی اوراق مشتقه قراردادهای آتی/آینده<sup>۲</sup> و قراردادهای اختیار معامله<sup>۳</sup> هستند. قرارداد آتی یا آینده موافقت‌نامه‌ای است که به موجب آن طرفین موافقت

۱. گزارشی که برای شورای اقتصاد کانادا تهیه شد:

A. Nigam, *Canadian Corporation and Government, Financial Innovation and International Capital Markets*, 1989.

2. future/forward contracts

3. option contracts

می‌کنند که معامله بر سر یک دارایی مالی را بنا بر قیمتی از پیش تعیین شده در زمانی مشخص در آینده انجام دهند. یک طرف با خرید دارایی مالی و طرف دیگر با فروش دارایی مالی موافقت می‌کند. هر دو طرف موظف به اجرای قرارداد هستند و هیچ‌یک از آن‌ها نباید کارمزدی مطالبه کنند. تفاوت میان قرارداد آتی و قرارداد آینده در فصل ۲۵ بیان شده است.

قرارداد اختیار معامله، به دارنده قرارداد اختیار می‌دهد، اما او را موظف نمی‌کند، که یک دارایی مالی را به قیمتی مشخص از طرف دیگر بخرد یا به او بفروشد. خریدار قرارداد باید مبلغی به فروشنده بپردازد که آن را قیمت اختیار یا حق شرط<sup>۱</sup> می‌گویند. آن‌گاه که اختیار معامله به دارنده اختیار این حق را می‌دهد که از طرف دیگر دارایی مالی بخرد، این اختیار را اختیار خرید<sup>۲</sup> گویند. اگر اختیار به دارنده اختیار این حق را بدهد که دارایی مالی را به طرف دیگر بفروشد این اختیار را اختیار فروش<sup>۳</sup> خوانند. در فصل ۲۶ بحثی جامع‌تر درباره اختیار معامله داریم.

اوراق مشتقه به دارایی‌های مالی محدود نمی‌شوند. برخی اوراق مشتقه به کالاها و فلزات گرانبها مربوط می‌شوند. اما تأکید ما در این کتاب بر آن اوراق مشتقه است که از دارایی‌های مالی از جمله شاخص سهام یا نرخ بهره و ارزش خارجی مشتق شده‌اند. علاوه بر این، اوراق مشتقه‌ای وجود دارند که سببی از قراردادهای آتی یا قراردادهای اختیار معامله هستند. این اوراق عبارتند از قراردادهای معاوضه<sup>۴</sup>، قراردادهای سقف<sup>۵</sup> و قراردادهای کف<sup>۶</sup> که در فصل ۲۹ درباره آن‌ها سخن خواهیم گفت.

### نقش اسناد مشتقه

قراردادهای مشتقه راهی کم‌هزینه برای مهار کردن برخی خطرهای عمده در اختیار ناشر اوراق و سرمایه‌گذار قرار می‌دهد. ما این خطرها را در فصل‌های بعد توضیح خواهیم داد، اما در این جا سه مثال می‌آوریم که نیاز به قراردادهای مشتقه را به روشنی تصویر می‌کنند.

۱. فرض کنید جنرال موتور قصد دارد وام بانکی به مبلغ ۱۰۰ میلیون دلار به مدت دو ماه از امروز دریافت کند. خطر اصلی در این جا این است که دو ماه دیگر نرخ بهره

1. option price

2. call option

3. put option

4. swaps

5. caps

6. floors

بالاتر از امروز خواهد بود. اگر نرخ بهره فقط یک درصد بالا برود، جنرال موتور ناچار خواهد بود ۱ میلیون دلار بهره سالانه بیش تر بپردازد. بنابراین، روشن است که ناشر/وامگیرنده خواستار راهی برای مقابله با این افزایش نرخ بهره است.

۲. صندوق بازنشتگی آی. بی. ام. بدروه‌ای دارد متشکل از سهام عادی تعداد زیادی از شرکت‌ها. (ما نقش صندوق بازنشتگی را در فصل ۹ توضیح می‌دهیم، فعلاً نکته مهمی که باید در ذهن داشت این است که صندوق بازنشتگی باید پرداخت‌های دوره‌ای به ذی‌نفعان طرح داشته باشد.) فرض کنید صندوق بازنشتگی می‌داند که در تاریخ دو ماه از امروز می‌باید سهام موجود در بدره خود را بفروشد تا ۲۰ میلیون دلار به بازنشتگان بدهد. خطری که صندوق بازنشتگی آی. بی. ام. با آن روبه‌رو است، این است که در تاریخ دو ماه از امروز که سهام به فروش می‌رسد، قیمت اغلب سهام یا همه آن‌ها پایین‌تر از امروز خواهد بود. اگر قیمت سهام به‌راستی سقوط کند، صندوق بازنشتگی ناچار است برای رسیدن به ۲۰ میلیون دلار سهام بیش‌تری بفروشد. بنابراین، سرمایه‌گذارانی چون این صندوق، با خطر کاهش قیمت سهام روبه‌رو هستند و می‌خواهند در برابر این خطر مصون شوند.

۳. فرض کنید شرکت سیرز می‌خواهد اوراق قرضه‌ای در سوییس منتشر کند و قرار است پرداخت‌های دوره‌ای این شرکت به دارندگان اوراق قرضه به پول کشور سوییس یعنی فرانک باشد. مقدار دلاری که شرکت سیرز باید بپردازد تا برای پرداخت‌هایی که تعهد کرده، فرانک به دست آورد، به نرخ مبادله ارز در زمان این پرداخت‌ها بستگی دارد. برای مثال، فرض کنید در زمانی که سیرز تصمیم به انتشار اوراق قرضه می‌گیرد، نرخ مبادله چنان است که ۱ دلار معادل با ۱/۵ فرانک می‌شود. بنابراین، سیرز برای هر ۷/۵ میلیون فرانک که قرار است به دارندگان اوراق قرضه بدهد، باید ۵ میلیون دلار بپردازد. اگر در موعدهی که قرار است پرداخت به فرانک انجام شود ارزش دلار نسبت به فرانک پایین بیاید، سیرز ناچار است دلار بیش‌تری برای انجام تعهد خود بپردازد. برای مثال، اگر در زمان پرداخت ۱ دلار برابر با ۱/۲۵ فرانک بشود، سیرز ناچار است برای پرداخت ۷/۵ میلیون فرانک ۶ میلیون دلار بپردازد. این مبلغ یک میلیون دلار بیش‌تر از زمانی است که سیرز اوراق را منتشر کرده بود. ناشر/وامگیرنده که وجوه را به صورت ارز کشور دیگر به دست می‌آورد با این خطر روبه‌روست.

اوراق مشتقه‌ای که در بخش نهم این کتاب توضیح می‌دهیم می‌تواند برای حذف یا کاهش خطرهایی که برشمردیم مورد استفاده وام‌گیرندگان (در این مثال جنرال موتور و





سپرز) و سرمایه‌گذاران (صندوق بازنشستگی آی. بی. ام.) قرار گیرد. چنان‌که در فصل‌های بعد خواهیم دید برای هر دارایی مالی واحد، بازارهای اوراق مشتقه سه امتیاز نسبت به بازار نقدی (فوری) دارند. نخست، با توجه به نوع اوراق مشتقه، انجام معامله در بازار مشتقه به‌منظور تعدیل خطری که بدره سرمایه‌گذاران با آن روبه‌روست، هزینه کم‌تری از انجام این معامله در بازار نقدی دارد. دوم، معاملات در بازار مشتقه سریع‌تر انجام می‌گیرند تا در بازار خود اوراق اصلی. سوم، برخی بازارهای مشتقه می‌توانند معاملات دلاری بزرگ‌تری را بدون تأثیر نامناسب بر قیمت اوراق مشتقه جذب کنند، یعنی بازار مشتقه می‌تواند نقدینگی بیش‌تری از بازار نقدی داشته باشد.

نکته اساسی در این جا این است که اوراق مشتقه نقش اساسی در بازار مالی جهانی دارند. متأسفانه عامه مردم سوگناه ناظران بازار سرمایه و قانون‌گذاران - بازار مشتقه را تنها وسیله‌ای برای سفته‌بازی (یعنی قمار قانونی) به‌شمار می‌آورند. بدون وجود اوراق مشتقه و بازاری برای دادوستد آنها، نظام مالی جهان یکپارچگی امروزی را نمی‌داشت.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. دو گونه اصلی اوراق مشتقه: قراردادهای آتی/آینده و قراردادهای اختیار معامله.
۲. نقش اقتصادی عمده اوراق مشتقه.
۳. امتیازات بالقوه استفاده از اوراق مشتقه به جای ابزار بازار نقدی.

#### خلاصه

در این فصل نقش دارایی مالی و بازار مالی را بیان کردیم. دارایی مالی (ابزار مالی یا اسناد بهادار) حق برخورداری از جریان نقدی که ناشر اوراق می‌پردازد و نیز برخورداری از ارزش تصفیۀ<sup>۱</sup> دارایی را اعطا می‌کند. این حق (یا مطالبه) می‌تواند حق سرمایه یا حق بدهی باشد. قیمت هر دارایی مالی برابر است

1. liquidation value

با ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار. به علت عدم قطعیت جریان نقدی حاصل از دارایی مالی، چه برحسب ارزش اسمی پول و چه ارزش تعدیل شده برای تورم، سرمایه‌گذاری در دارایی مالی ملازم با خطر است. دو کارکرد اقتصادی عمده دارایی مالی بدین‌قرار است (۱) انتقال وجوه از کسانی که پول اضافی برای سرمایه‌گذاری دارند به کسانی که برای سرمایه‌گذاری در دارایی مشهود به پول نیازمندند و (۲) انتقال این وجوه به شیوه‌ای که خطر ملازم با دارایی مشهود، میان متقاضیان و عرضه‌کنندگان وجوه تقسیم شود.

بازارهای مالی نیز سه کارکرد دارند که بر کارکرد خود دارایی‌های مالی افزوده می‌شود: (۱) این بازارها سازوکاری برای تعیین قیمت (یا به جای آن بازده مورد انتظار) دارایی‌های مالی فراهم می‌کنند، (۲) این بازارها نقدینگی دارایی‌ها را بیش‌تر می‌کنند و (۳) این بازارها هزینه مبادله دارایی‌ها را کاهش می‌دهند. هزینه‌های ملازم با معاملات عبارتند از هزینه جست‌وجو و هزینه اطلاعات.

طبقه‌بندی بازارهای مالی راه‌های گوناگون دارد: بازار پولی (یا کوتاه‌مدت) در برابر بازار سرمایه، بازار بدهی در برابر بازار سهام، بازار اولیه در برابر بازار ثانویه، و بازار نقدی در برابر بازار اوراق مشتقه. طبقه‌بندی دیگر بر اساس نوع ساختار سازمانی است: بازار حراج در برابر بازار خارج از بورس و در برابر بازار از طریق واسطه.

یکپارچگی فزاینده بازار مالی در سراسر جهان را می‌توان نتیجه سه عامل دانست: (۱) حذف مقررات یا آزاد نهادن بازارهای مالی عمده (آزادسازی بازار و نهادها)؛ (۲) پیشرفت در وسایل ارتباطی و تکنولوژی کامپیوتری؛ و (۳) نهادی شدن بازار مالی. بازارهای مالی جهانی را می‌توان چنین طبقه‌بندی کرد: بازار ملی کشور که تشکیل می‌شود از بازار داخلی و بازار خارجی، و بازار برونی کشور (بازار کشورهای خارجی یا بازار اروپا).

اوراق مشتقه قراردادی است که ارزش آن به ارزش دارایی مالی مربوطه بستگی دارد. کارکرد اقتصادی عمده اوراق مشتقه ارائه راه برای مهار کردن خطر است. بازار اوراق مشتقه سه امتیاز بر بازار نقدی دارد: (۱) هزینه کم‌تر معاملات، (۲) سرعت بیش‌تر در اجرای معاملات، و (۳) نقدینگی بیش‌تر.

**دارایی (asset):** به طور کلی، هر مایملکی که دارای ارزش مبادله باشد. اختیار خرید (call option): حقی که به دارنده آن این اختیار را می‌دهد که یک دارایی مالی را از طرف دیگر بخرد.

**بازار سرمایه (capital market):** بازار مالی برای ابزار سرمایه و نیز ابزار بدهی با سررسید بیش از یک سال.

**ابزار بدهی (debt instruments):** حق (یا دعوی) مالک دارایی مالی که به مبلغ ثابت پول باشد. وام و اوراق قرضه از نمونه‌های اسناد بدهی هستند. خطر نکول (یا خطر اعتباری) (default risk): این خطر که ناشر یا وام‌گیرنده از انجام تعهد خود سر باز زند.

**ابزار مشتقه (derivative instruments):** قراردادی که دارنده‌اش را موظف یا مختار می‌کند که دارایی مالی را در زمانی در آینده بخرد یا بفروشد. نمونه‌های آن قرارداد آتی و قرارداد اختیار معامله است.

**بازار داخلی (domestic market):** یکی از طبقه‌بندی‌های بازار مالی جهانی. این بازار مالی یک کشور است که ناشران مقیم آن کشور اوراق بهادار را در آن منتشر می‌کنند و آن اوراق در این بازار دادوستد می‌شوند. این بازار بخشی از بازار درونی یا ملی است.

**ابزار سرمایه (equity instruments):** دارایی مالی که در آن ناشر تعهد می‌کند به دارنده این حق مبلغی بر اساس عایدی، اگر عایدی وجود داشته باشد، پردازد، البته بعد از آن که حق دارنده اسناد بدهی پرداخت شده باشد. نمونه‌ای از این ابزار سهام عادی است.

**بازار برونی (یا بازار بین‌المللی، بازار ماورای بحار یا بازار اروپا) (external market):** طبقه‌بندی بازار مالی جهانی. این بازار مالی شامل اوراق بهاداری با این خصوصیات است: (۱) این اسناد به هنگام انتشار و هم‌زمان در چند کشور در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و (۲) این اسناد خارج از محدوده قانونی یک کشور واحد منتشر می‌شود.

**دارایی مالی (یا دارایی نامشهود) (financial asset):** دارایی‌ای که نماینده حق قانونی در مورد منفعت آتی است. اصطلاحات دارایی مالی، ابزار مالی و اوراق بهادار به



جای هم به کار می‌روند.

**بازار مالی (financial market):** بازاری که دارایی‌های مالی در آن مبادله (دادوستد) می‌شوند.

**ابزار با درآمد ثابت (fixed income instrument):** اسناد بدهی و سهام ممتاز که مبلغی ثابت به پول می‌پردازند.

**خطر ارز خارجی (foreign-exchange risk):** مربوط است به آن دارایی مالی که جریان نقدی آن برحسب پول داخلی نیست؛ این خطر وجود دارد که نرخ مبادله به ضرر این پول تغییر کند و در نتیجه دارنده مبالغ کمتری از این پول (مثلاً ریال) دریافت کند.

**بازار خارجی (foreign market):** طبقه‌بندی بازار مالی جهانی. این بازار مالی یک کشور است که در آن اوراق بهادار ناشرانی که در آن کشور ساکن نیستند به فروش می‌رسد و دادوستد می‌شود. این بازار بخشی از بازار درونی یا ملی است.

**هزینه‌های اطلاعات (information costs):** هزینه‌های صرف‌شده در برآورد ارزش دارایی مالی.

**بازار درونی (یا بازار ملی) (internal market):** طبقه‌بندی بازار مالی جهانی. این بازار را می‌توان به دو بخش تقسیم کرد: بازار داخلی و بازار خارجی.

**بازار پول (money market):** بازار مالی برای اسناد بدهی کوتاه‌مدت.

**فرایند قیمت‌یابی (price discovery process):** یکی از عملکردهای اقتصادی بازار مالی که نشان می‌دهد منابع مالی اقتصاد چگونه باید میان دارایی‌های مالی تقسیم شود.

**خطر قدرت خرید (یا خطر تورم) (purchasing power risk):** خطر مربوط به قدرت خرید بالقوه جریان نقدی مورد انتظار.

**هزینه‌های تحقیق (search costs):** هزینه‌های صرف‌شده دریافتن طرف معامله.

**بازار ثانویه (secondary market):** بازاری که اوراق بهادار موجود بین سرمایه‌داران دادوستد می‌شود.

**بازار آنی (یا بازار نقدی) (spot market):** بازاری که در آن دارایی مالی برای واگذاری فوری مبادله می‌شود.

**دارایی مشهود (tangible asset):** دارایی‌ای که ارزش آن به برخی خصوصیات ظاهری‌اش بستگی دارد مثل ساختمان، زمین یا ماشین‌آلات.

۱. تفاوت دارایی مالی و دارایی مشهود چیست؟
  ۲. تفاوت میان حق دارنده اسناد بدهی ایران خودرو و ادعای سهامدار آبسال در چیست؟
  ۳. الف. اصل اساسی در تعیین قیمت دارایی مالی کدام است؟ ب. چرا ویژگی‌های ناشر در تعیین قیمت دارایی مالی اهمیت دارد؟
  ۴. دو نقش عمده دارایی مالی چیست؟
  ۵. در سپتامبر ۱۹۹۰، اداره ارزیابی تکنولوژی وابسته به کنگره ایالات متحد، یک بررسی با عنوان «رونق و رکود در بازار الکترونیک: بازارهای اوراق بهادار و تکنولوژی اطلاعات» در امریکا انجام داد و در آن چنین اظهار نظر کرد:
۱. بازارهای اوراق بهادار در اقتصاد سرمایه‌داری پنج عملکرد عمده دارند:
    ۱. دستیابی به سرمایه را برای سازمان‌های دولتی و شرکت‌های خصوصی میسر می‌کنند.
    ۲. در تخصیص سرمایه به مقاصد تولید مؤثر هستند.
    ۳. برای مردم فرصتی فراهم می‌کنند که با سرمایه‌گذاری در آنها پس‌انداز خود را بیش‌تر کنند.
    ۴. پیش‌بینی سرمایه‌گذار از ظرفیت بالقوه درآمدسازی شرکت را انتشار می‌دهند و بدین‌ترتیب رهنمودی به مدیران شرکت می‌دهند.
    ۵. اشتغال و درآمد ایجاد می‌کنند.
  - توضیح دهید که بازار مالی (یا چنان‌که در بررسی کنگره آمده بازار اوراق بهادار) چگونه هریک از این عملکردها را به انجام می‌رساند.
  ۶. تفاوت میان هریک از موارد زیر را توضیح دهید:
    - الف. بازار پول و بازار سرمایه
    - ب. بازار اولیه و بازار ثانویه
    - ج. بازار داخلی و بازار خارجی
    - د. بازار ملی و بازار اروپایی
  ۷. دلایل روند یکپارچگی بازار مالی در سراسر جهان را برشمرد.

۸. «نهادی شدن» بازار سرمایه چه معنایی دارد؟
۹. الف. دو نوع اصلی ابزار مشتقه کدام‌اند؟ ب. درباره این گفته نظر دهید: «بازار ابزار مشتقه چیزی نیست مگر قمارخانه‌های قانونی و هیچ عملکرد اقتصادی ندارد.»





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## فصل دوم

# واسطه‌های مالی و نوآوری‌های مالی

### هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- فعالیت اقتصادی نهادهای مالی.
- نقش واسطه‌های مالی.
- تفاوت میان سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم.
- واسطه‌های مالی چگونه سررسید بدهی‌ها را تغییر می‌دهند و سپرده‌گذاران کوتاه‌مدت و وام‌گیرندگان نهایی بلندمدت را به آن چه می‌خواهند می‌رسانند.
- واسطه‌های مالی چگونه تنوع را به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کنند و خطر سرمایه‌گذاری آنان را کاهش می‌دهند.
- راهی که واسطه‌های مالی برای کاهش هزینه‌های دستیابی به اطلاعات و بستن قرارداد با وام‌گیرندگان نهایی برمی‌گزینند.
- ماهیت مدیریت واسطه‌های مالی بر دارایی‌ها و بدهی‌ها.
- چگونه است که نهادهای مالی متفاوت آگاهی و اطمینان متفاوتی درباره مقدار و زمان و جریان نقدی بدهی‌های خود دارند.
- چرا نهادهای مالی به نقدینگی توجه دارند.
- دلایل عمده برای نوآوری مالی.
- ماهیت تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی.
- نقش محوری واسطه‌های مالی در تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها.
- منابع تبدیل به اوراق بهادار کردن برای ناشران، سرمایه‌گذاران، بازارهای مالی و وام‌گیرندگان.







abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

در این فصل چند هدف را پی می‌گیریم. نخست معرفی واسطه‌های مالی<sup>۱</sup> است. واسطه‌ها عبارت‌اند از بانک‌های تجاری، مؤسسات پس‌انداز و وام، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی. مهم‌ترین دستاورد این واسطه‌ها هدایت جریان مداوم و به نسبت کم‌هزینه منابع مالی از پس‌اندازکنندگان به سوی مصرف‌کننده نهایی یا سرمایه‌گذار است. هر اقتصاد مدرن واسطه‌هایی دارد که عملکردهای مالی عمده را برای افراد، خانوارها، شرکت‌ها، بنگاه‌های کوچک و جدید و دولت‌ها بر عهده می‌گیرند. آلمان دارای بانک‌های تجاری بزرگ و منطقه‌ای و نیز بانک‌های پس‌انداز و تعاونی‌های اعتباری است. ژاپن بانک‌هایی با شعبه‌هایی در سراسر کشور دارد و نیز دارای بانک‌های محلی و بانک‌های امانی<sup>۲</sup> است که تخصص آن‌ها در پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران انگلیسی و ایتالیایی می‌توانند از میان تعداد زیادی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، دلخواه خود را انتخاب کنند.

هدف دوم این فصل بیان ماهیت پویای نهادهای مالی معاصر است. ما در عصری زندگی می‌کنیم که ویژگی آن آهنگ بسیار سریع نوآوری مالی است. این نوآوری در عین حال که بازتاب دو رویداد مهم در جهان امروز است، واکنشی در برابر آن‌ها نیز هست. این دو رویداد عبارتند از: ابداع سیستم پیشرفته ارتباطات راه دور و تکنولوژی کامپیوتری و جهانی شدن فعالیت تجاری، خاصه فعالیت مالی. کل این کتاب، به یک معنی، رساله‌ای درباره نوآوری مالی است. در این فصل مروری فشرده بر دلایل نوآوری و منافع آن خواهیم داشت.

1. financial intermediary      2. trust bank



سرانجام، این فصل توجه خواننده را به نوعی خاص از نوآوری که در نهادهای مالی ریشه دارد جلب می‌کند. این نوآوری فرایندی است که از طریق آن واسطه‌های مالی دارایی‌های سنتی (وام‌های اتوموبیل، وام‌های رهنی و نظایر آن) را یک‌کاسه می‌کند و اوراق بهاداری را با پشتوانه این وام‌های تجمیع‌شده در بازار سرمایه می‌فروشند. این فرایند «تبدیل به اوراق بهادار کردن»<sup>۱</sup> امروز بر انواع نهادها و دارایی‌های مالی اثر می‌گذارد و همه مراکز فعالیت اقتصادی در جهان را زیر سلطه خود می‌گیرد. دیری نخواهد پایید که سرمایه‌گذاران این امکان را می‌یابند که اوراق قرضه‌ای بر مبنای وام‌های اتوموبیل اعطایی در هند، وام‌های کشاورزی اعطایی در لهستان، وام‌های کارت اعتباری در فرانسه، و وام‌های خرید کامیون اعطایی در (مثلاً) روسیه خریداری کنند. بی‌تردید این تحولی شگفت‌انگیز است که شناختی دقیق را طلب می‌کند.

## نهادهای مالی



واحدهای تجاری شامل بنگاه‌های مالی و بنگاه‌های غیرمالی می‌شود. بنگاه غیرمالی کالا (مثل اتوموبیل، فولاد، کامپیوتر) تولید می‌کنند و/یا خدمات غیرمالی (مثل حمل‌ونقل، خدمات عمومی و برنامه‌ریزی کامپیوتر) عرضه می‌کنند. بنگاه‌های مالی که نام رایج‌تر آن‌ها **نهادهای مالی** است، خدماتی ارائه می‌کنند که به یک یا چند مورد زیر مربوط می‌شود:

۱. تبدیل دارایی‌های مالی به دست‌آمده از طریق بازار به نوعی متفاوت از دارایی که ارجحیت بیش‌تر دارد و این تعهدات آن نهاد را تشکیل می‌دهد. این کاری است که **واسطه‌های مالی** بر عهده می‌گیرند که خود مهم‌ترین نوع نهادهای مالی هستند.
۲. مبادله دارایی‌های مالی به نیابت از سوی مشتریان.
۳. مبادله دارایی‌های مالی به حساب خود.
۴. کمک به ایجاد دارایی‌های مالی برای مشتریان و آنگاه فروش آن دارایی‌ها به دیگر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه.
۵. ارائه مشورت درباره سرمایه‌گذاری به دیگر مشارکت‌کنندگان در بازار.
۶. مدیریت بدنه دیگر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه.

1. asset securitization

واسطه‌های مالی عبارتند از نهادهای سپرده‌پذیر (بانک‌های تجاری، مؤسسات پس‌انداز و وام، بانک‌های پس‌انداز، و اتحادیه‌های اعتباری) که بخش عمدهٔ وجوه خود را از طریق ارائهٔ بدهی خود به مردم و بیش‌تر به شکل سپرده به دست می‌آورند؛ شرکت‌های بیمه (بیمهٔ سوانح، بیمهٔ عمر، بیمهٔ اموال)؛ صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های تأمین مالی. نهادهای سپرده‌پذیر را در فصل ۴ بررسی می‌کنیم. سایر واسطه‌های مالی در فصل‌های ۷ تا ۹ بررسی می‌شوند.

خدمات دوم و سوم در فهرست بالا، عملکرد کارگزاران<sup>۱</sup> و معامله‌گران<sup>۲</sup> است که در فصل‌های ۱۴ و ۱۵ به آن‌ها خواهیم پرداخت. خدمات نوع چهارم را پذیرهنویسی می‌نامند. معمولاً نهادی مالی که خدمت پذیرهنویسی را بر عهده می‌گیرد خدمات کارگزاری/معامله‌گری را هم عرضه می‌دارد.

برخی از بنگاه‌های غیرمالی شعباتی دارند که خدمات مالی عرضه می‌کند. برای مثال، برخی بنگاه‌های تولیدی بزرگ شرکت‌های تابعی دارند که برای مشتریان شرکت اصلی خدمات تأمین مالی را بر عهده می‌گیرد. این نهادهای مالی را شرکت‌های مالی وابسته<sup>۳</sup> می‌نامند. مثلاً جنرال الکتریک شرکت تابعه‌ای دارد که خدمات مالی انحصاری به شرکت مادر ارائه می‌کند و نام آن، شرکت سهامی جنرال موتورز اکسپتنس<sup>۴</sup> می‌باشد.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامهٔ مطلب بدانید:

۱. خدماتی که نهادهای مالی عرضه می‌کنند.
۲. نقش ویژهٔ واسطهٔ مالی آن‌گاه که دارایی‌های اخذشده از مشتریان یا بازار را به بدهی‌های خود تبدیل می‌کند.

#### نقش واسطه‌های مالی

چنان‌که دیدیم واسطه‌های مالی از طریق نشر حق مالی بر عهدهٔ خودشان و عرضهٔ آن‌ها به مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه، پول به دست می‌آورند و آن‌گاه این وجوه را

1. brokers

2. dealers

3. captive finance companies

4. General Motors Acceptance Corporation

سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاری این واسطه‌های مالی - یعنی دارایی‌های آن‌ها - ممکن است به صورت وام و/یا اوراق بهادار باشد. این سرمایه‌گذاری را سرمایه‌گذاری مستقیم می‌نامند. مشارکت‌کنندگان در بازار که دارندهٔ حق مالی صادرشده به وسیلهٔ واسطه‌های مالی‌اند، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم کرده‌اند.

با دو مثال این نکته را روشن می‌کنیم. بیش‌تر خوانندگان این کتاب با عملکرد بانک تجاری آشنا هستند. بانک‌های تجاری سپرده می‌پذیرند و می‌توانند وجوه به دست آمده را به مصرف‌کنندگان و بنگاه‌ها وام دهند. این سپرده‌ها تعهدات بانک‌های تجاری‌اند و در عین حال دارایی مالی هستند که به سپرده‌گذاران تعلق دارد. وام نمایندهٔ تعهد واحد وام‌گیرنده و دارایی مالی بانک تجاری است. بانک تجاری سرمایه‌گذاری مستقیمی در واحد وام‌گیرنده انجام داده و سپرده‌گذار در واقع سرمایه‌گذاری غیرمستقیمی در واحد وام‌گیرنده داشته است.

برای مثال دوم شرکت سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرید، یعنی واسطهٔ مالی‌ای را که در فصل ۸ به آن خواهیم پرداخت. این واسطه وجوه مشارکت‌کنندگان در بازار را یک‌کاسه می‌کند و این وجوه را برای خرید بده‌ای از اوراق بهادار نظیر سهام و اوراق قرضه به کار می‌برد. سرمایه‌گذارانی که وجوه خود را در اختیار شرکت سرمایه‌گذاری می‌نهند حق مالی به صورت سهام دریافت می‌کنند که به سرمایه‌گذار حق می‌دهد سهمی به نسبت سرمایه از درآمد بده را دریافت کند. این حق مالی به صورت سهام را شرکت سرمایه‌گذاری منتشر می‌کند. بدهٔ دارایی‌های مالی متعلق به شرکت سرمایه‌گذاری نشانهٔ سرمایه‌گذاری مستقیم این شرکت است. کسانی که در شرکت سرمایه‌گذاری سرمایه نهاده‌اند، با دریافت حق مالی بر عهدهٔ شرکت سرمایه‌گذاری به صورت سهام در واقع دست به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم زده‌اند.

پیش از این تأکید کردیم که واسطه‌های مالی نقش عمده‌شان این است که آن دارایی‌های مالی را که برای مردم مطلوبیت کم‌تر دارند به دارایی‌های مالی دیگری بدهی‌های خود - تبدیل کنند که مردم آن‌ها را ترجیح می‌دهند. این تبدیل دست‌کم یکی از چهار عملکرد اقتصادی را ضروری می‌کند: (۱) وساطت در انطباق سررسیدها، (۲) کاهش خطر از طریق تنوع بخشیدن، (۳) کاهش هزینه‌های معاملات و پردازش اطلاعات، و (۴) ایجاد مکانیسم پرداخت. هر چهار عملکرد را در این جا توضیح می‌دهیم.

## وساطت در انطباق سررسیدها<sup>۱</sup>

در مثالی که از بانک تجاری آوردیم باید به دو نکته توجه کرد. سررسید دست‌کم بخشی از سپرده‌های پذیرفته‌شده معمولاً کوتاه‌مدت است. برای مثال، برخی از سپرده‌ها به محض تقاضا یا عندالمطالبه پرداختنی است. سایر سپرده‌ها سررسیدی خاص خود دارند که اغلب کم‌تر از دو سال است. دوم، سررسید وامی که بانک تجاری اعطا می‌کند، ممکن است درازتر از دو سال باشد. اگر بانک تجاری در میان نباشد وام‌گیرنده ناچار خواهد شد با دوره‌ای کوتاه‌تر وام بگیرد، یا بکوشد بنگاهی بیابد که آماده است برای دوره‌ای که او مناسب می‌داند وام بدهد، و/یا سرمایه‌گذارانی که در بانک سپرده نهاده‌اند و جوه خود را به زمانی درازتر از آنچه می‌خواهند متعهد می‌کنند. بانک تجاری با نشر حق مالی خود در اصل دارایی درازمدت‌تر را به دارایی کوتاه‌مدت تبدیل می‌کند و این کار با اعطای وام به وام‌گیرنده برای طول زمانی مورد انتظار و واگذاری دارایی مالی با چشم‌انداز سرمایه‌گذاری مطلوب به سرمایه‌گذار/سپرده‌گذار انجام می‌پذیرد. این عملکرد واسطه مالی را وساطت در انطباق سررسیدها می‌نامند.

وساطت برای انطباق سررسیدها دو پی‌آمد برای بازارهای مالی دارد. نخست، این وساطت دامنه گزینش سرمایه‌گذاران را در مورد سررسید سرمایه‌گذاری‌هایشان وسعت می‌دهد؛ وام‌گیرندگان نیز حق گزینش بیش‌تری در مورد طول زمان تعهدات بدهی خود خواهند داشت. دوم، از آن‌جا که سرمایه‌گذاران طبیعتاً مایل نیستند وجوه خود را برای دوره زمانی بلند درگیر کنند، آنان از وام‌گیرندگان درازمدت نرخ بهره بیش‌تری از وام‌گیرندگان کوتاه مدت طلب می‌کنند. تمایل واسطه مالی این است که وام‌های درازمدت‌تر بدهد و هزینه وام‌گیرنده را در قیاس با آنچه تک‌تک سرمایه‌گذاران می‌خواهند، کاهش دهد. این کار با اتکا به اخذ سپرده‌های پی‌درپی که تا زمان سررسید وام اعطایی، وجوه را فراهم می‌کنند (البته با قبول مقداری خطر که شرح خواهیم داد) صورت می‌پذیرد. پس دومین پی‌آمد این است که احتمال دارد هزینه وام‌گیرنده درازمدت کاهش یابد.

### کاهش خطر با ایجاد تنوع

سرمایه‌گذاری را در نظر آورید که وجوه خود را در یک شرکت سرمایه‌گذاری

1. maturity intermediation

می‌نهد. فرض کنید این شرکت سرمایه‌گذاری وجوه دریافت‌شده را در سهام تعداد زیادی از شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند. با این کار، شرکت سرمایه‌گذاری تنوع ایجاد کرده و خطر را کاهش داده است. سرمایه‌گذارانی که وجوه اندکی برای سرمایه‌گذاری دارند، مشکل می‌توانند به این حد از تنوع‌بخشی دست یابند، زیرا چندان پول ندارند که سهام تعداد زیادی از شرکت‌ها را بخرند. اما این سرمایه‌گذاران با نهادن همان پول در شرکت سرمایه‌گذاری به همان تنوع می‌رسند و خطر را کاهش می‌دهند.

این عملکرد اقتصادی واسطه‌های مالی یعنی تبدیل دارایی پرخطر به دارایی کم‌خطر را تنوع بخشیدن [یا ایجاد تنوع] می‌نامند. هرچند ممکن است تک‌تک سرمایه‌گذاران بتوانند خود به این کار دست بزنند، بی‌گمان هزینه‌ایشان در این کار بیش‌تر از هزینه‌ واسطه‌های مالی خواهد بود، و این بستگی به میزان وجوهی دارد که می‌خواهند سرمایه‌گذاری کنند. رسیدن به تنوعی مطلوب با هزینه‌های کم به‌منظور کاهش خطر از طریق خرید دارایی مالی واسطه‌های مالی، یکی از منافع اقتصادی عمده بازار مالی است.

### کاهش هزینه‌های عقد قرارداد و پردازش اطلاعات

سرمایه‌گذارانی که دارایی مالی می‌خرند باید زمانی بگذرد تا به مهارت لازم برای شناخت راه و رسم ارزش‌یابی سرمایه‌گذاری دست یابند. آن‌گاه که این مهارت به دست آمد سرمایه‌گذاران باید آن را در تحلیل آن دارایی‌های مالی که برای خرید (یا فروش بعدی) آماده است به کار گیرند. سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند به مصرف‌کننده یا بنگاه اقتصادی وام بدهند، نیاز به عقد قرارداد وام (یا استخدام وکیل برای این کار) دارند. هرچند هستند کسانی که اوقات فراغت خود را صرف این کار می‌کنند، بیش‌تر مردم ترجیح می‌دهند آن اوقات را فقط به فراغت اختصاص دهند. بیش‌تر ما دریافته‌ایم که اوقات فراغت اندک است، پس چشم‌پوشیدن از آن باید با چیزی جبران شود. یک شکل این غرامت ممکن است بازدهی بالاتری باشد که از سرمایه‌گذاری به دست می‌آوریم. علاوه بر هزینه فرصت زمانی که صرف پردازش اطلاعات درباره دارایی مالی و ناشر آن می‌شود، دست‌یابی به آن اطلاعات نیز هزینه‌ای دارد. کل این هزینه‌ها را هزینه‌های پردازش اطلاعات می‌نامند. هزینه‌های عقد قرارداد وام را هزینه‌های قرارداد می‌نامند. هزینه‌های قرارداد بعد دیگری نیز دارد و آن هزینه اعمال شرایط قرارداد وام است.

آنچه را که گفتیم به یاد بسپارید و دو نمونه واسطه‌های مالی را که یاد کردیم در نظر بگیرید، یعنی بانک‌های تجاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری. کسانی که برای این واسطه‌ها کار می‌کنند سرمایه‌گذاران حرفه‌ای‌اند که کارشان تحلیل دارایی‌های مالی و اداره آن‌هاست. در مورد عقد قرارداد وام یا می‌توان از قراردادهای استاندارد استفاده کرد، یا در مورد معاملاتی پیچیده از مشاور حقوقی برای نوشتن قرارداد سود جست. سرمایه‌گذار حرفه‌ای می‌تواند نظارت کند تا شرایط توافق‌نامه وام رعایت شود و برای حفظ منافع واسطه مالی به هر کار دست بزند. استخدام این‌گونه افراد حرفه‌ای برای واسطه‌های مالی به هزینه‌اش می‌ارزد، زیرا سرمایه‌گذاری وجوه، کار هر روزی ایشان است.

به سخن دیگر، عقد قرارداد و پردازش اطلاعات مربوط به دارایی‌های مالی صرفه‌جویی‌های مقیاس دارد و این به سبب مقدار پولی است که واسطه‌های مالی در مدیریت خود دارند. هزینه‌های کم‌تر در جهت منافع سرمایه‌گذاری است که حق مالی (سهام) یک واسطه مالی را می‌خرد و نیز در جهت منافع، ناشر دارایی‌های مالی است که از هزینه کم‌تر وام‌گیری بهره می‌برد.

### ایجاد مکانیسم پرداخت

اگرچه سه عملکرد اقتصادی که پیش از این یاد کردیم ممکن است در نگاه اول آشکار نباشند، آخرین عملکرد می‌باید چنین باشد. بیش‌تر معاملات امروز نقدی نیست. این معاملات با استفاده از چک، کارت اعتباری، کارت بدهکاری و انتقال الکترونیکی وجوه صورت می‌پذیرد. این روش‌های پرداخت را برخی از واسطه‌های مالی تدارک می‌بینند.

زمانی بود که پرداخت‌های غیرنقدی به چک‌های نوشته‌شده از محل حساب‌های بدون بهره در بانک تجاری محدود می‌شد. بعدها مؤسسات پس‌انداز و وام و بانک‌های پس‌انداز و برخی از انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری همین امتیاز چک کشیدن را برای مشتریان فراهم کردند. پرداخت با کارت اعتباری نیز زمانی در انحصار بانک‌های تجاری بود، اما امروز دیگر نهادهای سپرده‌پذیر نیز این خدمت را ارائه می‌کنند. کارت بدهکاری را انواع واسطه‌های مالی عرضه می‌کنند. تفاوت کارت بدهکاری با کارت اعتباری این است که در مورد کارت اعتباری صورت‌حسابی دوره‌ای (معمولاً هر ماه یک بار) برای دارنده کارت اعتباری ارسال می‌شود و از او می‌خواهند برای معاملات گذشته پرداخت



کند. در مورد کارت بدهکاری وجوه درست در زمان انجام معامله از حساب خریدار خارج می‌شود (یعنی حساب‌دارنده کارت بدهکار می‌شود). امکان پرداخت بدون استفاده از پول نقد عاملی مهم در عملکرد بازار مالی است. کوتاه‌سخن این‌که نهادهای سپرده‌پذیر دارایی‌هایی را که به کار پرداخت نمی‌خورد به دارایی‌هایی تبدیل می‌کنند که این ویژگی را دارند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. تفاوت میان سرمایه‌گذاری مستقیم و سرمایه‌گذاری غیرمستقیم.
۲. نهاد مالی چگونه میان سرمایه‌گذاران و وام‌گیرندگان در مورد سررسید واسطه می‌شود، خطر را کاهش می‌دهد و تنوع پدید می‌آورد، هزینه‌های عقد قرارداد و پردازش اطلاعات را کاهش می‌دهد و مکانیسمی برای پرداخت به وجود می‌آورد.

### نگاهی اجمالی به مدیریت دارایی/بدهی برای نهادهای مالی

در فصل‌های ۴ تا ۹ نهادهای مالی عمده را بررسی می‌کنیم. برای دریافت دلایل سرمایه‌گذاری مدیران نهادهای مالی در انواع خاصی از دارایی‌ها و شناخت انواع استراتژی‌های سرمایه‌گذاری که آن‌ها به کار می‌گیرند، باید شناختی کلی از مسئله دارایی/بدهی که در برابر آن‌هاست داشته باشیم. در این بخش ما نگاهی اجمالی به مدیریت دارایی/بدهی خواهیم افکند.

ماهیت بدهی‌ها آن استراتژی سرمایه‌گذاری را که نهادهای مالی پیش می‌گیرند تعیین می‌کند. برای مثال، نهادهای سپرده‌پذیر می‌کوشند از تفاوت بازده دارایی‌ها و هزینه کسب وجوه، درآمدی حاصل کنند. یعنی آن‌ها پول می‌خرند و پول می‌فروشند. آن‌ها با وام گرفتن از سپرده‌گذاران و دیگر منابع وجوه پول می‌خرند و آن‌گاه که این پول را به بنگاه‌ها یا افراد وام می‌دهند، پول می‌فروشند. این نهادها در واقع از مابه‌التفاوت نرخ، سود می‌جویند. هدف آن‌ها این است که پول را به قیمتی بفروشند که بیش از هزینه خرید آن باشد. هزینه کسب وجوه و بازده این وجوه برحسب نرخ بهره برای واحد زمان بیان

می‌شود. در نتیجه، هدف نهاد سپرده‌پذیر رسیدن به مابه‌التفاوتی<sup>۱</sup> مثبت میان دارایی مورد سرمایه‌گذار (یعنی چیزی که به‌خاطر آن این نهاد پول فروخته) و هزینه وجوه (یعنی چیزی که به‌خاطر آن این نهاد پول خریده) است.

شرکت‌های بیمه عمر و تا اندازه‌ای شرکت‌های بیمه حوادث و بیمه اموال - در شمار مؤسسات استفاده‌کننده از مابه‌التفاوت یادشده هستند. صندوق‌های بازنشستگی در شمار بنگاه‌های مابه‌التفاوتی نیستند، زیرا آن‌ها خود به کسب وجوه در بازار نمی‌پردازند. این صندوق‌ها می‌کوشند هزینه تعهدات خود در قبال بازنشستگان را به حداقل هزینه تبدیل کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای وجوهی که کسب می‌کنند، با هیچ هزینه آشکاری روبه‌رو نیستند و هیچ تعهد بدهی خاصی ندارند که لازم‌الاجرا باشد، اما در این میان یک استثنا وجود دارد و آن شرکت سرمایه‌گذاری‌ای است که بازخرید سهام را در هر زمان تعهد می‌کند.

#### ماهیت بدهی‌ها

مراد ما از بدهی نهاد مالی مبلغ و زمان پرداخت نقدی است که باید برای برآورده شدن شرایط قرارداد مربوط به تعهدات منتشرشده، به عمل آید. بدهی‌های هر نهاد مالی را می‌توان به چهار نوع به‌شکلی که در جدول ۱-۲ می‌بینیم طبقه‌بندی کرد. طبقه‌بندی این جدول بر این فرض استوار است که بنگاهی که تعهد پرداخت در قبال آن به عمل آمده، تعهد نهاد مالی را پیش از تاریخ پرداخت پیش‌بینی شده آن باطل نمی‌کند.

تقسیم پرداخت‌های نقدی به پرداخت‌های معین و نامعین بی‌تردید تقسیمی بسیار کلی است. وقتی می‌گوییم پرداخت نقدی نامعین است، مراد این نیست که آن را نمی‌توان پیش‌بینی کرد. برخی بدهی‌ها هستند که برای آن‌ها «قانون اعداد بزرگ» پیش‌بینی زمان و/یا مبلغ پرداخت نقدی را ساده‌تر می‌کند. این دقیقاً کار کارشناسان آماری است، اما حتی این گروه هم نمی‌توانند سوانح طبیعی مثل سیل و زلزله را پیش‌بینی کنند.

در فصل‌های بعد آنگاه که نهادهای مالی گوناگون را توصیف می‌کنیم، این انواع خطر را به‌خاطر داشته باشید.

1. spread

جدول ۱ - ۲ ماهیت بدهی های نهادهای مالی

نوع بدهی	مبلغ پرداخت نقدی	زمان پرداخت نقدی
نوع ۱	معین	معین
نوع ۲	معین	نامعین
نوع ۳	نامعین	معین
نوع ۴	نامعین	نامعین

حال به شرح هریک از این انواع می پردازیم:

**بدهی نوع اول.** هم مبلغ و هم زمان بدهی با قطعیت مشخص است. نمونه این نوع بدهی ای است که نهاد مالی را موظف می کند مبلغ ۵۰ میلیون ریال شش ماهه بپردازد. برای مثال نهادهای سپرده پذیر از مبلغی که متعهد به پرداخت آن در زمان سررسید سپرده ثابت هستند (یعنی اصل مبلغ به علاوه بهره) باخبرند، البته این در صورتی است که سپرده گذار وجوه خود را پیش از تاریخ سررسید از حساب بیرون نکشد.

اما بدهی های نوع ۱ به نهادهای سپرده پذیر محدود نمی شود. یکی از اقلام عمده ای که شرکت های بیمه عمر می فروشند قرارداد سرمایه گذاری تضمین شده<sup>۱</sup> است که در تداول به آن GIC می گویند. تعهد شرکت بیمه عمر بنابراین قرارداد این است که به ازای مبلغی پول (که آن را حق بیمه می نامند)، این شرکت نرخ بهره ای را تا موعد سررسید مشخصی تضمین می کند<sup>۲</sup>. برای مثال فرض کنید شرکت بیمه عمر در ازای حق بیمه معادل ۱۰ میلیون دلار، یک GIC پنج ساله منتشر می کند، با این توافق که سالیانه بهره مرکب ۱۰٪ بپردازد. این شرکت بیمه می داند که باید ۱۶/۱۱ میلیون دلار به دارنده GIC در طول پنج سال بپردازد<sup>۳</sup>.

**بدهی نوع ۲.** مبلغ پرداخت نقدی معین، اما زمان پرداخت نقدی نامعین است.

1. guaranteed investment contract

۲. GIC شبیه محصولاتی نیست که حتماً ملازم با شرکت بیمه عمر باشد، زیرا ضرورتی ندارد که دارنده بیمه بمیرد تا مبلغی به شخصی پرداخت شود. اما در فصل ۷ به هنگام بحث از شرکت های بیمه عمر خواهیم دید که گروهی عمده از محصولات مالی شرکت بیمه در شمار حق تقاعد جای می گیرد. GIC یکی از آن کالاهاست. ۳. این مبلغ چنین تعیین می شود:  $10,000,000(1/10)^5$

روشن‌ترین مثال برای بدهی نوع دوم بیمه‌نامه عمر است. این بیمه‌نامه انواع گوناگون دارد که در فصل ۷ به آن‌ها می‌پردازیم، اما اساسی‌ترین نوع آن این است که به ازای پرداخت حق بیمه سالانه، شرکت بیمه عمر تعهد می‌کند که بعد از مرگ فرد بیمه‌شده، مبلغ مشخصی به ذی‌نفعان این بیمه‌نامه پرداخت کند.

**بدهی نوع ۳.** در این نوع بدهی زمان پرداخت نقدی معین، اما مبلغ آن نامعین است. نمونه‌ای از این بدهی این است که نهادی مالی تعهدی منتشر کرده که در آن نرخ بهره دوره‌به‌دوره با توجه به شاخص نرخ بهره تعدیل می‌شود. برای مثال نهادهای سپرده‌پذیر حساب‌هایی منتشر می‌کنند که آن را گواهی سپرده<sup>۱</sup> می‌نامند و سررسید آن مشخص است. نرخ بهره پرداختی نیازی نیست که در طول حیات سپرده ثابت باشد، بلکه می‌تواند نوسان کند. اگر نهاد مالی گواهی سپرده‌ای با نرخ بهره شناور سه ساله منتشر کند که هر سه ماه نرخ تعدیل شود و نرخ بهره پرداختی برابر نرخ سه ماهه اوراق خزانه به‌علاوه یک درصد باشد، نهاد سپرده‌پذیر می‌داند که بدهی‌ای دارد که باید در طول سه سال پرداخت کند، اما مبلغ این بدهی برای آن دانسته نیست. این مبلغ به نرخ بهره سه ماهه اوراق خزانه در طول سه سال بستگی خواهد داشت.

**بدهی نوع ۴.** بسیاری از محصولات بیمه و تعهدات بازنشستگی داریم که مبلغ و زمان پرداخت نقدی در آن‌ها نامعین است. شاید روشن‌ترین نمونه، بیمه‌نامه اتوموبیل و خانه باشد که شرکت‌های بیمه حوادث و بیمه اموال منتشر می‌کنند. این‌که اصولاً پرداختی به دارنده بیمه‌نامه صورت می‌گیرد یا نه، و زمان آن چه وقت است، مشخص نیست. هرگاه خسارتی به دارایی بیمه‌شده وارد آید باید پرداختی صورت گیرد، اما مقدار این پرداخت مشخص نیست.

چنان‌که در فصل ۹ توضیح خواهیم داد، در طرح‌های بازنشستگی انواع گوناگون تعهد در برابر ذی‌نفعان وجود دارد. در بعضی طرح‌های بازنشستگی، مزایای بازنشستگی به درآمد شخص در تعداد مشخص سال‌های قبل از بازنشستگی و کل تعداد سال‌های خدمت او بستگی دارد. این بر مبلغ پرداخت نقدی اثر می‌گذارد. زمان پرداخت نقدی بستگی به زمانی دارد که کارمند برای بازنشستگی انتخاب می‌کند و همچنین وابسته به این است که این فرد تا زمان بازنشستگی در این صندوق بازنشستگی باقی بماند یا نه. علاوه بر این، هم مبلغ و هم زمان پرداخت نقدی بستگی به این دارد که

1. certificate of deposit

کارمند چه روشی برای پرداخت به خودش برمی‌گزیند: فقط در طول عمر خود کارمند، و یا در ایام حیات کارمند و همسر او.

### نیاز به نقدینگی

به علت مشخص نبودن زمان و/یا منبع پرداخت نقدی، نهاد مالی باید همواره موجودی نقدی کافی برای برآوردن تعهدات خود داشته باشد. همچنین به یاد داشته باشید که بنگاه یا فردی که اجرای این تعهد را از نهاد مالی طلب می‌کند ممکن است این حق را داشته باشد که ماهیت تعهد را تغییر دهد و شاید نوعی جریمه برای آن قرار دهد. برای مثال در مورد گواهی سپرده، ممکن است سپرده‌گذار بخواهد وجوه خود را پیش از موعد سررسید بیرون بکشد. اغلب نهادهای سپرده‌پذیر این درخواست را می‌پذیرند اما برای بیرون کشیدن پول پیش از موعد جریمه‌ای معین می‌کنند در مورد برخی انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سهام‌داران این حق را دارند که هر زمان که بخواهند سهام خود را به شرکت سرمایه‌گذاری بفروشند.

برخی محصولات بیمه عمر ارزش واگذاری نقدی<sup>۱</sup> دارند. این بدان معنی است که در موعدی مشخص دارنده بیمه‌نامه می‌تواند بیمه‌نامه را با پرداختی یک‌جا مبادله کند. معمولاً پرداخت یک‌جا به دارنده بیمه‌نامه همراه با جریمه‌ای برای بیمه‌شونده است. برخی محصولات بیمه عمر هستند که ارزش وام‌گیری دارند، و این بدان معنی است که دارنده بیمه‌نامه حق دارد در برابر ارزش نقدی بیمه‌نامه، وام بگیرد.

علاوه بر نامعین بودن زمان و مبلغ پرداخت نقدی و وجود این امکان برای دارنده بیمه‌نامه یا سپرده‌گذار که پیش از موعد وجوه نقد خود را بیرون بکشد یا در برابر بیمه‌نامه وام بگیرد، نهاد مالی باید به فکر کاهش احتمالی جریان‌های نقدی ورودی باشد. در مورد نهاد سپرده‌پذیر، این به معنای ناتوانی در جذب سپرده‌هاست و برای شرکت‌های بیمه به معنای کاهش حق بیمه‌ها به علت لغو بیمه‌نامه‌ها. برای برخی انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری این به معنای ناتوانی در یافتن خریدار برای خرید سهام است.

### مقررات و مالیات

مقررات و ملاحظات مالیاتی بسیاری بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری نهادهای مالی اثر می‌گذارد. ما در بحث از انواع نهادهای مالی در فصل‌های بعد، مقررات و عوامل مالیاتی اصلی را مشخص خواهیم کرد.

1. cash surrender value

### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید

۱. اگر که می‌گوییم نهادهای مالی در کار مابه‌التفاوتی فعال‌اند، چه معنایی دارد.
۲. دو بُعد بدهی‌های نهاد مالی: مقدار پرداخت نقدی و زمان پرداخت نقدی.
۳. چرا نهاد مالی باید همواره وجوه نقد کافی برای پاسخ‌گویی به بدهی‌هایش داشته باشد.

## نوآوری مالی



### طبقه‌بندی نوآوری‌های مالی

از دهه ۱۹۶۰ موجی پرتوان از نوآوری‌های مالی برخاسته است. صاحب‌نظران بازار مالی این نوآوری‌ها را به شیوه‌های گوناگون طبقه‌بندی کرده‌اند. در این جا تنها سه طبقه‌بندی را معرفی می‌کنیم.

- شورای اقتصاد کانادا نوآوری‌های مالی را به سه طبقه کلی زیر تقسیم می‌کند<sup>۱</sup>:
- ابزارهای بازارگشا<sup>۲</sup> که نقدینگی بازار و دسترسی‌پذیری وجوه را با جذب سرمایه‌گذاران جدید و ارائه فرصت جدید به وام‌گیرندگان، افزایش می‌دهند.
  - ابزارهای مدیریت خطر توزیع مجدد خطر مالی به سوی کسانی که آمادگی خطرپذیری بیش‌تر دارند یا می‌توانند خطر را خنثی کنند و بنابراین بهتر می‌توانند آن را تحمل کنند.
  - ابزارها و فرایندهای خرید و فروش هم‌زمان<sup>۳</sup> که به سرمایه‌گذاران و وام‌گیرندگان امکان می‌دهد که از تفاوت هزینه و بازده میان بازارها استفاده کند و در عین حال تفاوت در برداشت مردم از خطر، و نیز تفاوت دیدگاه آن‌ها درباره اطلاعات، مالیات و مقررات را نشان می‌دهد.
- شیوه دیگر طبقه‌بندی نوآوری‌های مالی را که بر اساس عملکرد اختصاصی‌تر است بانک تسویه‌های بین‌المللی پیشنهاد کرده است: نوآوری‌های انتقال خطر قیمت، ابزارهای

1. *Globalization and Canada's Financial Markets* (Ottawa, Canada: Supply and Services Canada, 1989).  
2. market broadening instruments  
3. arbitrating instruments and processes

انتقال خطر اعتباری، نوآوری‌های نقدینه‌ساز، ابزارهای اعتبارساز و ابزارهای حق مالی<sup>۱</sup>. نوآوری‌های مربوط به انتقال خطر قیمت نوآوری‌هایی هستند که وسایل مؤثری برای مقابله با خطر قیمت یا نرخ مبادله در اختیار مشارکت‌کنندگان در بازار قرار می‌دهند. عملکرد ابزار انتقال خطر اعتباری، توزیع مجدد خطر نکول یا عدم پرداخت است. نوآوری‌های نقدینه‌ساز سه کار انجام می‌دهند: (۱) نقدینگی بازار را افزایش می‌دهند، (۲) به وام‌گیرندگان امکان می‌دهند از منابع جدید پول استفاده کنند، و (۳) به مشارکت‌کنندگان در بازار امکان می‌دهند محدودیت‌های سرمایه را که نتیجه مقررات است کنار برانند. عملکرد نوآوری‌های اعتبارساز و حق مالی‌ساز به ترتیب عبارت است از افزایش وجوه بدهی که در دسترس وام‌گیرندگان قرار نمی‌گیرد و افزایش پایه سرمایه نهادهای مالی و غیرمالی.

سرانجام پروفیسور استفن راس<sup>۲</sup> دو نوع نوآوری مالی را پیشنهاد کرده است: (۱) محصولات مالی جدید (دارایی‌های مالی و اسناد مشتقه) که با مقتضیات زمان هم‌خوانی بیش‌تر دارند (مثلاً با تورم) و نیز تناسب بیش‌تر با بازاری دارند که در آن دادوستد می‌شوند، و (۲) استراتژی‌هایی که پیش از هر چیز دیگر از این محصولات مالی استفاده می‌کنند.<sup>۳</sup>

یکی از هدف‌های این کتاب توضیح این نوآوری‌هاست. اکنون به این می‌پردازیم که اصلاً نوآوری‌های مالی چرا روی می‌دهند.

### انگیزه‌های نوآوری مالی

دو عقیده افراطی درباره نوآوری‌های مالی وجود دارد.<sup>۴</sup> گروهی هستند که معتقدند مهم‌ترین انگیزه نوآوری تلاش برای گریز از مقررات (یا آربیتراژ) و یافتن رخنه‌ای در قوانین مالیاتی است.<sup>۵</sup> در قبال این عقیده، گروهی اعتقاد دارند جوهر نوآوری معرفی

1. Bank for International Settlement, *Recent innovations in International Banking* (Basle: BIS, Apr. 1986).
2. Stephen Ross
3. Stephen A. Ross, "Institutional Markets, Financial Marketing and Financial Innovation," *Journal of Finance* (July, 1989), p. 541.
4. Ian Coper, "Financial Innovation: New Market Instruments," *Oxford Review of Economic Policy* (Nov. 1986).
5. Merton H. Miller, "Financial Innovation: The Last Twenty Years and The Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Dec. 1986) pp. 459-471.

ابزاری است که برای توزیع مجدد خطر در میان مشارکت‌کنندگان در بازار کارآیی بیش‌تری دارند.

چنین می‌نماید که بسیاری از نوآوری‌ها که آزمون زمان را از سرگذرانده‌اند و از یادها نرفته‌اند، آن‌هایی بوده‌اند که مکانیسم مؤثرتری برای توزیع خطر فراهم کرده‌اند. سایر نوآوری‌ها معمولاً راهی بهتر برای انجام کارها پیشنهاد کرده‌اند. در واقع اگر عمل غایی نوآوری مالی را در نظر بگیریم، مسائل زیر بیش از هر چیز اهمیت دارند:

۱. افزایش تغییرپذیری نرخ بهره، تورم، قیمت اوراق بهادار و نرخ مبادله
۲. پیشرفت در ارتباط راه دور و تکنولوژی کامپیوتری
۳. پیچیدگی بیش‌تر کارها و آموزش علمی مشارکت‌کنندگان حرفه‌ای در بازار
۴. رقابت میان واسطه‌های مالی
۵. وجود انگیزه برای گریز از مقررات و قوانین مالیاتی
۶. تغییر الگوهای جهانی ثروت

وقتی تغییرپذیری افزایش می‌یابد، برخی مشارکت‌کنندگان در بازار ناچار می‌شوند خود را در برابر پی‌آمدهای نامساعد این وضع محافظت کنند. این بدان‌معنی است که روش‌های مؤثرتری برای توزیع خطر در بازار مالی مورد نیاز است. ایجاد و نظارت بر بسیاری از محصولات مالی مستلزم استفاده از کامپیوتر است. کاربست استراتژی‌های معاملاتی با استفاده از این محصولات نیز به کامپیوتر و نیز شبکه ارتباطات راه دور نیازمند است. بدون پیشرفت در ارتباطات و تکنولوژی کامپیوتری برخی از نوآوری‌ها امکان‌پذیر نمی‌بود. هرچند استفاده از محصولات مالی و استراتژی‌های معاملاتی که برخی مشارکت‌کنندگان در بازار ابداع کرده‌اند، ممکن است برای دیگر مشارکت‌کنندگان بیش از حد دشوار باشد، میزان پیچیدگی بازار، خاصه در مورد درک ریاضی، بالا رفته و این سبب شده که برخی محصولات و استراتژی‌های معاملاتی پیچیده پذیرفته شود. شما به هنگام مطالعه درباره بخش‌های مختلف بازار مالی در فصل‌های مختلف این کتاب، بهتر است عوامل نهفته در پشت هر یک از نوآوری‌ها در بازار را نیک بشناسید.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. دامنه‌گسترش نوآوری در هر بازار مالی، اوراق بهادار، و نهادها در چند دهه اخیر
۲. علت‌های نوآوری، ابداع تکنولوژی، فشرده‌گی بیش‌تر رقابت، جهانی شدن بازارها و نهادها.



## تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به مثابه نوآوری مالی



نوآوری مالی عمده‌ای که در دهه ۸۰ پای گرفت و بر نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه عمیقاً اثر گذاشت، پدیده تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها<sup>۱</sup> است. این فرایند شامل یک‌کاسه کردن یا تجمیع وام‌ها و فروش اوراق بهاداری با ضمانت و پشتوانه آن‌هاست. این نظام به کلی با نظام سنتی برای تأمین مالی خرید دارایی‌ها فرق داشت؛ نظامی که در آن واسطه مالی، مثلاً نهاد سپرده‌پذیر یا شرکت بیمه: (۱) وام را می‌داد؛ (۲) وام را در بدنه دارایی‌هایش نگاه می‌داشت و بدین ترتیب خطر اعتباری وام را می‌پذیرفت؛ (۳) خدمات وام را ارائه می‌داد یعنی اقساط را جمع‌آوری می‌کرد و به وام‌گیرنده اطلاعات مالیاتی و غیره می‌داد؛ و (۴) از عامه مردم وجوه را می‌گرفت تا با آن دارایی‌هایش را تأمین مالی کند (غیر از مبلغ کمی که سرمایه نهاد مالی بود).

معنی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها آن است که بیش از یک مؤسسه در اعطای وام نقش دارند. مثلاً، وام خرید اتوموبیل را بگیرید. سناریوی وام‌دهی بدین شکل است: (۱) بانک تجاری ممکن است وام را داده باشد؛ (۲) بانک تجاری به پشتوانه این وام‌ها می‌تواند اوراق بهادار منتشر کند؛ (۳) بانک تجاری ممکن است روی خطر اعتباری سبد وام‌های اتوموبیل بیمه‌نامه از یک شرکت بیمه خصوصی خریداری کند؛ (۴) بانک تجاری ممکن است وظیفه انجام خدمات وام یعنی گردآوری اقساط را به شرکت دیگری که همین تخصص را دارد واگذار کند؛ و (۵) بانک تجاری می‌تواند از خدمات مؤسسه اوراق بهادار برای فروش اوراق بهادار منتشره به افراد و سرمایه‌گذاران نهادی استفاده کند.

غیر از بانک وام‌دهنده اولی، یک شرکت بیمه، مؤسسه دیگری که خدمات وام ارائه می‌دهد، مؤسسه اوراق بهادار، افراد و سرمایه‌گذاران نهادی در این فرایند مشارکت می‌کنند. بانک تجاری در مثال ما لازم نیست خطر اعتبار را متحمل شود، خدمات وام را ارائه دهد و یا وجوه را فراهم آورد. هرچند که از مثال وام‌های اتوموبیل صحبت کردیم، اما همین نظام در مورد وام‌های رهنی، وام‌های ساخت مسکن، وام‌های قایق، وام‌های کارتهای اعتباری، فروش نسبه شرکت‌های تأمین مالی و شرکت‌های تولیدی،

1. asset securitization

وام‌های با اولویت بانکی، و مطالبات مربوط به اجاره کاربرد دارد. در مقایسه، بزرگ‌ترین بخش بازار دارایی‌های بایستوانه، بازار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی<sup>۱</sup> است که در آن‌ها دارایی پشتوانه اوراق بهادار منتشره، وام‌های رهنی است. اولین انتشار عمومی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی‌های<sup>۲</sup> غیر از وام‌های رهنی به ماه مارس سال ۱۹۸۵ برمی‌گردد.

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها منافع بسیاری برای صادرکنندگان اوراق، وام‌گیرندگان، و سرمایه‌گذاران و الزامات دامنه‌داری برای نظام مالی کشورها دارد.

### منافع صادرکنندگان اوراق

آن منافی از تبدیل به اوراق بهادار کردن که بیش از همه در مورد آن‌ها صحبت می‌شود عبارتند از: (۱) هزینه‌های وجوه کمتر؛ (۲) به‌کارگیری کارآمدتر سرمایه؛ (۳) اداره رشد سریع بدنه؛ (۴) عملکرد مالی بهتر؛ و (۵) تنوع بخشی به منابع گردآوری وجوه.

**هزینه‌های وجوه کمتر.** جدا کردن دارایی‌ها و استفاده از آن‌ها به‌عنوان وثیقه جهت اوراق بهاداری که انتشار می‌یابد، هزینه‌های گردآوری وجوه را کاهش می‌دهد. هزینه گردآوری وجوه برای واسطه‌های مالی به درجه‌بندی اعتباری آن‌ها مربوط می‌شود. هرچه درجه‌بندی اعتباری پایین‌تر باشد، هزینه گردآوری وجوه بالاتر است. با استفاده از وام‌ها به‌عنوان پشتوانه و طراحی مناسب اوراق بهادار، درجه‌بندی اعتباری اوراق بهادار منتشره از درجه‌بندی اعتباری واسطه مالی بالاتر خواهد بود. این باعث کاهش هزینه گردآوری وجوه می‌شود.

**به‌کارگیری کارآمدتر سرمایه.** برای واسطه مالی که می‌باید موازین معینی را برای حداقل سرمایه رعایت کند، فروش دارایی‌ها سرمایه را آزاد می‌کند. در فصل چهارم، وقتی از حداقل سرمایه نهادهای سپرده‌پذیر صحبت می‌کنیم، این موضوع روشن می‌شود. شرکت‌های سهامی تولیدی و یا شرکت‌های مالی زیردست آن‌ها از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرصت استفاده از اهرم مالی بالا را می‌یابند؛ آن قدر بالا که اگر تبدیل به اوراق بهادار کردن نبود، شرکت‌های درجه‌بندی اعتباری آن اهرم‌ها را نمی‌پذیرفتند.

انتقال خطر اعتباری از وام‌دهنده به شخص ثالث، بازده و خطر ناشر هر دو را کاهش

1. mortgage-backed securities (MBS)

2. asset-backed securities (ABS)

می‌دهد. هم‌زمان، ناشر می‌تواند حقوق خدمات مربوط به وام را بفروشد و یا برای خود حفظ کند. سود حاصله به جای این‌که از درآمد مابه‌التفاوت نرخ بهره ناشی شود، بدین ترتیب عمدتاً از کارمزد به دست می‌آید.

**اداره رشد سریع بدره.** همراه با گسترش فعالیت بنگاه مالی یا غیرمالی، کمبود سرمایه امکان رشد را محدود می‌کند. فروش دارایی‌ها از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن راهی برای گردآوردن سریع سرمایه است، آن‌چنان‌که دارایی‌ها و به تبع آن بدهی‌ها را خارج از ترازنامه می‌برد، و رعایت حداقل‌های کفایت سرمایه به عامل محدودکننده بدل نمی‌شود.

**عملکرد مالی بهتر.** وقتی از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌ها به نحوی کم‌تر از نرخ بهره آن وام‌ها به فروش می‌رسد، ناشر (وام‌دهنده) مابه‌التفاوت را به چنگ می‌آورد. بخشی از این مابه‌التفاوت کارمزد خدمات وام و بخشی دیگر حاصل تبدیل یک وام راکد به اوراق بهادار با پشتوانه نقدشدنی‌تری است که باعث گسترش حد اعتباری ناشر نیز می‌شود. البته رقابت این مابه‌التفاوت را کم و کم‌تر می‌کند؛ رقابتی که مابه‌التفاوت زیاد را بین وام‌گیرندگان نهایی و وام‌دهندگان نهایی توزیع مجدد می‌کند.

**تنوع بخشی به منابع گردآوری وجوه.** سرمایه‌گذارانی که معمولاً پول خود را در وام‌های رهنی، وام‌های مصرفی، و وام‌های تجاری نمی‌گذارند، در اوراق بهادار با پشتوانه این وام‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. بدین ترتیب منابع سرمایه‌ای بیش‌تری در خدمت بنگاه‌های مالی و غیرمالی قرار می‌گیرد.

### منافع سرمایه‌گذاران

تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های راکد را به اوراق بهادار نقدشدنی‌تر مبدل می‌کند و خطر اعتباری را کاهش می‌دهد. خطر اعتباری از آن‌رو کاهش می‌یابد که (۱) اوراق پشتوانه محکمی از سبد متنوع وام‌های مختلف دارد، و (۲) باعث تقویت اعتبار ناشر می‌شود. خطر اعتباری وام‌های اعطایی بدین وسیله کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران بدین ترتیب مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید می‌یابند. به دلیل کاهش هزینه‌های واسطه‌گری مالی، نرخ بازده نیز بهبود می‌یابد.

### منافع وام‌گیرندگان

چون مؤسسه مالی یا غیرمالی می‌تواند وام اعطایی را تبدیل به اوراق بهادار کند و یا به دیگری واگذار کند که وی این کار را انجام دهد، اگر سرمایه مورد نیاز افتد، وام‌گیرنده

دارایی نقدتری در اختیار دارد که بفروشد. بدین‌وسیله مابه‌التفاوت نرخ بهره وام‌دهی و نرخ بهره دارایی‌های مطمئنی چون اوراق بهادار خزانه کاهش می‌یابد. این واقعیت در بازار رهن امریکا و تا حد کم‌تری در بازار وام اتوموبیل آن قابل‌لمس است. با جا افتادن بازار، رقابت بین وام‌دهندگان می‌باید به مابه‌التفاوت نرخ بهره وام‌دهی کم‌تری در بازارهای وام بینجامد.

### الزامات تبدیل به اوراق بهادار کردن برای بازارهای مالی

این فرایند الزامات عمده‌ای برای بازارهای مالی و نیز ساختار واسطه‌گری مالی دارد. در غایت امر، تبدیل به اوراق بهادار کردن می‌باید جایگزین نظام سستی تأمین مالی غیرمستقیم شود. برای فهم چرایی موضوع، باید نقش واسطه‌های مالی را که در این فصل مورد بحث قرار دادیم، دوباره مرور کنیم.

واسطه‌های مالی پس‌اندازکنندگان را با وام‌گیرندگان آشنا می‌کنند. آن‌ها این وظیفه را به چندین روش انجام می‌دهند: نخست، بعضی واسطه‌های مالی در مقایسه با سرمایه‌گذاران منفرد، خطر اعتبار را بهتر اندازه‌گیری می‌کنند. پس از تعیین خطر اعتباری، آن‌ها ممکن است با اعطای وام موافقت کنند و وام را به‌مثابه سرمایه‌گذاری در ترانامه خود نگاه دارند. به‌علاوه، چون در موضعی هستند که دارایی‌های خود را بین وام‌گیرندگان و صنایع مختلف توزیع کنند، با این تنوع‌بخشی خطر را کاهش می‌دهند. بازده سرمایه‌گذاران با استفاده از تعهدات ضمانت‌شده دولتی باز هم کم‌خطرتر می‌شود (مثلاً، ضمانت‌های دولتی سپرده‌های مؤسسات سپرده‌پذیر که در فصل ۴ به شرح آن‌ها می‌پردازیم).

دوم، سررسید وام‌های مورد نظر وام‌گیرندگان ممکن است با آنچه سرمایه‌گذاران می‌خواهند متفاوت باشد. مثلاً، همان‌طور که در فصل ۴ آمده، نهادهای سپرده‌پذیر وجوه کوتاه‌مدت گردآوری می‌کنند و وام‌های طولی‌المدت می‌دهند. این هدف سرمایه‌گذاران را که سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت‌تر و هدف وام‌گیرندگان را که وجوه بلندمدت‌تر می‌خواهند، برآورده می‌سازد؛ پس، این مؤسسات، هرچند با پذیرش خطر، وساطت سررسیدها را بر عهده می‌گیرند. و بالاخره، مقدار وجوه مورد نیاز وام‌گیرندگان ممکن است به‌مراتب بیش از مبلغی باشد که سرمایه‌گذار منفردی مایل به تأمین آن است. واسطه‌های مالی به وام‌گیرندگان حصه‌های وام بزرگ اعطا می‌کنند، و از سرمایه‌گذاران حصه‌های کوچک‌تر سرمایه دریافت می‌کنند. یعنی، آن‌ها واسطه‌گری حصه یا حجم

انجام می‌دهند: دارایی‌های بسیار بزرگ را به اجزای بسیار کوچک‌تر تبدیل می‌کنند. تبدیل به اوراق بهادار کردن تأمین مالی مستقیم بین وام‌گیرنده و سرمایه‌گذار را ممکن، و مسیر سنتی واسطه‌گری مالی را کوتاه می‌کند. تجمع دارایی‌ها هم‌زمان با تقویت وضعیت اعتباری، برای سرمایه‌گذار خطر را تا حد بسیار قابل‌قبولی کاهش می‌دهد. به‌علاوه، تنظیم مجدد جریان نقدی سببی از وام‌ها بر اساس اولویت معینی، سررسیدهای متفاوت تازه‌ای پدید می‌آورد که برای سرمایه‌گذاران بیش‌تری قابل‌قبول است. پس، تبدیل به اوراق بهادار کردن نقشی شبیه به واسطه‌گری سررسیدها می‌آفریند، و در عین حال خطر را به وام‌دهندگان انتقال می‌دهد. در دسترس بودن اوراق بهاداری که حصه آن‌ها کوچک‌تر از وام‌هایی است که پشتوانه آن اوراق‌اند، واسطه‌گری حصه یا حجم را ممکن می‌کند. همه این‌ها بدون‌نیاز به ضمانت‌های دولتی ممکن می‌شود (هرچند که این ضمانت‌ها ممکن است ارزش ابزارهای تبدیل به اوراق بهادار شده را افزایش دهد).

موفقیت تبدیل به اوراق بهادار کردن حاکی از آن است که این روش وصل کردن وام‌گیرندگان به سرمایه‌گذاران، در مقایسه با روش تأمین مالی سنتی از طریق واسطه‌های مالی، کارآمدتر است. نوآوری واقعی در این بازار خود اوراق بهادار نیست، بلکه (۱) کاهش خطر از طریق تجمع دارایی‌ها و تقویت موقعیت اعتباری و (۲) تنظیم مجدد جریان نقدی دارایی‌ها به‌گونه‌ای که واسطه مالی از تکیه بر دارایی‌های خود جهت تأمین مالی اعتبارات رها می‌شود، و در واقع تأمین مالی خارج از ترانزنامه ممکن می‌شود.<sup>۱</sup>

فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها به بازار مالی امریکا محدود نیست. این شیوه‌ها به سایر کشورها نیز نفوذ کرده است، و همان‌طور که در فصل ۴ توضیح داده‌ایم، مقررات خطر سرمایه بانک‌های تجاری، باعث تقویت این فرایند شده است. مثلاً، تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های شخصی در سال ۱۹۹۰ در فرانسه به‌وقوع پیوست. نخستین فروش عام اوراق با پشتوانه دارایی‌ها در کانادا در ماه مه سال ۱۹۹۱ رخ داد. ۳۵۰ میلیون

۱. البته این روش کاملاً هم تازه نیست، و نباید ابزارهایی چون پذیره‌های بانکی (مورد بحث در فصل ۲۲)، اوراق قرضه رهنی (مشهور در بسیاری از کشورهای خارجی)، و تا حدی اعتبارات اسنادی را فراموش کرد. البته، موج جاری کاربردها به‌مراتب فراتر از مرزهای گذشته می‌رود، چه به‌لحاظ حجم عظیم اوراق منتشره و چه به‌لحاظ شیوه‌های نوآوری که به کار می‌گیرد، و مدتهاست که در کشورهای مختلف جهان شایع شده است.



دلار کانادا اوراق با پشتوانه وام‌های اتوموبیل متعلق به شرکت اعتبارات کرایسلر کانادا انتشار یافته و به فروش رسید.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید

۱. مفهوم تبدیل به اوراق بهادار کردن و ساختار اصلی فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها.
۲. چگونه تبدیل به اوراق بهادار کردن یک دارایی با کاهش هزینه‌های تأمین مالی، فراهم آوردن امکان رشد سریع‌تر بده و امتیازات دیگر، به ناشر اوراق نفع می‌رساند.
۳. چگونه تبدیل به اوراق بهادار کردن یک دارایی، به دلیل افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به نفع سرمایه‌گذاران است.
۴. چگونه تبدیل به اوراق بهادار کردن یک دارایی، با گردآوری سرمایه موجود و کاهش هزینه‌ها به وام‌گیرندگان کمک می‌کند.
۵. چگونه افزایش تبدیل به اوراق بهادار کردن بر بازارهای مالی تأثیر می‌گذارد.

#### خلاصه

نهادهای مالی انواع مختلف خدمات مالی را عرضه می‌کنند. گروه خاصی از نهادهای مالی را واسطه‌های مالی می‌نامیم. این بنگاه‌ها با صدور حق مالی به نفع مشارکت‌کنندگان در بازار، وجوه گردآوری می‌کنند و از این وجوه برای خرید دارایی‌های مالی استفاده می‌کنند. واسطه‌های مالی وجوه گردآوری شده را به دارایی‌هایی تبدیل می‌کنند که برای عامه مردم خوشایندتر است. با این کار، واسطه‌های مالی یک یا چند کار به شرح زیر انجام می‌دهند: (۱) وساطت سررسید می‌کنند؛ (۲) از طریق تنوع‌بخشی با هزینه‌های کم‌تر، خطر را کاهش می‌دهند؛ (۳) هزینه عقد قرارداد و پردازش اطلاعات را کاهش می‌دهند؛ (۴) سازوکاری برای پرداخت‌ها فراهم می‌آورند.

ماهیت بدهی‌های نهادهای مالی، و ملاحظات قانونی و مالیاتی آن‌ها، استراتژی سرمایه‌گذاری این نهادها را تعیین می‌کند. بدهی‌های همه نهادهای مالی به یکی

از چهارگروه نشان داده شده در شکل ۲-۱ قابل تقسیم است. نوآوری مالی از سال ۱۹۶۰، و به ویژه در اواخر دهه ۷۰، رشد بسیاری یافته است. هرچند که بعضی از نوآوری‌های مالی برای مقابله با مقررات دیمی و مصوبات مالیاتی شکل گرفته، اما آن نوآوری‌ها که بعد از لغو این مقررات و مصوبات دوام آورده، آن‌هایی است که به شکل کارآمدتری خطر را توزیع مجدد می‌کنند.

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها - یعنی تجمیع وام‌ها و فروش اوراق بهادار به پشتوانه سبد وام‌ها - برای ناشر اوراق، سرمایه‌گذاران، و وام‌گیرندگان مفید فایده است. تبدیل به اوراق بهادار کردن چشم‌انداز آینده است، چراکه سازوکار مؤثرتری برای نزدیک کردن وام‌گیرنده و سرمایه‌گذار، در مقایسه با تأمین مالی سنتی از طریق واسطه‌های مالی، فراهم می‌آورد.

## واژگان

**آربیتراژ (arbitrage):** بهره‌جویی از تفاوت قیمت و/یا بازده دارایی که در بیش از یک بازار دادوستد می‌شود.

**مدیریت دارایی/بدهی (asset/liability management):** اصطلاحی برای تلاش نهاد مالی در اداره دارایی‌هایش با توجه به ماهیت بدهی‌های آن.

**تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها (asset securitization):** فرایندی که در طی آن نهاد مالی وام‌ها را تجمیع می‌کند و به اتکای این وام‌ها اوراق بهادار می‌فروشد.

**گواهی سپرده (CD یا certificate of deposit):** حسابی که بهره به آن تعلق می‌گیرد، سررسید مشخص دارد، و مؤسسه سپرده‌پذیر آن را صادر می‌کند.

**بانک تجاری (commercial bank):** نهادی مالی که سپرده می‌پذیرد و ممکن است وجوه حاصل از این سپرده‌ها را وام بدهد.

**هزینه قرارداد (cost of contracting):** هزینه تهیه و تنظیم قرارداد برای اجرای وظایف معین.

**کارت بدهکاری (debit card):** مکانیسم پرداختی که در هنگام خرید، دارنده با ارائه آن به فروشنده پرداخت می‌کند. وجوه بلافاصله به بدهکار حساب خریدار نزد نهاد مالی ناشر کارت منظور می‌شود.

**حصه (denomination):** اندازه وام یا اسناد قرضه برحسب واحد پول.  
**نهادهای سپرده‌پذیر (depository institution):** نهادهای مالی که با واگذاری بدهی‌های خود به مردم به صورت سپرده، عمده وجوه خود را به دست می‌آورند.

**سرمایه‌گذاری مستقیم (direct investment):** سرمایه‌گذاری واسطه‌های مالی؛ این دارایی‌ها ممکن است وام یا اوراق بهادار باشد.

**تنوع‌بخشی (diversification):** تقسیم ثروت میان شمار زیادی دارایی‌های متفاوت.  
**نرخ مبادله (exchange rate):** ارزش یک واحد پول کشور در برابر پول کشور دیگر.  
**نهاد مالی (financial institution):** بنگاه مالی که می‌تواند یکی از چند خدمات مالی مثل پذیرش سپرده، کارگزاری اوراق بهادار، مدیریت وجوه، و پذیره‌نویسی اوراق بهادار را بر عهده گیرد.

**واسطه مالی (financial intermediary):** بنگاهی مالی که دارایی‌های مالی گردآوری شده از طریق بازار را به انواع متفاوت و مرجح‌تر دارایی تبدیل می‌کند؛ دارایی‌هایی که بدهی‌های واسطه مالی را تشکیل می‌دهند.

**قرارداد تضمین‌شده سرمایه‌گذاری (GIC یا guaranteed investment contract):** محصولی که شرکت‌های بیمه عمر می‌فروشند و شرکت بیمه را موظف می‌کند نرخ بهره‌ای را تا سقف مشخص سرمایه‌گذاری، تا زمان سررسید معین، تضمین کند.

**سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (indirect investment):** سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار که به صورت حق مالی در شرکت واسطه مالی انجام داده، و آن واسطه مالی سرمایه‌گذاری مستقیم کرده است.

**شرکت سرمایه‌گذاری (investment company):** نهادی مالی که وجوه را یک‌جا گرد می‌آورد و از جانب سرمایه‌گذاران دارایی می‌خرد.

**بدهی (liability):** پرداختی تعهدشده به فروشنده کالا، خدمت یا وجوه.

**واسطه‌گری سررسید (maturity intermediation):** یکی از وظایف واسطه مالی که به موجب آن این واسطه دارایی درازمدت را تبدیل به دارایی کوتاه‌مدت می‌کند، و این زمانی است که وامی برای مدت زمانی خاص به وام‌گیرنده می‌دهد و به سرمایه‌گذار/سپرده‌گذار نوعی دارایی‌هایی عرضه می‌کند که سررسید آن با وام یادشده متفاوت است.





تأمین مالی خارج از ترازنامه (off-balance sheet financing): وام‌گیری به‌نحوی که بدهی وارد ترازنامه نشود.  
 مکانیسم پرداخت (payment mechanism): تمهیدات مالی که به واسطه آن خریدار کالا به یکی از شکل‌ها، پولی به فروشنده پرداخت می‌کند.  
 بدره (portfolio): مجموعه یا سبدی از دارایی‌های مالی یا اوراق بهادار.  
 انتقال خطر (risk transfer): عمل تأمین یا پوشش یک موقعیت مالی به‌نحوی که خطر به طرف دیگر منتقل شود.

### پرسش‌ها

۱. چرا حق مالی یک سرمایه‌گذار در یک واحد واسطه مالی، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بنگاهی دیگر به شمار می‌آید؟
۲. شرکت مدیریت ژرف‌نگر به سرمایه‌گذاران مشاوره مالی می‌فروشد، و این تنها خدمتی است که عرضه می‌کند. آیا این شرکت واسطه مالی است؟ توضیح دهید چرا.
۳. توضیح دهید که چگونه واسطه مالی هزینه معاملات و پردازش اطلاعات را کاهش می‌دهد.
۴. «همه واسطه‌های مالی کارکرد اقتصادی یکسانی دارند. بنابراین، در مدیریت همه واسطه‌های مالی می‌توان از یک استراتژی سرمایه‌گذاری واحد استفاده کرد.» موافقت یا مخالفت خود را با این حکم بیان کنید.
۵. بانکی تعهدی به نفع سپرده‌گذاران منتشر می‌کند که به‌موجب آن موافقت می‌کند ۸٪ تضمین‌شده برای یک سال پردازد. این بانک با وجوهی که به دست آورده می‌تواند در طیف وسیعی از دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کند. اگر بانک این وجوه را در سهام عادی سرمایه‌گذاری کند، خطر آن چه خواهد بود؟
۶. در هر سال میلیون‌ها سرمایه‌گذار امریکایی و اروپایی میلیاردها پول را در شرکت‌های سرمایه‌گذاری می‌ریزند؛ شرکت‌هایی که این پول‌ها را صرف خرید سهام عادی شرکت‌های دیگر می‌کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری چه چیزی به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند که ایشان به جای آن‌که خود مستقیماً

سهام عادی شرکت‌های دیگر را بخرند، ترجیح می‌دهند در شرکت‌های سرمایه‌گذاری سرمایه بگذارند؟

۷. چرا نوسان و تغییرپذیری قیمت دارایی‌های مالی، نرخ بهره و نرخ مبادله در بازارهای مالی باعث نوآوری مالی می‌شود؟

۸. در سال ۱۹۸۹ پژوهشی با عنوان «جهانی شدن بازارهای مالی کانادا» که گزارشی برای شورای اقتصادی کانادا بود، چنین نوشت:

ویژگی مهمی که در افزایش اهمیت برخی جنبه‌های فعالیت مالی وجود دارد استفاده فراوان از بازارهای مالی و ابزاری است که در انتقال وجوه مستقیماً وساطت می‌کنند. فرایندی به نام «وساطت بازار» که مستلزم انتشار و مبادله اوراق بهادار مثل سهام یا اوراق قرضه است. این فرایند نقطه‌مقابل «وساطت مالی» است که در آن نهاد مالی از طریق انتشار حق مالی به نفع دیگران وجوهی به دست می‌آورد و آن وجوه را به صورت وام در اختیار دیگران می‌گذارد.

الف. چرا تبدیل به اوراق بهادار کردن نمونه‌ای از «وساطت بازار» است؟

ب. توضیح دهید که بازارهای مالی چه نفعی از تبدیل به اوراق بهادار کردن می‌برند. توجه کنید که تا همین اواخر بیش‌تر سرمایه‌گذاران به ارزانی یا آسانی نمی‌توانستند از بازده خوب حاصل از اعطای وام اتوموبیل استفاده کنند.

۹. در طبقه‌بندی نوآوری‌های مالی بانک تسویه‌های بین‌المللی به «ابزار نقدینه‌ساز» اشاره می‌کند. دو ویژگی این ابزار نقدینه‌ساز این است که آن‌ها نقدینگی بازار را افزایش می‌دهند و به وام‌گیرندگان امکان می‌دهند از منابع جدید پول استفاده کنند. توضیح دهید چرا تبدیل به اوراق بهادار کردن به ایجاد ابزار نقدینه‌ساز می‌انجامد.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## نقش دولت در بازار مالی

### هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- توجیه رایج برای تنظیم بازار به دست دولت.
- راه‌های مختلف تنظیم بازار به دست دولت، از جمله مقررات افشا، مقررات فعالیت مالی، مقررات نهاد مالی، مقررات مشارکت مؤسسات خارجی و مقررات نظام پولی.
- بحث درباره سودمندی مقررات افشای مالی.
- نقش سازمان‌های خودگردان.
- راه‌های مختلف اعمال مقررات در ایالات متحد، ژاپن، آلمان و انگلستان.
- دامنه گسترش اصلاحات قانونی در دهه ۱۹۸۰.
- علت‌های اصلاحات از جمله بحران مالی، نوآوری مالی و جهانی شدن.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

بازارهای مالی نقشی عمده در بسیاری از اقتصادها بر عهده دارند و دولت‌ها در سراسر جهان تنظیم برخی جنبه‌های این بازارها را ضروری می‌دانند. دولت‌ها با اقدامات تنظیمی خود تأثیر فراوان بر توسعه و تکامل بازارها و نهادهای مالی نهاده‌اند. دریافت این نکته اهمیت دارد که دولت‌ها، بازارها و نهادها جملگی چنان رفتار می‌کنند که تأثیرات متقابل داشته باشند و بر اعمال یکدیگر به طریقی اثر بگذارند. بنابراین جای تعجب نیست اگر می‌بینیم واکنش بازار در برابر مقررات اغلب واکنشی جدید در دولت پدید می‌آورد که ممکن است سبب شود نهادهای فعال در بازار باز هم رفتار خود را تغییر دهند و به همین ترتیب. دریافت این‌که دولت چگونه می‌تواند بر بازار و مشارکت‌کنندگان در آن اثر بگذارد ضروری است، تا بدین طریق بتوانیم بازارها و اوراق بهادار بی‌شماری را که در فصل‌های آینده توصیف خواهند شد، بشناسیم. به این دلیل، ما از عملکرد نظارتی دولت در این مرحله آغازین سخن خواهیم گفت.

کشورهای مختلف، به سبب فرهنگ و تاریخ متفاوتی که دارند، هریک به راه‌های متفاوت به تنظیم بازار مالی و نهادهای مالی می‌پردازند و در این کار هریک بر نوعی از مقررات تأکید می‌نهند. در این فصل ما روش نظارت در ایالات متحد را بررسی می‌کنیم و در عین حال مقررات در سه نظام مالی عمده (ژاپن، آلمان، انگلستان) را با روش ایالات متحد مقایسه خواهیم کرد. هدف ما ارائه گزارشی دقیق از ساختار مقرراتی و قواعد رایج در هر کشور نیست. در این جا نگاهی کلی به اهداف و انواع روش‌های تنظیمی می‌افکنیم که امروزه دولت‌ها بر نظام‌های مالی خود اعمال می‌کنند.



## اهداف و انواع مقررات



## دلایلی در توجیه وجود مقررات

رایج‌ترین توضیح یا توجیه تنظیم بازار به وسیله دولت این است که اگر بازار به حال خود نهاده شود، برخی از محصولات و خدمات خود را به روشی کارآمد و با پایین‌ترین قیمت ممکن، تولید نخواهد کرد. بی‌تردید کارآمد بودن و هزینه تولید پایین از ویژگی‌های عمده بازار کاملاً رقابت‌آمیز هستند. بنابراین بازاری که تولید کارآمد ندارد، بی‌گمان رقابت‌آمیز نیست و در آینده قابل‌پیش‌بینی به خودی خود به این وضع نخواهد رسید. البته امکان این هست که دولت‌ها به تنظیم بازاری پردازند که در حال حاضر رقابت‌آمیز به شمار می‌آید اما در درازمدت قادر به حفظ رقابت و در نتیجه هزینه پایین، نیست. بیان دیگری برای توجیه مقررات دولتی این است که دولت آن جنبه از اقتصاد را کنترل می‌کند که مکانیسم رقابت و قیمت‌گذاری بازار بدون کمک دیگری قادر به اداره آن نیست. عبارتی کوتاه که اقتصاددانان برای توضیح نظارت دولتی به کار می‌برند «نارسایی بازار» است. بازار را زمانی نارسا می‌دانند که نتواند خود همه نیازمندی‌های برقراری رقابت را برآورده کند. در بسیاری از اقتصادهای توسعه‌یافته دولت‌ها نظام‌های استاندانه‌ای برای تنظیم بازار مالی ابداع کرده‌اند، و این تا حدی از آن‌روست که بازار به خودی خود چیزی پیچیده است، و تا حدی از آن‌روی که بازار مالی برای کل اقتصادی که در چارچوب آن عمل می‌کند، اهمیت بسیار دارد. قواعد و مقرراتی فراوان برای مقاصد مختلف تدوین شده که می‌توان آن‌ها را چنین تقسیم‌بندی کرد:

۱. جلوگیری از این‌که ناشران اوراق بهادار سرمایه‌گذاران را با پنهان داشتن اطلاعات مربوط فریب دهند.
  ۲. ترویج رقابت و انصاف در دادوستد اسناد مالی.
  ۳. کمک به ثبات نهادهای مالی.
  ۴. محدود کردن فعالیت صاحبان منافع خارجی در بازارها و نهادهای داخلی.
  ۵. نظارت بر سطح فعالیت اقتصادی.
- با هریک از این مقولات، نوعی از نظارت سازگاری دارد. ما درباره هریک به‌نوبت سخن خواهیم گفت و آن‌گاه توضیح می‌دهیم که هریک از این انواع نظارت چگونه بر چهار نظام مالی عمده جهان اثر می‌گذارند.

## مقدمه‌ای بر انواع مقررات

مقررات افشاگری شکلی از نظارت بر بازار است که از ناشران اوراق بهادار می‌خواهد، مقادیر زیادی اطلاعات مالی را در اختیار سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه بگذارد. دلیل رایج برای قواعد مربوط به افشاگری این است که مدیران بنگاه ناشر در قیاس با سرمایه‌گذارانی که صاحب اوراق بهادار این بنگاه هستند یا قصد دارند از این اوراق بخرند، اطلاعات بیش‌تری درباره سلامت مالی و آینده بنگاه دارند. علت نارسایی بازار، اگر به‌راستی پیش آید، در این حالت «اطلاعات نابرابر» خوانده می‌شود، و این بدان معنی است که سرمایه‌گذاران و مدیران در دست‌یابی به اطلاعات یا داشتن اطلاعات وضع یکسانی ندارند. این مسئله را «مشکل نمایندگی»<sup>۱</sup> می‌خوانند، بدین معنی که مدیران، که در مقام کارگزار و نماینده سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند ممکن است بنابر منافع خود و زیان سرمایه‌گذاران عمل کنند. هواداران مقررات افشاگری می‌گویند اگر این قواعد نباشد، اطلاعات به نسبت محدود سرمایه‌گذار درباره بنگاه، به کارگزاران امکان می‌دهد دست به چنین کارهایی بزنند.

باید یادآوریم شویم که برخی از اقتصاددانان سرشناس نیاز به قواعد افشاگری را انکار می‌کنند. آنان به پیروی از جورج بنستن عقیده دارند، بازار اوراق بهادار می‌تواند بدون کمک دولت همه اطلاعات لازم درباره قیمت‌گذاری عادلانه اوراق بهادار جدید و موجود را به دست آورد. به عقیده ایشان، این مقررات که قرار است داده‌های اساسی را از کارگزار مدیر بیرون بکشند و افشا کنند، چیزی زاید هستند<sup>۲</sup>. یکی از راه‌های سنجش این عقیده این است که بپرسیم سرمایه‌گذاران چه خواهند کرد اگر بنگاهی که می‌کوشد سهام جدید خود را بفروشد همه اطلاعاتی را که ایشان می‌خواهند در اختیارشان نگذارد. در این وضع یا سرمایه‌گذاران از خرید این سهام پرهیز می‌کنند و ارزش آن را صفر می‌دانند یا این سهام را با تخفیف و زیر قیمت اصلی می‌خرند. بدین ترتیب بنگاهی که اطلاعات مهم را پنهان داشته جریمه‌ای می‌پردازد که به صورت کاهش عایدی حاصل از فروش سهام جدید است. پی‌آمدهای این جریمه به اندازه قواعد افشاگری دولتی، انگیزه برای افشای اطلاعات فراهم می‌کند.

1. agency

2. George Benston, "Required Disclosure and Stock Market: An Evaluation of The Securities Exchange Act of 1934," *American Economic Review* (March 1973), pp. 132-155.



**مقررات فعالیت مالی**، شامل مقرراتی دربارهٔ دادوستدکنندگان اوراق بهادار و معاملات بازارهای مالی است. مثالی مشخص از این شکل نظارت، مجموعهٔ مقررات در جلوگیری از دادوستد دست‌اندرکارانی است که به سبب مقام اداری یا سایر موقعیت‌ها در قیاس با سرمایه‌گذاران عادی اطلاعات بیش‌تری دربارهٔ وضع بنگاه دارند. دادوستد این دست‌اندرکاران یکی دیگر از مشکلات زایندهٔ اطلاعات نابرابر است که بی‌تردید با بازار رقابت‌آمیز هم‌خوانی ندارد. مثال دوم از این شکل نظارت، تنظیم مقررات مربوط به ساختار و نحوهٔ عمل بازار بورسی است که اوراق بهادار در آن مبادله می‌شود. استدلال هواداران این ضوابط این است که دست‌اندرکاران بازار بورس می‌توانند در برخی شرایط سرمایه‌گذاران عادی را فریب دهند و مغبون کنند.

**مقررات نهادهای مالی** نوعی از نظارت دولت است که فعالیت این نهادها را در عرصه‌هایی حیاتی چون وام دادن، وام گرفتن و تأمین وجوه محدود می‌کند. توجه این نحوهٔ تنظیم دولتی این است که این بنگاه‌های مالی نقشی خاص در اقتصاد جدید دارند. نهادهای مالی به خانوارها و بنگاه‌ها کمک می‌کنند تا پس‌انداز کنند، هم‌چنین جریان پیچیدهٔ پرداخت‌ها را برای بسیاری از عناصر اقتصاد تسهیل می‌کنند: در مورد بانک‌های تجاری این نهادها در حکم مجراهایی برای سیاست پولی دولت هستند. بنابراین گاه چنین استدلال می‌شود که نارسایی این نهادهای مالی اختلالات اساسی در کل اقتصاد پدید می‌آورد.

**تنظیم فعالیت مشارکت‌کنندگان خارجی** شکلی از فعالیت دولت است که نقش بنگاه‌های خارجی را در بازار داخلی و مالکیت و نظارت آن‌ها بر نهادهای مالی را محدود می‌کند. مقامات دولتی از مقررات پولی و بانکی به منظور نظارت بر تغییرات عرضهٔ پولی کشور، که در واقع عاملی برای نظارت بر سطح فعالیت اقتصادی است، سود می‌جویند. در فصل‌های بعدی به تفصیل از این مقررات دولتی سخن خواهیم راند. ما در این جا به گونه‌ای مختصر به آن اشاره می‌کنیم تا تصویر فراگیر از نقش دولت در نظام‌های پولی جدید به دست داده باشیم.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامهٔ مطلب بدانید:

۱. توجه رایج برای تنظیم دولتی بازار کالا و خدمات.
۲. افشاگری چیست و تنظیم از طریق افشاگری چه معنایی دارد.

۳. اصطلاح «اطلاعات نابرابر» به چه معنی است.
۴. دلیل این که دولت فعالیت مالی برخی افراد و رفتار برخی نهادهای مالی را تنظیم می کند.

## مقررات در ایالات متحد

ساختار نظارت در ایالت متحد پیش تر نتیجه بحران های مالی است که در دوره های گوناگون پیش آمده است. بیش تر مقررات پی آمد سقوط بازار سهام در ۱۹۲۹ و رکود بزرگ در دهه ۱۹۳۰ است. برخی از این مقررات ممکن است در بازار مالی فعلی جایی نداشته باشند، اما پیشینه آنها به سوء استفاده هایی می رسد که قانون گذاران زمانی با آنها روبه رو شده بودند، یا به پندار آنها وجود داشته است. افزون بر این، به استثنای مقررات نهادهای مالی سه شکل دیگر از نظارت اغلب بر عهده دولت فدرال است و دولت ایالتی نقشی ثانوی در آنها دارد. از این روست که بحث ما درباره مقررات در ایالات متحد بر دولت فدرال و سازمان های آن متمرکز خواهد بود. اما در بحث از برخی نهادهای مالی ایالات متحد، به گونه ای مختصر نقش دولت ایالتی را نیز بررسی خواهیم کرد.

ایالات متحد بسیار به مقررات افشاگری پای بند است. مقررات مربوط به این موضوع در دو قانون مهم فدرال درج شده است: قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ (که به قانون بورس مشهور است). این قوانین در دوره های مختلف اصلاح شده اند. قانون اوراق بهادار بیش از هر چیز به توزیع اوراق بهادار جدید مربوط می شود و دو هدف دارد. نخست، این قانون ضروری می دارد که سرمایه گذاران از اطلاعات کافی و دقیق درباره اوراق بهادار توزیع شده بین عامه مردم باخبر شوند<sup>۱</sup>. دوم، این قانون اقدامات و اعمال فریبکارانه، اطلاعات نادرست و کلاه برداری در فروش اوراق بهادار را ممنوع می دارد. قانون بورس بسیاری از موارد نظارت را شامل می شود، از آن جمله است افشاگری دوره ای که هدف آن فراهم آوردن اطلاعات درباره اوراقی است که در میان مردم دادوستد می شود. بدین ترتیب در عین

1. Nancy H. Wojtas, "Regulation of the Securities Markets: Securities and Exchange Commission," Chap. 7 in *Handbook of Financial Markets* (Homewood IL. Dow Jones-Irwin 1986), pp. 116-118.

حال که قانون اوراق بهادار خواستار افشاگری دربارهٔ اوراق بهادار به هنگام انتشار آن‌هاست، قانون بورس به افشاگری دوره‌ای دربارهٔ اوراق مورد معامله مربوط می‌شود. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)<sup>۱</sup> مسئولیت و قدرت نظارت بر اجرای این دو قانون را داراست. این کمیسیون به موجب قانون بورس تشکیل شده است.

هیچ‌یک از الزامات افشاگری که در این دو قانون قید شده یا اقدامات کمیسیون نام‌برده شامل تضمین، مجوز یا تأیید اوراق بهادار در حال انتشار نمی‌شود. تنها انگیزهٔ دولت (و کمیسیون SEC) در این زمینه این است که اطلاعات لازم برای ارزیابی عادلانهٔ اوراق بهادار را در اختیار همهٔ سرمایه‌گذاران قرار دهد. این روی‌کرد به عمل تنظیم بازار، بیش از هرچیز به «فرضیهٔ بازار کارا<sup>۲</sup>» تکیه می‌کند، که به‌طور کلی بر این باور استوار است که اطلاعات مناسب، مربوط و در دسترس همگان دربارهٔ ناشران اوراق بهادار به قیمت‌گذاری درست اوراق مبادله‌شده در بازارهای با عملکرد مناسب می‌انجامد<sup>۳</sup>. (در فصل ۱۵ بازار کارا را با تفصیل بیشتر بررسی می‌کنیم).

تنظیم فعالیت مالی نیز در ایالات متحد کاربرد فراوان دارد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) موظف است بر تمام معاملات کارکنان، مدیران و سهامداران عمده (دست‌اندرکار خودی یا محرمان) روی اوراق بهادار بنگاه خودشان، نظارت داشته باشد. موارد این نظارت در قانون بورس آمده است. برای آگاه کردن مردم از وضع موجود کمیسیون (SEC) صورتی از معاملات دست‌اندرکاران را در نشریهٔ خود چاپ می‌کند. بورس‌های سازمان‌یافته، مثل بورس سهام نیویورک و بورس سهام امریکا، نیز با تعیین شرایط برای ثبت و فهرست‌بندی سهام و اوراق قرضهٔ مبادله‌شده و از طریق نظارت بر روابط کارگزاران با مردم نقشی در تنظیم بر عهده دارد. در این زمینه انجمن ملی کارگزاران سهام (NASD)<sup>۴</sup> عاملی مهم در تنظیم دادوستد است. NASD سازمانی خودگردان است که اعضای آن باید برخی استانداردها را در انتشار اوراق بهادار و فروش آن‌ها به مردم رعایت کنند. سایر بازارهای مالی ایالات متحد نیز چنین سازمان‌هایی از آن خود دارند.

دو سازمان مسئول اقدامات نظارتی دولت فدرال در مورد دادوستد اختیار معامله و

1. Securities and Exchange Commission

2. efficient market hypothesis

3. Charles J. Johnson Jr., *Corporate Finance and the Securities Laws* (Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1991).

4. National Association of Securities Dealers (NASD)

قراردادهای آتی هستند که همان اسناد مشتقه‌اند و از فصل ۲۵ تا فصل ۳۰ به آنها پرداخته‌ایم. کمیسیون معاملات آتی کالاهای اساسی<sup>۱</sup> مجوز بورس‌های معاملات آتی را صادر و بر دادوستد آنها نظارت می‌کند؛ هم‌چنین به بنگاه‌ها اختیار می‌دهد بورس‌ها را اداره کنند و خدماتی به مردم بدهند. CFTC در عین حال قراردادهای آتی منفرد را نیز تأیید می‌کند، و این قراردادها باید در جهت هدف اقتصادی سودمندی برای تأمین<sup>۲</sup> یا پوشش طراحی شده باشند. این تأیید به منزله پشت‌نویسی قرارداد نیست و خود سرمایه‌گذاران باید در این معاملات خطر را بپذیرا شوند. انجمن ملی معاملات آتی<sup>۳</sup> (NFA) سازمان خودگردان دیگری است که از اوایل دهه ۱۹۸۰ CFTC را در نظارت بر معاملات، جلوگیری از کلاهبرداری و دست زدن به اقدامات انضباطی در صورت لزوم، یاری کرده است. SEC مسئولیت سرپرستی بر بیش‌تر بازارهای اختیار معامله را بر عهده دارد و مشابه بسیاری از وظایف CFTC را در بازارهای آتی بر عهده می‌گیرد. مهم‌ترین سازمان‌های خودگردان در بازار اختیار معامله، NASD و انواع بورس‌هایی هستند که در آنها اختیار معامله دادوستد می‌شود.

دولت ایالات متحد مقررات گوناگون و فراوانی بر نهادهای مالی تحمیل کرده است. اگرچه فشار برای تغییر نظام روی به فزونی است و احتمال می‌رود به‌زودی تغییرات عمده‌ای رخ بنماید، بیش‌ترین مقررات فعالیت‌های نهادهای مالی در بازار و نحوه اداره بدهی‌ها و دارایی‌های این نهادها را محدود می‌کنند. نمونه‌ای بارز از این محدودیت‌ها، مخالفت دولت با ایجاد بانک‌های ملی با شعباتی در همه ایالات و مناطق است. در واقع ایالات متحد مجموعه‌ای عظیم و دردسرساز از مقررات دارد که فعالیت هزاران بانک نسبتاً کوچک را به واحدهای جغرافیایی خاصی محدود می‌کند. قانون گلس‌استیگال<sup>۴</sup> قانون دیگری در تنظیم فعالیت بانک‌هاست که آزادی عمل بانک‌های تجاری را در بازار اوراق بهادار محدود می‌کند. اما مشکلاتی که اخیراً در زمینه خدمات مالی پدید آمده ثابت کرده که رقابت و تنوع باید در نهادها بیش‌تر شود و موانعی که قانون گلس‌استیگال میان بانک‌ها و بخش اوراق بهادار ایجاد کرده در دهه ۱۹۹۰ به سرعت از میان برداشته می‌شود.

نظام فدرال رزرو که سازمانی مستقل و مسئول پول ملت و نظام بانکی کشور است،

1. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

2. hedging

3. National Future Association (NFA)

4. Glass-Steagall Act

محدودیت‌های فراوانی بر نهادهای سپرده‌پذیر تحمیل می‌کند. برای مثال این نظام حداقل لازم سرمایه (یا حقوق سهامداران) را که بانک‌ها باید به نسبت دارایی‌های خود داشته باشند تعیین می‌کند. قواعد فعلی بر اساس موافقتنامه<sup>۱</sup> ۱۹۸۸ (موافقتنامه<sup>۱</sup>) است که در میان کشورهای صنعتی به امضا رسیده است. در گذشته نظام فدرال رزرو سطح حداکثر نرخ بهره‌ای را که بانک‌های تجاری می‌توانستند بپردازند تعیین می‌کرد، اما خوشبختانه دولت فدرال به این قاعده‌سازی بازدارنده پایان داده است. اما یک سازمان دولتی، اداره نظارت بر پس‌انداز (OTS)<sup>۲</sup>، بر نوع و مقدار وام‌هایی که سازمان‌های پس‌انداز و وام می‌دهند نظارت دارد. (تا اواخر دهه ۱۹۷۰ هیئت‌های نظارتی گوناگونی بر فعالیت مؤسسات پس‌انداز و وام نظارت داشتند اما بسیاری از عناصر آن‌ها امروز در ساختار OTS ادغام شده است.) در فصل ۴ توضیحات بیشتری درباره مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌ها در بانک‌ها و مؤسسات پس‌انداز و وام خواهیم داشت. سایر نهادهای مالی مثل شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی نیز باید در شبکه پیچیده‌ای از نظام‌های نظارتی فعالیت کنند، که توضیح آن‌ها در فصل‌های ۷ و ۹ خواهد آمد.

مقررات ایالات متحد به بانک‌های متعلق به خارجیان اجازه می‌دهد تحت همان قواعد پیچیده که ناظر بر بانک‌های داخلی است فعالیت کنند. چندصد شعبه بانک‌های خارجی امروز در ایالات متحد فعالیت می‌کنند.

ایالات متحد مثل بسیاری از کشورهای دیگر مشارکت بنگاه‌های خارجی را در بازار اوراق مالی تنظیم می‌کند. اما این کشور نیز مثل سایر کشورها، در کار بازرگانی و تغییر سیاست‌های مربوط به فعالیت بنگاه‌های خارجی در بازارهای مالی است. برخی از تغییرات روی داده در دهه اخیر شایان یادآوری است. در سال ۱۹۸۴ دولت فدرال مالیات تکلیفی بر پرداخت بهره به دارندگان غیرساکن اوراق منتشرشده از سوی بنگاه‌های ایالت متحد و سازمان‌های دولتی را لغو کرد. در سال ۱۹۸۶ SEC تصمیم گرفت به برخی بنگاه‌های خارجی که مقررات کشور موطن خود را اجرا کرده‌اند اجازه فعالیت در بازارهای ایالات متحد را بدهد بی‌آن‌که ناچار باشند سازگاری خود با ضوابط ایالات متحد را اثبات کنند. در سال ۱۹۸۷ بازارهای ایالات متحد اجازه یافتند قراردادهای آتی متکی به اوراق قرضه کشورهای خارجی را معامله کنند و SEC تصمیم گرفت به بنگاه‌های خارجی اجازه دهد این قراردادهای آتی متکی به اوراق یادشده را

1. Basle

2. Office of Thrift Supervision (OTS)

دادوستد کنند. در همان سال SEC به سرمایه‌گذاران نهادی اجازه داد سهام ثبت‌نشده بنگاه‌های خارجی را خریداری کنند. دولت از طریق نظام فدرال رزرو بر عرضه پول نظارت می‌کند. بانک‌های تجاری و دیگر نهادهای سپرده‌پذیر با پیروی از قواعدی که این نظام وضع می‌کند در این جریان شرکت می‌جویند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. قوانین اصلی فدرال که ضرورت افشاگری را مطرح کرد: قانون اوراق بهادار و قانون بورس.
۲. نقش سازمان‌های خودگردان در بازار.
۳. دامنه و نحوه تنظیم نهادهای مالی.
۴. راه‌هایی که دولت ایالات متحد برای تنظیم فعالیت بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی پیش می‌گیرد.

#### مقررات در ژاپن

در ژاپن وزارت دارایی مسئولیت تنظیم بازار اوراق بهادار را بر عهده دارد. قوانین این کشور اختیارات مستقیم وسیعی به این وزارتخانه داده است. علاوه بر این، وزارت دارایی اختیارات غیرمستقیم فراوان نیز دارد، از جمله وظیفه‌ارایه «رهنمودهای اجرایی» به انواع نهادهای مالی و صلاحیت نظارت بر مراکز مبادله اوراق بهادار که عضو بورس سهام توکیو هستند.

نظام ژاپن از روش افشاگری هم‌چون نوعی روش تنظیم استفاده می‌کند، و این همان کاری است که در ایالات متحد نیز رایج است. وزارت دارایی از طریق دفتر اوراق بهادار که به موجب قانون بورس و اوراق بهادار تأسیس شده و یکی از هفت دفتر موجود است، می‌کوشد بازار اوراق بهادار را به بازاری رقابت‌آمیز و منصفانه تبدیل کند. بدین منظور، دفتر اوراق بهادار در پی تضمین این است که سرمایه‌گذاران به جریانی پیوسته از اطلاعات مورد نیاز دسترسی دارند.

رویکرد ژاپن از بسیاری جهات عمده با رویکرد ایالات متحد تفاوت دارد. نخست

وزارت دارایی این سیاست جاافتاده را دارد که وجوه موجود در بازار اوراق بهادار را به سوی بنگاه‌های بزرگ و کارآمد در هر صنعت راهنمایی کند.<sup>۱</sup> دوم، این نظام برخی از ناشران اوراق بهادار را در مواقعی خاص تشویق می‌کند که اسناد بدهی منتشر کنند. هیئت نظارت، کمیته انتشار اوراق بهادار<sup>۲</sup> است که گروهی متشکل از بیش از ۴۰ نهاد (از جمله بانک‌های عمده و مؤسسات اوراق بهادار) می‌باشد. سه عملکرد عمده این کمیته بدین قرار است: (۱) تعیین استانداردهای صلاحیت برای شرکت‌هایی که مایل به انتشار اوراق بهادارند، (۲) نظارت بر شرایط و مبلغ اوراق جدید، و (۳) نظارت بر جریان اوراق جدید به منظور جلوگیری از سیلان این اوراق در بازار.

تنظیم فعالیت‌های مالی در ژاپن بسیار رواج دارد. به موجب قانون دفتر اوراق بهادار وزارت دارایی مسئول نظارت و صدور مجوز برای شرکت‌های اوراق بهادار است، و تنها این‌گونه شرکت‌ها می‌توانند با همه امکانات خود در زمینه اوراق بهادار فعالیت کنند. وزارت دارایی از طریق دفتر اوراق بهادار و بانک مرکزی ژاپن (BOJ)<sup>۳</sup> معاملات افراد محرم<sup>۴</sup> را جریمه می‌کند و بر فعالیت کارگزاران در بازارهای مالی نظارت دارد.

در ژاپن نیز مثل ایالات متحد، دولت محدودیت‌های زیادی بر فعالیت‌های نهادهای مالی می‌گذارد. ژاپن، برخلاف ایالات متحد، به معدودی از بانک‌های ملی عمده اجازه می‌دهد در هر نقطه از کشور فعالیت کنند. اگرچه احتمال دارد در آینده نزدیک تغییراتی پدید آید، قوانین فعلی ژاپن بانک‌های تجاری را از مشارکت کامل در فعالیت‌های تأمین سرمایه<sup>۵</sup> یا پذیره‌نویسی اوراق بهادار (یعنی انتشار اوراق جدید) باز داشته است. اما بانک‌های ژاپنی می‌توانند مبالغ کلانی در سهام عادی شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری کنند، حال آنکه قوانین فعلی ایالات متحد بانک‌ها را از این کار منع کرده است. نکته جالب این‌که دولت ژاپن در طول بسیار سال‌ها سطح حداکثر نرخ بهره را برای سپرده‌های بانکی تعیین کرده است. در سال ۱۹۸۷ این دولت بسیاری از این‌گونه مقررات را کنار نهاد یا تعدیل کرد.

در سال‌های اخیر ژاپن بسیاری از محدودیت‌های مشارکت بنگاه‌های خارجی و

1. Edward William Karp and Akira Koika, "The Japanese Corporate Bond Market," Chapter 11, in F. J. Fabozzi (ed.), *The Japanese Bond Markets* (Chicago: Probus Publishing Co., 1990).

2. Bond Flotation Committee

3. Bank of Japan (BOJ)

4. insiders

5. investment banking

نهادهای مالی را در بازار اوراق بهادار تعدیل کرده یا از میان برداشته است.<sup>۱</sup> امروز برخی بانکهای خارجی اجازه دارند در بانکداری امانی<sup>۲</sup> که بیش تر توجه به مدیریت سرمایه‌گذاری و پس‌انداز است شرکت جویند. شرکت‌های تابعه اوراق بهادار نهادهای مالی خارجی شعباتی در ژاپن دایر کرده‌اند و از طریق این شعبات این نهادها در برخی جنبه‌های پذیرهنویسی اوراق بهادار فعال شده‌اند. امروز بنگاه‌های خارجی در بورس سهام توکیو (TSE) لوحه<sup>۳</sup> دارند و سهام شرکت‌های خارجی در این بورس معامله می‌شود. اگرچه بسیاری از قواعد نانوشته و رسمی برجای خواهد ماند، این نکته روشن است که ژاپن به دستاوردهای مهمی در جهانی کردن و آزادی بازارهای مالی خود رسیده است.

وزارت دارایی با کمک بانک مرکزی ژاپن که عملکردش شبیه عملکرد نظام فدرال رزرو در ایالات متحد است، بر عرضه پول نظارت دارد و می‌کوشد بر نرخ بهره کوتاه‌مدت اثر بگذارد. روشی که بانک مرکزی ژاپن در اجرای سیاست‌های خود پیش می‌گیرد در فصل‌های ۵ و ۶ توصیف شده است.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. نقش عمده وزارت دارایی ژاپن.
۲. روش‌های نظارتی ژاپن چه تفاوتی با روش ایالات متحد دارد.
۳. حدود کار مقررات نهادهای مالی در ژاپن، خاصه نظارت بر بانک‌های تجاری.
۴. ژاپن از چه راه‌هایی نظارت بر مشارکت خارجی در بازارهای خود را تعدیل کرده است.
۵. نقش بانک مرکزی ژاپن.

#### مقررات در آلمان

نظام موجود در آلمان از مقررات افشا تا حدی برای نظارت بر انتشار سهام سرمایه سود

۱. بخش عمده‌ای از این آگاهی‌ها از مأخذ زیر گرفته شده:

Issen Sato and E. M. Karnosky, "Historical Development of Japanese Bond Market," Chapter

2 in Frank Fabozzi (ed.), *ibid.*

2. trust banking

3. seat



می‌جوید. شرکت‌های ناشر اوراق باید اطلاعات مهم دربارهٔ بنگاه را با انتشار آگهی در اختیار مردم قرار دهند. مقامات کمیتهٔ پذیرش بورس‌هایی که سهام در آن‌ها دادوستد می‌شود باید این امید نامه‌ها<sup>۱</sup> را ارزیابی و تأیید کنند. علاوه بر این، بنگاه‌ها باید گزارش‌های سالانه و شش ماهه دربارهٔ فعالیت‌ها و وضع مالی خود برای سرمایه‌گذاران منتشر کنند<sup>۲</sup>. برخی مقامات دولت ایالات متحد بر این اعتقادند که با توجه به روشن نبودن قوانین حسابداری آلمان، مقرراتی که افشاگری را ضروری می‌کنند در عمل ناتوانند و به بنگاه‌های آلمانی امکان می‌دهند سرمایه‌گذاران را فریب دهند<sup>۳</sup>. اعتبار این گفته هر اندازه که باشد، دست‌کم این نکته را روشن می‌کند که افشاگری در این دو کشور معنی یکسانی ندارد.

بازار اوراق قرضه ساختار جالبی دارد. بنگاهی در تملک بخش خصوصی (غیر از بانک) که می‌خواهد اوراق قرضه منتشر کند باید برای وضع مالی خود و وثیقهٔ اوراق مورد نظر تأییدیه بگیرد. سازمانی که باید این‌ها را تأیید کند، بانک مرکزی یا "Bundesbank" است که واحدی کم‌وبیش مستقل از دولت فدرال است. این مقررات دست‌وپاگیر بسیاری از شرکت‌های آلمانی را واداشته که برای سرمایهٔ استقرایی به بانک‌ها امید ببندند یا اوراق قرضهٔ خود را در بازارهای فارغ از نظارت اروپا منتشر کنند؛ در نتیجه بازار اوراق قرضه در آلمان نیرومند و فعال نیست<sup>۴</sup>.

در آلمان هشت بورس سهام وجود دارد و دولت ایالتی که بورس در آن ایالت واقع است نقشی مهم در تنظیم این بورس بر عهده دارد. دولت با روشی که یادآور روش سازمان‌های خودگردان امریکاست، از هیئت رئیسهٔ بورس که منتخب بنگاه‌های (خاصه بانک‌های) عضو بورس‌اند، کمک می‌گیرد. این هیئت صلاحیت اعضا و اوراق بهاداری را

۱. prospectus یا اعلامیهٔ پذیره‌نویسی. جزوه‌ای است که در هنگام پذیره‌نویسی منتشر می‌شود و اطلاعات کافی در مورد اوراق بهادار عرضه می‌کند. م.

2. O.W. Breycha, "German Equity Markets" in *The Global Equity Markets* (Chicago: Probus Publishing Company, 1991).

3. Gregg A Jarrel, "SEC Crimps Big Board's Future," *Wall Street Journal*, June 19, 1992. p. A. 15.

4. Credit Suisse First Boston, *The Deutsch Mark Bond Markets* (Chicago: Probus Publishing Company 1991) pp. 158-159.

که باید دادوستد شود تأیید و قوانین بورس را اعمال می‌کند<sup>۱</sup>. هرچند آلمان در حال حاضر قانونی در مخالفت با معاملات محرمان ندارد، اتحادیه‌های صنعتی موجود این عمل را منع می‌کنند و محرمان به اطلاعات را وامی‌دارند تعهداتی را امضا کنند که ایشان را از درگیری در معاملات اوراق بهادار بازمی‌دارد. این اتحادیه‌ها بر رعایت این تعهدات نظارت دارند و اگر محرمان تخلفی نشان دهند، دست به اقدامات انضباطی می‌زنند. در سال ۱۹۸۰ دولت ایجاد بازار اختیار معامله و معاملات آتی را تصویب کرد. این بازار *Deutsche Terminbörse* نام دارد. در عین حال، دولت موقعیت قانونی قراردادهای مشتقه را نیز تحکیم کرد.

روش نظارت بر نهادهای مالی در آلمان در قیاس با قوانین و روش‌های ایالات متحد، انعطاف بسیار بیش‌تری دارد. اغلب بانک‌های آلمان «بانک‌های همه‌کاره‌ای» هستند که به انواع فعالیت‌های مالی از جمله بانکداری تجاری و معاملات اوراق بهادار از جمله پذیره‌نویسی، خرید و فروش و سرمایه‌گذاری در سهام دست می‌زنند. از این روی، بانک‌ها بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاران آلمان هستند و بازار ثانویه و اوراق قرضه و سهام در آلمان بازاری بین بانکی است (یعنی دادوستد میان بانک‌هاست).

با این‌همه، دولت آلمان از طریق بانک مرکزی نیرومند خود بر صحت و سلامت بسیاری از فعالیت‌های بانک‌ها نظارت می‌کند. بدین دلیل، دولت عضویت در پیمان بال را که بانک‌های داخلی را وادار می‌کند استانداردهایی را برای کفایت سرمایه رعایت کنند، پذیرفته است.

روش نظارت آلمان بر فعالیت‌های مالی بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی تا سال‌های اخیر بسیار سختگیرانه و پیچیده بود. در دهه ۱۹۸۰ بنگاه‌های خارج به آزادی بیش‌تر برای فروش اوراق بهادار خود در آلمان دست یافتند و بیش از یک‌سوم سهام پذیرفته‌شده در بازار سهام (در فرانکفورت) سهام خارجی است. بنابر تصمیم دولت در سال ۱۹۸۵ بازار اوراق قرضه آلمان یکی از آزادترین بازارها شد. بانک مرکزی آلمان به شرکت‌های تابعه داخلی بنگاه‌های خارجی مجوز مشارکت کامل در برخی از مهم‌ترین فعالیت‌های مؤسسات تأمین مالی را صادر کرد. در سال ۱۹۸۸ سرمایه‌گذاران خارجی اجازه یافتند یکی از مهم‌ترین انواع اوراق قرضه دولتی به نام *Bund* یا *Bundes bond* را از محافل مالی بین‌المللی خریداری کنند.

1. O.W. Breycha, op. cit., p. 120.

بانک مرکزی بر عرضه پول و دسترس بودن اعتبار نظارت دارد. مهم‌ترین هدف آن دفاع از ارزش پول آلمان یا (به بیانی دیگر) نگاه داشتن تورم قیمت در سطحی است که تا حد امکان به صفر نزدیک باشد. برای اطلاعات بیشتر درباره بانک مرکزی و سیاست‌های پولی آلمان به فصل‌های ۵ و ۶ رجوع کنید.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. نحوه استفاده آلمان از مقررات افشاگری مالی.
۲. دامنه فعالیت نظارتی دولت آلمان بر بانک‌های تجاری و مفهوم اصطلاح «بانک همه‌کاره».
۳. دلیل کوچک بودن بازار اوراق قرضه در آلمان.
۴. برخی از راه‌هایی که دولت آلمان برای آزادی بیشتر مشارکت‌کنندگان خارجی در بازارها پیش گرفته است.
۵. نقش بانک مرکزی آلمان.

### مقررات در انگلستان

در نیمه دهه ۱۹۸۰ که دوره آزادسازی همه‌جانبه و تجدید ساختار صنعت اوراق بهادار بود، دولت انگلستان رعایت افشاگری را به‌عنوان عنصری اصلی در تنظیم بازار اوراق بهادار الزامی کرد. بخش مهم از این تجدید ساختار قانون خدمات مالی سال ۱۹۸۶ بود.<sup>۱</sup> این قانون «مسئولیت عام افشاگری» را برقرار می‌کند و آن را در مورد هر بنگاه داخلی یا خارجی ناشر اسناد بدهی یا اوراق سهام به کار می‌گیرد، خواه این اسناد در بورس سهام بین‌المللی لندن فهرست شوند یا نشوند. (اوراق بهادار فهرست‌شده معمولاً متعلق به شرکت‌های معتبرند، حال آن‌که اوراق بهادار خارج از بورس بیشتر به شرکت‌های جدید و کوچک تعلق دارند.) بنگاه موظف است اطلاعات جامع در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد، از جمله سابقه مالی بنگاه و روش انتشار اوراق جدید در بازار باید توضیح داده

۱. بحث درباره قانون خدمات مالی را می‌توان در این اثر یافت:

Harriet Creamer, "Issuing Securities in the United Kingdom," *International Financial Law Review* (Special Supplement, July 1990) pp. 54-61.

شود. این قانون جرایمی برای مقامات هر شرکت که سرمایه‌گذاران را گمراه کرده یا چنان‌که باید مطالب و ادعاهای شرکت از دقت و صحت برخوردار نباشد، تعیین کرده است. تا زمانی که بنگاه اوراق بهاداری در دست مردم دارد، مسئول است که اطلاعات لازم را در اختیار آنان قرار دهد.

قانون خدمات مالی مسئولیت تنظیم فعالیت‌های مالی را بر عهده وزارت تجارت و صنعت (DTI)<sup>۱</sup> نهاده است. این وزارت بخش عمده‌ای از این وظیفه را به هیئت نظارت بر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری (SIB)<sup>۲</sup> محول کرده که از بسیاری جهات شبیه کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحد است. هیئت نظارت بر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری مهم‌ترین سازمانی است که اجازه فعالیت سرمایه‌گذاری به نهادها می‌دهد و بر معاملات آنها با مردم و کافی بودن منابع مالی آنها نظارت دارد. در این کار این هیئت از حمایت عملی سازمان اوراق بهادار که سازمانی خودگردان و قدرتمند است و با بورس سهام پیوند دارد، بهره‌مند می‌شود. این هیئت‌های دولتی و حرفه‌ای در عین حال مسئولیت جلوگیری از «معاملات محرمانه» و تنبیه آنان را بر عهده دارند، اما این «معاملات» تعریف قانونی روشنی نداشت و تا زمان تقویت قانون اوراق بهادار ۱۹۸۵ بارها پیش می‌آمد.

بانک مرکزی انگلستان<sup>۳</sup> فعالیت بیش‌تر نهادهای بانکی را به شیوه‌ای مشابه اقدامات بانک فدرال رزرو در ایالات متحد تنظیم می‌کند. این بانک علاوه بر نظارت بر عرضه پول بر میزان سرمایه بانک‌ها، بنابر قرارداد بال، نظارت دارد و برای آن قواعدی وضع می‌کند. قبل از بیگ‌بنگ<sup>۴</sup> سال ۱۹۸۶ بانک‌ها اجازه درگیری در بسیاری از معاملات اوراق بهادار را نداشتند اما از آن به بعد، بانک‌ها اجازه یافتند شرکت‌های تابعه‌ای داشته باشند که در بورس سهام عضویت دارند، و این شرکت‌ها بسیاری خدمات مالی مربوط به سرمایه‌گذاری را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند.

انگلستان پیشگام گشودن بازارهای داخلی اوراق بهادار بر مشارکت بنگاه‌های خارجی بوده است. بنگاه‌های غیرانگلیسی می‌توانند عضو و حتی رهبر گروهی از مؤسسات پذیرهنویسی باشند که اسناد بدهی و سهام جدید را به پوند استرلینگ

1. Department of Trade and Industry (DTI)

2. Securities and Investment Board (SIB)

3. Bank of England

۴. Big Bang. ضربه بزرگ به مجموعه تحولات بزرگی می‌گویند که در زمان زمامداری خانم تاچر در سال ۱۹۸۶ در بازار سرمایه انگلستان به وقوع پیوست و بازار سرمایه را از بسیاری از قید و بندها آزاد ساخت م.

پذیره‌نویسی کرده و می‌فروشند. سهام بسیاری از شرکت‌های خارجی در بورس سهام بین‌المللی لندن فهرست شده و شرکت‌های وابسته به مؤسسات (و بانک‌های) خارجی می‌توانند به عضویت این بورس درآیند. این فرایند آزادسازی بر قوانین بانکداری انگلستان نیز تأثیر نهاده است. تعداد زیادی از بانک‌های خارجی در انگلستان فعالیت دارند.

بانک انگلستان مسئولیت اصلی نظارت بر عرضه پول را بر عهده دارد. در فصل‌های ۵ و ۶ شرحی مفصل از فعالیت‌های این بانک خواهیم داشت.

### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. دامنه تحولات عمده اخیر در انگلستان.
۲. مسئولیت وزارت تجارت و صنعت.
۳. مسئولیت بانک مرکزی انگلستان.
۴. نظارت بر فعالیت بانک‌های تجاری داخلی و خارجی در بازار اوراق بهادار.

## اصلاحات در قوانین

اصلاح روش نظارت بر بازارهای مالی پی‌آمد بسیاری نیروها و تحولات است. نخست، چنان‌که اشاره کردیم، بحران‌های مالی راه را برای تغییرات اساسی در اهداف و دامنه کار نظارت باز کرد. چند مثال از مسایل اخیر ایالات متحد این نکته را روشن می‌کند.

زمانی بود که حداکثر نرخ بهره‌ای که نهادهای سپرده‌پذیر مجاز به پرداخت آن به برخی حساب‌های سپرده بودند با مقررات دولتی تعیین می‌شد. وقتی نرخ بهره در بازار آزاد به سطحی بالاتر از سقف تعیین شده می‌رسید، منابع مالی به‌ناگزیر از نهادهای سپرده‌پذیر خارج و صرف خرید اوراق بهادار می‌شد، یعنی به صورت سرمایه‌گذاری مستقیم درمی‌آمد. زمانی که این روند «واسطه‌زدایی» امنیت اقتصادی بسیاری از بانک‌ها و مؤسسات وام و پس‌انداز ایالات متحد را تهدید می‌کرد، نظام فدرال رزرو و دیگر هیئت‌های ناظر ناچار می‌شدند سقف نرخ بهره را بالا ببرند<sup>۱</sup>. بحران در مؤسسات

۱. این تغییر در عین حال به سبب بالا بردن هزینه منابع مالی به نهادهای سپرده‌پذیر لطمه می‌زند. شایان

پس انداز و وام<sup>۱</sup> ایالات متحد مثالی دیگر است. چون بسیاری مؤسسات پس انداز و وام با مشکل روبه‌رو بودند، قانون فدرالی که در سال ۱۹۸۹ به تصویب رسید ساختار نظارتی این نهادهای سپرده‌پذیر را تغییر داد. هم‌چنین، سقوط بازار سهام در اکتبر ۱۹۸۷ تغییراتی در قوانین ناظر بر بازار سهام و اوراق مشتقه (معاملات آتی شاخص سهام و اختیار معامله شاخص) پدید آورد.

انگیزه دیگر برای اصلاح روش نظارت در چند سال گذشته نوآوری مالی یا ابداع محصولات مالی جدید بوده است. در دو دهه اخیر طیف وسیعی از دارایی‌های مالی جدید پدید آمده که وضع مقررات جدید در مورد معامله این محصولات را ضروری کرده است. محصولات جدیدی که در دهه ۱۹۸۰ ضرورت مقررات جدید را پیش آورد عبارت است از اسناد مشتقه (اختیار معامله و قراردادهای آتی) بر اساس شاخص بازار سهام. نمونه‌ای از این فرایند را پیش از این یاد کردیم: دولت آلمان تجدیدنظر کاملی در قوانین مربوط به اختیار معامله و قراردادهای آتی به عمل آورد و حتی تأسیس بازار بورس برای این اسناد را مجاز دانست. دولت ایالات متحد نیز بر ضرورت قوانین جدید برای استفاده از این محصولات جدید از طریق نهادهای مالی تحت نظارت پی برده است. مثالی در این مورد، ماجرای دشواری است که مؤسسات پس انداز و وام ایالات متحد با اوراق قرضه با رتبه‌بندی پایین یا اوراق بونجل<sup>۲</sup> داشتند. آن‌گاه که این اسناد بدهی پرعایدی و پرخطر مقبولیتی یافتند و سرمایه‌گذاری در آن‌ها رواج یافت، مؤسسات پس انداز و وام اجازه یافتند در آن‌ها سرمایه‌گذاری کنند. مدتی بعد کنگره امریکا (به اشتباه) این اوراق قرضه بنجلی را مسبب مشکلات بسیاری از مؤسسات پس انداز و وام دانست و آن اجازه را لغو کرد.

جهانی شدن بازارهای مالی دنیا دلیل سوم برای اصلاحات چشمگیر اخیر در ساختار نظارت و مقررات بسیاری از کشورهاست. طبیعی است که مقررات هر دولت درون مرزهای آن اعمال‌شدنی است. اگر مقررات یک کشور هزینه زیاد بردارد یا مزایای اقتصادی اندکی داشته باشد یا از معامله‌ای پرارزش جلوگیری کند، مشارکت‌کنندگان در بازار می‌توانند با معامله کردن در خارج از آن کشور، از این مقررات فرار کنند. با انتقال

---

توجه است که همین وضع در خارج از امریکا نیز پیش آمد. در سال ۱۹۸۷ دولت ژاپن سیاست قدیمی و پیچیده تثبیت حداکثر سطح نرخ بهره برای سپرده‌های بانکی را کنار نهاد یا تعدیل کرد.

1. saving and loan associations(S&L)

2. junk bonds

فعالیت‌ها به کشور دیگر، بسیاری از دست‌اندرکاران ذی‌نفع، ضرر می‌کنند و بنابراین دلیلی دارند که خواهان تجدیدنظر در آن مقررات خاص شوند. پاسخ آلمانی‌ها به استفاده گسترده از اختیار معامله و قراردادهای آتی نمونه‌ای از این وضع است. مثال دیگر حذف مقررات بازار سهام در انگلستان (یا Big Bang) است، که تا حدی واکنشی بود در برابر رقابت بورس‌های خارجی و فرصت‌های خوب برای معاملات<sup>۱</sup>.

تأثیر دیگر جهانی شدن این است که هزینه‌های مقررات نابخردانه‌ای را که نهادهای مالی را از رقابت مؤثر در بازار جهانی بازمی‌دارد، آشکار می‌کند. در این مورد نمونه خوب مقررات بازارهای ژاپن است. زمانی که بانک‌های ژاپنی منابع مالی کافی برای تأمین مالی شرکت‌های چندملیتی مستقر در ژاپن در اختیار داشتند، مقررات این بانک‌ها را از وام دادن به بنگاه‌های خارجی یا صرف سرمایه در فرصت‌های مالی بسیار مناسب بازمی‌داشت. بانک‌ها به دولت اعتراض کردند و دولت سرانجام به آن‌ها اجازه داد با بانک‌های غیرژاپنی رقابت کنند.

یکی از نتایج مهم این اصلاحات تغییرات ساختاری در نهادهای مالی تحت نظارت و تنظیم بوده است. چنان‌که اشاره کردیم، نظام نظارت و تنظیم ایالات متحد فعالیت‌های انجام‌شده در نهادهای مالی مختلف را از هم تفکیک کرده است. (این تفکیک در انگلستان و ژاپن نیز روی داده.) اما امروز که تغییرات دامنه‌ای جهانی یافتند، اصلاح نظام تنظیم و نظارت به تدریج این اجازه را به نهادهای مالی داده است که خدمات مالی متنوع‌تری عرضه کنند و بدل به «سوپرمارکت‌های مالی» شوند. از نکات مورد توجه در اصلاحات فعلی و آتی مقررات در بسیاری از کشورهای عمده صنعتی، تفکیک منسوخ و غیرضروری بانکداری تجاری و فعالیت مؤسسات تأمین مالی است. ما درباره این تفکیک عملکردها که در دهه ۱۹۳۰ بر اقتصاد ایالات متحد تحمیل شد، در فصل ۴ سخن خواهیم گفت.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. معنای «واسطه‌زدایی».
۲. نوآوری‌های مالی و جهانی شدن از چه طریق انگیزه‌هایی برای لغو مقررات یا اصلاح آن‌ها فراهم کرده است.

1. Robert A. Schwartz, *Reshaping the Equity Markets* (New York: Harper Business, 1991).

تنظیم نظام مالی و اجزای گوناگون آن کم‌وبیش در همه کشورهای رایج است. راهی سودمند برای نظم بخشیدن به موارد مختلف نظارت تقسیم آن به چهار شکل کلی است: (۱) الزام به افشاکری اطلاعات ضروری؛ (۲) تنظیم سطح فعالیت مالی از طریق نظارت بر عرضه پول و معاملات انجام‌شده در بازارهای مالی؛ (۳) محدود کردن فعالیت نهادهای مالی و نحوه مدیریت آنها بر دارایی‌ها و بدهی‌ها، و (۴) محدود کردن آزادی سرمایه‌گذاران خارجی و بنگاه‌های خارجی متشرکننده اوراق بهادار در بازارهای داخلی.

ما چگونگی روش نظارت در ایالات متحد، ژاپن، آلمان و انگلستان را بررسی کردیم. این کشورها همگی از روش افشاکری و نیز وضع مقررات برای فعالیت مالی و دادوستد در بازار استفاده می‌کنند. در هر مورد، دولت‌ها از کمک نهادهای خودگردان موجود در کل اقتصاد و در بازار بهره‌مند می‌شوند.

آلمان کم‌تر از هر کشور دیگر فعالیت‌های نهادهای مالی را محدود می‌کند، اما سایر کشورها به تدریج آزادی بیش‌تری برای بانک‌های خود در بازار اسناد مالی قایل می‌شوند. این چهار کشور جملگی قرارداد بال را در مورد میزان کفایت سرمایه در بانک‌ها پذیرفته‌اند و سیاست‌های آنها بر این قرارداد استوار است. سرانجام، در عین حال که هریک از این کشورها مقرراتی خاص درباره فعالیت‌های بانک‌های خارجی در بازار سرمایه داخلی خود دارند، روند پر قدرت آزادسازی به‌گونه‌ای مداوم از تعداد و دامنه عمل این مقررات می‌کاهد.

ویژگی مهم دهه ۱۹۸۰ اصلاحات پر دامنه و درازمدت در نظام نظارت و تنظیم بوده است که در همه بخش‌های نظام مالی کشورهای مورد بحث روی داده است. این جریان اصلاحات واکنشی در برابر بحران‌های مالی بوده که کاستی‌های نظام‌های نظارتی قدیمی را آشکار کرده است. هم‌چنین اصلاحات پی‌آمد رشته‌ای از نوآوری‌های مالی دست‌کم در دو دهه اخیر بوده است. این نوآوری‌ها مسئولان تنظیم و نظارت را واداشته که روش‌های قدیمی را کنار نهند و به آزمودن روش‌های جدید روی آورند. سرانجام، جریان مقاومت‌ناپذیر جهانی شدن، بسیاری از ابزارهای نظارت و تنظیم را در کشورهای عمده صنعتی از سودمندی انداخته است. جهانی شدن رقابت را دامن زده و اسباب رهایی از مقررات





دست‌وپاگیر و پرهزینه شده است. ناظران بازار سرمایه بسیاری از ضوابط را کنار نهاده‌اند، با این دلیل ساده که این قواعد دیگر اجرایشده نبوده یا هزینه‌گزار آن‌ها فعالیت‌های مالی را به کشورهای دیگر می‌رانده است.

## واژگان

**مشکلات نمایندگی (agency problems):** مشکلاتی که زمانی پیش می‌آید که مدیران بنگاه که در مقام نماینده و کارگزار مالکان بنگاه عمل می‌کنند، از کیسه‌این مالکان و به زیان ایشان، به دنبال منافع خود باشند.

**اطلاعات نابرابر (asymmetric information):** زمانی پیش می‌آید که سرمایه‌گذاران در ارزیابی بنگاه اقتصادی به اندازه مدیران آن به اطلاعات مربوط به وضع مالی بنگاه دسترسی نداشته باشند.

**بانک انگلستان (Bank of England):** بانک مرکزی انگلستان که در نظارت بر بانک‌ها نقش اساسی دارد.

**بانک ژاپن (Bank of Japan):** بانک مرکزی ژاپن و ناظر و تنظیم‌کننده اصلی بانک‌های تجاری.

**دوره تحول سریع یا بیگ بنگ (Big Bang):** اصطلاحی برای تجدید ساختار اساسی و آزادسازی صنعت اوراق بهادار و بازارهای این اوراق در انگلستان در نیمه دهه ۱۹۸۰.

**بانک مرکزی آلمان (Bundesbank or Deutsche Bundesbank):** بانک مرکزی آلمان و مقام صلاحیت‌دار در تنظیم و نظارت بر نظام بانکداری این کشور.

**اوراق قرضه دولتی آلمان (Bund یا Bundes bond):** اوراق بدهی که توسط دولت مرکزی آلمان انتشار می‌یابد.

**کمیسیون معاملات آتی کالاهای اساسی (Commodity Futures Trading Commission (CFTC):** اداره دولتی امریکا که برای بورس‌های معاملات آتی مجوز صادر می‌کند و معاملات آن‌ها را کنترل می‌کند.

**بازار رقابت‌آمیز (competitive market):** بازاری که تولید مؤثر کالاها و خدمات را با کم‌ترین هزینه ممکن میسر می‌کند.

**وزارت تجارت و صنعت (Department of Trade and Industry یا DTI):** سازمانی



## نقش دولت در بازار مالی ۹۱

وابسته به دولت انگلستان که مسئول تنظیم بازارهای بسیار از جمله بازارهای مالی است. بورس معاملات آتی آلمان (Deutsche Terminbörse): بازار معاملات آتی در کشور آلمان.

مقررات افشاگری (disclosure regulation): شامل مقرراتی است که از ناشران اوراق بهادار می‌خواهد اطلاعات ضروری را در اختیار سرمایه‌گذاران واقعی یا احتمالی قرار دهند.

فرضیه بازار کارا (efficient market hypothesis): نظریه‌ای حاکی از این که دسترسی عموم مردم به اطلاعات درباره ناشران اوراق بهادار به قیمت‌گذاری درست این اوراق می‌انجامد، در صورتی که این اوراق در بازارهایی کارا دادوستد شوند. هیئت فدرال وام مسکن بانکی (FHLBB یا Federal Home Loan Bank Board): یک اداره دولتی امریکا که زمانی بیش‌ترین نقش را در کنترل فعالیت مؤسسات وام و پس‌انداز مسکن داشت.

نظام فدرال رزرو (Federal Reserve System or Fed): سازمان دولتی مستقل که مسئولیت پول ملی و نظام بانکی را بر عهده دارد.

قانون گلس-استیگال (Glass-Steagall Act): قانونی در ایالات متحد که فعالیت‌های بانک‌های تجاری در بازار اوراق بهادار را تنظیم و محدود می‌کند. معاملات محرمانه (insider trading): خرید یا فروش اوراق بهادار یک بنگاه به دست مقامات آن بنگاه که می‌کوشند از آگاهی خود بر اطلاعات پنهانی درباره وضع مالی بنگاه، به نفع خود استفاده کنند.

بازار بین بانکی (interbank market): بازاری برای وجوه که فقط بانک‌ها در آن مشارکت دارند.

بورس سهام بین‌المللی لندن (London International Stock Exchange): بورس بریتانیا برای معاملات اسناد بدهی و اوراق بهادار.

نارسایی بازار (market failure): اصطلاحی که برخی اقتصاددانان برای ناتوانی بازار رقابت‌آمیز در حفظ رقابت بدون کمک دولت، یا ناتوانی بازاری غیررقابتی در این که بدون کمک دولت به وضع رقابتی برسد، به کار می‌برند.

وزارت دارایی (MOF یا Ministry of Finance): مقام ناظر نیرومند در ژاپن برای نظارت بر بسیاری از جنبه‌های نظام مالی.

انجمن ملی کارگزاران اوراق بهادار (National Association of Securities Dealers یا

(NASD) سازمانی خودگردان که بر روابط کارگزاران، بنگاه‌های ناشر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران نظارت می‌کند.

انجمن ملی معاملات آتی (NFA یا National Future Association): سازمان خودگردانی در امریکا که از اوایل دهه ۸۰، مسئولیت‌های عمده در بازارهای قراردادهای آتی پذیرفته است.

اداره نظارت بر پس‌انداز (OTS یا Office of Thrift Supervision): سازمانی خودگردان در ایالات متحد که فعالیت‌های مؤسسات وام و پس‌انداز را تنظیم می‌کند.

بورس‌های سازمان‌یافته (organized exchanges): بازارهایی ساختارمند برای دادوستد اوراق بهادار شرکت‌های منتخب خصوصی یا دولتی.

قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ (Securities Act of 1933): قانون فدرالی که عمدتاً نیازهای افشاگری اطلاعات را معین می‌کند.

قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ (Securities and Exchange Act of 1934): قانون فدرال که کمیسیون بورس و اوراق بهادار را ایجاد کرد و مربوط می‌شود به لزوم افشای دوره‌ای اطلاعات مربوط به اوراق عرضه‌شده به عموم مردم و نیز به اقدامات تنظیم‌کننده و ناظر بر بازار سهام.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC یا Securities and Exchange Commission): مقام ناظر فدرال که مسئولیت نظارت بر اجرای قوانین مربوط به اوراق بهادار را در ایالات متحد بر عهده دارد.

هیئت نظارت بر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری (SIB یا Securities and Investment Board): مهم‌ترین عامل ناظر بر بخش صنعت اوراق بهادار در انگلستان.

سازمان خودگردان (SRO یا Self-Regulatory Organization): گروهی که با حمایت دولت یا با اجازه دولت بر رفتار اعضای خود نظارت دارد تا تضمین کند که آنها استانداردهای تثبیت‌شده در کار خود را رعایت می‌کنند.

## پرسش‌ها

۱. الف. دلیل اقتصادی استفاده رایج از مقررات افشاگری چیست؟ ب. آیا شما با این عقیده موافقید که این مقررات زاید است، از آن روی که سرمایه‌گذاران

می‌توانند اطلاعات لازم را با استفاده از قدرت خود در پایین آوردن قیمت سهام بنگاه‌هایی که از آرایه اطلاعات لازم خودداری می‌کنند، به دست آورند؟

۲. «کمسیون بورس و اوراق بهادار باید مطمئن شود که اوراق بهادار منتشرشده در ایالات متحد خطر ندارد و بنابراین نوعی سرمایه‌گذاری پذیرفتنی برای عامه مردم به شمار می‌رود.» توضیح دهید که چرا با این گفته موافق یا مخالفید.

۳. چرا کشورها بر عرضه پول خود نظارت می‌کنند؟

۴. شاخص‌های عمده برای تشخیص این‌که کشوری در کار آزادسازی قوانین خود درباره فعالیت‌های مالی بانک‌ها و شرکت‌های خارجی است، کدام است؟

۵. دو عنصر اساسی مربوط به تحول سریع در بازارهای انگلستان (Big Bang) در نیمه دهه ۱۹۸۰ را نام ببرید.

۶. الف. توضیح دهید که مقررات آلمان در مورد نقش بانک‌ها در صنعت اوراق بهادار مالی چه تفاوتی با مقررات سایر کشورها دارد. ب. چرا احتمال می‌دهند که این تفاوت‌ها در آینده‌ای نزدیک از میان برداشته شود؟

۷. برخی از مقررات عمده دادوستد سهام عادی را که کمسیون بورس و اوراق بهادار اعمال می‌کند شرح دهید.

۸. الف. سازمان خودگردان (SRO) چیست؟ ب. سه سازمان خودگردان را نام ببرید.

۹. نقش بانک‌های مرکزی در نظارت بر عرضه پول و (تا حدی) بر نرخ بهره کوتاه‌مدت را در ایالات متحد، آلمان، ژاپن و انگلستان مقایسه کنید.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

بخش دوم

## نهادهای سپرده پذیر

فصل چهارم: نهادهای سپرده پذیر: فعالیتها و ویژگیها

فصل پنجم: بانک مرکزی و ایجاد پول

فصل ششم: سیاست پولی





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## نهادهای سپرده‌پذیر: فعالیت‌ها و ویژگی‌ها

### هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- نقش نهادهای سپرده‌پذیر.
- نهاد سپرده‌پذیر درآمد ایجاد می‌کند.
- تفاوت بانک‌های تجاری، مؤسسات پس‌انداز و وام، بانک‌های پس‌انداز و اتحادیه‌های اعتباری.
- مشکل دارایی/بدهی که همه نهادهای سپرده‌پذیر با آن روبه‌رویند.
- نظارت بر بانک‌های تجاری و پس‌انداز کار کیست و انواع مقرراتی که اعمال می‌شود.
- مقررات سرمایه‌ای که بانک‌های تجاری و مؤسسات پس‌انداز و وام باید رعایت کنند.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

نهادهای سپرده‌پذیر عبارتند از بانک‌های تجاری (یا صرفاً بانک‌ها)، مؤسسات وام و پس‌انداز<sup>۱</sup> (S&L)، بانک‌های پس‌انداز و اتحادیه‌ها (یا مؤسسات) اعتباری<sup>۲</sup>. این نهادها جملگی واسطه‌های مالی هستند که سپرده می‌پذیرند. این سپرده‌ها نشانه بدهی (قرض) نهادهای سپرده‌پذیر است. نهادهای سپرده‌پذیر با وجوهی که از سپرده‌ها و سایر منابع مالی به دست می‌آورند هم وام مستقیم به بسیاری از واحدهای اقتصادی می‌پردازند و هم در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. درآمد این نهادها از دو منبع به دست می‌آید: درآمد حاصل از وام‌هایی که می‌دهند و اوراق بهاداری که می‌خرند، و درآمد حاصل از کارمزدها<sup>۳</sup>.

رسم است که مؤسسات وام و پس‌انداز، بانک‌های پس‌انداز و اتحادیه‌های اعتباری را که نوعی تخصصی از نهادهای مالی هستند، به‌طور کلی «مؤسسات پس‌انداز<sup>۴</sup>» بخوانند. بنابر سنت، این مؤسسات پس‌انداز مجاز نبودند سپرده‌هایی را بپذیرند که با چک انتقال می‌یابد (سپرده‌های قابل انتقال) یا بنابر اصطلاحی مشهورتر، حساب جاری داشته باشند. در عوض این نهادها با جذب پس‌انداز خانوارها وجوه لازم را به دست می‌آورند. اما از اوایل دهه ۱۹۸۰ مؤسسات پس‌انداز اجازه یافتند سپرده‌های قابل انتقال نیز عرضه کنند و این سپرده‌ها دقیقاً معادل حساب جاری است اما نامی دیگر بر خود دارند (حساب‌های روز یا حواله‌های سهم‌الشرکه). به‌موجب قانون، حوزه سرمایه‌گذاری

1. savings and loan associations (S&L)

2. credit unions

3. fee income

4. thrifts



مجاز برای مؤسسات پسانداز بسیار محدودتر از حیطه سرمایه‌گذاری مجاز بانک‌هاست. اما قوانین اخیر حدود سرمایه‌گذاری مجاز این مؤسسات را گسترش داده و بدین ترتیب آن‌ها می‌توانند رقابتی مؤثرتر با بانک‌ها داشته باشند.

نهادهای سپرده‌پذیر تحت نظارت شدید هستند و این به سبب نقش اساسی آن‌ها در نظام مالی کشور است. حساب سپرده دیداری<sup>۱</sup> ابزاری اصلی است که افراد و واحدهای تجاری برای انجام پرداخت‌های خود به کار می‌گیرند و سیاست پولی دولت از طریق سیستم بانک‌داری اعمال می‌شود. نهادهای سپرده‌پذیر به سبب نقش مهمی که دارند در امریکا از امتیازات خاصی بهره‌ورند، مثل دسترسی به بیمه سپرده فدرال و دسترسی به سازمانی دولتی که منابع مالی برای نقدینگی یا نیازهای فوری فراهم می‌کند. برای مثال، در این اواخر سپرده‌های اغلب نهادهای سپرده‌پذیر تا سقف ۱۰۰,۰۰۰ دلار برای هر حساب بیمه شده است. ما در این فصل مثال‌هایی از چگونگی دسترسی این نهادها به وجوه اضطراری خواهیم آورد.

در این فصل نهادهای سپرده‌پذیر را بررسی می‌کنیم: ماهیت بدهی‌های آن‌ها، محل سرمایه‌گذاری وجوه آن‌ها، و نحوه نظارت بر آن‌ها. پیش از آن‌که به بررسی نهادهای خاص پردازیم، کار را با نگاهی کلی به مشکل دارایی/بدهی آغاز می‌کنیم و این مشکلی است که هر نهاد سپرده‌پذیر با آن روبه‌روست.

### مشکل دارایی/بدهی نهادهای سپرده‌پذیر



توضیح مشکل دارایی/بدهی که نهادهای مالی با آن روبه‌رویند کاری بسیار ساده است؛ اما حل این مشکل الزاماً بدین سادگی نیست. نهاد سپرده‌پذیر می‌کوشد تفاوتی مثبت میان دارایی‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند (وام‌ها و اوراق بهادار) و هزینه وجوه خود (سپرده‌ها و دیگر منابع) به وجود آورد. این تفاوت را درآمد مابه‌التفاوت<sup>۲</sup> یا درآمد تفاوت<sup>۳</sup> می‌نامند. این درآمد مابه‌التفاوت باید به آن نهاد امکان بدهد که مخارج فعالیت خود را تأمین کند و سود منصفانه‌ای از سرمایه خود نیز ببرد. نهاد سپرده‌پذیر در ایجاد درآمد مابه‌التفاوت با چند خطر روبه‌روست. این خطرها

1. demand deposit account

2. spread income

3. margin income

عبارتند از: خطر اعتبار، خطر نظارت، خطر تأمین مالی (یا خطر نرخ بهره). خطر اعتبار که آن را خطر نکول<sup>۱</sup> نیز می‌خوانند، خطر آن است که وام‌گیرنده از اجرای تعهد خود در مورد وام به نهاد مالی خودداری کند یا ناشر اوراق بهاداری که نهاد سپرده‌پذیر خریداری کرده از اجرای تعهدات خود سر باززند. خطر نظارت، خطر آن است که عاملان نظارت مقررات و قواعد را چنان تغییر دهند که تأثیری نامساعد بر عایدات نهاد سپرده‌پذیر داشته باشد.

### خطر تأمین مالی

خطر تأمین مالی<sup>۲</sup> را با ذکر مثالی بهتر می‌توان توضیح داد. فرض کنید یک نهاد سپرده‌پذیر با باز کردن یک حساب سپرده ۱۰۰ میلیون دلار کسب می‌کند و این حساب سررسید یک‌ساله دارد و این نهاد موافقت می‌کند که نرخ بهره ۷٪ نیز بپردازد. فعلاً این نکته را نادیده می‌گیریم که نهاد سپرده‌پذیر نمی‌تواند تمامی این ۱۰۰ میلیون دلار را سرمایه‌گذاری کند و این به سبب الزام به داشتن ذخیره قانونی است، که در این فصل به آن خواهیم پرداخت. حال فرض کنید این ۱۰۰ میلیون دلار در اوراق بهادار دولتی سرمایه‌گذاری می‌شود که سررسید پانزده‌ساله دارد و نرخ بهره آن ۹٪ است. از آنجا که وجوه این نهاد در اوراق بهادار دولت ایالات متحد سرمایه‌گذاری شده، در این مورد خطر اعتبار وجود ندارد.

در نظر اول چنین می‌نماید که نهادهای سپرده‌پذیر، تفاوتی معادل ۲٪ (۷٪ منهای ۹٪) را تثبیت کرده‌اند. اما این تفاوت فقط در سال اول قطعیت دارد، زیرا تفاوت در سال آینده بستگی به نرخ بهره‌ای خواهد داشت که این نهادهای سپرده‌پذیر بعد از آن که سپرده یک‌ساله به سررسید خود رسید، باید به سپرده‌گذاران بپردازند تا ۱۰۰ میلیون دلار به دست آورند. اگر نرخ بهره پایین بیاید، این تفاوت بیش‌تر می‌شود، زیرا نهاد سپرده‌پذیر نرخ ۹٪ را تثبیت کرده است. اما اگر نرخ بهره بالا رود، درآمد مابه‌التفاوت کاهش خواهد یافت. در واقع، اگر این نهاد مالی برای ۱۴ سال آینده بیش از ۹٪ به سپرده‌گذاران بپردازد، تفاوت منفی خواهد شد. یعنی تأمین مالی برای خرید اوراق بهادار دولتی، برای نهاد سپرده‌پذیر هزینه‌ای بیش از عایدات این اوراق خواهد داشت.

در مثال ما، نهاد مالی در کوتاه‌مدت وام گرفته (برای یک سال) و در بلندمدت وام

1. default risk

2. funding risk

داده (برای ۱۵ سال سرمایه‌گذاری کرده). این سیاست از کاهش نرخ بهره سود خواهد برد، اما اگر نرخ بهره بالا رود، زیان خواهد دید. فرض کنید این نهاد می‌توانست وجوه لازم را پانزده‌ساله با نرخ ۷٪ وام بگیرد و آن را در اوراق دولتی سرمایه‌گذاری کند که سررسید یک‌ساله دارند و ۹٪ می‌دهند. وام‌گیری بلندمدت (پانزده‌ساله) و وام‌دهی کوتاه‌مدت (یک‌ساله). افزایش نرخ بهره مایه سود این نهاد خواهد شد، زیرا می‌تواند وجوه به دست آمده از اوراق دولتی با سررسید یک‌ساله را در اوراق جدید یک‌ساله دولتی که نرخ بهره بالاتری می‌دهند دوباره سرمایه‌گذاری کند. در این مورد کاهش نرخ بهره مابه‌التفاوت را کاهش خواهد داد. اگر نرخ بهره به زیر ۷٪ برسد، تفاوت منفی خواهد بود.

همه نهادهای مالی با این مشکل تأمین وجوه روبه‌رویند. مدیران نهادهای سپرده‌پذیر که پیش‌بینی‌های خاص از سمت و سوی آینده نرخ بهره دارند می‌کوشند از این پیش‌بینی‌ها بهره‌جویی کنند. آنان که پیش‌بینی می‌کنند نرخ بهره بالا رود، ممکن است سیاست وام گرفتن در درازمدت و وام دادن در کوتاه‌مدت را پیش گیرند. اگر انتظار برود که نرخ بهره سقوط می‌کند، مدیران می‌توانند در کوتاه مدت وام بگیرند و در درازمدت وام بدهند.

مشکل پیش گرفتن استراتژی و تعیین موقعیت نهاد سپرده‌پذیر بر اساس پیش‌بینی‌ها این است که اگر این پیش‌بینی‌ها درست درنیاید، پی‌آمدهای مالی زیان‌باری به دنبال خواهد داشت. شواهد نشان می‌دهد که پیش‌بینی نرخ بهره کاری پرخطر است. ما تردید داریم که مدیرانی در نهادهای سپرده‌پذیر باشند که توان پیش‌بینی تغییرات نرخ بهره را داشته باشند به‌نحوی که این پیش‌بینی‌ها چنان منسجم باشد که در صورت تحقق آن‌ها نهاد سود ببرد. هدف مدیران این است که مابه‌التفاوت نرخ را تثبیت کنند که در حد امکان بهترین باشد، نه این‌که به تغییرات نرخ بهره امید ببندند.

در هر ترازنامه نهاد سپرده‌پذیر احتمال بروز خطر منابع مالی منظور شده است. مدیران باید آماده پذیرش مقداری خطر باشند اما می‌توانند تمهیدات گوناگونی به کار برند که مسئله حساسیت بدهی‌ها و دارایی‌های نهاد را نسبت به نرخ بهره برطرف کنند. نهاد سپرده‌پذیر کمیته داری/بدهی‌ای خواهد داشت که مسئول نظارت بر موفقیت نهاد در برابر خطر نرخ بهره است. استراتژی‌های داری/بدهی گوناگونی برای کنترل خطر نرخ بهره وجود دارد. اگرچه بحث از این استراتژی‌ها در این گفتار نمی‌گنجد، در این جا

اشاره می‌کنیم که ابداع چند ابزار مالی (مثل اوراق قرضه با نرخ شناور<sup>۱</sup>، رهن‌های با نرخ متغیر<sup>۲</sup> و سوآپ<sup>۳</sup> یا ابزار معاوضه نرخ بهره) نشان‌دهنده این مشکل دارایی/بدهی است که نهادهای سپرده‌پذیر در حل آن می‌کوشند.

### مسائل نقدینگی

علاوه بر مواجهه با خطر اعتبار و خطر تأمین مالی، نهاد سپرده‌پذیر باید آماده باشد تا وقتی سپرده‌گذاران می‌خواهند پولی از حساب خود بیرون کشند، این پول در دسترس باشد و در عین حال بتوانند به مشتریان وام بدهند. پاسخ‌گویی به برداشت پول از حساب‌ها و تقاضای وام راه‌های مختلف دارد: (۱) این نهاد می‌تواند سپرده‌های جدید را جلب کند، (۲) می‌تواند اوراق بهادار موجود را وثیقه وام‌گیری از مؤسسات مالی دیگر، نظیر سازمانی دولتی و یا یک مؤسسه تأمین مالی<sup>۴</sup> کند، (۳) می‌تواند وجوه کوتاه‌مدت در بازار پول به دست آورد، (۴) می‌تواند اوراق بهادار خود را بفروشد.

راه اول نیاز به توضیح ندارد. راه دوم به امتیازاتی مربوط می‌شود که پیش از این شرح دادیم. راه سوم، در اصل شامل استفاده از اوراق بهادار قابل معامله به‌عنوان وثیقه است به‌منظور به‌دست آوردن پول در بازار موافقتنامه‌ها یا قراردادهای بازخرید<sup>۵</sup> که بعدها از آن سخن خواهیم گفت.

راه چهارم، یعنی فروش اوراق بهاداری که متعلق به خود نهاد است، مستلزم آن است که نهاد سپرده‌پذیر بخشی از وجوه خود را در اوراقی سرمایه‌گذاری کند که هم نقدینگی دارند و هم خطر تغییر قیمت آن‌ها اندک است. مقصود از خطر قیمت این است که قیمت فروش اوراق کم‌تر از قیمت خرید آن شود و در نتیجه زیان به بار آورد. برای مثال، چنان‌که در فصل ۱۰ شرح می‌دهیم، اگرچه اوراق سی‌ساله دولت ایالات متحد اوراقی با نقدینگی بالاست، قیمت آن با بالا رفتن نرخ بهره تغییری نمایان می‌کند. کاهش قیمت به میزان ۲۵٪ برای بازاری که نرخ بهره دائماً تغییرپذیر دارد، عجیب نیست. پس اوراق ۳۰ساله دولتی نقدینگی بسیار دارد، اما نهاد سپرده‌پذیر را در معرض خطر قیمت قرار می‌دهد.

به‌طور کلی، چنان‌که در فصل ۱۱ و ۲۲ توضیح خواهیم داد، اوراق کوتاه‌مدت خطر تغییر قیمت کم‌تری دارند. بنابراین، نهاد سپرده‌پذیر برای پاسخ‌گویی به خروج

1. floating rate notes

2. adjustable-rate mortgages (ARMs)

3. interest rate swaps

4. investment bank

5. repurchase agreements

پول از حساب‌ها و نیز تقاضای وام از جانب مشتریان باید از اسناد بدهی کوتاه‌مدت، یا بازار پول، استفاده کند. نهاد سپرده‌پذیر این کار را با وام گرفتن از وجوه فدرال، یعنی یک محمل سرمایه‌گذاری که در این فصل بررسی خواهیم کرد، انجام می‌دهد. دوره سررسید اوراقی که این نهاد در اختیار دارد تعیین‌کننده مبلغی است که می‌تواند از سازمان‌های فدرال وام بگیرد، زیرا فقط اوراق کوتاه‌مدت به‌عنوان وثیقه پذیرفته می‌شوند.

اوراق بهاداری که نهاد به‌منظور پاسخ‌گویی به خروج پول از حساب‌ها و تقاضای وام از جانب مشتریان نگاه‌داری می‌کند، اغلب «ذخایر ثانوی<sup>۱</sup>» خوانده می‌شود. یکی از معایب نگاه‌داری ذخایر ثانوی این است که اوراق با سررسید کوتاه‌مدت معمولاً عایدی کمتر از اوراق بلندمدت می‌دهند، و این تقریباً در هر وضعیت حاکم بر نرخ بهره صادق است. درصدی از دارایی که نهاد سپرده‌پذیر به عنوان ذخایر ثانوی نگاه می‌دارد هم به توان جذب پول نهاد از سایر منابع بستگی دارد و هم به الویتی که مدیران آن برای نقدینگی (ایمنی بیش‌تر) در برابر عایدی قایل می‌شوند.

نهاد مالی دارایی‌های نقدی را صرفاً برای مقاصد عملی نگاه نمی‌دارد، بلکه برخی ضروریات نظارت نیز که شرح خواهیم داد، آن را وادار به این کار می‌کند.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. نهاد سپرده‌پذیر نیاز دارد که تفاوتی مثبت میان بازده دارایی‌های خود و هزینه وجوه که آن را از سپرده‌ها و دیگر منابع به دست می‌آورد، برقرار کند.
۲. منبع و اثرات خطر اعتبار، خطر منابع مالی و خطر نظارت برای نهاد سپرده‌پذیر.

۱. ر.ک. به مقاله زیر: Ronald. I. Robinson, *The Management of Bank Funds* (New York: McGraw-Hill, 1962), p. 15. دلیل به کار بردن اصطلاح ذخایر ثانوی این است که ذخایر اولیه ذخایری هستند که هیئت نظارت بر ذخایر فدرال آن‌ها را ضروری کرده است. اگر نگاهی به ترازنامه نهاد سپرده‌پذیر بیندازید، نامی از «ذخایر ثانوی» در آن نخواهید دید. نهاد سپرده‌پذیر به دلایلی غیر از حفظ نقدینگی در اوراق کوتاه‌مدت یا در بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کند و منظور خود را از نگاه‌داری این اوراق گزارش نمی‌دهد.

۳. دلایل نیاز نهاد سپرده‌پذیر به نقدینگی و راه‌هایی که برای برآوردن این نیاز در اختیار دارد.

## بانک‌های تجاری

در سال ۱۹۹۲، تعداد ۱۱,۹۰۰ بانک تجاری در ایالات متحد وجود داشت. بانک تجاری را می‌توان با مجوز دولت ایالتی یا با مجوز دولت فدرال (بانک‌های ملی) تأسیس کرد. از ۱۱,۹۰۰ بانک موجود، نزدیک به ۶۵٪ دارای مجوز ایالتی هستند. همه بانک‌های ملی باید عضو نظام فدرال رزرو باشند و نزد صندوق بیمه بانک‌ها<sup>۱</sup> (BIF) که تحت مدیریت شرکت بیمه سپرده فدرال<sup>۲</sup> (FDIC) است، بیمه شده باشند. اگرچه بیمه سپرده فدرال از سال ۱۹۳۰ رایج بوده و طرح بیمه با مدیریت FDIC اداره می‌شده، صندوق بیمه بانک‌ها (BIF) در اوایل سال ۱۹۸۹ به موجب قانون اصلاح و بهبود نهادهای مالی مصوب سال ۱۹۸۹<sup>۳</sup> تأسیس شد. دامنه پوشش این بیمه در حال حاضر ۱۰۰,۰۰۰ دلار برای هر حساب است. اما پیشنهادهای فراوانی برای تجدید ساختار بیمه سپرده‌ها و دامنه پوشش آن عرضه شده که در صفحات بعد به آن‌ها خواهیم پرداخت.

بانک‌های دارای مجوز ایالتی می‌توانند به نظام فدرال رزرو بپیوندند. سپرده آن‌ها باید نزد صندوق بیمه بانک‌ها بیمه شود. آن بانک‌های ایالتی که پیوستن به نظام فدرال رزرو را برمی‌گزینند در اقلیت هستند. در سال ۱۹۹۲، از حدود ۸,۰۰۰ بانک ایالتی تنها نزدیک به ۱,۰۰۰ بانک عضو نظام فدرال رزرو بودند. اگرچه تعداد بانک‌هایی که از پیوستن به نظام فدرال رزرو خودداری می‌کنند زیاد است، بانک‌های عضو این نظام تقریباً ۷۰٪ کل سپرده‌های ایالات متحد را در اختیار دارند. علاوه بر این با تصویب قانون آزادسازی مقررات و نظارت پولی مربوط به نهادهای سپرده‌پذیر مصوب سال ۱۹۸۰، آن مقررات الزامی که در مورد بانک‌های عضو نظام فدرال رزرو اعمال می‌شود، شامل بانک‌های ایالتی نیز هست. ما درباره این الزامات سخن خواهیم گفت.

اندازه بانک‌های ایالات متحد بسیار متنوع است، و این را در جدول ۱-۴ می‌توان دید که توزیع بانک‌های تحت پوشش شرکت بیمه سپرده‌های فدرال را در دسامبر ۱۹۸۹

1. Bank Insurance Fund      2. Federal Deposit Insurance Corporation  
3. Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989 (FIRREA)



نشان می‌دهد. در همین جدول کل دارایی‌ها را برای هر اندازه از بانک‌ها مشاهده می‌کنیم. چنان‌که می‌بینیم، کم‌تر از ۵٪ بانک‌ها کل دارایی‌شان بیش‌تر از ۵۰۰ میلیون دلار است، اما این بانک‌ها تقریباً سه‌چهارم کل دارایی‌ها را در اختیار دارند. ده شرکت بزرگ گروه بانکداری در ایالات متحد در دسامبر ۱۹۹۲ برحسب کل دارایی‌هایشان در جدول ۴-۲ آمده‌اند. شرکت گروه بانکداری یا شرکت هلدینگ بانکی شرکتی است که در یک یا چند بانک سهم دارد.

جدول ۴-۳ برای ماه مارس ۱۹۹۳ ده بانک بزرگ جهان را برحسب دلار امریکا و بنابر کل دارایی‌هایشان ردیف‌بندی کرده است. از این ده بانک بزرگ، هشت تا ژاپنی و دو تا فرانسوی هستند. اما این ردیف‌بندی جدول ۴-۳ گمراه‌کننده است، زیرا مقررات هر کشور با کشور دیگر متفاوت است. به‌طور اخص، مقررات ایالات متحد استفاده از اهرم مالی به میزان زیاد را برای بانک‌های بزرگ ممنوع کرده، اما مقررات ژاپن این ممنوعیت را اعمال نمی‌کند.

جدول ۱ - ۴ توزیع بانک‌های تجاری FDIC برحسب اندازه در دسامبر ۱۹۸۹

مقدار دارایی (میلیون)	تعداد بانک‌ها	درصد بانک‌ها	دارایی‌ها (میلیارد)	درصد دارایی‌ها
کمتر از ۵ دلار	۱۵۳	۱/۲	۰/۵ دلار	۰/۰۵
۵ تا ۹/۹ دلار	۶۱۹	۴/۹	۴/۸	۰/۱
۱۰ تا ۲۴/۹ دلار	۲,۹۶۸	۲۳/۴	۵۱/۷	۱/۶
۲۵ تا ۴۹/۹ دلار	۳,۲۳۸	۲۵/۵	۱۱۷/۲	۳/۶
۵۰ تا ۹۹/۹ دلار	۲,۷۴۴	۲۱/۶	۱۹۱/۳	۵/۸
۱۰۰ تا ۴۹۹/۹ دلار	۲,۳۷۰	۱۸/۶	۴۶۳/۳	۱۴/۰
۵۰۰ دلار و بیشتر	۶۱۴	۴/۸	۲,۴۷۰/۴	۷۴/۹

### خدمات بانکی

بانک‌های تجاری خدمات فراوانی در نظام مالی ارائه می‌کنند. این خدمات را می‌توان به‌طور کلی چنین تقسیم‌بندی کرد: (۱) بانک‌داری اشخاص، (۲) بانک‌داری نهادی و، (۳) بانک‌داری جهانی<sup>۱</sup>. البته، هریک از بانک‌ها در برخی از این فعالیت‌ها تخصص دارند. برای مثال، بانک‌های مرکز پولی (که بعدها آن را

۱. این تقسیم‌بندی فعالیت‌ها و اجزای آن‌ها از مأخذ زیر گرفته شده است:

1988 Annual Report, part two, The Chase Manhattan Corporation, p. 92.

توضیح خواهیم داد) در بانک‌داری جهانی فعال‌ترند.

جدول ۲- ۴ ده شرکت هلدینگ بزرگ بانک‌دار ایالات متحد در آوریل ۱۹۹۳  
به ترتیب کل دارایی‌هایشان در دسامبر ۱۹۹۲

میلیون دلار آمریکا		بانک	رده‌بندی
جمع دارایی‌ها	سرمایه رده ۱		
۲۱۳,۷۰۱ دلار	۱۰,۴۵۶ دلار	Citicorp	۱
۱۸۰,۸۱۴	۱۱,۳۱۲	Bank America Corp.	۲
۱۳۹,۶۵۵	۹,۲۴۷	Chemical Banking Corp.	۳
۱۱۹,۸۰۵	۷,۱۹۰	Nations Bank	۴
۱۰۲,۹۴۱	۶,۷۹۳	J.P. Morgan & Co., Inc.	۵
۹۵,۸۶۲	۶,۳۰۸	Chase Manhattan Corp.	۶
۷۲,۴۴۸	۳,۵۷۱	Bankers Trust New York Corp.	۷
۶۱,۳۳۱	۴,۹۰۸	BANC ONE Corp.	۸
۵۲,۵۳۷	۳,۲۸۹	Wells Fargo & Co.	۹
۵۱,۵۲۳	۳,۶۸۴	PNC Financial Corp.	۱۰

جدول ۳- ۴ بزرگترین بانک‌های جهان در مارس ۱۹۹۳  
به ترتیب کل دارایی‌هایشان در مارس ۱۹۹۲ و یا پایان سال مالی مربوطه

میلیون دلار آمریکا		نام بانک (کشور)	رده‌بندی
کل دارایی‌ها	سرمایه		
۴۴۳,۷۳۶ دلار	۱۴,۹۱۴ دلار	Dai-Ichi Kangyo Bank ژاپن	۱
۴۲۴,۹۸۳	۱۶,۸۹۷	Sumitomo Bank ژاپن	۲
۴۱۸,۵۷۷	۱۲,۷۴۴	Sakura Bank ژاپن	۳
۴۱۶,۱۲۲	۱۴,۶۷۴	Fuji Bank ژاپن	۴
۴۱۰,۰۰۱	۱۴,۵۱۶	Sanwa Bank ژاپن	۵
۳۸۸,۵۵۲	۱۳,۰۹۷	Mitsubishi Bank ژاپن	۶
۳۰۷,۲۰۳	۱۵,۵۰۷	Crédit Agricole فرانسه	۷
۳۰۶,۴۹۸	۲,۰۵۰	Norinchukin Bank ژاپن	۸
۳۰۶,۳۳۵	۸,۵۵۸	Crédit Lyonnais فرانسه	۹
۳۰۱,۱۳۶	۱۰,۳۵۶	بانک صنعتی ژاپن ژاپن	۱۰

بانکداری اشخاص شامل وام‌دهی مصرفی، وام مسکن رهنی، وام اقساطی مشتریان، تأمین مالی کارت اعتباری، تأمین مالی خرید اتوموبیل و قایق تفریحی، خدمات کارگزاری، وام دانشجویی، و خدمات سرمایه‌گذاری فردی مثل خدمات امانی و سرمایه‌گذاری فردی می‌شود. اعطای وام رهنی و تأمین مالی کارت اعتباری درآمد بهره و کارمزد ایجاد می‌کند. وام‌دهی برای مسکن را اغلب بانکداری وام رهنی می‌نامند. ما در فصل ۲۳ به این فعالیت و چگونگی ایجاد درآمد از آن می‌پردازیم. درآمد حق‌العمل از خدمات کارگزاری و خدمات مالی سرمایه‌گذاری به دست می‌آید.

وام به شرکت‌های غیرمالی، شرکت‌های مالی (مثل شرکت‌های بیمه عمر) و مؤسسات دولتی (دولت‌های ایالتی و محلی در ایالات متحد و دولت‌های خارجی) در شمار بانکداری نهادی می‌آیند. هم‌چنین، تأمین مالی مستغلات تجاری نیز در همین رده جای می‌گیرد. فعالیت‌های اجاره بلندمدت<sup>۱</sup> و خرید حساب‌های بدهکاران تجاری<sup>۲</sup> نیز در شمار وظایف بانکداری نهادی است. در فعالیت اجاره بلندمدت، بانک ممکن است در مقام اجاره‌دار، وام‌دهنده به اجاره‌داران یا خریدار مال‌الاجاره عمل کند. وام و اجاره درآمد بهره ایجاد می‌کند و سایر خدماتی که بانک به مؤسسات مشتری خود ارائه می‌کند درآمد کارمزد پدید می‌آورد. این خدمات شامل مدیریت دارایی صندوق‌های بازنشستگی خصوصی و عمومی، خدمات وکالت و امانی، خدمات مدیریت نقدی مثل نگاهداری حساب، واریز و وصول چک و حواله‌های الکترونیک می‌شود.

در این عرصه بانکداری جهانی، بانک‌ها رقابتی رو در روی را با بنگاه‌های فعال در تأمین مالی عمده<sup>۳</sup> (اوراق بهادار) آغاز کرده‌اند. بانکداری جهانی طیف وسیعی از فعالیت‌ها را در بر می‌گیرد که به تأمین مالی شرکت‌ها، محصولات و خدمات بازار سرمایه و ارز خارجی مربوط می‌شود. اغلب فعالیت‌های بانکداری جهانی به جای بهره درآمد خدمات ایجاد می‌کنند.

تأمین مالی شرکت‌ها دو بخش دارد. نخست تأمین وجوه برای مشتریان بانک. این فعالیت ممکن است از وام‌های سستی بانک فراتر رود و به تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار

1. leasing

۲. factoring. خرید دین نیز می‌توان آن را ترجمه کرد م.

۳. investment banking برابر مؤسسات تأمین مالی عمده. ترجمه تحت‌اللفظی آن بانکداری سرمایه‌گذاری است، اما این مؤسسات بدان معنا نه بانک‌اند و نه سرمایه‌گذارند. در فصل‌های بعدی این موضوع شرح داده می‌شود م.

نیز برسد. چنان‌که بعدها خواهیم دید قانون گلس‌استیگال فعالیت بانک‌ها را در این زمینه محدود می‌کند. بانک‌ها در کمک به مشتریان برای دستیابی به وجوه، در عین حال پذیرش بانکی<sup>۱</sup>، اعتبار اسنادی<sup>۲</sup> و دیگر انواع ضمانت‌نامه‌ها را برای مشتریان فراهم می‌کنند. یعنی اگر مشتری وجوهی قرض کرده و در این کار متکی به اعتبار اسنادی و دیگر انواع ضمانت‌نامه‌ها بوده، وام‌دهنده می‌تواند برای اجرای تعهدات این مشتری به بانک او رجوع کند. در فصل ۲۲ مثال‌های بیشتری در این زمینه خواهیم آورد. بخش دوم تأمین مالی شرکت‌ها شامل رایه مشورت‌ها و توصیه‌هایی در مواردی چون استراتژی برای کسب وجوه، تجدید ساختار شرکت، فروش واحدهای تابعه و تملک<sup>۳</sup> شرکت می‌شود.

محصولات و خدمات بازار سرمایه و ارز خارجی شامل معاملاتی است که در آن‌ها بانک در مقام معامله‌گر<sup>۴</sup> یا کارگزار<sup>۵</sup> عمل می‌کند. برای مثال برخی از بانک‌ها معامله‌کننده اوراق بهادار دولتی و سایر اوراق هستند، مشتریانی که می‌خواهند این اوراق را دادوستد کنند می‌توانند به باجه فروش اوراق بهادار دولتی در بانک مراجعه کنند. به همین ترتیب، برخی بانک‌ها در زمینه ارز خارجی فعالیت می‌کنند و ارز خارجی را می‌خرند و می‌فروشند. آن مشتریانی که به ارز خارجی نیاز دارند می‌توانند از خدمات این بانک‌ها استفاده کنند.

بانک‌ها در مقام معامله‌گر به سه طریق درآمد ایجاد می‌کنند: (۱) تفاوت قیمت درخواستی و قیمت پیشنهادی، (۲) عایدات سرمایه‌ای از اوراق بهادار یا ارز خارجی که دادوستد می‌کنند؛ (۳) در مورد اوراق بهادار، تفاوت بین بهره دریافتی حاصل از نگاهداری اوراق بهادار و هزینه تأمین مالی برای خرید آن اوراق.

محصولات مالی که بانک‌ها برای کنترل خطر پدید آورده‌اند نیز درآمد ایجاد می‌کند. این محصولات عبارتند از ابزار معاوضه<sup>۶</sup> نرخ بهره، توافق‌های مربوط به نرخ بهره، سوآپ یا ابزار معاوضه ارز، قراردادهای آتی<sup>۷</sup>، و اختیار معامله نرخ بهره<sup>۸</sup>. ما درباره سوآپ نرخ بهره و توافق نرخ بهره در فصل ۲۹، درباره سوآپ ارز در فصل ۳۰، درباره قرارداد آتی در فصل ۲۵ و درباره اختیار معامله نرخ بهره در فصل ۲۹ سخن خواهیم

1. bankers acceptances

2. letter of credit

3. acquisition

4. dealer

5. broker

6. swap

7. future contracts

8. interest rate options

جدول ۴ - ۴ دارایی‌ها و بدهی‌های بانک‌های تجاری بیمه‌شده  
(شعبه‌های داخلی و خارجی) در ۳۱ مارس ۱۹۹۲  
مأخذ: Federal Reserve Bulletin, Sept. 1992

درصد دارایی	میلیون دلار	دارایی‌ها
%۸	۲۷۹,۹۲۳	نقد و طلب از مؤسسات سپرده‌گذار اوراق بهادار
%۱۶	۵۴۲,۴۶۷	خزانه‌داری و سازمان‌های ایالات متحد
%۲	۷۱,۶۴۴	اوراق قرضه شهرداری‌ها
%۴	۱۵۸,۳۸۱	وجوه فدرال و موافقت‌نامه‌های بازخرید <sup>۱</sup>
<b>وام‌ها</b>		
%۲۵	۸۴۹,۶۱۱	وام‌های تضمین‌شده با مستغلات
%۱۶	۵۴۸,۶۴۶	وام‌های تجاری و صنعتی
%۱۰	۳۵۷,۵۶۶	وام به افراد
%۳	۱۱۶,۳۸۹	وام به دولت‌ها و مؤسسات خارجی
%۲۳	۷۶۹,۴۱۶	همه دارایی‌های دیگر
%۱۰۰	۳,۴۱۴,۱۲۰	کل دارایی‌ها
<b>بدهی‌ها</b>		
%۷۸	۲,۶۵۹,۲۰۴	سپرده‌ها (شامل حساب‌های معاملاتی و حساب‌های سپرده دیداری)
%۷	۲۴۶,۴۱۴	وجوه فدرال و اوراق بهادار خریده‌شده به‌موجب موافقت‌نامه‌های فروش مجدد
%۸	۲۷۰,۸۲۳	همه بدهی‌های دیگر
%۹۳	۳,۱۷۶,۴۴۱	کل بدهی‌ها
<b>سرمایه سهامداران</b>		
%۷	۲۳۷,۶۶۹	کل سرمایه سهامداران

1. repurchase agreements (T repos)

گفت. بانک‌ها می‌توانند درآمد حق‌العمل (یعنی کارمزد کارگزاری) یا درآمد مابه‌التفاوت حاصل از فروش این‌گونه محصولات داشته باشند.

### تأمین مالی بانک

ما در توصیف فعالیت بانک‌ها تاکنون صرفاً به این مسئله پرداخته‌ایم که بانک‌ها چگونه درآمد ایجاد می‌کنند. حال ببینیم بانک‌ها چگونه وجوه مورد نیاز را به دست می‌آورند. سه منبع مالی برای بانک‌ها وجود دارد: (۱) سپرده‌ها؛ (۲) وام غیرسپرده و (۳) سهام عادی و عایدات تقسیم نشده. بانک‌ها نهادهای مالی با اهرم بالا هستند، یعنی بخش عمده وجوه مالی آن‌ها از وام و دو منبع نخست که یاد کردیم - حاصل می‌شود. از جمله وام‌های غیرسپرده وام گرفتن از فدرال رزرو و از طریق تسهیلات تنزیل، وام گرفتن ذخایر موجود در بازار وجوه فدرال و وام گرفتن از طریق انتشار اوراق در بازار پول و اوراق قرضه است.

جدول ۴-۴ حاوی گزارش تلفیقی درباره دارایی‌ها و بدهی‌های همه بانک‌های بیمه‌شده و شعبات آن‌ها است که در مارس ۱۹۹۲ در ایالات متحد فعالیت داشته‌اند. این ارقام بسیاری از نکات یادشده در این بخش درباره تأمین مالی بانک‌ها و در بخش پیشین درباره خدمات بانک‌ها را روشن می‌کند.

**سپرده‌ها.** حساب‌های سپرده بر چند نوع است. سپرده‌های دیداری (حساب‌های جاری) هیچ بهره‌ای نمی‌پردازند و صاحب حساب می‌تواند هر وقت می‌خواهد از آن‌ها برداشت کند. به سپرده‌های پس‌انداز بهره تعلق می‌گیرد و این بهره معمولاً کم‌تر از بهره بازار است، سررسید مشخص ندارد و معمولاً صاحب حساب می‌تواند هر وقت خواست از آن‌ها برداشت کند.

سپرده‌های مدت‌دار که **گواهی سپرده** نیز خوانده می‌شوند، زمان سررسید ثابتی دارند و نرخ بهره‌ای که می‌پردازند یا ثابت است و یا متغیر. برخی از گواهی‌های سپرده را می‌توان در صورتی که سپرده‌گذار نیاز به وجوه نقد داشته باشد، پیش از زمان سررسید آن‌ها در بازار آزاد به فروش رساند. سایر گواهی‌های سپرده فروختنی نیستند. اگر سپرده‌گذاری بخواهد وجوه خود را پیش از سررسید آن از بانک بیرون بکشد، باید جریمه‌ای بپردازد. حساب دیداری بازار پول، حسابی است که بهره‌ای بر مبنای نرخ بهره کوتاه‌مدت می‌پردازد. بازار تعهدات بدهی کوتاه‌مدت را بازار پول می‌نامند، و این سپرده‌ها نام خود را از آن گرفته‌اند. این بازار برای آن به وجود آمده تا با

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول که در فصل ۸ توصیف خواهد شد، رقابت کند.

**لزوم وجود ذخایر و وام گرفتن در بازار وجوه فدرال.** بانک نمی‌تواند به ازای هر یک دلاری که به صورت سپرده دریافت می‌کند، یک دلار سرمایه‌گذاری کند. همه بانک‌ها می‌باید درصد مشخصی از سپرده‌های خود را در حسابی بدون بهره در یکی از ۱۲ بانک فدرال رزرو نگاه دارند. این درصد معین را نسبت ذخیره می‌گویند، و مقدار دلاری را که بر اساس این نسبت باید به صورت سپرده در یکی از بانک‌های فدرال رزرو نگاهداری شود **ذخیره قانونی**<sup>۱</sup> می‌نامند. نسبت ذخیره را هیئت فدرال رزرو (Fed) تعیین می‌کند و در فصل ۵ مجدداً به آن می‌پردازیم. نسبت ذخیره برحسب نوع سپرده تفاوت می‌کند. فدرال رزرو دو نوع سپرده را مشخص کرده است: سپرده‌های معاملاتی و سپرده‌های غیرمعاملاتی. سپرده‌های دیداری و آنچه این هیئت «سایر سپرده‌های قابل صدور به شکل چک» می‌نامد (از جمله حساب‌های NOW) سپرده‌های معاملاتی به شمار می‌آیند. پس‌انداز و سپرده‌های مدت‌دار از سپرده‌های غیرمعاملاتی هستند. نسبت ذخیره برای ذخایر معاملاتی بیش‌تر است تا ذخایر غیرمعاملاتی.

برای رعایت ذخیره قانونی، کار بانک فقط این نیست که در پایان هر روز تجاری ذخایر معاملاتی و غیرمعاملاتی خود را تعیین و آن‌گاه آن را در نسبت ذخیره مربوط به آن ضرب کند. تعیین ذخایر قانونی بانک پیچیده‌تر از این است. در این جا تصویری اجمالی از چگونگی این روند به دست می‌دهیم. نخست فدرال رزرو، برای محاسبه ذخایر قانونی دوره‌ای دو هفته‌ای با عنوان دوره محاسبه سپرده تعیین کرده است. ذخیره قانونی عبارت است از مقدار متوسط هر نوع ذخیره در پایان یک روز تجاری در دوره محاسبه ضرب در نسبت ذخیره هر یک از سپرده‌ها.

ذخیره قانونی در هر دوره باید به صورت **ذخیره واقعی** باشد و این ذخیره واقعی عبارت است از مقدار متوسط ذخیره نگهداری‌شده در بانک فدرال رزرو در پایان هر روز تجاری از دوره دو هفته‌ای نگهداری ذخیره، که از پنج‌شنبه آغاز و در چهارشنبه دو هفته بعد پایان می‌پذیرد. برای سپرده‌های معاملاتی، دوره محاسبه سپرده دو روز قبل از دوره ذخیره است. برای سپرده‌های غیرمعاملاتی، دوره محاسبه سپرده، دوره‌ای دو هفته‌ای است که چهار هفته پیش از دوره نگهداری ذخیره می‌باشد.

1. required reserves

اگر ذخیره واقعی از ذخیره قانونی بیش تر شود، تفاوت این دو را ذخیره اضافی<sup>۱</sup> می‌نامند. از آنجا که ذخایر در حساب‌های بدون بهره نگهداری می‌شود، این ذخیره اضافی ملازم با هزینه فرصت است. در عین حال، برای بانک‌هایی که ذخیره لازم را رعایت نکنند جریمه‌ای تعیین شده است. بنابراین، بانک‌ها این انگیزه را دارند که ذخیره لازم را دقیقاً تا آن حد که ضروری است رعایت کنند.

بانک‌هایی که موقتاً دچار کمبود ذخیره شده‌اند می‌توانند از بانک‌هایی که ذخیره اضافی دارند وام بگیرند. بازاری که در آن ذخیره وام داده می‌شود بازار وجوه فدرال<sup>۲</sup> نام دارد. نرخ بهره‌ای که به این وجوه وام گرفته تعلق می‌گیرد نرخ بهره وجوه فدرال نام دارد. وام گرفتن از امکانات تنزیل فدرال. بانک فدرال رزرو بانک بانکداران یا به سخن دیگر آخرین پناهگاه بانک‌ها است. بانک‌هایی که موقتاً دچار کمبود ذخیره‌اند، می‌توانند از امکانات تنزیل بانک فدرال رزرو وام بگیرند. (برای بحث بیشتر درباره استفاده بانک فدرال از امکانات تنزیل به بخش ۵ رجوع کنید.) برای وام گرفتن وثیقه لازم است اما هر وثیقه‌ای کارساز نیست. بانک فدرال وثیقه مورد قبول را تعیین و گاه آن را عوض می‌کند. در حال حاضر این وثیقه بدین قرار است (۱) اوراق بهادار خزانه، اوراق بهادار مؤسسات فدرال، اوراق بهادار شهرداری‌ها، که همگی سررسیدی کمتر از شش ماه دارند، و (۲) اسناد وام‌های تجاری و صنعتی با سررسید نود روز یا کمتر.

نرخ بهره‌ای که بانک فدرال برای وام دادن وجوه خود از طریق امکانات تنزیل مطالبه می‌کند نرخ تنزیل<sup>۳</sup> خوانده می‌شود. بانک فدرال به منظور اعمال سیاست پولی این نرخ را دوره به دوره تغییر می‌دهد<sup>۴</sup>. وام گرفتن از بانک فدرال رزرو برای تأمین ذخیره قانونی مقداری کاملاً محدود دارد، هرچند نرخ تنزیل عموماً پایین‌تر از هزینه سایر منابع تأمین مالی کوتاه‌مدتی است که بانک به آن‌ها دسترسی دارد. این از آن‌روست که بانک فدرال رزرو وام گرفتن از طریق امکانات تنزیل را امتیازی می‌داند که باید برای برآوردن نیازهای نقدینگی در کوتاه‌مدت به کار گرفته شود، نه این‌که وسیله‌ای برای افزایش عایدی گردد. بنابراین وام‌گیری مداوم و به مقادیر کلان نشانه ضعف مالی بانک یا نشانه بهره‌جویی آن از تفاوت نرخ بهره به منظور منفعت به‌شمار می‌آید. اگر بانکی در قیاس با روند پیشین

1. excess reserves

2. federal funds market

3. discount rate

۴. اگرچه تغییر نرخ تنزیل ابزاری برای اجرای سیاست پولی است که در کنار عملیات بازار آزاد و تغییر نسبت ذخیره به کار گرفته می‌شود، امروز استفاده از این ابزار از اولویت برخوردار نیست.



وام‌گیری‌اش، دفعات بیش‌تری برای وام‌گیری به بانک فدرال رجوع کند، بانک فدرال خواهان «اطلاعات» و توضیح درباره‌ی این وام خواهد شد. اگر الگوی وام‌گیری بانک بهبود نیابد، بانک فدرال جلسه‌ای «مشورتی» تشکیل می‌دهد و در آن از بانک می‌خواهد که روند وام‌گیری خود را متوقف کند.

**سایر وام‌های غیرسپرده.** وام گرفتن بانک‌ها از بازار وجوه فدرال و از امکانات تنزیل بانک فدرال رزرو کوتاه‌مدت است. سایر وام‌های غیرسپرده ممکن است کوتاه‌مدت و به صورت انتشار تعهد در بازار پول، یا میان‌مدت تا درازمدت و به صورت انتشار اوراق بهادار در بازار اوراق قرضه باشد. نمونه‌ی مورد اول بازار توافق نامه‌های بازخرید (یا repo) است. نمونه‌ی وام میان‌مدت تا درازمدت اسناد و اوراق قرضه با نرخ شناور است.

بانک‌هایی که بیش‌تر وجوه خود را از بازارهای پول داخلی و بین‌المللی تأمین می‌کنند و پشتگرمی‌شان در تأمین وجوه به سپرده‌گذاران کمتر است، بانک‌های مرکز پولی<sup>۱</sup> نامیده می‌شوند. از ده بانک یادشده در جدول ۲-۴ هفت بانک، بانک‌های مرکز پولی هستند. برخلاف این بانک‌ها، بانک منطقه‌ای بانکی است که برای تأمین وجوه بیش از هر چیز به سپرده‌ها وابسته است و برای تأمین وجوه کمتر به بازار پول رجوع می‌کند. بزرگ‌ترین بانک منطقه‌ای، نیشنزبانک<sup>۲</sup> است. در سال‌های اخیر بانک‌های منطقه‌ای بزرگ در هم ادغام شده‌اند و «بانک‌های فوق منطقه‌ای» را تشکیل داده‌اند.<sup>۳</sup> این بانک‌های فوق منطقه‌ای به سبب اندازه بزرگ خود می‌توانند در برخی فعالیت‌های مالی داخلی و بین‌المللی که زمانی قلمرو بانک‌های مرکز پولی بود با این بانک‌ها رقابت کنند.

### مقررات

از آن‌جا که بانک‌های تجاری نقش خاص در نظام مالی دارند، چندین سازمان وابسته به دولت فدرال و دولت ایالتی بر فعالیت‌های آن‌ها نظارت دارند و این فعالیت‌ها را تنظیم می‌کنند. در سطح فدرال این نظارت بر عهده هیئت مدیره فدرال رزرو، هیئت نظارت بر پول رایج<sup>۴</sup> و شرکت بیمه سپرده فدرال است. گرچه بیش‌تر قوانین مربوط به این فعالیت‌ها به اواخر دهه ۱۹۳۰ بازمی‌گردد، اما ماهیت بازارهای مالی و بانکداری تجاری در بیست سال گذشته تغییر کرده است. بنابراین در همین زمان که ما این فصل را می‌نویسیم

1. money center banks      2. Nation's Bank

۳. بانک‌های با شعب سراسری در کشور ما نمونه ایرانی این شکل از بانک‌هاست م.

4. Office of the Comptroller of the Currency



اقداماتی برای تجدیدنظر در روش نظارت بر این فعالیت‌ها صورت می‌پذیرد. افزون بر این، مقررات بانک‌ها ماهیتی بین‌المللی به خود می‌گیرد.

در این‌جا مروری خواهیم داشت بر برخی از مقررات عمده درباره فعالیت بانک‌های تجاری. این مقررات در طی تاریخ چهار زمینه را شامل می‌شده است:

۱. سقف نرخ بهره که می‌توان به حساب‌های سپرده پرداخت.

۲. محدودیت‌های جغرافیایی برای شعبات بانک‌ها.

۳. فعالیت‌های مجاز بانک‌های تجاری.

۴. سرمایه مورد نیاز بانک‌های تجاری.

**نظارت بر نرخ بهره.** اگرچه نظارت بر نرخ بهره‌ای که بانک‌ها می‌توانندپردازند، برای همه حساب‌ها غیر از سپرده‌های دیداری حذف شده است، این موضوع را به سبب اهمیت تاریخی‌اش بررسی می‌کنیم. مقررات فدرال پرداخت بهره به حساب‌های دیداری (چکی) را ممنوع کرده است. مقررات Q زمانی سقف حداکثر سود پرداختی بانک‌ها به حساب‌هایی غیر از سپرده‌های دیداری را تعیین می‌کرد.

تادهه ۱۹۶۰ نرخ بهره بازار (جز در مورد سپرده‌های چکی) زیر آن سقف بود، بنابراین این مقررات Q بر توانایی بانک‌ها در رقابت با سایر مؤسسات مالی برای جلب وجوه تأثیری نمی‌نهاد. آن‌گاه که نرخ بهره بازار از حد بالای تعیین شده، بالاتر رفت و آن سقف بعد از سال ۱۹۶۶ همه مؤسسات سپرده‌پذیر را شامل شد، این مؤسسات رقابت با سایر مؤسسات مالی نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول که در فصل ۸ به آن خواهیم پرداخت ادشوار دیدند. در نتیجه مرحله «واسطه‌زدایی»<sup>۱</sup> پیش آمد، یعنی وجوه مالی از بانک‌های تجاری و مؤسسات پس‌انداز خارج می‌شد و به سایر مؤسسات مالی جریان می‌یافت. بانک‌ها به منظور فرار از سقف تعیین شده برای سپرده‌های مدت‌دار و به دست آوردن وجوه از دست‌رفته، گواهی سپرده قابل معامله<sup>۲</sup> را ابداع کردند که در عمل سقف بالاتر داشت و در نهایت اصولاً رعایت حد بالای نرخ ضرورت عملی نمی‌یافت. هم‌چنین این بانک‌ها شعباتی در خارج از ایالات متحد دایر کردند و در آن‌جا هیچ حد بالایی بر نرخ بهره‌ای که می‌توانستند پردازند تحمیل نمی‌شد. در دهه ۱۹۷۰ از آن‌جا که همه مؤسسات سپرده‌پذیر رقابت را دشوار یافتند، قوانین فدرال به صورت قانون

1. disintermediation

2. negotiable certificate of deposit

آزادسازی و نظارت پولی نهادهای سپرده‌پذیر مصوب ۱۹۸۰ دست بانک‌ها را باز گذاشت. قانون ۱۹۸۰ جز در چند مورد، سقف تحمیل‌شده بر نرخ بهره سپرده مدت‌دار و گواهی سپرده را حذف کرد. قانون گارن سن ژرمن مصوب ۱۹۸۲<sup>۲</sup> به بانک‌ها اجازه داد حساب‌های بازار پول را به مشتریان عرضه کنند و این مشابه حساب‌هایی بود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول عرضه می‌کردند.

**محدودیت‌های جغرافیایی.** هر ایالت حق دارد مقرراتی برای تأمین شعبات بانک در درون ایالت وضع کند، این حق به‌موجب قانون مک فدن<sup>۳</sup> که در ۱۹۲۶ به تصویب کنگره رسید به ایالت‌ها داده شده است. این قانون که دیگر کهنه شده، بدین‌منظور بود که بانک‌های بزرگ را از گسترش جغرافیایی که منجر به تملک واحدهای بانکی کوچک‌تر و احتمالاً حذف رقابت می‌شد، بازدارد. ایالت‌هایی هستند که تأسیس شعبات بانک‌ها را در سطح ایالت ممنوع داشته‌اند، این ایالت‌ها دارای نظام بانکی تک واحدی<sup>۴</sup> هستند. هم‌چنین ایالت‌هایی هستند که تأسیس شعبات را در سطحی محدود مجاز می‌دانند و سایر ایالت‌ها هیچ محدودیتی بر ایجاد شعبات اعمال نمی‌کنند.

قانون ایالتی بانک‌های منفرد خارج از ایالت را از تأسیس شعبات در ایالت بازمی‌دارد. اما همه ایالات جز دو ایالت (هاوایی و مونتانا) قوانینی گذارده‌اند که به شرکت‌های هلدینگ بانکی خارج از ایالت اجازه می‌دهد عملیات بانکی را در داخل ایالت گسترش دهند. بنابراین، در حال حاضر، گسترش بانک‌ها در داخل ایالات فقط در سطح شرکت‌های هلدینگ بانکی مجاز است و نه در سطح بانک‌های منفرد. بیش‌تر ایالات تأسیس بانک جدید را برای شرکت هلدینگ بانکی خارج از ایالت ممنوع کرده‌اند. در عوض، شرکت هلدینگ بانکی خارج از ایالت در صورت تمایل باید بانکی موجود در ایالت را به تملک درآورد.<sup>۵</sup>

**فعالیت‌های مجاز بانک‌های تجاری.** هیئت مدیره فدرال رزرو فعالیت‌های بانک‌ها و شرکت‌های هلدینگ بانکی را تنظیم می‌کند. فدرال رزرو به‌موجب قانون شرکت

1. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980

2. Garn-St. Germain Act of 1982

3. McFadden Act

4. unit banking

۵. برای بحث دقیق‌تر درباره بانکداری درون ایالت و مقررات فعلی ایالات، نگاه کنید به:

Paul S. Calem, "The Preconsumer Argument for Interstate Branching," *Business Review* (May-June 1993), pp. 15-29.

هلدینگ بانکی مصوب ۱۹۵۶<sup>۱</sup> تنظیم فعالیت‌های شرکت‌های هلدینگ بانکی را بر عهده گرفت و به این قانون در ۱۹۶۶ و ۱۹۷۰ متمم‌هایی افزوده شد. این قانون تصریح می‌کند که فعالیت‌های مجاز شرکت‌های هلدینگ بانکی آن فعالیت‌هایی است که از نظر بانک فدرال «رابطه نزدیک با بانکداری دارند».

قوانین اولیه در مورد فعالیت‌های بانک با توجه به موارد زیر تدوین شد:

۱. عقیده بر این بود که برخی وام‌های اعطایی بانک‌های تجاری سقوط بازار سهام در ۱۹۲۹ را تشدید کرده بود.
۲. سقوط بازار سهام خود موجب در هم ریختن نظام بانکی شده بود.
۳. دادوستد میان بانک‌های تجاری و سازمان‌های وابسته‌شان که اوراق بهادار معامله می‌کرده‌اند، به سوءاستفاده انجامیده است. برای مثال، روشن شد که بانک‌ها اوراق بهادار را پذیره‌نویسی می‌کرده‌اند و سپس آن اوراق را به مشتریان می‌فروخته‌اند که حساب‌های سرمایه‌گذاریشان در اداره آن‌ها بود یا به توصیه آن‌ها عمل می‌کردند. (ما پذیره‌نویسی اوراق بهادار را در فصل ۱۴ بررسی می‌کنیم.)

با توجه به این پیشینه، کنگره قانون بانکداری ۱۹۳۳ را تصویب کرد که علاوه بر تمهیدات دیگر، شرکت بیمه سپرده فدرال را تأسیس کرد. چهار بند از قانون ۱۹۳۳ بانک‌های تجاری را از برخی فعالیت‌های مؤسسات تأمین مالی<sup>۲</sup> منع می‌کرد بند ۱۶، ۲۰، ۲۱ و ۳۲. این چهار بند نزد مردم به قانون گلس‌استیگال معروف است. برای بانک‌هایی که عضو نظام فدرال رزرو هستند، ماده ۱۶ این قانون چنین تصریح می‌کند:

فعالیت بانکی ملی در زمینه اوراق بهادار و سهام باید محدود به خرید و فروش این اوراق و سهام، و فقط بنابر سفارش و برای مشتریان باشد، و بانکی که در سطح ملی فعالیت می‌کند، به هیچ روی حق ندارد این اوراق و سهام را برای خود معامله کند و این اوراق بهادار و سهام را پذیره‌نویسی کند.

بانک‌ها نه می‌توانند (۱) اوراق بهادار و سهام را پذیره‌نویسی کنند، و نه می‌توانند (۲) به‌عنوان معامله‌گر در بازار اوراق بهادار و سهام عمل کنند، هرچند ماده ۱۶ دو استثنا در

1. Bank Holding Company Act of 1956

2. investment banking

این مورد قابل شده است. بانکها اجازه یافته‌اند تعهدات دولت ایالات متحد (و تعهدات عمومی هر ایالت و یا هر تقسیم‌بندی سیاسی کوچکتر) را پذیره‌نویسی کنند و معاملات این تعهدات نیز جایز شمرده شده است. (این اوراق اخیر، اوراق قرضه شهرداری‌ها هستند که در فصل ۱۷ به آنها می‌پردازیم. معافیت مالیاتی فقط شامل یک نوع اوراق قرضه شهرداری‌ها، یعنی اوراق تعهد عمومی<sup>۱</sup>، می‌شود و نه نوع دیگر آن که اوراق قرضه درآمدی می‌باشد.) ماده ۱۶ در عین حال فعالیت بانکها را در زمینه اوراق بهادار شرکتها نظیر اوراق قرضه و اوراق تجاری شرکتها و اوراق بهاداری چون اوراق بهادار با پشتوانه رهن یا پشتوانه دارایی‌ها (که در فصل ۲۴ به آن می‌پردازیم) محدود می‌کند. آن بانکهای تجاری که عضو نظام فدرال هستند بنابر ماده ۲۰ از داشتن مؤسسات اوراق بهادار منع شده‌اند. بنا بر این ماده هیچ بانک نباید با هیچ سازمان، مؤسسه، واحد تجاری یا سایر سازمانهایی که اساساً در کار انتشار، به جریان انداختن، پذیره‌نویسی، فروش عمومی یا توزیع در سطح عمده و خرد اوراق بهادار هستند یا از طریق سندیکاها در انتشار سهام، اوراق قرضه، سهام قابل تبدیل، سند بدهی و سایر اوراق بهادار شرکت دارند، وابستگی داشته باشند.

ماده ۲۱ «هر فرد، بنگاه، شرکت، مؤسسه، تراست تجاری یا هر سازمان مشابه» را که سپرده دریافت می‌کند (یعنی همه مؤسسات سپرده‌پذیر) را از مداخله در کار اوراق بهادار به شرحی که در ماده ۱۶ آمده، منع می‌کند. ماده ۳۲ بانکها را از نقض محدودیت‌های یادشده در مورد فعالیت‌های مربوط به اوراق بهادار منع می‌کند. برای اعمال این ممنوعیت، قانون بانکها را از این که کارمندان یا هیئت مدیره خود را به مقامی در بنگاه‌های ناشر اوراق بهادار منصوب کنند بازمی‌دارد تا بدین‌سان از اعمال کنترل غیرمستقیم بانکها بر این بنگاه‌ها جلوگیری کند.

قوانین و مقررات بعدی به تدریج موانع موجود بر سر راه بانکهای تجاری را در شرکت جستن در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بانکی کاهش داده است. در این جا برخی از رویدادهای مهم را مرور می‌کنیم: در ژوئن ۱۹۸۷ بانک فدرال به سه شرکت هلدینگ بانکی - سیتی‌کورپ<sup>۲</sup>، بنکرز تراست<sup>۳</sup> و جی. پی. مورگان گارانتی<sup>۴</sup> - اجازه داد برخی اوراق بهادار را که قانون ۱۹۳۳ ممنوع کرده بود پذیره‌نویسی کنند؛ این اوراق عبارت

1. general obligation bonds (GO)

2. Citicorp

3. Bankers Trust

4. J.P. Morgan Guaranty

بودند از: اوراق تجاری، برخی اوراق قرضه درآمدی شهرداری، برخی اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی<sup>۱</sup> و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی<sup>۲</sup>. برای این کار، شرکت‌های هلدینگ بانکی باید شرکت‌های فرعی با سرمایه جداگانه برای پذیره‌نویسی این اوراق تشکیل دهند و در این فعالیت از مقررات بانک فدرال در مورد سقف سهم بازار، درآمد و سود پیروی کنند. بنابر تشخیص بعدی هیئت نظارت بر پول رایج، قانون ۱۹۳۳ به بانک‌های در سطح ملی ایالات متحد اجازه می‌دهد اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی را پذیره‌نویسی کنند.

رای دادگاه در دهه ۱۹۸۰ به بانک‌های تجاری این امکان را داد که در مقام مشاور سرمایه‌گذاری عمل کنند و خدمات کارگزاری ارائه دهند. دادگاه عالی در سال ۱۹۸۱ به شرکت‌های هلدینگ بانکی اجازه داد در مقام مشاور شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعالیت کنند. سه سال بعد، دادگاه چنین تشخیص داد که تا زمانی که بانکی مشاوره سرمایه‌گذاری نمی‌دهد، می‌تواند مؤسسه کارگزاری اوراق بهادار فراهم آورد. اما دادگاه استیناف فدرال رای داده است که شرکت وابسته بانک می‌تواند بنگاه کارگزاری را اداره کند حتی اگر مشاوره سرمایه‌گذاری نیز ارائه می‌دهد.

تمایز قانونی میان بانک تجاری و مؤسسات تأمین مالی<sup>۳</sup> ظاهراً با تصمیم بانک فدرال در نوامبر ۱۹۸۶ که بنا بر آن یک بانک ژاپنی، سومیتومو بانک،<sup>۴</sup> اجازه یافت مبلغ ۵۰۰ میلیون دلار در بنگاه تأمین مالی گلدمن ساچز<sup>۵</sup> سرمایه‌گذاری کند، رفته‌رفته رنگ باخت. اگرچه بانک فدرال محدودیت‌هایی اعمال کرد تا یقین یابد که سومیتومو بانک نمی‌تواند مدیریت گلدمن ساچز را تحت کنترل گیرد، این کار در هر حال تبدیل به سابقه‌ای شد.

جدا از قوانین، هریک از نهادهای ناظر نیز به ابتکار خود محدودیت‌هایی بر انواع اوراق بهادار که بانک‌ها می‌توانند برای جای دادن در بدهی سرمایه‌گذاری خود دست بر آن‌ها بگذارند، تحمیل کرده‌اند. برای مثال، هرچند وام رهنی با نرخ متغیر، با توجه به مشکل بدهی/دارایی مؤسسات سپرده‌پذیر، سرمایه‌گذاری جذابی است، برای سرمایه‌گذاری در این نوع رهن‌ها باید اجازه دریافت کرد. از آخرین نمونه‌های این محدودیت‌ها، محدودیتی است که هیئت نظارت بر پول رایج برای سرمایه‌گذاری در

1. mortgage-backed securities (MBS)

2. asset-backed securities

3. investment banks

4. Sumitomo Bank

5. Goldman Sachs

برخی اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی قایل شد.

**الزامات سرمایه بانک‌های تجاری.** بافت سرمایه بانک‌ها، مثل همه شرکت‌ها، شامل سرمایه و بدهی (یعنی وجوه وام‌گرفته) است. بانک‌های تجاری، مانند سایر مؤسسات سپرده‌پذیر که در این فصل به آن‌ها می‌پردازیم، و مؤسسات تأمین مالی که در فصل ۱۴ مورد بحث خواهند بود، مؤسساتی با اهرم مالی بسیار زیادند. یعنی در آن‌ها نسبت سهام سرمایه به کل دارایی پایین است و معمولاً، در مورد بانک‌ها، به کمتر از ۸٪ می‌رسد. این وضع نگرانی‌هایی درباره احتمال ناتوانی در پرداخت دیون که نتیجه سطح پایین سرمایه مالکان است، پدید آورده است. نگرانی دیگر این است که مقدار سرمایه به سبب بدهی‌های احتمالی که در ترازنامه بانک وارد نمی‌شوند، باز هم نابسندتر می‌شود. این تعهدات بیرون از ترازنامه شامل تعهداتی مثل توافقات خاص نرخ بهره (نظیر معاوضه نرخ بهره یا سوآپ بهره<sup>۱</sup>، سقف نرخ بهره<sup>۲</sup> و کف نرخ بهره<sup>۳</sup>، می‌شود. در حال حاضر استانداردهای دوگانه‌ای برای کیفیت سرمایه تعیین شده است: مجموعه نخست این استانداردها شامل دو آزمون است. نخستین آزمون مستلزم حفظ نسبت «سرمایه پایه» به کل دارایی معینی است، و سرمایه پایه بنا بر تعریف عبارت است از سهام عادی، عایدات نگاهداری شده، سود تقسیم نشده و ذخایر مطالبات مشکوک‌الوصول. برای بانک‌های در سطح ملی این نسبت باید دست کم ۵/۵٪ باشد. آزمون دوم بر اساس نسبت «کل سرمایه» به کل دارایی است، که کل سرمایه بنا بر تعریف عبارت است از کل سرمایه پایه و بدهی‌های بدون اولویت<sup>۴</sup>. حداقل این نسبت ۶٪ است. در سال ۱۹۸۶، هیئت مدیره فدرال رزرو، اداره هیئت نظارت بر پول رایج و شرکت بیمه سپرده فدرال بازنگری در مسئله مقدار سرمایه لازم جهت پاسخگویی به خطر را آغاز کردند. در ژانویه ۱۹۸۹ فدرال رزرو رهنمودهایی برای اعمال الزامات حفظ سرمایه مبتنی بر خطر را منتشر کرد و این همان مجموعه دوم استانداردهاست که به آن اشاره کردیم. اساس این رهنمودها چارچوبی است که کمیته مقررات و اقدامات نظارتی بانکداری بال<sup>۵</sup> که متشکل از بانک‌های مرکزی و مقامات ناظر کشورهای G-۱۰ است، تعیین کرده است.<sup>۶</sup>

1. swaps

2. caps

3. floors

4. subordinated debts

5. Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices

۶. در واقع کشورهای G-۱۰ یازده کشورند: بلژیک، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا، ژاپن، هلند، سوئد،



اهداف اصلی این رهنمودها بدین قرار است: نخست، نهادهای ناظر در ایالات متحد و خارج از آن خواهان انسجام بیش‌تر در ارزیابی کفایت سرمایه بانک‌های عمده در سراسر جهان بوده‌اند. نهادهای ناظر کوشیده‌اند معیارهایی برای کفایت سرمایه تعیین کنند که سطح خطر بانک را نیز در نظر داشته است. برای مثال دو بانک A و B را در نظر بگیرید که یک میلیارد دارایی دارند. فرض کنید هر دو بانک مبلغ ۴۰۰ میلیون دلار در دارایی‌های یکسان سرمایه‌گذاری می‌کنند، اما ۶۰۰ میلیون دلار باقی‌مانده آن‌ها دارایی‌های متفاوت است. بانک A ۵۰۰ میلیون دلار در اوراق قرضه دولت ایالات متحد و ۱۰۰ میلیون دلار در وام تجاری سرمایه‌گذاری می‌کند. بانک B ۱۰۰ میلیون دلار در اوراق قرضه دولتی و ۵۰۰ میلیون دلار در وام تجاری سرمایه‌گذاری می‌کند. روشن است که بانک B بیش‌تر در معرض خطر نکول قرار دارد. استانداردهای کفایت سرمایه هرچند این خطر اعتباری بزرگ‌تر را در نظر می‌گیرند، به عوامل نقدینگی یا حساسیت قیمت بازار که بانک در معرض آن است توجهی ندارند.

رهنمودهای حفظ سرمایه برای پاسخگویی به خطر می‌کوشد خطر اعتبار را با الزامات تقسیم‌بندی و توزین به حساب آورد. نخست سرمایه را متشکل از سرمایه ردیف ۱ و ردیف ۱۲ تعریف می‌کنند. حداقل سرمایه الزامی برای هر ردیف تعیین می‌شود. سرمایه ردیف ۱ سرمایه پایه است و اساساً از سرمایه دارندگان سهام عادی، برخی انواع سهام ممتاز و سهم اقلیت در شرکت‌های تابعه تشکیل می‌شود. سرمایه ردیف ۲ سرمایه مکمل نامیده می‌شود و شامل ذخایر مطالبات مشکوک‌الوصول، برخی انواع سهام ممتاز، بدهی‌های دائمی (بدهی بدون تاریخ سررسید)، ابزارهای سرمایه‌ای دوزیستی و اوراق قراردادی با ماهیت سرمایه، و بدهی‌های بدون اولویت می‌شود. دوم، این رهنمودها برای همه دارایی‌ها یک ضریب خطر اعتباری قرار می‌دهد. این ضریب به خطر اعتباری هر دارایی بستگی دارد. برای بانک‌ها خطر اعتباری به چهار گروه تقسیم می‌شود: ۰/۵، ۲۰/، ۵۰/ و ۱۰۰/ که البته هیچ مبنای علمی مشخصی ندارند. در ذیل چند نمونه از دارایی‌هایی که در یکی از این طبقه‌بندی‌های خطر اعتبار قرار می‌گیرند، آمده است.<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> سوئیس، بریتانیا و ایالات متحد. لوکزامبورگ نیز استانداردهای جدید را پذیرفته است.

#### 1. Tier 1 and Tier 2 capital

<sup>۲</sup> تعیین سرمایه‌الزامی برای اقلام خارج از ترازنامه قوانینی خاص دارد. اقلام خارج از ترازنامه موقعیتی در قراردادهای حساس نسبت به نرخ بهره و/یا محصولات مربوط به ارزش‌خارجی است که در ترازنامه نمی‌آید.



ضریب خطر	نمونه‌هایی از دارایی‌ها برحسب طبقه‌بندی خطر اعتباری
۰٪	اوراق بهادار خزانه‌داری دولت ایالات متحد
	اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی که سازمان ملی وام‌های رهنی منتشر کرده است
۲۰٪	اوراق قرضه تعهد عمومی شهرداری‌ها
	اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی که انجمن فدرال وام‌های رهنی ملی منتشر کرده است
۵۰٪	اوراق قرضه درآمدی شهرداری‌ها
	وام‌های رهنی بناهای مسکونی
۱۰۰٪	وام‌های تجاری و رهن‌های تجاری
	وام‌های اعطایی به کشورهای در حال توسعه
	اوراق قرضه شرکت‌ها

طرز کار ضریب دادن به خطر اعتبار بدین قرار است: ارزش دفتری دارایی در وزن یا ضریب خطر اعتبار ضرب می‌شود تا مقدار سرمایه پایه و سرمایه مکمل که بانک برای حمایت از آن دارایی‌ها لازم دارد مشخص شود. برای مثال، فرض کنید ارزش دفتری دارایی‌های بانک بدین قرار است:

دارایی	ارزش دفتری (به میلیون دلار)
اوراق قرضه خزانه‌داری امریکا	۴۰۰ دلار
اوراق قرضه تعهد عمومی شهرداری‌ها	۱۰۰
وام‌های رهنی بناهای مسکونی	۲۰۰
وام‌های تجاری	۳۰۰

میانگین موزون دارایی‌ها با توجه به عامل خطر بدین ترتیب محاسبه می‌شوند:

دارایی	ارزش دفتری (به میلیون دلار)	ضریب خطر	حاصل ضرب (به میلیون)
اوراق قرضه خزانه‌داری امریکا	۴۰۰ دلار	۰٪	۰ دلار
اوراق قرضه تعهد عمومی شهرداری‌ها	۱۰۰	۲۰٪	۲۰
وام‌های رهنی بناهای مسکونی	۲۰۰	۵۰٪	۱۰۰
وام‌های تجاری	۳۰۰	۱۰۰٪	۳۰۰
میانگین موزون دارایی‌ها با توجه به عامل خطر			۴۲۰ دلار

میانگین موزون دارایی‌ها با توجه به عامل خطر برای این بانک ۴۲۰ میلیون دلار است.

دستورالعمل الزامات سرمایه‌ای بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۱۹۹۲ به اجرا در آمد. از پایان سال ۱۹۹۲ و بعد از آن حداقل سرمایه پایه (ردیف ۱) ۴٪ میانگین موزون دارایی‌ها با توجه به عامل خطر، حداقل کل سرمایه (سرمایه پایه به علاوه سرمایه مکمل) ۸٪ میانگین موزون دارایی‌ها با توجه به عامل خطر تعیین شد. برای مشاهده طرز کار این دستورالعمل، همان بانک فرضی را در نظر بگیرید که در محاسبه میانگین دارایی‌های تعدیل شده برای خطر مثال آوردیم. برای این بانک میانگین موزون دارایی‌های تعدیل شده برای خطر ۴۲۰ میلیون دلار است. حداقل سرمایه پایه ۱۶/۸ میلیون دلار است (یعنی برابر ۴٪ رقم ۴۲۰ میلیون) و حداقل کل سرمایه ۳۳/۶ میلیون دلار است (یعنی ۸٪ از ۴۲۰ میلیون).

یکی از نتایج جانبی دستورالعمل حفظ حداقل سرمایه مبتنی بر خطر این است که بانک‌ها را تشویق می‌کند وام‌های خود را در بازار آزاد بفروشند. با این کار، بانک نیازی ندارد که برای وام‌ها (دارایی‌ها) به فروش رفته، سرمایه نگاه دارد. هرچند بازار ثانویه برای فروش مجدد وام‌های اعطایی بانک‌های منفرد رشد کرده، هنوز چندان بزرگ نشده که بانک بتواند مقادیر زیادی وام را به فروش رساند. راه دیگر برای بانک یک‌کاسه کردن یا جمع‌آوری<sup>۱</sup> وام‌ها و انتشار اوراق بهاداری است که وثیقه آن‌ها همان وام‌های اعطایی است. این فرایند تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار است که در فصل ۲ از آن سخن گفتیم<sup>۲</sup>.

### بیمه سپرده فدرال

با توجه به نقش اقتصادی مهم بانک‌ها، دولت ایالات متحد در پی راهی بوده که بانک‌ها را در برابر سپرده‌گذارانی حمایت کند که به سبب مشکلی واقعی یا خیالی که با بانک دارند، سپرده خود را غافلگیرانه از بانک بیرون می‌کشند. این غافلگیر شدن بانک‌ها بارها در دهه ۱۹۳۰ پیش آمد و نتیجه‌اش درماندگی بانک‌ها بود، در حالی که اگر سپرده‌ها در سطحی چنان وسیع بیرون کشیده نمی‌شد بانک‌ها می‌توانستند مشکلات

1. pooling

۲. برای بحثی درباره ایجاد بازارهای ثانویه برای وام‌های بانکی معتبر نگاه کنید به:

Frank. J. Fabozzi and John Carlson (eds.), *The Trading and Securitization of Senior Bank Loans* (Chicago: Probus Publishing, 1992).

اقتصادی را از سر بگذرانند. مکانیسمی که دولت ایالات متحد در ۱۹۳۳ برای جلوگیری از «هجوم به بانک» ابداع کرد، بیمه سپرده فدرال بود. این بیمه را سازمانی جدید بر عهده داشت که شرکت بیمه سپرده فدرال نام گرفت. سال بعد بیمه سپرده فدرال به همه مؤسسات پس انداز و وام نیز گسترش یافت و شرکت بیمه پس انداز و وام فدرال<sup>۱</sup> تأسیس شد.

در سال ۱۹۳۳ بیمه سپرده‌های فدرال، حساب‌هایی تا حد ۲,۵۰۰ دلار را پوشش بیمه می‌داد. این مبلغ بعدها افزایش یافت و در حال حاضر ۱۰۰,۰۰۰ دلار شده است. پیش از تصویب قانون ۱۹۸۹، مبلغی که بانک برای حق بیمه می‌پرداخت ۰/۰۸۳٪ سپرده‌ها بود. امروز این نسبت به ۰/۱۵٪ سپرده‌ها رسیده است.

اگرچه بیمه سپرده فدرال به هدف خود که جلوگیری از هجوم به بانک بود رسید، متأسفانه این انگیزه را هم برای مدیران مؤسسات سپرده‌پذیر به وجود آورد که خطرهای بسیار بزرگ را پذیرا شوند. اگر سرمایه‌گذاری‌های پرخطر به موفقیت انجامد، منافع نصیب سهامداران و مدیران می‌شود، و اگر موفق نباشد سپرده‌گذاران ناچارند زیان را متحمل شوند. اما سپرده‌گذاران چندان توجهی به خطری که مؤسسات سپرده‌پذیر قبول می‌کنند ندارند، زیرا وجوه ایشان را دولت فدرال بیمه کرده است. از دیدگاه سپرده‌گذار، تا زمانی که مبلغ سپرده از مبلغ تحت پوشش بیمه بالاتر نرود، هر مؤسسه سپرده‌پذیر همان قدر مناسب است که آن دیگری.

برای مقابله با انگیزه پذیرش خطر بیش از حد و در عین حال حمایت از سپرده‌ها، پیشنهاد‌های بسیار داده شده است.<sup>۲</sup> یک پیشنهاد دریافت حق بیمه بر اساس میزان خطر دارایی است. نظامی مشابه دستورالعمل حفظ سرمایه تعدیل شده برای خطر نیز پیشنهاد شده است. پیشنهاد دیگر این است که سپرده‌گذاران را وادارند رفتار مدیران مؤسسات سپرده‌پذیر را تابع انضباطی کنند، و این کار را با کاهش مبلغ تحت پوشش بیمه یا محدود کردن مبلغی که هر فرد می‌تواند برای آن بیمه شود، نه تنها در یک حساب و در یک مؤسسه سپرده‌پذیر بلکه در همه مؤسسات سپرده‌پذیر، میسر کنند. این که سپرده‌گذاران قادر باشند خطر مؤسسات سپرده‌پذیر را برآورد کنند و با توجه به آن رفتار مدیران را

1. Federal Savings & Loan Insurance Corporation

۲. برای خلاصه‌ای از انواع پیشنهادها برای تجدید ساختار بیمه سپرده فدرال نگاه کنید به:

Loretta J. Mester, "Curing Our Ailing Deposit-Insurance System," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia (September-October 1990), pp. 13-24.

تحت نظارت در آورند، مسئله‌ای است که جای بحث دارد.

### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. سپرده‌های بانکی را مؤسسات بیمه تحت حمایت دولت بیمه می‌کنند، و بانک‌هایی که از ایالت‌ها مجوز گرفته‌اند می‌توانند به میل خود به نظام فدرال رزرو بپیوندند.
۲. بانک‌ها از سپرده‌ها و نیز از انتشار اوراق بدهی و سرمایه و از عایدات خود منابع مالی لازم را تأمین می‌کنند.
۳. بانک‌های ایالات متحد باید قسمتی از سپرده‌های خود را به شکل آن دارایی‌هایی نگاه دارند که ذخیره به‌شمار می‌رود.
۴. بانک‌ها می‌توانند از نظام فدرال رزرو قرض کنند.
۵. چرا دولت‌ها بسیاری از اقدامات بانک‌ها را تابع مقررات می‌کنند، و از جمله مشارکت بانک‌ها در بازار اوراق بهادار و بافت سرمایه آن‌ها کنترل می‌شود.

### مؤسسات پس‌انداز و وام

مؤسسات پس‌انداز و وام<sup>۱</sup> پیشینه‌ای دراز دارند. انگیزه اصلی در ایجاد این مؤسسات تدارک وجوه برای تأمین مالی خرید خانه بود. وثیقه این وام خانه‌ای بود که بدین طریق تأمین مالی می‌شد.

مؤسسات پس‌انداز و وام یا مالکیت مشترک دارند یا مالکیت آن‌ها به صورت سهام شرکتی است. «مالکیت مشترک» بدین معنی است که هیچ سهام وجود ندارد، بنابراین سپرده‌گذاران مالک نیز هستند. برای افزایش توان این مؤسسات در گسترش منابع مالی موجود برای تقویت سرمایه‌شان، قانون اجازه تبدیل شرکت‌های دارای مالکیت مشترک به شرکت‌هایی به شکل سهامی را تسهیل کرده است.

مؤسسات پس‌انداز و وام مانند بانک‌ها می‌توانند تحت قوانین دولت ایالتی یا دولت فدرال باشند. در سطح فدرال نخستین مرجع نظارت بر مؤسسات پس‌انداز و وام در حال

1. savings and loan associations(S&Ls)

حاضر مدیر مرکز نظارت بر پس انداز<sup>۱</sup> (DOTS) است که در سال ۱۹۸۹ بنا بر مصوبه<sup>۲</sup> FIRREA تأسیس شد. پیش از تأسیس DOTs مهم ترین مرجع ناظر هیئت فدرال وام های مسکن بانکی<sup>۳</sup> (FHLBB) بود. اگرچه این هیئت هنوز وجود دارد مسئولیت آن محدود به ایجاد تسهیلات اعتباری، یعنی ارایه وام (مساعده) به مؤسسات پس انداز و وام شده است.

مؤسسات پس انداز و وام مانند بانکها تابع ضوابط نگاهداری ذخیره هستند که فدرال رزرو تعیین کرده است. پیش از تصویب قانون اصلاح و بهبود نهادهای مالی، بیمه سپرده فدرال برای مؤسسات پس انداز و وام را شرکت بیمه پس انداز و وام فدرال<sup>۴</sup> (FSLIC) بر عهده داشت. صندوق بیمه مؤسسات پس انداز<sup>۵</sup> (SAIF) جانشین FSLIC شده است. SAIF تحت مدیریت FDIC است.

### دارایی ها

بنا بر سنت تنها دارایی هایی که مؤسسات پس انداز و وام مجاز به سرمایه گذاری در آنها بوده اند عبارتند از رهن، اوراق بهادار یا پشتوانه وام های رهنی و اوراق بهادار دولت. وام های رهنی شامل رهن با نرخ ثابت،<sup>۶</sup> رهن با نرخ متغیر<sup>۷</sup> و سایر انواع رهن می شود. هرچند پیش تر وام های رهنی برای خرید خانه است، مؤسسات پس انداز و وام، وام ساخت و ساز نیز می دهند. در ۳۰ آوریل ۱۹۹۲ از ۸۷۲ میلیارد دلار دارایی مؤسسات پس انداز و وام، ۵۲۵ میلیارد در رهن و ۱۲۵ میلیارد در اوراق بهادار مربوط به رهن سرمایه گذاری شده بود.<sup>۸</sup>

از آنجا که ساختار ترازنامه مؤسسات پس انداز و وام و ناهمخوانی سررسیدها که نتیجه آن بود، به آشفتگی بسیار و ناتوانی در پاسخ گویی به تعهدات انجامید قانون گارن سن ژرمن ۱۹۸۲، انواع دارایی هایی را که این مؤسسات مجاز به

1. Director of the Office of Thrift Supervision (DOTS)

2. Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989

قانون اصلاح و بهبود نهادهای مالی مصوب ۱۹۸۹

3. Federal Home Loan Bank Board (FHLBB)

4. Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)

5. Savings Association Insurance Fund (SAIF)

6. fixed-rate mortgages

7. adjusted-rate mortgages (ARMs)

8. *Federal Reserve Bulletin* (September 1992), p. A26.

سرمایه‌گذاری در آن‌ها بودند، افزایش داد. امروز فهرست مجاز سرمایه‌گذاری‌ها شامل وام مصرفی (وام برای تعمیر مسکن، اتوموبیل، تحصیل، خانه‌های متحرک و کارت اعتباری)، وام‌های غیرمصرفی (وام‌های تجاری، شرکتی، و کشاورزی) و اوراق بهادار شهرداری‌ها می‌شود.

هرچند مؤسسات پس‌انداز و وام از مزیت نسبی ارایه وام‌های رهنی برخوردار بودند، به‌علت نداشتن کارشناس نمی‌توانستند وام‌ها تجاری و شرکتی بدهند. این مؤسسات به جای سرمایه‌گذاری برای کسب آن مهارت‌ها روشی دیگر پیش گرفتند و در اوراق قرضه شرکت‌ها سرمایه نهادند، زیرا این اوراق در شمار وام‌های شرکت‌ها طبقه‌بندی می‌شد. به‌طور مشخص، مؤسسات پس‌انداز و وام از خریداران عمده اوراق قرضه نامرغوب شرکت‌ها شدند که بیش‌تر به اوراق «قرضه بنجل یا اوراق پربازده»<sup>۱</sup> مشهور است. مؤسسات پس‌انداز و وام بنابر تصریحات قانون ۱۹۸۹ دیگر اجازه ندارند پول جدیدی در اوراق نامرغوب سرمایه‌گذار کنند و باید تا اوت ۱۹۹۴ این‌گونه دارایی‌های جاری خود را رد کنند.

مؤسسات پس‌انداز و وام برای حفظ نقدینگی و مسائل قانونی فعالیت‌هایشان در دارایی‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری می‌کنند. همه مؤسسات پس‌انداز و وام که در پوشش بیمه سپرده فدرال هستند باید حداقل نقدینگی ضروری را رعایت کنند. این حداقل ضروری را هیئت فدرال وام‌های مسکن بانکی (FHLBB) تعیین می‌کند. دارایی‌های قابل قبول عبارتند از پول نقد، اوراق بهادار کوتاه‌مدت مؤسسات دولتی و شرکت‌ها، گواهی سپرده بانک‌های تجاری<sup>۲</sup>، سایر ابزارهای بازار پول و وجوه فدرال. در مورد وجوه فدرال، مؤسسه پس‌انداز و وام ذخایر اضافی خود را به مؤسسه سپرده‌پذیر دیگری که کمبود وجوه دارد وام می‌دهد.

### تأمین وجوه

پیش از سال ۱۹۸۱، مجموعه بدهی‌های مؤسسات پس‌انداز و وام عبارت بود از دفترچه‌های حساب پس‌انداز مشتریان و سپرده‌های مدت‌دار. نرخ بهره‌ای که به این سپرده‌ها تعلق می‌گرفت مشخص شده بود. مؤسسات پس‌انداز و وام در مورد حداکثر

1. junk or high-yield bonds

۲. مؤسسه پس‌انداز و وام آن‌گاه که گواهی سپرده (CD) بانکی را نگاه می‌دارد سرمایه‌گذار است، اما گواهی سپرده نماینده بدهی بانک متشکرکننده است.

بهره‌ای که می‌توانستند به سپرده‌گذاران بپردازند، تسهیلاتی بهتر از بانک‌ها داشتند. آن‌ها اجازه داشتند نرخ بهره‌ای ۰/۵٪ بالاتر پرداخت کنند و بعدها این نرخ اضافی به ۰/۲۵٪ کاهش یافت. با آزادسازی نرخ بهره، بانک‌ها و مؤسسات پس‌انداز و وام امروزه بر سر سپرده‌ها به رقابت می‌پردازند. آزادسازی در عین حال انواع حساب‌هایی را که مؤسسات پس‌انداز و وام عرضه می‌کردند - حساب‌های برداشت از سپرده قابل خرید و فروش<sup>۱</sup> (NOW) و حساب‌های سپرده بازار پول<sup>۲</sup> (MMDA) - را افزایش داد. حساب‌های NOW مشابه سپرده‌های دیداری هستند. برخلاف سپرده‌های دیداری حساب‌های NOW بهره می‌پردازند.

در دهه ۱۹۸۰، مؤسسات پس‌انداز و وام در کسب وجوه از بازار پول فعال‌تر شدند. برای مثال، آن‌ها می‌توانستند بازار قرارداد بازخرید را برای به دست آوردن وجوه به کار گیرند. برخی مؤسسات بزرگ پس‌انداز و وام، اوراق تجاری و نیز اسناد قرضه میان‌مدت منتشر کرده‌اند.<sup>۳</sup> این مؤسسات می‌توانند در بازار وجوه فدرال وام بگیرند و به امکانات تنزیل فدرال نیز دسترسی دارند. مؤسسات پس‌انداز و وام هم‌چنین از بانک‌های وام مسکن فدرال<sup>۴</sup> وام می‌گیرند. این وام‌ها که مساعده نامیده می‌شود، می‌تواند سررسید کوتاه‌مدت یا میان‌مدت داشته باشد و نرخ بهره آن‌ها نیز ممکن است ثابت یا متغیر (شناور) باشد.

### مقررات

مؤسسات پس‌انداز و وام فدرال بنابر قانون وام مالکان مسکن ۱۹۳۳<sup>۵</sup> تأسیس شده‌اند. آن مؤسسات پس‌انداز و وام که در سطح فدرال هستند تحت سرپرستی اداره نظارت بر مؤسسات پس‌انداز<sup>۶</sup> قرار دارند. آن مؤسساتی که در سطح ایالت فعالیت می‌کنند تحت نظارت ایالت مربوطه‌اند. به موجب قانونی دیگر در ۱۹۳۳ شرکت بیمه پس‌انداز و وام فدرال تأسیس شد که در آن زمان سپرده‌های مؤسسات پس‌انداز و وام در سطح فدرال را تا حد ۵,۰۰۰ دلار بیمه می‌کرد و

1. negotiable order of withdrawal (NOW)

2. money market deposit accounts (MMDA)

۳. اسناد قرضه میان‌مدت را در فصل ۲۰ بررسی خواهیم کرد.

4. Federal Home Loan Banks

5. Home Owners Loan Act of 1933

6. Office of Thrift Supervisor

به مؤسسات پس‌انداز و وام ایالتی واجد شرایط اجازه می‌داد از همان پوشش بیمه برخوردار شوند. ما برخی از قوانین مهم و مقامات ناظر عمده را متعاقباً بررسی خواهیم کرد.

هم‌چنان که در مورد نظارت و تنظیم بانک‌ها دیدیم، مؤسسات پس‌انداز و وام نیز در مواردی چون حداکثر بهره‌پرداختی به حساب‌های سپرده، محدوده جغرافیایی فعالیت، فعالیت‌های مجاز (انواع حساب‌ها و انواع سرمایه‌گذاری‌ها) و سرمایه‌ضروری، تحت نظارت بوده‌اند. علاوه بر این، محدودیت‌هایی بر منابع وجوه غیرسپرده و نیازهای نقدینگی اعمال می‌شده است. ما پیش از این به نقدینگی ضروری اشاره کردیم.<sup>۱</sup>

قانون آزدسازی مقررات نظارت پولی مربوط به نهادهای سپرده‌پذیر مصوب ۱۹۸۰، حداکثر بهره‌مجاز قابل پرداخت به حساب‌های سپرده را از میان برداشت. این اقدام به مؤسسات پس‌انداز و وام امکان داد با سایر مؤسسات مالی در کسب وجوه رقابت کنند، اما در عین حال هزینه‌تأمین وجوه آن‌ها را بالا برد. بنابر دلایلی که بعد خواهیم گفت، اگرچه بانک‌ها نیز با هزینه‌بیش‌تر تأمین وجوه روبه‌رو بودند، ترازنامه آن‌ها ترکیبی بهتر از مؤسسات پس‌انداز و وام داشت و بهتر می‌توانستند با هزینه‌بیش‌تر که حاصل حذف کنترل بر نرخ بهره بود، مقابله کنند.

علاوه بر این، بسط دامنه آزدسازی نرخ بهره به حساب‌های سپرده از جهات دیگر نیز اهمیت بسیار داشت. نخست، این مسئله کنترل بانک فدرال را بر عرضه پول از طریق تعیین ذخیره قانونی برای مؤسسات پس‌انداز و وام افزایش داد. در عوض مؤسسات پس‌انداز و وام اجازه یافتند حساب‌های برداشت از سپرده قابل خرید و فروش را عرضه کنند.

قانون بعدی، قانون گارن‌سن ژرمن، نه تنها به مؤسسات پس‌انداز اجازه داد حساب‌های دیداری بازار پول را عرضه کنند تا مؤسسات پس‌انداز و وام بتوانند با صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول رقابت کنند، بلکه انواع دارایی‌هایی را که مؤسسات پس‌انداز و وام مجاز به سرمایه‌گذاری در آن‌ها بودند افزایش داد. اگرچه در سال ۱۹۷۹ هیئت فدرال وام‌های مسکن بانکی به مؤسسات پس‌انداز و وام اجازه داد در وام‌های رهنی با نرخ تعدیل‌پذیر یا متغیر سرمایه‌گذاری کنند، محدودیت اعمال‌شده بر نرخ بهره

۱. حفظ حداقل سطح نقدینگی بر بانک‌ها تحمیل نمی‌شود، زیرا بخش عمده دارایی‌های آن‌ها سررسیدی کم‌تر از پنج سال دارد.



و سایر شرایط، استفاده از این وام‌ها را دشوار می‌کرد. دو سال بعد هیئت یاد شده بسیاری از این موانع را از میان برداشت.

اجازه دست یافتن به وجوه در بازار پول و بازار اوراق قرضه از جانب هیئت فدرال وام‌های مسکن بانکی در سال ۱۹۷۵ (یعنی در زمانی که این هیئت به مؤسسات پس‌انداز وام اجازه داد اوراق انتقال وام‌های رهنی<sup>۱</sup> انتشار دهند)، و در سال ۱۹۷۹ (یعنی زمانی که این هیئت به این مؤسسات اجازه داد اوراق تجاری و اوراق قرضه دلار اروپایی انتشار دهند) صادر شد. اجازه هیئت برای تأسیس شرکت‌های تابعه مالی توسط مؤسسات پس‌انداز و وام در ۱۹۸۴ صادر شد. مؤسسات پس‌انداز و وام می‌توانستند از طریق این شرکت‌های تابعه منابع تأمین مالی خود را با انتشار اوراق بهادار وابسته به رهن که به تعهدات با پشتوانه اوراق بهادار رهنی<sup>۲</sup> معروف است، گسترش دهند.

برای مؤسسات پس‌انداز و وام، مثل بانک‌ها، دو مجموعه استاندارد کفایت سرمایه وجود دارد. در عین حال برای مؤسسات پس‌انداز و وام دو آزمون نسبت بر اساس سرمایه «پایه» و سرمایه «ملموس» وجود دارد. دستورالعمل سرمایه تعدیل شده برای خطر مشابه دستورالعمل بانک‌ها هستند. اما به جای دو ردیف سرمایه، سه ردیف در نظر می‌گیرند: ردیف ۱ - سرمایه ملموس، ردیف ۲ - سرمایه پایه، ردیف ۳ - سرمایه مکمل.

دامنه عملکرد جغرافیایی مؤسسات پس‌انداز و وام تا سال ۱۹۸۱ محدود بود، در این تاریخ هیئت فدرال وام‌های مسکن بانکی به مؤسسات پس‌انداز اجازه داد در ایالات دیگر نیز به جذب پس‌انداز دست زنند.

### بحران مؤسسات پس‌انداز و وام

داستان رشد مؤسسات پس‌انداز و وام از اواخر دهه ۱۹۶۰ و بحران بعدی این مؤسسات را نمی‌توان در فصل مختصری روایت کرد، اما رسیدن به شناختی اولیه از دلایل سقوط این فعالیت میسر است. تا اوایل دهه ۱۹۸۰ مؤسسات پس‌انداز و وام و سایر وام‌دهندگان، تأمین مالی مسکن از طریق رهن سنتی را عملی می‌کردند که در طول عمر وام بهره‌ای ثابت داشت. دوره وام اغلب بلند و معمولاً تا ۳۰ سال بود. تأمین وجوه این وام‌ها، بنا بر مقررات، از سپرده‌هایی بود که سررسیدی بسیار کوتاه‌تر از وام‌ها

1. mortgage pass-through (MPT)

2. collateralized mortgage obligations (CMO)

داشتند. چنان که قبل از این توضیح دادیم این مشکل تأمین وجوه است که برای درازمدت وام می‌دهند و در کوتاه‌مدت وام می‌گیرند. این کاری بسیار پرخطر است. هرچند مقامات ناظر برای دریافت این نکته به زمان درازی نیاز داشتند. البته اگر نرخ بهره پایدار یا نزولی باشد مشکلی در کار نیست، اما اگر نرخ بهره صعود کند و بیش‌تر از نرخ بهره وام رهنی گردد، مابه‌التفاوت منفی می‌شود، و این در نهایت به ناتوانی در انجام تعهدات می‌انجامد. مقامات ناظر در آغاز کوشیدند با تعیین سقف برای نرخ بهره‌ای که مؤسسات پس‌انداز و وام و رقبای بلافصل ایشان یعنی سایر مؤسسات سپرده‌پذیر می‌پرداختند، مؤسسات پس‌انداز و وام را از نیاز به پرداخت بهره بالا رها کنند، بی‌آن‌که آن‌ها سپرده‌ها را از دست بدهند. اما این تدبیر کارساز نشد و نمی‌توانست بشود.

تغییرپذیری شدید نرخ بهره در دهه ۱۹۷۰ و سطح بالای نرخ در اوایل دهه ۱۹۸۰ سبب شد همه مؤسسات سپرده‌پذیر در رقابت بر سر وجوه با مؤسساتی که سقف نرخ بهره نداشتند، مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری جدید بازار پول، بازنده باشند. این وضع سبب شد که سقف بهره افزایش یابد. حد بالایی که از نیمه دهه ۱۹۶۰ برقرار بود نمی‌توانست از مؤسسات پس‌انداز و وام حمایت کند، این مؤسسات به مشکل کاهش سود دچار شدند و بیش از پیش با زیان عملیاتی مواجه شدند. بخش عمده‌ای از این مؤسسات عملاً در پرداخت تعهدات خود ناتوان شدند زیرا نرخ بهره صعودی ارزش بازار دارایی‌هایشان را تا آن‌جا کاهش داد که نتوانستند بدهی‌های خود را بپردازند.

اما مقامات ناظر که می‌خواستند شکست‌های امپراتوری خود را جبران کنند، به این مؤسسات اجازه دادند هم‌چنان فعال باشند، و با مجاز داشتن آن‌ها در ارزش‌گذاری دارایی‌های رهنی بنا بر ارزش دفتری آن‌ها، وضع را بدتر کردند. سودآوری این مؤسسات با حذف نظارت بر حداکثر نرخ بهره پرداختی آن‌ها باز هم کاهش یافت. آزادی‌سازی، هرچند به مؤسسات پس‌انداز و وام اجازه داد با سایر مؤسسات مالی در کسب وجوه رقابت کنند، در عین حال هزینه تأمین وجوه را بالا برد. بانک‌ها برای مقابله با هزینه فزاینده تأمین وجوه مجهزتر بودند، زیرا بخش عمده برده آن‌ها مثل مؤسسات پس‌انداز و وام از وام‌های رهنی قدیمی با نرخ ثابت تشکیل نمی‌شد. بخش بزرگ برده بانک‌ها از دارایی‌های کوتاه‌مدت و دیگر دارایی‌هایی تشکیل می‌شد که نرخ بهره‌شان بعد از دوره‌های کوتاه‌مدت با نرخ بهره بازار تعدیل می‌شد.

مشکل وام گرفتن در کوتاه‌مدت و وام دادن در بلندمدت فقط بخشی از مشکلات مؤسسات پس‌انداز و وام بود. با پیشرفت بحران، وضع بسیاری از مؤسسات پس‌انداز و

وام وخیم شد، و در این حال احوال فعالیت‌های نادرست مدیران نیز آشکار شد. بسیاری از این مؤسسات که با مشکلات مالی روبه‌رو بودند استراتژی‌هایی را پیش گرفتند که آن‌ها را در معرض خطر بزرگ‌تر قرار می‌داد؛ امید آن‌ها این بود که این استراتژی‌ها کارگر افتد و وضعشان بهبود یابد. آنچه مدیران را به پیروی از استراتژی پرمخاطره تشویق می‌کرد این بود که سپرده‌گذاران دلیلی نداشتند تا نگران خطر مؤسساتی باشند که وجوه خود را در آن‌ها نهاده بودند، زیرا دولت ایالات متحد از طریق بیمه سپرده فدرال سپرده‌های آنان را تا سقف تعیین‌شده‌ای بیمه کرده بود. آن مؤسسات پس‌انداز و وام که مشکلی داشتند می‌توانستند با پرداخت بهره بالاتر و جذب سپرده‌گذاران جدید وجوه سپرده‌گذاران قبلی را بپردازند. در عین حال، آن‌ها برای رسیدن به مابه‌التفاوتی از هزینه بالای تأمین وجوه، ناچار بودند سیاست‌های سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌تری را پیش گیرند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. مؤسسات پس‌انداز و وام ممکن است از ایالت یا از مقامات فدرال مجوز بگیرند.
۲. بخش عمده دارایی‌های متعلق به مؤسسات پس‌انداز و وام، رهن و اوراق بهادار با پشتوانه رهن است.
۳. مؤسسات پس‌انداز و وام وجوه خود را از سپرده‌ها و انتشار اوراق بدهی و سرمایه به دست می‌آورند.
۴. دولت بر بسیاری از جنبه‌های فعالیت‌های مؤسسات پس‌انداز و وام نظارت دارد، از جمله بر بافت سرمایه آن‌ها.
۵. علل اصلی بحران مؤسسات پس‌انداز و وام.

#### بانک‌های پس‌انداز



بانک‌های پس‌انداز مؤسساتی مشابه مؤسسات پس‌انداز و وام، اما بسی قدیمی‌تر از آن‌ها، هستند. مالکیت این بانک‌ها ممکن است به صورت مالکیت مشترک باشد (که در این صورت بانک‌های مشترک پس‌انداز<sup>۱</sup>) نامیده می‌شوند و یا در دست سهامداران

1. mutual savings banks

باشد. هرچند تبدیل بانک مشترک به ساختار شرکتی بنا بر قانون گارن-سن ژرمن تسهیل شد، هنوز بسیاری از این بانک‌ها مشترک هستند. تنها ۱۶ ایالت در بخش جنوبی ایالات متحد به بانک‌های پس‌انداز مجوز داده‌اند. در سال ۱۹۷۸، کنگره صدور مجوز برای بانک‌های پس‌انداز فدرال را تصویب کرد.

اگرچه کل سپرده‌های موجود در بانک‌های پس‌انداز کم‌تر از موجودی مؤسسات پس‌انداز و وام است، بانک‌های پس‌انداز عموماً مؤسساتی بزرگ‌ترند. ساختار دارایی این بانک‌ها مشابه مؤسسات پس‌انداز و وام است. دارایی اصلی بانک‌های پس‌انداز، وام‌های رهنی مسکن است. از آن‌جا که ایالت‌ها تنوع بیش‌تر بدره را سدر قیاس با آنچه برای مؤسسات پس‌انداز و وام مجاز داشته شده- برای این بانک‌ها مجاز داشته‌اند، بدره بانک‌های پس‌انداز در برابر خطر تأمین اعتبار بهتر از مؤسسات پس‌انداز و وام واکنش نشان داد. دارایی‌های موجود در بدره بانک‌های پس‌انداز عبارتند از اوراق قرضه شرکت‌ها، اوراق قرضه خزانه‌داری و سازمان‌های دولتی، اوراق بهادار شهرداری‌ها، سهام عادی و وام‌های مصرفی.

منبع عمده وجوه این بانک‌ها سپرده‌ها هستند. به‌طور کلی نسبت سپرده به کل دارایی برای بانک‌های پس‌انداز بزرگ‌تر از مؤسسات پس‌انداز و وام است. بانک‌های پس‌انداز همان حساب‌هایی را عرضه می‌کنند که مؤسسات پس‌انداز و وام. سپرده‌ها را می‌توان یا نزد صندوق بیمه بانک‌ها و یا نزد صندوق بیمه مؤسسات پس‌انداز، بیمه کرد.

## اتحادیه‌های اعتباری

اتحادیه‌های اعتباری<sup>۱</sup> کوچک‌ترین و جدیدترین مؤسسات سپرده‌پذیراند. اتحادیه‌های اعتباری می‌توانند از ایالت یا از دولت فدرال مجوز بگیرند. جنبه منحصر به فرد آن‌ها الزام به داشتن «پیوند مشترک» برای عضویت در اتحادیه‌های اعتباری است. بنابر قانون ناظر بر اتحادیه‌های اعتباری، عضویت در اتحادیه اعتباری فدرال «منحصر به گروه‌هایی است که پیوند مشترک حرفه‌ای یا سازمانی یا گروهی درون منطقه، اجتماع یا ناحیه روستایی مشخص» دارند. این نهادها یا تعاونی هستند یا مالکیت مشترک دارند. در این نهادها مالکیت به صورت سهام شرکت‌ها وجود ندارند. بنابراین، هدف دوگانه اتحادیه‌های

1. credit unions

اعتباری برآوردن نیازهای اعضای خود در پس‌انداز و وام گرفتن است. از لحاظ فنی، از آن‌جا که اتحادیه‌های اعتباری در مالکیت اعضا هستند، سپرده اعضا سهم شرکت نامیده می‌شود. بنابراین، آنچه میان اعضا تقسیم می‌شود به صورت سود سهام است، نه بهره. از سال ۱۹۷۰، سهم شرکت‌های اعضای همه اتحادیه‌های اعتباری با مجوز فدرال نزد صندوق ملی بیمه سهم شرکت‌های اتحادیه‌های اعتباری<sup>۱</sup> (NCUSIF) تا حد ۱۰۰ هزار دلار بیمه شده، درست مثل سایر نهادهای سپرده‌پذیر. اتحادیه‌های اعتباری با مجوز ایالتی می‌توانند تحت پوشش بیمه NCUSIF قرار گیرند. در مورد اتحادیه‌های اعتباری با مجوز فدرال و آن مؤسسات دارای مجوز ایالتی که تحت پوشش NCUSIF قرار دارند، مقررات فدرال اعمال می‌شود. اما اغلب ایالات تأکید دارند بر این که اتحادیه‌های دارای مجوز ایالتی باید تابع همان الزاماتی باشند که مؤسسات فدرال هستند. بنابراین در عمل، اغلب اتحادیه‌های اعتباری در سطح فدرال تحت نظارت هستند. مهم‌ترین سازمان ناظر فدرال اداره ملی اتحادیه‌های اعتباری<sup>۲</sup> (NCUA) است.

اتحادیه‌های اعتباری در وهله اول وجوه خود را از سپرده‌های اعضا تأمین می‌کنند. با آزادی، اکنون، این اتحادیه‌ها می‌توانند حساب‌های گوناگونی عرضه کنند، از جمله حواله‌های سهم شرکت<sup>۳</sup> که مشابه حساب‌های دیداری (چکی) است اما بهره می‌پردازد. سازمانی که نقشی مشابه فدرال رزرو به‌عنوان آخرین مرجع وام‌دهنده دارد، تسهیلات مرکزی نقدینگی<sup>۴</sup> (CLF) است که تحت اداره NCUA است. CLF وام‌های کوتاه‌مدت به اتحادیه‌های اعتباری که نیاز نقدینگی دارند عرضه می‌کند. دارایی اتحادیه‌های اعتباری متشکل است از نخست وام‌های کوچک مصرفی به اعضا. این اتحادیه‌ها وام در ازای کارت اعتباری هم می‌دهند.

### خلاصه

مؤسسات سپرده‌پذیر (بانک‌های تجاری، مؤسسات پس‌انداز و وام، بانک‌های پس‌انداز و اتحادیه‌های اعتباری) انواع مختلف سپرده را می‌پذیرند. این

1. National Credit Union Share Insurance Fund (NCUSIF)

2. National Credit Union Administration

3. share drafts

4. Central Liquidity Facility (CLF)



مؤسسات با وجوهی که از سپرده‌ها یا سایر منابع تأمین می‌کنند به واحدهای متفاوت وام می‌دهند و در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. سپرده‌ها معمولاً نزد یک سازمان فدرال بیمه می‌شود. مؤسسات پس‌انداز (مؤسسات پس‌انداز و وام، بانک‌های پس‌انداز، اتحادیه‌های اعتباری) انواع تخصصی مؤسسات سپرده‌پذیرند. در گذشته آنان اجازه نداشتند حساب‌های دیداری قبول کنند، اما در این اواخر مؤسسات پس‌انداز نوعی حساب سپرده عرضه می‌کنند که معادل همان حساب دیداری (چکی) است.

مؤسسه سپرده‌پذیر می‌کوشد به تفاوت مثبتی میان دارایی‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند و هزینه تأمین وجوه دست یابد. مؤسسه سپرده‌پذیر در ایجاد درآمد حاصل از این تفاوت با خطر اعتبار و خطر تأمین مالی یا خطر نرخ بهره روبه‌روست. مؤسسه سپرده‌پذیر باید آماده باشد که وجوه لازم برای برداشت سپرده‌گذار داشته باشد و در عین حال به مشتریان وام بدهد. این مؤسسه می‌تواند با جذب سپرده‌های اضافی، استفاده از اوراق بهادار موجود به‌عنوان وثیقه دریافت وام از یک سازمان فدرال، دریافت وجوه کوتاه‌مدت در بازار پول یا فروش اوراق بهاداری که دارد، پاسخ‌گوی برداشتها یا تقاضای وام مشتریان باشد.

همه بانک‌های در سطح ملی باید عضو سیستم فدرال رزرو باشند. بانک‌های ایالتی می‌توانند به دلخواه عضو سیستم فدرال رزرو گردند. خدمات بانک‌های تجاری را به‌طور کلی می‌توان به بانکداری انفرادی، بانکداری نهادی و بانکداری جهانی تقسیم کرد.

سه منبع وجوه برای بانک‌ها وجود دارد: (۱) سپرده‌ها، (۲) وام غیرسپرده، (۳) عایدات کسب‌شده و فروش سهام. بانک‌ها مؤسساتی با اهرم مالی بالا هستند، یعنی بیش‌تر وجوه آن‌ها از سپرده و وام غیرسپرده حاصل می‌شود که شامل وام از فدرال رزرو از طریق امکانات تنزیل، وام گرفتن ذخایر در بازار وجوه فدرال و وام گرفتن از طریق انتشار اوراق بهادار در بازار پول و اوراق قرضه می‌شود.

بانک‌ها باید ذخایری در یکی از ۱۲ بانک فدرال رزرو داشته باشند که مقدار آن را بانک فدرال تعیین می‌کند. بانک‌هایی که موقتاً دچار کمبود ذخایرند می‌توانند کسری ذخایر را در بازار وجوه فدرال یا از طریق امکانات تنزیل بانک فدرال وام بگیرند. نظارت بر بانک‌ها هم ایالتی است و هم فدرال. در سطح فدرال نظارت بر بانک‌ها

بر عهده هیئت مدیره بانک فدرال رزرو، اداره نظارت بر پول رایج و شرکت بیمه سپرده فدرال است. قوانین جدید این ساختار نظارت را تغییر داده است. مقررات اصلی بیش تر متوجه محدودیت جغرافیایی بر تأسیس شعبات بانکهاست که تحت مدیریت ایالتی هستند و بدین سبب تفاوت بسیار با هم دارند، هم چنین این قوانین با فعالیت های مجاز بانک های تجاری و سرمایه ضروری سروکار دارد. مؤسسات پس انداز و سرمایه، مثل بانکها، ممکن است با مجوز ایالتی باشند یا مجوز فدرال. در سطح فدرال، نخستین مقام ناظر بر مؤسسات پس انداز و وام مدیر اداره نظارت بر مؤسسات پس انداز است. سپرده موجود در مؤسسات پس انداز و وام نیز تابع الزامات ذخیره قانونی است که فدرال رزرو تعیین کرده است. بیمه سپرده فدرال این مؤسسات را صندوق بیمه مؤسسات پس انداز بر عهده دارد.

مؤسسات پس انداز و وام، کم و بیش مشابه بانکها، با توجه به دامنه جغرافیایی فعالیتها، فعالیت های مجاز و الزام به داشتن سرمایه کافی تحت نظارت هستند. مؤسسات پس انداز و وام اساساً در رهن و اوراق بهادار مربوط به رهن سرمایه گذاری می کنند. در این اواخر آزدسازی سبب شده که انواع سرمایه گذاری های مجاز برای این مؤسسات و نیز انواع حساب هایی که آنها می توانند عرضه کنند و هم چنین منابع وجوه در دسترس آنها افزایش یابد. ساختار دارایی های بانک های پس انداز و مؤسسات پس انداز و وام مشابه است. از آنجا که برخی ایالات تنوع بدره بیشتری از آنچه مقررات فدرال برای مؤسسات پس انداز و وام مجاز دانسته، برای این مؤسسات مجاز داشته اند، این تفاوت در بدره بانک های پس انداز منعکس می شود. مهم ترین منبع وجوه برای بانک های پس انداز سپرده است. در سطح فدرال این سپرده ها نزد صندوق بیمه بانکها (BIF) و صندوق بیمه مؤسسات پس انداز (SAIF) بیمه می شوند. اتحادیه های اعتباری مؤسسات سپرده پذیری هستند که شرط عضویت آنها «پیوند مشترک» است. این مؤسسات در مالکیت اعضا هستند. اگرچه این مؤسسات می توانند از ایالت یا نظام فدرال مجوز بگیرند، نظارت بر بیش تر آنها در سطح فدرال بر عهده اداره ملی اتحادیه های اعتباری است. دارایی اتحادیه های اعتباری بیش از هر چیز متشکل از وام های کوچک مصرفی به مشتریان و وام های کارت اعتباری است.

**مساعده (advances):** وجوهی که مؤسسات پس‌انداز و وام از بانک‌های فدرال وام مسکن، وام می‌گیرند.

**شرکت هلدینگ بانکی (bank holding company):** بنگاهی که مالک یک یا چند بانک است، اغلب این مالکیت از طریق تملک تمامی یا بخش عمده سهام سرمایه آن بانک‌ها تحقق می‌یابد.

**صندوق بیمه بانک‌ها (BIF یا Bank Insurance Fund):** این صندوق که در ۱۹۸۹ تأسیس شده و مدیریت آن با شرکت بیمه سپرده فدرال است، سپرده‌های بانک‌ها را بیمه می‌کند.

**قانون بانکداری ۱۹۳۳ (Banking Act of 1933):** این قانون شرکت بیمه سپرده فدرال را تأسیس و مقرراتی درباره محدودیت فعالیت بانک‌های تجاری در زمینه اوراق بهادار و معاملات تأمین مالی تعیین کرد. به قانون گلس-استیگال نیز مشهور است.

**کمیته مقررات بانکی و اقدامات نظارتی بانکداری بال**

(Basle Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices):

کمیته‌ای بین‌المللی متشکل از مقامات بانک‌های مرکزی و مقامات ناظر اقتصادهای عمده صنعتی و مالی جهان.

**استانداردهای کفایت سرمایه (capital adequacy standards):** مقررات مربوط به سرمایه الزامی مؤسسات سپرده‌پذیر.

**تسهیلات مرکزی نقدینگی (CLF یا Central Liquidity Facility):** مرکزی تحت مدیریت اداره ملی اتحادیه‌های اعتباری که وام‌های کوتاه‌مدت به اتحادیه‌های اعتباری عضو که مشکل نقدینگی دارند ارائه می‌کند.

**مجوز (charter):** اعطای اجازه‌نامه از طرف یک سازمان ناظر فدرال به بانک‌های ملی یا از طرف سازمانی ایالتی به بانک‌های ایالتی، که به مؤسسات مالی امکان می‌دهد در فعالیت‌های بانکداری شرکت کنند.

**هیئت نظارت بر پول رایج (Comptroller of the Currency):** سازمان دولتی ایالات متحد که مسئول صدور مجوز برای بانک‌های ملی و نظارت بر برخی فعالیت‌های آن‌هاست.





اتحادیه اعتباری (credit union): سازمانی متشکل از افرادی با پیوند مشترک، که پس اندازها و سپرده‌های ایشان را می‌پذیرد و به آنها برای خرید کالاهای مصرفی وام می‌دهد.

سپرده دیداری (demand deposit): حسابی چکی که بهره به آن تعلق نمی‌گیرد و صاحب حساب می‌تواند بنا بر اراده خود از آن برداشت کند.

دوره محاسبه سپرده (deposit computation period): دوره‌ای که در طی آن بانک باید سپرده‌های واقعی خود را محاسبه کند تا مشخص شود که نسبت ذخیره قانونی را رعایت کرده است یا نه.

قانون آزادسازی مقررات نظارت پولی مربوط به نهادهای سپرده‌پذیر (DIDMCA) یا (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980) در ۱۹۸۰ به تصویب کنگره رسید. این قانون سقف نرخ بهره بر گواهی سپرده و سپرده مدت‌دار را حذف کرد.

نرخ تنزیل (discount rate): نرخ بهره‌ای که بانک فدرال برای وام دادن به بانکها در دوره زمانی کوتاه، دریافت می‌کند.

تسهیلات تنزیل (discount window): تسهیلاتی برای بانکها که بتوانند از فدرال رزرو وام کوتاه‌مدت بگیرند.

واسطه‌زدایی، حذف واسطه (disintermediation): جریان وجوه که به سبب تفاوت میان نرخ بهره رسمی تنظیم شده و نرخ بهره بازار از جانب بانکهای تجاری و مؤسسات پس انداز تحت نظارت به سوی سایر مؤسسات یعنی مؤسسات مالی آزاد از نظارت مثل صندوقهای مشترک بازار پول سرازیر می‌شود.

ذخایر اضافی (excess reserves): آن مقدار از ذخیره بانکها که اضافه بر ذخایر قانونی است.

شرکت بیمه سپرده فدرال (FDIC یا Federal Deposit Insurance Corporation): سازمانی دولتی که به عنوان شرکت بیمه بر ای سپرده بانکهای ایالت متحد عمل می‌کند. وجوه فدرال (Federal Funds): وامهای کوتاه‌مدت که بانکها با نرخ فدرال به هم عرضه می‌کنند تا ذخیره تعیین شده از جانب هیئت مدیره فدرال رزرو را رعایت کنند.

قانون اصلاح و بهبود نهادهای مالی (FIRREA یا Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989) در ۱۹۸۹ به تصویب کنگره رسید. از



جمله اثرات این قانون تأسیس اداره نظارت بر مؤسسات پس‌انداز بود. **خطر تأمین مالی (funding risk):** خطر آن‌که مؤسسه سپرده‌پذیر درباره نرخ بهره آینده برآورد نادرست داشته باشد و در وام دادن یا وام گرفتن در موقعیتی قرار گیرد که با تغییر نرخ بهره، مابه‌التفاوتی منفی ایجاد شود.

**قانون گارن-سن ژرمن (Garn-Saint Germain Act):** قانون مصوب ۱۹۸۲ که به بانک‌ها اجازه داد حساب‌های بازار پول عرضه کنند که مشابه حساب‌هایی است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول عرضه می‌کنند، و نیز انواع فعالیت‌های مالی مجاز برای مؤسسات پس‌انداز و وام را افزایش داد.

**قانون وام مالکان مسکن (Home Owners Loan Act):** قانون مصوب ۱۹۳۳ که به دولت فدرال اجازه داد برای مؤسسات پس‌انداز و وام مجوز صادر کند.

**اوراق قرضه بُنجل یا نامرغوب (junk bonds):** اوراق بدهی شرکتی که خطر اعتباری زیاد یا خطر نکول زیاد دارد و بازده بالایی متناسب با آن خطر می‌دهد.

**قانون مک فدن (McFadden Act):** مصوب ۱۹۲۶. این قانون هدفش جلوگیری از گسترش جغرافیایی بانک‌های بزرگ بود تا دیگر نتوانند بانک‌های کوچک‌تر را از صحنه برانند یا تملک کنند.

**بانک مرکز پولی (money center bank):** بانکی که بخش عمده وجوه خود را از بازارهای پول داخلی یا بین‌المللی به دست می‌آورد و اتکای آن به سپرده‌ها و سپرده‌گذاران اندک است.

**صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول (money market mutual fund):** شرکت سرمایه‌گذاری که فقط در ابزار بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کند.

**وام رهنی، رهن (mortgage):** وامی که با مستغلات تضمین می‌شود (وثیقه آن مستغلات است).

**اداره ملی اتحادیه‌های اعتباری (NCUA یا National Credit Union Administration):** سازمانی که بر اتحادیه‌های اعتباری نظارت دارد.

**صندوق ملی بیمه سهم‌الشرکه‌های اتحادیه‌های اعتباری (NCUSIF یا National Credit Union Share Insurance Fund):** صندوق بیمه با حمایت دولت برای سپرده‌های اتحادیه‌های اعتباری دارای مجوز فدرال و آن مؤسسات اعتباری ایالتی که داوطلبانه تحت پوشش این بیمه می‌روند.

حساب برداشت از سپرده قابل خرید و فروش

account NOW (negotiable order of withdrawal): نوعی سپرده قابل انتقال که کاملاً معادل حساب دیداری (چکی) است و مؤسسات پس انداز و وام یا مؤسسات پس انداز از اوایل دهه ۱۹۸۰ اجازه دارند آن را عرضه کنند.

سرمایه پایه (primary capital): مجموعه وجوه یک مؤسسه مالی که با سهام عادی، عایدات توزیع نشده، و سود تقسیم نشده و ذخایر مطالبات مشکوک الوصول تأمین می شود.

بانک منطقه‌ای (regional bank): بانکی که برای تأمین وجوه بیش از هر چیز به سپرده‌ها متکی است و اتکای اندکی به بازار پول دارد.

مقررات Q (Regulation Q): مقرراتی که زمانی به فدرال رزرو اجازه می داد سقفی برای حداکثر نرخ بهره‌ای که مؤسسات سپرده‌پذیر به حساب‌هایی غیر از سپرده دیداری پرداخت می کردند، تعیین کند.

خطر نظارت (regulatory risk): ریسک یا خطر این که مقامات ناظر مقررات را چنان تغییر دهند که بر عایدات مؤسسات مالی اثر نامساعد داشته باشد.

ذخیره قانونی (reserve requirements): درصدی از سپرده‌ها که به موجب مقررات فدرال رزرو مؤسسات سپرده‌پذیر موظفند به صورت نقد یا سپرده در یکی از بانک‌های فدرال رزرو نگاه دارند.

ذخایر (reserves): کل مبلغ نقد یا سپرده در نظام فدرال رزرو که مؤسسه سپرده‌پذیر به منظور رعایت ذخیره قانونی نگاه می دارد.

دستورالعمل حفظ سرمایه تعدیل شده برای خطر (risk-based capital guidelines): سرمایه ضروری برای مؤسسه مالی که بر مبنای خطر اعتبار دارایی‌های آن مؤسسه تعیین می شود.

بانک پس انداز (savings bank): شکل اولیه مؤسسه پس انداز و وام، که تنها در بعضی مناطق جغرافیایی امریکا وجود دارد و کار اختصاصی آن وام رهنی برای مسکن است.

سپرده پس انداز (savings deposit): حسابی که بهره می پردازد، سررسید مشخص ندارد و معمولاً به اراده صاحب حساب می توان از آن برداشت کرد.

ذخایر ثانوی (secondary deposit): اوراق کوتاه مدت یا اوراق بازار پول که مؤسسه مالی به منظور پاسخ گویی به برداشت‌ها و تقاضای وام مشتریان نگاه می دارد.

درآمد مابه التفاوت (spread income): حاشیه سود مؤسسه سپرده‌پذیر که عبارت

است از تفاوت میان نرخ بهره به دست آمده از دارایی (وام و اوراق بهادار) و هزینه تأمین وجوه (سپرده و سایر منابع).  
بانک فوق منطقه‌ای (superregional bank): بانک‌های بزرگ منطقه‌ای که در برخی فعالیت‌های مالی داخلی و بین‌المللی رقابت می‌کنند و زمانی قلمرو بانک‌های مرکز پولی بودند.  
سپرده مدت‌دار (time deposit): حسابی دارای بهره که تاریخ سررسید مشخص دارد و اغلب گواهی سپرده نامیده می‌شود.  
سرمایه کل (total capital): کل سرمایه پایه و بدهی‌های بدون اولویت یک مؤسسه مالی.

## پرسش‌ها

۱. توضیح دهید که مؤسسه سپرده‌پذیر از چه راه‌هایی می‌تواند پاسخ‌گوی برداشت‌ها و تقاضای وام باشد.
۲. منظور از این اصطلاحات چیست:  
الف. بانکداری انفرادی    ب. بانکداری نهادی    پ. بانکداری جهانی  
۳. هریک از موارد زیر را توضیح دهید:  
الف. نسبت ذخیره    ب. ذخایر قانونی  
۴. هریک از حساب‌های سپرده زیر را توضیح دهید:  
الف. سپرده دیداری    ب. گواهی سپرده    پ. حساب دیداری بازار پول  
۵. با دوستی درباره بحران پس‌انداز و وام صحبت می‌کنید. او عقیده دارد: این اوضاع از اوایل دهه ۱۹۸۰ شروع شد. یعنی از آن وقت که نرخ بهره کوتاه‌مدت سر به آسمان زد، مؤسسات پس‌انداز و وام نفسشان گرفت. درآمد مابه‌التفاوت آن‌ها به جای این‌که مثبت باشد منفی شد. این مؤسسات در کوتاه‌مدت وام می‌گرفتند و در درازمدت وام می‌دادند.  
الف. منظور او از «وام دادن در درازمدت و وام گرفتن در کوتاه‌مدت» چیست؟  
ب. برای مؤسسه‌ای که در کوتاه‌مدت وام می‌گیرد و در درازمدت وام می‌دهد نرخ بهره بالا سودبخش است یا نرخ بهره پایین؟



۶. آقای آلن گرین اسپان<sup>۱</sup> رییس هیئت مدیره فدرال رزرو در ۱۲ ژوئیه ۱۹۹۰ به سنای امریکا چنین گفت:

چنان که می دانید این هیئت مدت ها است از الغای قانون گلس-استیگال که بانک های تجاری را از مؤسسات تأمین مالی جدا می کند، حمایت کرده است. ما هنوز هم از این پیشنهاد به شدت حمایت می کنیم زیرا عقیده داریم که تکنولوژی و جهانی شدن، مرز میان بازارهای اعتباری را از میان برده و ارزش امتیاز انحصاری واسطگی قدیمی بانک ها را نیز منتفی کرده است. محدودیت های قدیمی فقط سودآوری سازمان های بانکی و نقش آنها در اقتصاد امریکا را کاهش می دهند.

الف. فکر می کنید منظور آقای گرین اسپان چه بود وقتی که گفت ارزش واسطگی بانک ها به واسطه تکنولوژی و جهانی شدن دیگر منتفی شده است؟  
ب. به نظر شما مزایای اصلی الغای تصریحات اصلی قانون گلس-استیگال کدام است؟

۷. این عنوان اصلی نشریه نیویورک تایمز در ۲۶ مارس ۱۹۳۳ را در نظر بگیرید: بانکداران علیه تضمین سپرده ها مبارزه می کنند... بدین ترتیب بانکداری نادرست تشویق خواهد شد.

الف. منظور از این گفته چیست؟  
ب. درباره مزایا و معایب بیمه سپرده به وسیله دولت بحث کنید.  
۸. پاراگراف زیر از نشریه هفته نامه تأمین مالی شرکت ها Corporate Financing Week به تاریخ ۲۹ اکتبر ۱۹۹۰ نقل می شود:

بانک چیس منتهاتان در کار انتشار نخستین بدهی با پشتوانه دارایی های خود است و بدین ترتیب آخرین بانک خرده فروشی عمده ای است که می خواهد به بازار رو به رشد دست یابد. این بدهی با پشتوانه دارایی به بانک ها امکان می دهد کارت اعتباری و دیگر وام های قابل دریافت را از تراژنامه خود خارج کنند و این دست آنها را بازمی گذارد تا به تأمین سرمایه ضروری بپردازند.

۱. Alan Greenspan، در هنگام ترجمه این متن که اکتبر ۱۹۹۷ است، آلن گرین اسپان هنوز رییس هیئت مدیره فدرال رزرو است م.

الف. این مقابله به کدام سرمایه‌ ضروری یا کفایت سرمایه اشاره می‌کند؟  
ب. توضیح دهید که چرا تبدیل دارایی به اوراق بهادار سرمایه‌ ضروری را کاهش می‌دهد.

۹. این گفته را تفسیر کنید: دستورالعمل حفظ سرمایه متناسب با خطر برای بانک‌های تجاری برای آن است که خطر ملازم با ترانزنامه بانک را اندازه بگیرد.

۱۰. الف. مهم‌ترین دارایی که مؤسسات پس‌انداز و وام در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند کدام است؟ ب. چرا بانک‌ها برای مقابله با افزایش نرخ بهره موقعیتی بهتر از مؤسسات پس‌انداز و وام دارند؟





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر :

## بانک مرکزی و ایجاد پول

### هدفهای آموزش

- با خواندن این فصل خواهید آموخت:
- ساختار نظام فدرال رزرو و ماهیت ابزار سیاست پولی آن.
  - مفهوم ذخیره قانونی برای بانکها و نظام بانکداری ذخایر جزئی در ایالات متحد.
  - نحوه اجرا و اثرات عملیات بازار آزاد و توافق نامه های باز خرید بازار آزاد.
  - نقش نرخ تنزیل فدرال رزرو.
  - انواع مختلف پول و تعریف مجموعه های پولی.
  - ضریب فزاینده پول و این که چگونه این ضریب بر اثر تغییرات ذخایر نظام بانکی تغییراتی در مجموعه های پولی پدید می آورد.
  - چگونه بانکها و سرمایه گذاران همراه با بانک فدرال رزرو، در تغییر سطح مجموعه های پولی شرکت می جویند.
  - چگونه تجارت و سرمایه گذاری خارجی بر سیاست پولی فدرال رزرو اثر می گذارد.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

در اغلب اقتصادهای پیشرفته روند ایجاد عرضه پول شامل اثرات متقابل پیچیده میان چندین نماینده اقتصادی است که در زمان‌های مختلف وظایف مختلف بر عهده دارند. این عوامل عبارتند از بنگاه‌ها و افرادی که هم پس‌انداز می‌کنند و هم وام می‌گیرند، مؤسسات سپرده‌پذیر که پس‌اندازها را می‌پذیرند و به افراد و بنگاه‌ها یا سایر مؤسسات وام می‌دهند، و بانک مرکزی کشور که آن نیز وام می‌دهد و اوراق بهادار خرید و فروش می‌کند. در این فصل شرحی مختصر از فرایند پیچیده ایجاد عرضه پول می‌آوریم. در عین حال نگاهی می‌اندازیم به نقش مؤسسات سپرده‌پذیر و بازارهای مالی که در این فرایند به کار گرفته می‌شوند و از آن تأثیر می‌گیرند. در این فصل هم‌چنین نظام بانکی سایر اقتصادهای عمده را نیز بررسی می‌کنیم.

## بانک مرکزی و ایجاد پول در ایالات متحد



### بانک مرکزی ایالات متحد: نظام فدرال رزرو

مهم‌ترین مباشر در فرایند عرضه پول نظام فدرال رزرو است که بانک مرکزی ایالات متحد است و معمولاً فدرال رزرو یا Fed خوانده می‌شود. فدرال رزرو که در ۱۹۱۳ تأسیس شده سازمان دولتی مسئول مدیریت نظام پولی و بانکی ایالات متحد است. بیش‌تر بانک‌های تجاری عمده در این کشور عضو نظام فدرال رزرو هستند. مدیریت این بانک بر عهده هیئت عامل هفت نفره است که رییس‌جمهور ایشان را منصوب می‌کند و



باید مورد تأیید کنگره نیز باشند. دوره انتصاب این مدیران ۱۴ سال است (هر دو سال یک انتصاب به پایان می‌رسد) و یکی از ایشان ریاست هیئت مدیره را بر عهده دارد. ریاست فدرال رزرو مقامی بس مؤثر در اقتصاد جهان است. نظام فدرال رزرو شامل ۱۲ ناحیه است که کل کشور را می‌پوشاند و هر ناحیه یک بانک فدرال رزرو با ریسی خاص خود دارد.

ویژگی مهم فدرال رزرو این است که بنا بر قانون نه قوه قضایی و نه قوه اجرایی هیچ‌یک نمی‌توانند نظارتی بر آن اعمال کنند. گاه‌به‌گاه مستقدان فدرال رزرو را متهم می‌کنند که برای حفظ استقلال خود گاه با کاخ سفید و گاه با کنگره (و گاه با هر دو) سازش می‌کند. در فصل‌های ۳ و ۴ دیدیم که فدرال رزرو قدرت نظارت زیادی بر مؤسسات سپرده‌پذیر، خاصه بانک‌های تجاری، اعمال می‌کند.

پیش از بحث درباره ابزار مدیریت پولی، باید به این نکته توجه کنیم که نوآوری‌های مالی در دو دهه اخیر وظیفه فدرال رزرو را دشوارتر کرده است. استقبال روزافزون مردم از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول مقادیر کلانی پول را وارد آن مجاری کرده که عملاً حساب‌های بهره‌دار چکی هستند. (برای اطلاع بیشتر درباره صندوق‌های مشترک به فصل ۸ رجوع کنید.) نوآوری دیگر مربوط به موضوع تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها است که در فصل ۲ بررسی کردیم. تبدیل دارایی به اوراق بهادار به بانک‌های تجاری امکان می‌دهد که آن‌چه را زمانی انواع وام‌های مصرفی غیرنقدی بود به اوراق بهادار تبدیل کنند. فروش این اوراق بهادار در بازارهای مالی منبع تأمین وجوهی برای بانک فراهم می‌کند که از تأثیر فدرال رزرو برکنار است. بسیاری ابزارهای تأمین خطر که در بخش نهم این کتاب تحلیل خواهیم کرد نیز بر رفتار بانک‌ها و رابطه آن‌ها با فدرال رزرو تأثیر نهاده است. به‌طور کلی، این تحولات نظارت فدرال رزرو بر بانک‌ها را کاهش داده و بر دشواری اجرای سیاست پولی فاصله افزوده است.

### ابزار سیاست پولی: چگونه فدرال رزرو بر عرضه پول اثر می‌گذارد

فدرال رزرو ابزار بسیار دارد که به‌طور مستقیم و به درجات مختلف، بر مقدار پول موجود در اقتصاد و سطح عمومی نرخ بهره اثر می‌گذارد. این ابزار عبارتند از ذخایر قانونی (که استفاده از آن با دخالت کنگره تا حدی محدود شده)، عملیات بازار آزاد، توافق‌نامه‌های بازخرید بازار آزاد و نرخ تنزیل. این ابزار بیانگر روش‌های عمده فدرال رزرو برای ایجاد رابطه متقابل با بانک‌های تجاری در فرایند ایجاد پول است. بحث



درباره این ابزارها اثرات استفاده از آنها را بر مقدار مشخص عرضه پول روشن می‌کند. در قسمت‌های بعد عرضه پول را به تفصیل توضیح خواهیم داد.

**ذخایر قانونی.** ذخایر بانک نقش مهم در نظام پولی و بانکی ایالات متحد و پیوندی مستقیم با عرضه پول دارند. به‌طور کلی هرچه نرخ رشد ذخایر بیشتر باشد، میزان نغیرات در عرضه پول بیشتر است. ما در این فصل این رابطه را مشروح‌تر بررسی خواهیم کرد. در این جا می‌خواهیم بر معنا و عملکرد ذخیره قانونی تأکید کنیم.

ایالات متحد دارای نظام بانکی مبتنی بر ذخیره جزئی است، یعنی بانک موظف است بخشی از وجوهی را که پس‌اندازکنندگان به آن می‌سپرنند، به صورت تأیید فدرال رزرو نگاه دارد یا «ذخیره کند». در نتیجه بانک می‌تواند تنها بخشی از آنچه را که به‌عنوان سپرده دریافت کرده به وام‌گیرندگان وام دهد. نسبت ذخیره اجباری به سپرده را نسبت ذخیره قانونی<sup>۱</sup> می‌نامند. در طول مدتی دراز فدرال رزرو مرجع تعیین‌کننده این نسبت بود. در قانون آزادسازی مؤسسات سپرده‌پذیر و نظارت پولی مصوب ۱۹۸۰ (DIDMCA)، کنگره بخش عمده این مسئولیت را خود بر عهده گرفت و مقرراتی وضع کرد که به‌موجب آن‌ها این نسبت در مورد همه مؤسسات سپرده‌پذیر از جمله بانک‌های تجاری، انواع مؤسسات پس‌انداز و اتحادیه‌های اعتباری اعمال می‌شود.

در یکی از مواد عمده قانون DIDMCA، کنگره نرخ پایه ۱۲٪ را برای آنچه حساب‌های چکی یا معاملاتی، یعنی سپرده دیداری، نامیده می‌شود یا حساب‌هایی که می‌توان بر روی آن‌ها چک کشید تعیین کرد. برای حساب‌های غیرمعاملاتی که حساب‌های سپرده کوتاه‌مدت معروف به سپرده مدت‌دار<sup>۲</sup> هستند، ذخیره قانونی ۳٪ است. قانون ۱۹۸۰ در عین حال به فدرال رزرو اختیار داد که نسبت ذخیره قانونی برای حساب‌های چکی را در سطحی میان ۸٪ و ۱۴٪ تغییر دهد و آن را در شرایط خاص تا ۱۸٪ بالا ببرد. در اوایل ۱۹۹۲، فدرال رزرو برای بانک‌هایی با کل حساب‌های چکی ۴۶/۸ میلیون دلار یا بیش‌تر این نسبت را به ۱۰٪ کاهش داد. برای بانک‌هایی با مبلغی کم‌تر از این، ذخیره قانونی ۱۳٪ است.

بانک باید ذخایر قانونی را یا به صورت پول رایج در دسترس (یعنی پول نقد در خود بانک) و یا به صورت سپرده در فدرال رزرو نگاه دارد. شکل مهم‌تر سپرده است که برای

1. required reserve ratio      2. time deposits

بانک در حکم دارایی و برای فدرال رزرو در حکم بدهی است. در صورتی که ذخایر بانک بیش از مقدار لازم بشود، بانک دارای ذخیره اضافی<sup>۱</sup> است. کل ذخیره بانک برابر است با ذخیره قانونی به علاوه ذخیره اضافی. بانکی که ذخیره اش کم تر از ذخیره قانونی است می تواند از بانک هایی که ذخیره اضافی دارند وام بگیرد (برای بحث بیشتر درباره بازار وجوه فدرال به فصل ۲۲ رجوع کنید) یا می تواند از خود فدرال رزرو برای تأمین ذخیره قانونی وام بگیرد، این مسئله را ما بعدها در این فصل بررسی می کنیم.

**عملیات بازار آزاد.** نیرومندترین ابزار فدرال رزرو مجاز بودن آن به هدایت عملیات بازار آزاد است، یعنی فدرال رزرو می تواند در بازار آزاد بدهی، به حساب خود، اوراق بهادار دولتی را خرید و فروش کند. این اوراق عبارتند از اوراق قرضه خزانه،<sup>۲</sup> اسناد خزانه،<sup>۳</sup> یا تعهدات سازمان های فدرال. (ما در فصل ۱۶ این اوراق را به تفصیل شرح خواهیم داد). فدرال رزرو استفاده از اسناد خزانه را ترجیح می دهد زیرا در آن بازار وسیع و پرنفدینه می تواند حجم بزرگی از معاملات را انجام دهد بی آنکه به قیمت یا بازده این اسناد لطمه ای اساسی وارد آورد. فدرال رزرو در خرید و فروش اسناد با قیمت ها و نرخ بهره حاکم در بازار معامله می کند. طرف های معامله فدرال رزرو ممکن است بانک های تجاری یا دیگر کارگزاران مالی باشند که در کار واسطه گری اوراق بهادار دولتی هستند. در فدرال رزرو واحد تصمیم گیرنده درباره صدور اوراق جهت تغییر نرخ رشد عرضه پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار در بازار آزاد، کمیته بازار آزاد فدرال<sup>۴</sup> (FOMC) است. این کمیته متشکل است از هیئت عامل فدرال رزرو، رئیس کل بانک فدرال رزرو نیویورک و روسای کل برخی بانک های ناحیه ای دیگر فدرال رزرو. این کمیته تقریباً ماهی یک بار نشست دارد تا فعالیت اقتصادی و سطح متغیرهای اقتصادی را تحلیل کند. این متغیرها ممکن است نرخ بهره کوتاه مدت (مثل نرخ بهره وجوه فدرال)، نرخ مبادله دلار با سایر ارزهای خارجی مهم، قیمت کالاها، ذخایر اضافی و سایر متغیرها باشد.<sup>۵</sup> بعد از تحلیل، کمیته رهنمودهایی برای سیاست پولی در آینده نزدیک صادر می کند. صورت جلسه این نشست ها مدتی بعد منتشر می شود.

1. excess reserves

2. Treasury bonds

3. Treasury bills

4. Federal Open Market Committee

5. D.S. Batten, M.P. Blackwell, *The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries*. Occasional Paper No. 70, International Monetary Fund (Washington: July 1990), p. 24.

اجرای سیاست، از طریق عملیات بازار آزاد، وظیفه مرکز معاملات بانک فدرال رزرو نیویورک<sup>۱</sup> است. این مرکز به مقدار کلان با بنگاه‌های بزرگ اوراق بهادار یا بانک‌های تجاری که کارگزار یا بازارگردان<sup>۲</sup> اوراق خزانه‌اند، معامله می‌کند. این مرکز هرچند برای سود خرید و فروش نمی‌کند اما کارش هم‌چون هر سرمایه‌گذار منطقی است، یعنی به کم‌ترین قیمت می‌خرد و به بالاترین قیمت بازار در زمان وقوع معامله می‌فروشد.

خریده‌های فدرال رزرو مقدار ذخایر موجود در نظام بانکی را افزایش می‌دهد. اگر فروشنده بانک تجاری باشد، این معامله ترکیب دارایی‌های بانک، و نه مقدار کل آن، را تغییر می‌دهد، یعنی اوراق بهادار را به ذخیره در نزد فدرال رزرو تبدیل می‌کند. اگر فروشنده بانک نباشد، تمام یا بیشتر پرداخت‌های فدرال رزرو که به صورت چک است، احتمالاً در بانکی به صورت سپرده درمی‌آید. بانکی که این سپرده‌ها را دریافت کرده با افزایش بدهی (سپرده مشتریان) و افزایش دارایی (رشد حساب ذخیره‌اش در فدرال رزرو) روبه‌رو خواهد شد. در هر مورد دریافتی‌های حاصل از فروش اوراق بهادار به فدرال رزرو، ذخایر نظام بانکی را افزایش می‌دهد. این افزایش ذخیره معمولاً به افزایش عرضه پول می‌انجامد. هر بانک که ذخایرش بالا می‌رود معمولاً وام‌های جدیدی عرضه می‌کند که معادل است با سپرده‌های جدید منهای ذخیره قانونی، زیرا وام بانک بهره‌می‌آورد اما ذخایر چینی نیستند. این وام‌های جدید نماینده افزایش عرضه پول هستند.

برعکس، وقتی فدرال رزرو اوراق بهادار را می‌فروشد عرضه پول (یا نرخ رشد آن را) کاهش می‌دهد، زیرا وجوهی که کارگزاران اوراق در عوض آن‌ها می‌پردازند یا از سپرده‌های نزد بانک می‌آید یا، اگر کارگزار خود بانک باشد، از حساب خود بانک. کاهش سپرده‌ها ذخایر را کاهش می‌دهد و پول کم‌تری برای وام دادن نزد بانک می‌ماند. توافق‌نامه‌های بازخرید بازار آزاد. فدرال رزرو اغلب از عوض‌های خرید و فروش‌های ساده بازار آزاد استفاده می‌کند، و این فعالیت‌ها را توافق‌نامه بازخرید<sup>۳</sup> (یا repo) و

1. trading desk of the Federal Reserve Bank of New York

۲. market makers، این اصطلاح را در فارسی «بازارساز» می‌نامیم. اما به‌نظر می‌رسد که بازارگردان، معادل مناسبتری باشد.

3. repurchase agreement (repo)

توافق‌نامهٔ بازخرید معکوس<sup>۱</sup> می‌نامند. فدرال رزرو اغلب به این‌گونه معاملات که رایج‌تر از خرید و فروش مستقیم است<sup>۲</sup> دست می‌زند و طرف آن کارگزاران عمده در اوراق دولتی و گاه بانک‌های مرکزی کشورهای دیگر هستند. در توافق‌نامه‌های بازخرید، فدرال رزرو مقدار مشخصی اوراق بهادار از فروشنده‌ای می‌خرد و این فروشنده موافقت می‌کند که در زمانی در آینده، معمولاً چند هفته بعد، همان تعداد اوراق بهادار را با قیمتی بالاتر بازخرید کند. تفاوت قیمت اولیه و قیمت بازخرید بازدهی است برای فدرال رزرو که به فروشنده امکان داده مقداری وجوه نقد را در طول مدت توافق پیش خود داشته باشد. در عین حال این تفاوت، هزینهٔ فروشنده است برای وام گرفتن از فدرال رزرو. در توافق‌نامهٔ بازخرید معکوس (که فروش هم‌تا یا معاملهٔ فروش-خرید هم‌تا<sup>۳</sup> نیز نامیده می‌شود) فدرال رزرو اوراق بهادار می‌فروشد و تعهد می‌کند آن را با قیمتی بالاتر دوباره بخرد. تفاوت قیمت‌ها، هزینهٔ فدرال رزرو برای کسب وجوه است و بازدهی خریداری است که پول به فدرال رزرو وام داده است.

می‌توانیم با مثالی برخی از نکات توافق‌نامهٔ بازخرید فدرال رزرو را روشن کنیم. (تحلیل مفصل repo در فصل‌های ۱۶ و ۲۲ خواهد آمد.) فرض کنید فدرال رزرو می‌خواهد بنا بر دلایلی ذخیره‌های بانکی را در دوره‌ای کوتاه‌مدت افزایش دهد و مؤسسه‌ای مالی را می‌یابد که ۲۰ میلیون دلار به صورت اوراق بهادار دارد، اما هیچ ذخیرهٔ اضافی ندارد. هم‌چنین فرض کنید این مؤسسه می‌خواهد مبلغ ۱۹ میلیون دلار برای هفت روز به وام‌گیرنده‌ای وام بدهد. بعد از بحث و گفت‌وگو، فدرال رزرو موافقت می‌کند که آن اوراق بهادار را به قیمتی که بازتاب نرخ جاری repo است «بخرد» و آن‌ها را در مدت هفت روز و وقتی که وام‌گیرنده از آن مؤسسه، وام خود را بازپرداخت کرد، به آن مؤسسه «بفروشد». نرخ جاری سالانه ۴/۳٪ است. این معامله چنین شکلی دارد: فدرال رزرو اوراق بهادار را به مبلغی تقریباً معادل ۱۹,۹۸۳,۲۷۸ دلار می‌خرد و آن‌ها را هفت روز بعد به ارزش اصلی آن‌ها یعنی ۲۰ میلیون دلار به مؤسسه می‌فروشد. تفاوت تقریباً معادل ۱۶,۷۲۲ دلار بهره‌ای است که مؤسسه برای هفت روز می‌پردازد و در عین حال بازده فدرال رزرو برای وام دادن پول

1. reverse repo
2. Alfred Broaddus, "A Primer on the Fed," Chapter 7 in Sumner N. Levine (ed.), *The Financial Analyst's Handbook* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1988), p. 186.
3. matched sale or matched sale-purchase transaction

است. در طول این هفت روز مؤسسه مالی و کل نظام بانکی افزایش ذخیره داشته‌اند، البته در صورتی که بانک مبلغی کم‌ویش معادل ۲۰ میلیون دلار در حساب خود در فدرال رزرو نگاه دارد.

فدرال رزرو از توافق‌نامه بازخرید و توافق‌نامه بازخرید معکوس استفاده می‌کند تا تغییری موقتی در سطح ذخایر نظام بانکی به وجود آورد یا در مقابل رویدادی که فکر می‌کند اثری نمایان اما نه درازمدت خواهد داشت، واکنش نشان دهد. مثال خوبی از این رویدادها پرداخت‌های کلان خزانه‌داری آمریکا (مثل بازپرداخت مالیات یا پرداخت منافع تأمین اجتماعی) است که به‌گونه‌ای ناگهانی اما موقتی ذخایر بانک‌ها را بالا می‌برد. بی‌تردید این تغییرات موقتی در ذخایر نظام بانکی توان بانک‌ها را در دادن وام تغییر می‌دهد و در نهایت رشد عرضه پول را در کوتاه‌مدت سبب می‌شود.

**نرخ تنزیل.** چنان‌که در فصل ۴ اشاره کردیم فدرال رزرو به بانک‌هایی که عضو نظام بانکی هستند وام می‌دهد. وقتی بانکی از فدرال رزرو وام می‌گیرد می‌گویند از امکانات تنزیل استفاده کرده و آن بانک برای این وام وثیقه می‌گذارد. نرخ بهره این وام‌ها را نرخ تنزیل<sup>۱</sup> می‌گویند که هیئت عامل بانک فدرال آن را تعیین می‌کند. وقتی نرخ بهره بالا می‌رود طبیعی است که بانک‌ها تمایل کم‌تری به وام گرفتن دارند و وقتی نرخ بهره پایین بیاید تمایل آن‌ها بیش‌تر می‌شود. وجوه حاصل از وام تنزیلی<sup>۲</sup> نیز ذخیره به شمار می‌آیند و ظرفیت وام‌دهی بانک را افزایش می‌دهند. بانک‌ها به‌طور کلی این شیوه وام گرفتن را خوش ندارند، زیرا علاوه بر هزینه وام، میزان نظارت بر فعالیت‌های بانک وام‌گیرنده را نیز بالا می‌برد. بنابراین، جریان این وام‌گیری تأثیری بسیار اندک بر پول بانک‌ها و مقدار پولی که می‌توانند وام دهند، و در نتیجه بر عرضه پول دارد.

همگان می‌پذیرند که نرخ تنزیل کم‌اثرترین ابزار در دست فدرال رزرو است و استفاده از آن در سیاست‌های پولی در طول زمان منسوخ شده است. امروز تغییرات نرخ تنزیل در واقع در حکم هشدارهای عمومی فدرال رزرو درباره تصمیم به ایجاد تغییر در نرخ رشد پول است.

### انواع مختلف پول

تا این‌جا به صورت کلی از «عرضه پول» سخن گفتیم. اما می‌توانیم دقیق‌تر باشیم و معانی متعدد و متفاوتی برای واژه «پول» و نیز انواع مختلف پول بیان کنیم.

1. discount rate

2. discount loans



نخست، پول چیزی است که به‌عنوان «ارزش قانونی نقود یا پول رایج» یا واحد شمارش بیه سخن دیگر واحد اندازه‌گیری ثروت - به کار می‌رود. در ایالات متحد این پول رایج دلار است و در فرانسه فرانک. دوم ما هرچیز را که وسیله مبادله باشد پول می‌نامیم، یعنی هرچیزی که عموماً برای پرداخت در ازای کالاها، خدمات و معاملات سرمایه‌ای پذیرفته می‌شود. در ایالات متحد وسیله مبادله عبارت است از پول رایج که خزانه‌داری یا فدرال رزرو منتشر می‌کند و سپرده‌های دیداری که پرداخت از طریق چک را میسر می‌کند و در مؤسسات سپرده‌پذیر مثل بانک‌های تجاری نگهداری می‌شود. وسیله مبادله در عین حال این عملکرد را نیز دارد که می‌تواند مخزن ارزش باشد، یعنی وسیله مبادله را می‌توان برای انتقال منابع از حال به آینده به کار برد. روشن است که این عملکرد در هنگام تورم شدید و پیش‌بینی نشده تضعیف می‌شود.<sup>۱</sup> سایر حساب‌های مشابه سپرده دیداری عبارتند از حساب‌های NOW یا دستور برداشت قابل انتقال و حواله سهم‌الشرکه اتحادیه‌های اعتباری.

سایر دارایی‌هایی که نقش وسیله مبادله ندارند، در بسیاری ویژگی‌ها با پول رایج شریکند. این ویژگی‌ها عبارتند از ایمنی، قابلیت تقسیم، و نقدینگی بالا که آن‌ها را با هزینه‌های ناچیز قابل تبدیل به وسیله مبادله می‌کند. این دارایی‌ها به سبب این ویژگی‌ها جانشین خوبی برای پول، خاصه به‌عنوان ذخیره ارزش هستند. این‌گونه دارایی‌ها عبارتند از سپرده مدت‌دار در بانک‌های تجاری یا مؤسسات پس‌انداز. این حساب‌ها در طول عمر مشخص خود بهره دریافت می‌کنند و سرمایه‌گذار نمی‌تواند بدون تقبل جریمه، برای معاملات از این حساب‌ها پول برداشت کند، مگر وقتی که تاریخ سررسید آن‌ها فرا برسد. سایر دارایی‌هایی که جانشین پول می‌شوند عبارتند از موجودی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول.<sup>۲</sup>

### پول و مجموعه‌های پولی

سیاست پولی و اقدامات نظام فدرال رزرو اغلب بر چیزی تمرکز می‌یابد که آن را

۱. پرداخت جیرو (giro payment) که بدیلی برای چک است، در بسیاری کشورها کاربرد دارد. پرداخت جیرو دستور مستقیم به بانک پرداخت‌کننده برای پرداخت به فروشنده کالا یا خدمات است. چک دستور پرداختی است که از حساب بانکی پرداخت‌کننده برداشت می‌شود و پرداخت‌کننده به فروشنده می‌دهد.

2. money market mutual funds

«مجموعه‌های پولی»<sup>۱</sup> می‌نامند. هدف از این مجموعه‌ها اندازه‌گیری مقدار پول در دسترس اقتصاد در هر زمان است.

اساسی‌ترین مجموعه پولی پایه پولی<sup>۲</sup> است. این پایه که «پول پر قدرت» نیز خوانده می‌شود عبارت است از پول رایج در گردش (یا سکه‌ها و اسکناس‌های فدرال رزرو در دست مردم) به علاوه کل ذخایر نظام بانکی. باید توجه داشت که حجم عمده پایه را ذخایر می‌سازند و این ذخایر تحت کنترل فدرال رزرو است. بنابراین این مجموعه چیزی است که فدرال رزرو می‌تواند بیش از هر مجموعه دیگر با ابزارهای متنوع خود بر آن اثر بگذارد.

ابزارهایی که نقش وسیله مبادله دارند پول رایج و سپرده‌های دیداری— در مجموعه‌ای پولی جای می‌گیرند که گاه آن را معیار محدود عرضه پول می‌خوانند و با  $M_1$  نشان می‌دهند. بنابراین  $M_1$  معیارسنجش است برای مقدار موجود وسیله مبادله در اقتصاد.  $M_2$  مجموعه جامع‌تری است زیرا همه ابزارهایی را که به سبب داشتن ارزش ذخیره جانشین پول می‌شوند شامل می‌شود. بنابراین  $M_2$  عبارت است از  $M_1$  به علاوه همه دلارهای موجود در حساب‌های مدت‌دار و پس‌انداز در بانک‌ها و مؤسسات پس‌انداز، به علاوه برخی حساب‌های اضافی دیگر مثل توافق‌نامه‌های بازخرید یک‌شبه.<sup>۳</sup> برخی از تحلیل‌گران در عین حال تحولات دو مجموعه پولی دیگر را نیز مراقبت می‌کنند و آن دو  $M_3$  و  $L$  (برای دارایی‌های نقدی) هستند. این مجموعه‌ها برابرند با  $M_2$  به علاوه برخی دارایی‌های مالی دیگر از جمله سپرده‌های درازمدت، اسناد تجاری، پذیره‌های بانکی و برخی اوراق بهادار خزانه.

نسبت عرضه پول به درآمد اقتصاد (که با محصول ناخالص ملی یا سایر معیارها اندازه‌گیری می‌شود) «سرعت پول در گردش» نامیده می‌شود. سرعت پول در گردش مقدار معاملات انجام‌شده با دلار را اندازه می‌گیرد. اگر سرعت پول در اقتصاد باثبات باشد، سیاست پولی می‌تواند با فقط هدف قرار دادن مجموعه  $M_1$  به هر سطحی از درآمد برسد. متأسفانه سرعت پول رابطه‌ای باثبات نیست و در واقع روابط میان درآمد اقتصاد و مجموعه‌های پولی مختلف در طول زمان بسیار تغییر می‌کند.

مجموعه‌های پولی اغلب الگوی حرکت کم‌وبیش مشابه دارند، و کم‌وبیش با نرخ‌های مشابه و تقریباً در یک زمان بالا و پایین می‌روند. جدول ۵-۱ نرخ‌های رشد  $M_1$ ،

1. monetary aggregates

2. monetary base

3. overnight repo

M<sub>2</sub> و M<sub>3</sub> را در طول دوره‌ای از ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۱ نشان می‌دهد. اما تفاوت تغییرات این مجموعه‌ها چندان زیاد است که می‌توان تصور کرد این مجموعه‌ها چیزهای متفاوتی را اندازه می‌گیرند. مسئله‌ای اساسی در سیاست‌گذاری فدرال رزرو (که بعداً از آن سخن خواهیم گفت) مسئله‌گزینه‌ش مناسب‌ترین تعریف برای عرضه پول است.

جدول ۱-۵ نرخ رشد سالانه مجموعه‌های پولی ۱۹۹۱-۱۹۸۰

سال	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
۱۹۸۰	۶/۶٪	۹/۰٪	۱۰/۳٪
۱۹۸۱	۶/۳	۱۰/۰	۱۱/۴
۱۹۸۲	۹/۰	۷/۹	۱۲/۵
۱۹۸۳	۹/۴	۱۱/۸	۱۰/۲
۱۹۸۴	۶/۳	۸/۱	۱۰/۲
۱۹۸۵	۱۲/۳	۸/۳	۷/۳
۱۹۸۶	۱۶/۵	۹/۰	۸/۹
۱۹۸۷	۳/۶	۴/۳	۵/۲
۱۹۸۸	۵/۱	۵/۵	۶/۵
۱۹۸۹	۰/۹	۵/۰	۳/۵
۱۹۹۰	۴/۰	۳/۳	۱/۴
۱۹۹۱	۸/۶	۲/۹	۱/۵

### ضریب فزاینده پول: افزایش عرضه پول

بحث ما در چگونگی ایجاد عرضه پول بر روابط میان ذخایر نظام بانکی و مجموعه M<sub>1</sub> تمرکز داشت. فرایندی که توصیف کردیم، یعنی «ضریب افزایش پول» را می‌توان به سایر مجموعه‌های پولی تعمیم داد، اما پیچیدگی‌های آن فرایندها در حوصله ما نیست. بحث را با تأکید دوباره بر این نکته آغاز می‌کنیم که ایجاد عرضه پول و تغییرات آن حاصل روابط متقابل پیچیده میان چهار طرف است: فدرال رزرو، بانک‌ها، پس‌اندازکنندگان و وام‌گیرندگان. فدرال رزرو ذخایر بانک‌ها را تأمین می‌کند و نیز از بانک‌ها می‌خواهد بخشی از سپرده‌های مردم نزد خود را به صورت ذخیره نگاه دارد. بانک‌ها که نقش عمده در «ضریب فزاینده پول» دارند باقی‌مانده سپرده‌ها (یا بخش عمده آن را) به وام‌گیرندگان وام می‌دهند و نرخ بهره آن‌ها بیش‌تر از سپرده دیداری است. برای هر بانک باقی‌مانده برابر است با سپرده‌ها منهای ذخیره قانونی که می‌توان آن را چنین

بیان کرد، سپرده‌ها ضربدر (۱ - نسبت ذخیره قانونی). روشن است وجوهی که یک بانک به وام‌گیرنده می‌دهد ممکن است در نزد بانک دیگر سپرده شود. تصمیم وام‌گیرنده به این که ثروت خود را به جای پول نقد به صورت سپرده نگاه دارد بر «ضریب فزاینده پول» اثر می‌گذارد. آن‌گاه آن بانک دوم باید بخشی از این سپرده‌های جدید را به صورت ذخیره نگاه دارد و می‌تواند مقدار وجهی معادل سپرده‌ها منهای ذخایر قانونی به وام‌گیرندگان دیگر وام بدهد.

ما این فرایند را با مثالی مفصل توضیح خواهیم داد. فرض کنید ذخیره قانونی فدرال رزرو ۱۲٪ است و سپرده‌های نزد بانک A ۱۰۰ میلیون دلار، و سپرده‌های نزد بانک B ۵۰ میلیون دلار است. بانک A ذخایری معادل ۱۲ میلیون و باقی‌مانده‌ای برای وام برابر ۸۸ میلیون دلار دارد و بانک B ذخایری معادل ۶ میلیون دلار با وجوهی معادل ۴۴ میلیون دلار برای وام دادن دارد. برای بانک A مقدار وام ۸۸ میلیون یا معادل ۱۰۰ میلیون دلار منهای ۱۲ میلیون دلار ذخیره، یا معادل ۱۰۰ میلیون ضربدر  $(1 - 0/12)$  است. برای بانک B مقدار وام ۴۴ میلیون دلار معادل است با ۵۰ میلیون دلار منهای ۱۲٪ ذخیره قانونی که معادل ۶ میلیون دلار می‌شود. پس هیچ‌یک از دو بانک A و B ذخیره اضافی (که برابر است با کل ذخیره منهای ذخیره قانونی) ندارند. سطح ذخایر در نظام بانکی امریکا سبب شده  $M_1$  به سطح (بگیریم) ۹۰۰ میلیارد دلار برسد که برابر است با ۲۵۰ میلیارد دلار به صورت پول رایج و ۶۵۰ میلیارد دلار به صورت سپرده‌های دیداری. در این مثال، فرض بر این بود که مقدار پول رایج در نظام بانکی تغییر نمی‌کند.

فدرال رزرو می‌تواند ذخایر را یا با وام دادن به بانک‌ها یا با خرید اوراق بهادار دولتی از بانک‌ها یا سایر سرمایه‌گذاران افزایش دهد. (در این جا قدرت فدرال رزرو را در تغییر نسبت ذخیره قانونی نادیده می‌گیریم). در این مثال فرض می‌کنیم فدرال رزرو معادل ۵ میلیون دلار اوراق بهادار خزانه از معامله‌گری می‌خرد و او چک بر عهده فدرال رزرو را در بانک A سپرده می‌کند. حساب بانک A نزد فدرال رزرو ۵ میلیون دلار بیش‌تر شده و به همین ترتیب سپرده (دیداری) آن، کل ذخایر آن و سطح کلی  $M_1$  نیز افزایش یافته است. اما ذخیره قانونی تنها به مبلغ  $0/12 \times 5$  میلیون یا ۰٫۰۰۰،۰۰۰ دلار بالا رفته است. پس ۴/۴ میلیون دلار اضافی وجود دارد که بانک می‌تواند و مشتاق است که برای افزایش درآمد خود آن را سرمایه‌گذاری کند.

بحث را با این فرض ادامه می‌دهیم که یک کارخانه سازنده ماشین‌آلات کل مبلغ ۴/۴ میلیون دلار را یک‌ساله وام می‌گیرد، آن‌گاه این مبلغ را صرف خرید تجهیزات از

شرکتی می‌کند که تمامی آن پول را در حساب سپرده دیداری در بانکی دیگر می‌گذارد که بانک B است. بانک A باید ذخایری معادل مبلغ وام را به بانک B انتقال دهد. وضع در مورد بانک A چنین است: سطح سپرده‌های آن بدون تغییر معادل ۱۰۵ میلیون دلار می‌ماند، مقدار وامی که داده به میزان ۴/۴ میلیون بالا رفته و به ۹۲ میلیون رسیده؛ ذخایر آن مقدار ۴/۴ میلیون کاهش یافته و از ۱۷ میلیون به ۱۲/۶ میلیون دلار رسیده. بنابراین نسبت ذخایر به سپرده‌های آن دوباره همان ۱۲٪ قانونی است و به سقف ظرفیتی رسیده که مجاز است وام بدهد. از آنجا که سپرده‌های بانک A تغییری نکرده،  $M_1$  نیز در سطح ۹۰۰/۰۰۵ میلیارد دلار باقی مانده و تغییری نمی‌کند.

بعد از این معامله، سپرده‌های بانک B به مقدار ۴/۴ میلیون دلار بالا رفته و این افزایش سبب می‌شود  $M_1$  به مقدار اضافی ۴/۴ میلیون (یا ۹/۴ میلیون بر روی هم تا این زمان) بالا رود و به ۹۰۰/۰۰۹۴ میلیارد برسد. بانک B ذخایری معادل ۱۰/۴ میلیون و ذخیره اضافی معادل ۸۸٪ سپرده جدید ۴/۴ میلیون دلاری دارد. بنابراین بانک B می‌تواند ۳/۸۷ میلیون وام بدهد و ۵۲۸,۰۰۰ دلار را به صورت ذخیره قانونی نگاه دارد. اگر این ۳/۸۷ میلیون دلار وام به وام‌گیرندگانی پرداخت شده باشد که آن را به صورت سپرده در بانک‌های دیگر می‌گذارند، فرایند ایجاد پول به شکل  $M_1$  ادامه خواهد یافت.

این فرایند در چه نقطه‌ای به پایان می‌رسد و چه مبلغ پول جدید به صورت سپرده‌های دیداری جدید از ذخایر جدید حاصل خواهد شد؟ به سخن دیگر «ضریب فزاینده پول» چیست؟ در این مثال، خرید ۵ میلیون دلاری فدرال رزرو در بازار آزاد از اوراق خزانه‌داری، همراه با انگیزه بانک‌ها برای وام دادن تا حدی که اجازه دارند، سبب ایجاد سپرده‌های دیداری معادل ۹/۴ میلیون در دو بانک اول شده است. اما باز هم سپرده‌های بیش‌تری می‌تواند در دیگر بانک‌ها ایجاد شود. این فرایند تا زمانی می‌تواند ادامه یابد که سایر بانک‌ها مبالغ رو به کاهش در سپرده دیداری را برای وام دادن به کار برند، و این خود تبدیل به سپرده‌های دیداری اضافی و ذخایر اضافی در بانک‌هایی غیر از آن‌ها می‌شود و این روند هم‌چنان ادامه می‌یابد. هرچند این فرایند محدودیت زمانی مشخصی ندارد، برای مقدار دلاری که به صورت سپرده دیداری از ذخایر جدید حاصل می‌شود، البته سطح حداکثری وجود دارد.

این فرایند صورتی از «رشته‌های ضریب فزاینده» است که می‌توان آن را با فرمول جبری بیان کرد. اگر  $\Delta TDD$  را کل سپرده دیداری ایجادشده و  $\Delta R$  را ذخایر تزریق شده در

سیستم از طریق خریدار اوراق بهادار خزانه به وسیله فدرال رزرو و REQ را نسبت ذخیره قانونی بگیریم، در این صورت کل سپرده‌های جدید ایجاد شده از طریق آن تزریق اولیه ذخایر برابر خواهد بود با:

$$\Delta TDD = \Delta R + (1 - REQ) \times \Delta R + (1 - REQ)^2 \times \Delta R + (1 - REQ)^3 \times \Delta R + (1 - REQ)^4 \times \Delta R + \dots \quad (1)$$

از آنجا که در این فرمول عناصر بالقوه‌ای وجود دارند که می‌توانند باعث در دسر محاسباتی شود، بهتر است این شکل ساده فرمول بالا را به کار بگیریم:

$$\Delta TDD = \Delta R / REQ \quad (2)$$

در مثال، REQ معادل ۱۲٪ و  $\Delta R$  معادل ۵ میلیون دلار است. بنابراین کل سپرده‌های دیداری جدید (اگر بانک‌ها آن قدر که مجازند وام بدهند و ذخیره اضافی نداشته باشند) به مبلغ ۵ میلیون تقسیم بر ۰/۱۲ یا ۴۱/۶۷ میلیون خواهد رسید. بنابراین، ضریب فزاینده پول ۸/۳۳ است. در نتیجه وقتی فرایند کامل شود کل  $M_1$  معادل ۹۰۰/۰۴۱۶۷ میلیارد دلار خواهد بود که معادل ۹۰۰ میلیارد اولیه به علاوه ۴۱/۶۷ میلیون دلار سپرده‌های جدید است. معادله (۲) به وضوح نشان می‌دهد که مقدار نهایی سپرده‌های دیداری جدید رابطه‌ای منفی با نسبت ذخیره قانونی دارد، یعنی وقتی REQ پایین بیاید، تغییر TDD بالا می‌رود؛ و وقتی REQ افزایش یابد، مقدار تغییر در TDD پایین می‌آید. بنابراین، اگر همه چیز در مثال ما ثابت می‌ماند، اما REQ به جای ۱۲٪، ۱۰٪ می‌بود، سپرده‌های دیداری جدید به ۵۰ میلیون دلار می‌رسید.

روشن است که فرایند کاهش عرضه پول به عکس این روند عمل می‌کند. یعنی اگر فدرال رزرو بخواهد ذخایر را از نظام بیرون کشد و توان وام‌دهی بانک‌ها را پایین آورد، دست به فروش اوراق بهادار می‌زند. کاهش ذخایر، آنگاه که مردم سپرده‌ها را با اوراق بهادار قابل عرضه معاوضه می‌کنند، سبب می‌شود بانک‌ها مقدار کم‌تری وام جدید بدهند یا تعداد کم‌تری از وام‌های قدیمی را تمدید کنند.

### تأثیر نرخ بهره بر عرضه پول

در فصل بعد توضیح خواهیم داد که چگونه تغییرات عرضه پول بر نرخ بهره اثر می‌گذارد. در این‌جا فقط به این اشاره می‌کنیم که نرخ بهره عملاً بر تغییرات عرضه پول اثر می‌نهد. این نکته از دو فرضی که پیش از این داشتیم استنباط

می‌شود<sup>۱</sup>. نخست فرض بر این است که بانک‌ها مایل‌اند هرچه می‌توانند وام بدهند. اما اگر قرار باشد بانک‌ها مقداری ذخیره اضافی نگاه دارند، وام‌های جدید کم‌تری می‌دهند و سپرده‌های کم‌تری در بانک‌های دیگر می‌گذارند، و این بر مقدار  $M_1$  که فدرال رزرو با خرید اوراق بهادار ایجاد می‌کند، اثر خواهد نهاد.

یکی از عوامل مهم در تصمیم بانک درباره ذخیره اضافی سطح نرخ بهره بازار است. نرخ بهره بالا هزینه ذخیره اضافی را بالا می‌برد، زیرا نماینده وام‌های داده‌نشده و بهره از دست رفته است. اگر نرخ بهره پایین باشد، بانک‌ها ممکن است مقداری ذخیره اضافی نگاه دارند. بنابراین سطح نرخ بهره به شکل مثبت بر مقدار  $M_1$  که حاصل افزایش ذخیره است اثر می‌نهد. علاوه بر این، نرخ بهره در عین حال می‌تواند به شکل مثبت (اما احتمالاً اندک) بر مقدار ذخایر موجود در نظام اثر بگذارد: نرخ بهره بالای بازار ممکن است بانک‌ها را تشویق به وام گرفتن از «امکانات تنزیل» کند تا بتوانند وام دهند، و این وجوه وام گرفته‌شده بخشی از ذخایرند.

بنا بر فرض دوم، وام‌گیرندگان هیچ مقدار از وام خود را به صورت نقد نگاه نمی‌دارند بلکه همه جریانات نقدی وجوه حاصل از فروش اوراق بهادار، وام‌ها، و نظایر آن را در حساب‌های دیداری سپرده می‌گذارند. برعکس، اگر وام‌گیرندگان بخشی از وام را به صورت نقد نگاه دارند، بانک‌ها سپرده کم‌تری دریافت می‌کنند و ذخایر کم‌تری دارند تا با آن‌ها وام جدید بدهند. بدین ترتیب تقاضای مردم برای پول نقد به صورت بخشی از ثروت نقدی آنان بر مقدار  $M_1$  که با تزریق ذخایر جدید از طرف فدرال رزرو ایجاد می‌شود، اثر می‌گذارد.

سطح نرخ بهره بازار تصمیم به نگاهداری پول نقد را تعیین می‌کند. بسیاری حساب‌های سپرده بهره می‌پردازند. بنابراین نگاهداری پول نقد هزینه فرصت از دست رفته دارد. هرچه نرخ بهره بالاتر باشد هزینه بیش‌تر است و سرمایه‌گذاران پول بیش‌تری را سپرده می‌کنند. اما نرخ بهره سپرده‌ها تنها نرخ بهره دخیل نیست. مقدار مطلوب سپرده‌ها که معامله از محل آن‌ها به آسانی صورت می‌پذیرد، نیز به نرخ بازده سایر دارایی‌ها بستگی دارد. وقتی آن بازده‌ها بالا بروند، سرمایه‌گذاران پول بیش‌تری در

1. Lucas Papademos and Franco Modigliani, "The Supply of Money and the Control of Nominal Income," Chapter 10 in Benjamin M. Friedman and Frank H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics* (Amsterdam: North-Holland (Elsevier), 1990), pp. 428-430.

حساب‌های سپرده می‌گذارند. به این دلایل، سطح نرخ بهره تأثیر مثبت بر اندازه ضریب فزاینده پول، و بنابراین، بر مقدار  $M_1$  حاصل از هر افزایش ذخایر دارد.

### فرایند عرضه پول در اقتصاد باز

تا این جا بحث ما درباره فعالیت‌های بانک مرکزی در نظامی بود که اقتصاددانان اقتصاد بسته<sup>۱</sup> می‌خوانند. اقتصاد بسته اقتصادی است که عاملان خارجی کالاها و دارایی‌های مالی، نقشی چشم‌پوشیدنی در آن دارند. در دوران جدید، کم‌وبیش همه کشورها اقتصاد باز دارند که در آن بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی سهمی عمده و فزاینده از فعالیت‌های اقتصادی را بر عهده می‌گیرند. این به خصوص در مورد بزرگ‌ترین اقتصاد جهان یعنی ایالات متحد صدق می‌کند. بنابراین، درک فرایند عرضه پول مستلزم توجه به بخش خارجی نیز هست.

از دیدگاه پولی، مسئله مهم در مشارکت جدی خارجی‌ان در اقتصاد ایالات متحد این است که بانک‌های مرکزی خارجی، بنگاه‌ها، و افراد خارجی مقدار زیادی دلار امریکا در دست دارند. دلیل این کار معاملات ایشان - خرید و فروش کالاها و خدمات در ایالات متحد- و نیز سرمایه‌گذاری آنها است که در مورد اخیر دلار نقش دارایی مالی دارد. آنچه موجودی دلار خارجی‌ان را اهمیت می‌بخشد این است که نرخ مبادله دلار با ارزهای خارجی اغلب کشورهای توسعه‌یافته برحسب عرضه و تقاضای بازار تغییر می‌کند. (چنان‌که در فصل ۶ شرح خواهیم داد، اغلب بانک‌های خارجی از جمله فدرال رزرو می‌کوشند نرخ مبادله را در طیفی نگاه دارند که از لحاظ سیاسی پذیرفتنی باشد.) روشن است که تغییرات نرخ مبادله دلار بر قیمت کالاهای داخلی و وارداتی، بر عایدات شرکت‌های امریکایی و بر ثروت همه سرمایه‌گذاران کشور اثر می‌گذارد. در نتیجه فدرال رزرو وظیفه دارد که ثبات نرخ مبادله را تا حد ممکن حفظ کند. راه عمده برای ادای این وظیفه مداخله در بازار خارجی است (برای توصیف دقیق بازار ارز خارجی به فصل ۳۰ نگاه کنید). فدرال رزرو با خرید و فروش ارزهای خارجی به حساب خود دست به مداخله می‌زند. (بیشتر بانک‌های مرکزی اقتصادهای مهم مقادیر زیادی از ارزهای مهم جهانی دارند، یا آماده‌اند داشته باشند. این موجودی را ذخایر بین‌المللی می‌نامند.)

اگر فدرال رزرو فکر کند ارزش دلار بسیار بالا رفته و ارزش ارزی خارجی بسیار

1. closed economy



پایین آمده، ممکن است با ذخایر دلار خود مقداری ارز خارجی بخرد. این خرید مستلزم افزایش مقدار موجودی دلار و بنابراین افزایش پایه پولی است. اگر فدرال رزرو فکر کند ارزش دلار در برابر ارزی خارجی بیش از حد پایین آمده ممکن است بخشی از موجودی آن ارز خارجی را بفروشد و دلار به دست آورد. پس، فروش ارز خارجی کاهش پایه پولی را به دنبال دارد. دخالت در بازار معمولاً برای واکنش در برابر رویدادهای بین‌المللی صورت می‌پذیرد. افزون بر این، این مداخله اغلب مستلزم معامله با سایر بانک‌های مرکزی است و شامل دو بخش است، مبادله آنی ارزها و موافقت‌نامه برای مبادله‌ای در آینده که جبران‌کننده این مبادله باشد. این‌گونه معاملات به فدرال رزرو امکان می‌دهد شرایط پایان معامله ارز و زمان پایان آن را بداند.

بحث ما درباره عناصر سیاست پولی در فصل ۶، این نکته را روشن خواهد کرد که نرخ مبادله دلار با ارزهای مهم خارجی یکی از اهداف عمده سیاست پولی است. یعنی در شکل دادن و اجرای این سیاست، فدرال رزرو تأثیر تغییر عرضه پول را بر ارزش نسبی دلار در بازار ارز خارجی در نظر می‌گیرد.

از شواهد مهم دال بر فزونی اهمیت هماهنگی سیاست بین‌المللی در مسائل پولی، دو نشست مقامات بانک‌های مرکزی کشورهای صنعتی عمده در نیمه دهه ۱۹۸۰ بود. در سال ۱۹۸۵ رؤسا و مدیران بانک‌های مرکزی کشورهای G۵ (ایالات متحده، انگلستان، فرانسه، آلمان و ژاپن) در نیویورک دیدار کردند. در این دیدار آنان موافقت کردند برای کاهش ارزش دلار آمریکا به منظور ثبات بخشیدن به تجارت جهانی و نرخ مبادله بین‌المللی، سیاست‌های خود را هماهنگ کنند. در سال ۱۹۸۷، مدیران بانک‌های مرکزی G۵ و کانادا در نشست موزه لوور پاریس موافقت کردند که برای نگاهداری نرخ مبادله ارز در سطح فعلی همکاری کنند. تلاش برای همکاری بین‌المللی در مسائل پولی و نرخ ارز به‌طور کلی موفقیت‌آمیز بوده است.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. نظام فدرال رزرو بانک مرکزی امریکاست و مسئولیت رهبری سیاست پولی را بر عهده دارد.
۲. ابزارهای سیاست پولی عبارتند از ذخایر قانونی، عملیات بازار باز و توافق‌نامه بازخرید و نرخ تنزیل.



۳. انواع مختلف پول مانند پول رایج، پول ذخیره ارزش، و پول وسیله مبادله.
۴. مجموعه‌های پولی مختلف و این‌که آن‌ها چه اطلاعاتی به سیاستگذاران می‌دهند.
۵. ماهیت ضریب فزاینده پول و این‌که این ضریب چگونه ذخایر موجود در نظام بانکی را به مجموعه‌های پولی پیوند می‌دهد.
۶. نرخ بهره بر میزان تغییرات عرضه پول ناشی از اقدامات فدرال رزرو تأثیر می‌گذارد.
۷. باز بودن اقتصاد برای مشارکت بنگاه‌ها، بانک‌های مرکزی و افراد خارجی بر مدیریت پول اثر می‌نهد.

## بانک‌های مرکزی سایر کشورها

اکنون به نظام پولی و بانکداری سه اقتصاد مهم جهان می‌پردازیم: آلمان، ژاپن و انگلستان.

### آلمان

نظام بانکی آلمان به چند دلیل اهمیت دارد: (۱) آلمان قوی‌ترین و بزرگ‌ترین اقتصاد اروپاست که وحدت اقتصادی و تجاری آن مهم‌ترین موضوع تجاری و مالی در سال‌های اخیر بوده است. (۲) نرخ بهره آلمان اغلب به‌عنوان شاخص در بسیاری قراردادهای مالی بین‌المللی ذکر می‌شود، (۳) موقعیت استراتژیک آلمان که نزدیک به کشورهای ره‌اشده اروپای شرقی است به این کشور امکان می‌دهد توسعه اقتصادی این منطقه بالقوه ثروتمند را زیر نفوذ خود گیرد.

بانک مرکزی آلمان<sup>۱</sup> در سال ۱۹۵۷ تأسیس شد. این بانک تا حد زیادی مستقل از حکومت فدرال عمل می‌کند و مسئولیت «تنظیم مقدار پول در گردش... با هدف حمایت از پول کشور» را بر عهده دارد. شورای بانک مرکزی هیئت عامل بانک و متشکل از رئیس کل بانک، معاون او و سایر مقامات بانک است. اعضای این شورا را حکومت فدرال معرفی و رئیس جمهور منصوب می‌کند و دوره عضویت آنان هشت سال است. در عین حال بانک هیئتی دارد که مسئول عملیات و اجرای تصمیمات شورا هستند. این هیئت

1. Deutsche Bundesbank

مدیره شامل رییس کل بانک، معاون او و برخی مقامات بالای بانک می‌شود.<sup>۱</sup> نظام بانکی آلمان از بانک‌های تجاری می‌خواهد که ذخایری معادل درصدی مشخص از بدهی‌های سپرده‌های دیداری و سپرده‌های کوتاه‌مدت خود به مارک آلمان را به صورت سپرده‌های بدون بهره در بانک مرکزی نگاه دارند. بانک مرکزی می‌تواند درصد نسبت ذخیره قانونی برای هر یک از انواع حساب‌ها را تغییر دهد و گه‌گاه نیز چنین کرده است.<sup>۲</sup> تغییر نسبت ذخیره قانونی ظرفیت وام‌دهی بانک را تغییر می‌دهد و بنابراین در نهایت بر اندازه مجموعه‌های پولی تأثیر می‌نهد. ذخایر قانونی ماهانه و بر مبنای مقدار متوسط موجود در انواع حساب‌ها محاسبه می‌شود. بانک‌هایی که ذخایرشان کم‌تر از ذخیره قانونی می‌شود باید برای هر مقدار کسری در آن ماه بهره بالایی بپردازند. بانک‌هایی که ذخیره‌شان بسیار کم‌تر شده، می‌توانند از بانک‌هایی که ذخیره اضافی دارند وام بگیرند. نرخ بهره این بازار وام‌گیری ذخیره میان بانک‌ها نرخ بهره وام عندالمطالبه<sup>۳</sup> نامیده می‌شود. این نرخ بهره در روزهای آخر ماه که وقت محاسبه ذخیره قانونی است بسیار بالا می‌رود.

دو نرخ مهم دیگر نیز داریم. نرخ تنزیل نرخ است که بانک مرکزی آلمان برای اوراق بهاداری که مایل است از بانک‌ها بخرد می‌پردازد: بانک مرکزی سهمیه یا حداکثری برای مبلغ اوراق بهاداری که مایل است از بانک تجاری بخرد، تعیین می‌کند. نرخ بهره وام عندالمطالبه معمولاً بالاتر از نرخ تنزیل است، یعنی بانک‌ها اغلب پیش از آن‌که به بازار ذخیره بین بانک‌ها متوسل شوند، از سهمیه تنزیل خود تا به آخر استفاده می‌کنند. نرخ بهره لمبارد<sup>۴</sup> نرخ است که بانک مرکزی آلمان از بانک‌های تجاری مطالبه می‌کند وقتی که آن‌ها از طریق تسهیلات لمبارد وام می‌گیرند. این تسهیلات وام‌های کوتاه‌مدتی بر مبنای وثیقه متشکل از اوراق بهادار دولتی به بانک‌ها عرضه می‌کند. بانک‌ها زمانی از تسهیلات لمبارد استفاده می‌کنند که دچار کمبود نقدینگی شده‌اند. نرخ لمبارد معمولاً بالاتر از نرخ بهره وام عندالمطالبه است، زیرا بانک مرکزی آلمان هیچ محدودیتی برای مبلغ این وام‌های کوتاه‌مدت که به هر بانک عرضه می‌کند، ندارد.

1. "Central Bank-Government Relations in Major OECD Countries," Joint Economic Committee of the U.S. Congress, 1991, p. 17.
2. Credit Suisse First Boston, *The Deutsche Mark Bond Markets* (Chicago: Probus Publishing, 1989), p. 262.
3. call money rate
4. Lombard rate

## ژاپن

آگاهی از نظام بانکی ژاپن به چند دلیل ارزشمند است. بی‌تردید ژاپن یکی از مهم‌ترین صادرکنندگان کالا، خاصه کالاهای مصرفی است و این امروز ارزی جهانی شده است. در سال‌های اخیر ژاپن سیاست آزادسازی و جهانی کردن بازارهای مالی و صنعت اوراق بهادار خود را پیش گرفته است. علاوه بر این ژاپن در نزدیکی مرکز نوار پاسیفیک از موقعیتی استراتژیک برخوردار است، زیرا این منطقه در بیست سال گذشته از پویاترین مناطق اقتصادی جهان بوده است.

بنا بر قانون بانک ژاپن مصوب ۱۹۴۷، بانک مرکزی ژاپن، بانک ژاپن<sup>۱</sup> (BOJ) نام دارد که تحت مدیریت رییس کل این بانک که ریاست هیئت تصمیم‌گیرنده و سیاستگذار را نیز دارد، اداره می‌شود. اجرای سیاست‌های پولی و عملیات بازار آزاد وظیفه بخش مدیریت بازار و اعتبار است. رییس کل و برخی مقامات هیئت سیاستگذار از جانب کابینه و با تأیید هر دو مجلس ژاپن برای دوره‌های چندساله انتخاب می‌شوند. بقیه اعضای هیئت را وزارت دارایی تعیین می‌کند.

بانک‌های تجاری ژاپن موظفند مقدار مشخصی ذخیره در بانک ژاپن نگاه دارند. بانک ژاپن متوسط ماهانه این ذخیره را به دقت زیر نظر دارد. بانک‌هایی که به سطح مشخص ذخیره دست نیافته‌اند می‌توانند از بانک‌هایی که ذخیره اضافی دارند وام بگیرند. علاوه بر این، بانک‌های تجاری ژاپن می‌توانند از امکانات تنزیل بانک ژاپن به نرخ رسمی تنزیل وام بگیرند.

## بریتانیا

بریتانیای کبیر هم برای جهان و هم برای تشکیلات اقتصادی رو به پیدایشی که اروپای واحد نامیده می‌شود، مرکز مالی عمده‌ای به شمار می‌آید. نظام بانکی بریتانیای کبیر نقشی عمده در اقتصاد جهان دارد.

بانک مرکزی انگلستان، بانک انگلستان<sup>۲</sup> (BOE) است که اداره آن به دست رییس کل بانک، معاون او و چهار مدیر اجرایی می‌باشد. این مقامات به پیشنهاد نخست‌وزیر و وزیر دارایی از جانب ملکه انگلستان منصوب می‌شوند و دوران خدمت ایشان تمدیدشدنی است. مقامات بانک گزارش کار خود را به وزیر دارایی می‌دهند که مسئولیت نهایی

1. Bank of Japan (BOJ)

2. Bank of England (BOE)

سیاست پولی با اوست<sup>۱</sup>. نظام پولی و بانکی انگلستان سه ویژگی جالب دارد. نخست این که بانک‌های تجاری ناچار نیستند ذخایری به صورت موجودی نقد یا سپرده در بانک انگلستان نگاه دارند. این بانک‌ها یک موجودی نقدی عملیاتی در بانک انگلستان دارند که برای تسهیل تسویه مبادله و جوه و چک‌ها به کار می‌رود. اما این موجودی‌ها اغلب اندک است، زیرا بانک‌هایی که دچار کسری در این حساب‌ها هستند، می‌توانند از بازارهای بین بانک‌ها یا از بانک انگلستان وام بگیرند.

ویژگی دوم نقش «مؤسسات تنزیل»<sup>۲</sup> است. مؤسسه تنزیل شرکتی خصوصی است که خرید و فروش اوراق خزانه و سایر ابزار بازار پول را بر عهده دارد. (اصطلاح مؤسسه تنزیل نشانه این است که خرید و فروش این ابزار با قیمتی کم‌تر از ارزش اسمی آن‌ها صورت می‌پذیرد.) این مؤسسات عضو انجمن بازار تنزیل لندن<sup>۳</sup> هستند و در مقام واسطه میان بانک انگلستان و بانک‌های تجاری عمل می‌کنند. مؤسسات تنزیل می‌توانند مستقیماً از بانک انگلستان وام بگیرند و یگانه مؤسسه‌ای هستند که اجازه دارند در عرضه هفتگی اسناد خزانه بانک انگلستان شرکت و این اسناد را خریداری کنند. در واقع مؤسسات تنزیل موظفند کل این اسناد را بر اساس سهمیه تعیین شده‌ای خریداری کنند. بانک‌هایی که مایل به خرید اسناد بانک انگلستان هستند باید از طریق این مؤسسات عمل کنند. مؤسسات تنزیل هم‌چنین در مقام واسطه میان بانک‌ها عمل می‌کنند و بانک‌ها موجودی نقدی عملیاتی را در این مؤسسات نگاه می‌دارند؛ هم‌چنین این مؤسسات در بازار بین بانک‌ها فعال هستند. بانک‌هایی که نیاز به جوه دارند یا از حساب خود در نزد مؤسسات تنزیل برداشت می‌کنند، یا اوراق کوتاه‌مدت به این مؤسسات می‌فروشند و یا از مؤسسه تنزیل وام می‌گیرند. اگر مؤسسات تنزیل نیاز به پول داشته باشند، می‌توانند وام بگیرند، یا (روشی که در سال‌های اخیر رایج بوده) اوراق بهادار به بانک انگلستان بفروشند. نرخ بهره‌ای که بانک انگلستان در خرید اوراق بهادار از این مؤسسات مطالبه می‌کند نرخ بهره بانک مرکزی یا نرخ بهره معاملاتی نامیده می‌شود.

ویژگی جالب سوم این است که حکومت مرکزی انگلستان حساب‌های خود را در بانک انگلستان نگاه می‌دارد نه در بانک‌های تجاری. وقتی دولت به پول نیاز دارد، بانک انگلستان این پول را با خرید اوراق بدهی از محل سپرده‌های بانک‌های تجاری که نزد

۱. ر.ک. مقاله بالا

2. discount houses

3. London Discount Market Association

بانک انگلستان است، تأمین می‌کند. این وضع سبب کاهش ذخایر بانک‌های تجاری می‌شود. زمانی که دولت با مازاد وجوه روبه‌رو است این حساب‌های ذخیره افزایش می‌یابد.<sup>۱</sup>

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. همه اقتصادهای بزرگ بانک مرکزی دارند که مسئول اداره امور پولی و نظارت بر بانک‌های تجاری است.
۲. بیش‌تر بانک‌های مرکزی به بانک‌های تجاری وام می‌دهند و نرخ بهره آن‌ها نرخی است که بازتاب سیاست پولی بانک مرکزی است یا برای اعمال این سیاست در نظر گرفته شده است.
۳. بسیاری از نظام‌های بانکی و پولی جهان، اما نه همه آن‌ها، از بانک‌های تجاری می‌خواهند که بخشی از سپرده‌های خود را به صورت ذخیره نگاه دارند.

#### خلاصه

نظام فدرال رزرو بانک مرکزی ایالات متحد است. ابزار سیاست مالی این بانک عبارتند از ذخیره قانونی، عملیات بازار آزاد، توافق‌نامه‌های بازخرید، و وام تنزیلی به بانک‌ها. بانک فدرال ذخایر نظام بانکی را تأمین می‌کند، و این نظام بانکی همراه با سرمایه‌گذاران در ایجاد عرضه پول مشارکت دارد. مهم‌ترین وسیله برای تدارک ذخایر عملیات بازار آزاد است، یعنی فدرال رزرو با خرید اوراق بهادار دولتی ذخیره ایجاد می‌کند، و با فروش این اوراق از ذخایر می‌کاهد. عرضه پول یا موجودی پول متشکل از انواع پول و نیز سپرده‌های دیداری و مدت‌دار است که می‌توان آن‌ها را در مجموعه‌های پولی گروه‌بندی کرد. مهم‌ترین مجموعه پولی، پایه پول است که از پول رایج به‌علاوه کل ذخایر نظام بانکی تشکیل شده است.  $M_1$  برابر است با پول رایج به‌علاوه همه سپرده‌های چکی.

1. Richard Harrington, "The London Financial Markets," in Christopher J. Green and David T. Lewellyn (eds.), *Surveys in Monetary Economics* (Oxford: Basil Blackwell, Ltd., 1991), p. 268.

سایر مجموعه‌ها شامل انواع مختلف سپرده‌های مدت‌دار می‌شوند. ضریب فزاینده پول فرایندی است که از طریق آن تغییرات ذخایر بانک‌ها باعث ایجاد تغییرات بزرگ در عرضه پول می‌شود، بانک‌ها ذخیره اضافی را برای خرید دارایی یا دادن وام به کار می‌برند، فروشنده یا وام‌گیرنده پول حاصل از این معاملات را سپرده می‌کند و این سپرده پشتوانه وام‌های اضافی بانک می‌شود. مقدار ضریب فزاینده پول به نسبت ذخیره قانونی، تقاضای مردم برای پول نقد و تمایل بانک‌ها به وام دادن و سطح نرخ بهره بستگی دارد.

یکپارچگی روزافزون اقتصادهای جهان، فدرال رزرو و سایر بانک‌های مرکزی را وامی‌دارد که تأثیر عملیات مالی خود را بر نرخ مبادله ارز خارجی در نظر داشته باشند. بنابراین، سیاست پولی باید از دیدگاه اقتصادهای باز و نه اقتصادهای بسته سال‌های گذشته، نگرینده شود.

بانک مرکزی آلمان Deutsche Bundesbank است. این بانک ذخیره قانونی برای بانک‌های تجاری آن کشور را تعیین می‌کند، به بانک‌هایی که کمبود ذخیره دارند وام می‌دهد و در خرید و فروش برخی دارایی‌های کوتاه‌مدت وارد می‌شود. تغییر ذخایر بر میزان رشد مجموعه‌های پولی اثر می‌گذارد. بانک مرکزی ژاپن، بانک ژاپن است که حق دارد در فعالیت‌های بازار آزاد وارد شود و ذخایر قانونی بانک‌های تجاری را تعیین کند. بانک ژاپن در عین حال آخرین مرجع وام‌دهنده است. بانک مرکزی انگلستان، بانک انگلستان است، اما این کشور تفاوتی با کشورهای دیگر دارد و آن این‌که بانک‌های تجاری‌اش ناچار نیستند هیچ ذخیره‌ای در بانک مرکزی نگاه دارند. بانک‌ها ذخایر عملیاتی دارند و می‌توانند از بانک انگلستان وام بگیرند، و این در صورتی است که موجودی‌شان در حساب‌ها بسیار اندک باشد. مؤسسات تنزیل که در معامله اسناد خزانه هستند، در مقام واسطه میان بانک انگلستان و بانک‌های تجاری عمل می‌کنند. بانک انگلستان در عین حال در خرید و فروش اوراق کوتاه‌مدت فعالیت می‌کند.

## واژگان

هیئت عامل فدرال رزرو (Board of Governors of the Federal Reserve): گروهی هفت نفری که از طرف رییس‌جمهور و با تأیید کنگره برای ۱۴ سال بر این سمت



منصوب می‌شوند و مسئولیت سیاست مالی کشور با ایشان است.

نرخ بهره وام عندالمطالبه (call money rate): نرخ بهره وام بین بانکی برای ترمیم ذخیره که در آلمان رایج است.

نرخ بهره بانک مرکزی (central-bank rate): نرخ که بانک انگلستان در خرید اوراق بهادار یا وام دادن به مؤسسات تنزیل مطالبه می‌کند.

وزیر دارایی (Chancellor of the Exchequer): وزیر دارایی انگلستان که مسئولیت نهایی سیاست پولی با اوست.

مؤسسه تنزیل (discount house): شرکت خصوصی در انگلستان که در معامله اسناد خزانه و دیگر ابزار بازار پول فعالیت دارد و نقش آن در رهبری سیاست پولی بریتانیا بسیار مهم است.

کمیته بازار آزاد فدرال (FOMC یا Federal Open Market Committee): واحدی از فدرال رزرو که در مورد مسائل کلی تغییر نرخ رشد عرضه پول از طریق خرید و فروش اوراق بهادار در بازار آزاد تصمیم می‌گیرد.

رئیس هیئت عامل فدرال رزرو (Federal Reserve Board Chairman): فردی که از سوی کنگره به ریاست هیئت مدیره فدرال رزرو منصوب می‌شود.

بانک ناحیه‌ای فدرال رزرو (Federal Reserve District Bank): شعبه فدرال رزرو در هر یک از ۱۲ ناحیه جغرافیایی.

نظام بانکی مبتنی بر ذخیره جزئی (fractional reserve banking system): نظام بانکی که در آن یک بانک می‌باید بخشی از سپرده‌های خود را به صورتی که مورد تأیید بانک مرکزی کشور است نگاه دارد یا «ذخیره» کند.

کشورهای G-۵ (G-5 countries): پنج کشور با توسعه‌یافته‌ترین نظام اقتصادی و مالی در جهان - ایالات متحده، ژاپن، انگلستان، آلمان و فرانسه.

ذخایر بین‌المللی (international reserves): مقدار ارز کشورهای عمده صنعتی که دولت و بانک مرکزی یک کشور نگاه می‌دارند.

L: معیاری فراگیر برای سنجش پول و برخی دارایی‌های نقدی.

نرخ بهره لمبارد (Lombard rate): نرخ بهره بانک مرکزی آلمان برای وام‌های کوتاه‌مدت با وثیقه که به بانک‌های تجاری گرفتار کمبود نقدینگی می‌پردازند.

M<sub>1</sub>: مجموعه پولی که مقدار پول وسیله مبادله را اندازه می‌گیرد و عبارت است از کل پول رایج به شکل پول نقد و سپرده‌های دیداری.





$M_2$ : مجموعه پولی که مقدار همه انواع پول را که خاصیت ارزش ذخیره دارند اندازه می‌گیرد و عبارت است از  $M_1$  به علاوه همه موجودی پول رایج در سپرده‌های مدت‌دار و پس‌انداز در بانک‌ها و مؤسسات پس‌انداز، به علاوه همه پول سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول، به علاوه برخی حساب‌های دیگر مثل موافقت‌نامه خرید یک‌شبه.

$M_3$ : مجموعه پولی که برابر است با  $M_2$  به علاوه برخی از دارایی‌های مالی دیگر از جمله سپرده‌های درازمدت، اسناد تجاری، پذیره‌های بانکی، و برخی اوراق بهادار خزانه.

وسیله مبادله (medium of exchange): وسیله پولی یا مالی که عموماً برای پرداخت در عوض کالاها، خدمات، یا در معاملات سرمایه‌ای پذیرفته می‌شود و به صورت ذخیره ارزش به کار می‌رود.

مجموعه پولی (monetary aggregate): مجموعه‌ای از اقلام پولی که در سنجش مقدار پول در دسترس اقتصاد در هر زمان کمکی مؤثر تواند بود.

پایه پولی (monetary base): اساسی‌ترین مجموعه پولی که «پول پر قدرت» نیز نامیده می‌شود، و عبارت است از پول در گردش (یا مسکوک و اسکناس بانک مرکزی در دست مردم) به علاوه کل ذخایر در نظام بانکی.

ضریب فزاینده پول (money multiplier): رابطه میان ذخایر نظام بانکی و مقدار پول در گردش که با یکی از مجموعه‌های پولی اندازه‌گیری می‌شود.

عرضه پول (money supply): مقدار پول در گردش در اقتصاد در هر زمان.  
پول رایج (numeraire): چیزی که به عنوان واحد حساب یا واحد اندازه‌گیری ثروت به کار می‌رود.

نرخ تنزیل رسمی (official discount rate): عنصری اساسی در سیاست پولی بانک ژاپن؛ این نرخ مشخصی است که بانک ژاپن تعیین می‌کند و بانک‌های تجاری آن کشور می‌توانند با این نرخ از امکانات تنزیل بانک ژاپن وام بگیرند.

اقتصاد باز (open economy): اقتصادی که در آن بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی سهمی عمده در فعالیت اقتصادی از جمله مشارکت در بازارهای مالی دارند.

عملیات بازار آزاد (open market operations): خرید یا فروش اوراق بهادار دولتی به وسیله فدرال رزرو، در بازار آزاد بدهی. این معاملات را بانک فدرال به حساب خود انجام می‌دهد.

توافق نامه بازخرید (repo یا repurchase agreement): معامله فروش و خرید همتا که لازمه آن فروش همراه با توافق نامه خرید مجدد با قیمت تعیین شده بالاتر در تاریخی مشخص در آینده است.

نسبت ذخیره قانونی (required reserve ratio): نسبت ذخیره قانونی که فدرال رزرو تعیین می کند.

مرکز معاملات بانک فدرال رزرو نیویورک trading desk of the Federal Reserve (Bank of New York): واحد فدرال رزرو که با هدایت عملیات بازار آزاد، سیاست مالی را به اجرا می گذارد.

سرعت گردش پول (velocity of money): نسبت عرضه پول در اقتصاد به درآمد آن (که با محصول ناخالص ملی یا معیاری مشابه نمایش داده می شود). این نسبت متوسط مقدار معاملات انجام شده با واحد پول را نشان می دهد.

## پرسش ها

- عوامل دخیل در فرایندی را که موجب تغییر عرضه پول و اجرای سیاست پولی می شود نام ببرید.
- ساختار هیئت عامل فدرال رزرو را شرح دهید.
- الف. منظور از این جمله چیست: «ایالات متحد نظام بانکی مبتنی بر ذخیره جزئی دارد»؟ ب. این اقلام چگونه با هم ارتباط می یابند: کل ذخایر، ذخایر قانونی و ذخایر اضافی؟
- نسبت ذخیره قانونی چیست و قانون آزادسازی مؤسسات سپرده پذیر و نظارت پولی مصوب سال ۱۹۸۰، نظارت فدرال رزرو بر این نسبت را چگونه تعیین کرده است؟
- بانک به چه صورتی می تواند ذخایر قانونی خود را نگاه دارد؟
- الف. مقصود از خرید بازار باز فدرال رزرو چیست؟ ب. کدام واحد فدرال رزرو درباره سیاست بازار آزاد تصمیم می گیرد و کدام واحد سیاست را به اجرا می گذارد؟ پ. پی آمد آنی خرید بازار باز چیست؟
- تفاوت میان فروش در بازار باز و «فروش همتا» (که همان «فروش-خرید همتا» یا «توافق نامه بازخرید معکوس» است) شرح دهید.

۸. نرخ تنزیل چیست، و برای کدام یک از فعالیت‌های بانک به کار می‌رود؟
۹. پایه پولی و  $M_2$  را تعریف کنید.
۱۰. ویژگی‌های اساسی «ضریب فزاینده پول» را شرح دهید.
۱۱. فرض کنید فدرال رزرو می‌خواهد از طریق خرید اوراق خزانه در بازار آزاد ۱۰۰ میلیون دلار ذخیره در نظام بانکی تزریق کند. اگر نسبت ذخیره قانونی ۱۰٪ باشد حداکثر افزایش  $M_1$  به سبب این ذخایر جدید چقدر است؟ توضیح دهید که تصمیمات بانک‌ها و پس‌اندازکنندگان چگونه می‌تواند از تحقق این حداکثر جلوگیری کند.
۱۲. اغلب می‌شنوید که می‌گویند تغییر عرضه پول ممکن است نرخ بهره را پایین آورد. توضیح دهید که چرا این گفته که نرخ بهره بر تغییرات عرضه پول اثر می‌گذارد، درست است.
۱۳. تفاوت میان «ذخایر» را در ایالات متحد و انگلستان شرح دهید.
۱۴. تفاوت این سه نرخ موجود در نظام بانکی آلمان را شرح دهید: نرخ بهره لمارد، نرخ بهره وام عندالمطالبه، و نرخ تنزیل.
۱۵. نقش نرخ بهره بانک مرکزی (یا نرخ بهره معاملاتی) و مؤسسات تنزیل را در هدایت سیاست پولی انگلستان شرح دهید.



## سیاست پولی

### هدف‌های آموزش

- با خواندن این فصل خواهید آموخت:
- اهداف سیاست پولی، از جمله ثبات سطح قیمت، رشد اقتصادی، نرخ بهره ثابت، نرخ مبادله ثابت ارز خارجی.
  - این‌که هدف‌های عملیاتی سیاست بانک فدرال آن متغیرهای پولی و مالی هستند که ابزار فعالیت بانک فدرال به‌گونه‌ای پیش‌بینی‌پذیر بر آن‌ها تأثیر می‌نهد.
  - این‌که اهداف واسطه آن متغیرهای اقتصادی هستند که بانک فدرال رزرو می‌تواند به شکل غیرمستقیم با پرداختن به اهداف عملیاتی بر آن‌ها تأثیر بگذارد.
  - این‌که نرخ وجوه فدرال و ذخایر بانکی اغلب اهداف عملیاتی سیاست پولی بوده‌اند.
  - این‌که مجموعه‌های پولی کلی‌گانه به صورت اهداف واسطه عمل کرده‌اند، درست مثل برخی نرخ‌های بهره.
  - اهداف و مقاصد سیاست پولی در آلمان، ژاپن و انگلستان.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

در فصل گذشته اجزای مختلف ساختار پولی و بانکداری ایالات متحد را شرح دادیم. در آن فصل توضیح دادیم که چگونه فدرال رزرو با روابط متقابلی که با بانکها و سایر واحدهای اقتصاد دارد، پول و اعتبار ایجاد می‌کند. هم‌چنین ابزاری را که فدرال رزرو می‌تواند با آنها نرخ رشد عرضه پول را کنترل کند معرفی کردیم.

در این فصل به اهداف سیاست پولی می‌پردازیم، یعنی آن شرایطی که فدرال رزرو می‌کوشد در اقتصاد پدید آورد. اگرچه فدرال رزرو نمی‌تواند مستقیماً چنین شرایطی را پدید آورد، این امکان را دارد که سیاست‌های پولی‌ای را پیش گیرد که هدف آنها متغیرهایی است که این بانک می‌تواند با ابزار خود بر آنها اثر بگذارد. در این فصل، مانند فصل قبل، مسائل پولی را در سایر اقتصادهای عمده جهان نیز بررسی خواهیم کرد.

## سیاست پولی در ایالات متحد



### اهداف سیاست پولی

فدرال رزرو می‌تواند با ابزاری چون عملیات بازار باز، که مقدار ذخایر نظام بانکی را تغییر می‌دهد، نظام بانکی و سپرده‌گذاران را تشویق کند که با رفتار خود تغییرات مطلوب را در عرضه پول و نرخ رشد آن ایجاد کنند. فدرال رزرو به منظور تحقق برخی اهداف اقتصادی بر عرضه پول نظارت می‌کند. در این بخش ما برخی اهداف



شناخته‌تر سیاست فدرال رزرو را معرفی می‌کنیم.<sup>۱</sup>

**ثبات سطح قیمت‌ها** از اهداف عمده فدرال رزرو است. ثبات قیمت در بیست سال اخیر اهمیتی تازه یافت، آن‌گاه که نخست تورم و سپس ضد تورم، کل اقتصادها یا بخش‌هایی عمده از آن‌ها، مثل اراضی کشاورزی و مستغلات تجاری را سخت آسیب رساند. روش مرسوم برای اندازه‌گیری تورم تغییرات یک شاخص قیمت عمده است. جدول ۶-۱ درصد تغییر سالانه شاخص قیمت مصرف‌کننده را بین سال‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۱ در امریکا نشان می‌دهد. در این جدول می‌بینیم که تورمی شدید که از اوایل دهه ۱۹۸۰ آغاز شده در اواخر آن دهه تا حد زیادی فرونشسته است. این تجربه به سیاستگذاران نشان داد که سطح بی‌ثبات قیمت‌ها، رشد اقتصادی را بازمی‌دارد، سبب تغییرات نرخ بهره می‌شود، مصرف را تشویق می‌کند و پس‌انداز را بازمی‌دارد و سبب توزیع بی‌قاعده ثروت می‌گردد که خود اختلافات اجتماعی در پی دارد.

جدول ۶-۱ درصد تغییرات سالانه شاخص قیمت مصرف‌کننده از ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۱

سال	نرخ	سال	نرخ
۱۹۸۰	۱۲/۴	۱۹۸۶	۱/۱
۱۹۸۱	۸/۹	۱۹۸۷	۴/۴
۱۹۸۲	۳/۹	۱۹۸۸	۴/۴
۱۹۸۳	۳/۸	۱۹۸۹	۴/۶
۱۹۸۴	۴/۰	۱۹۹۰	۶/۱
۱۹۸۵	۳/۸	۱۹۹۱	۳/۱

مأخذ: Federal Reserve Bulletin, selected issues.

اما تورم در اقتصادهای پیش‌رفته به‌ندرت در نتیجه تقاضای اضافی که پی‌آمد سیاست پولی یا مالی است پدید می‌آید. در این اقتصادها، یک سرچشمه مهم تورم بحران اقتصادی در عرضه مواد عمده است، مثلاً بحران نفت در دهه ۱۹۷۰ که کم‌وبیش بر همه کشورهای اثر نهاد. دلیل این‌که تورم اواخر دهه ۱۹۷۰ ارتباطی با تقاضای اضافی

1. Ben Bernanke and Frederic Mishkin, "Guideposts and Signals in the Conduct of Monetary Policy: Lessons from Six Industrialized Countries," presented at the Seventh Annual Conference on Macroeconomics, March 1992.

برای کالاها و خدمات نداشت این است که این تورم با بیکاری شدید همراه بود و یک دوره رکود تورمی در جهان پدید آورد که حاصل تورم و کساد هم است. باید توجه داشت که بانک مرکزی وقتی با بحران عرضه روبه‌رو می‌شود دو راه پیش‌روی دارد. نخست این‌که مقامات بانکی می‌توانند از این‌که با افزایش عرضه پول به مقدار متناسب با افزایش قیمت‌ها خود را با این افزایش قیمت که بعد از بحران پیش می‌آید تطبیق دهند، خودداری کنند. این عدم تطبیق در آغاز سبب بالا رفتن نرخ بهره و کاهش فعالیت اقتصادی می‌شود. بدین دلیل بانک‌های مرکزی و مقامات سیاسی اغلب راه دوم را برمی‌گزینند و آن سیاست تطبیق با افزایش قیمت و افزایش رشد عرضه پول است. متأسفانه این سیاست تورم را به حال خود می‌گذارد تا ادامه یابد و حتی تشدید شود.

**اشتغال زیاد (یا بیکاری اندک) نیروی کار شهری دومین هدف عمده فدرال رزرو است.** اگرچه سیاستمداران اغلب از تعهد دولت ایالات متحد برای ایجاد «اشتغال کامل» سخن می‌گویند، اغلب مردم می‌دانند که میزان بیکاری صفر ممکن نیست. نتیجه این‌که «بیکاری اتفاقی» - یعنی بیکاری موقت کسانی که شغل عوض می‌کنند یا در پی مشاغل بهتر هستند - هم اجتناب‌ناپذیر است و هم برای اقتصاد سودمند است. اجتناب‌ناپذیری آن از این روست که مردم در هر حال شغل عوض می‌کنند و وقتی سطح اشتغال بالا می‌رود این تغییر شغل برای آن‌ها آسان‌تر می‌شود، و نیز برخی کارگران شغل خود را ترک می‌کنند و پیوسته به بازار کار وارد می‌شوند. بیکاری اتفاقی از آن روی سودمند است که تخصیص مجدد نیروی کار را میسر می‌کند و به افزایش کارایی نیروی کار می‌انجامد.

با توجه به این‌که بیکاری صفر هدفی دست‌یافتنی نیست، هدف عاقلانه فدرال رزرو و سیاستگذاران دولت در عمل این است که سطح بالای اشتغال را فراهم کنند. اما مشکلی عملی در میان است و آن این‌که اقتصاددانان و سیاستگذاران نمی‌توانند بر سر تعریفی مناسب یا تعیین دقیق اشتغال بالا با هم توافق کنند. اگر سطح بالای اشتغال را سطحی بدانیم که نزدیک ۱۰۰٪ منهای بیکاری اتفاقی است، این تعریف کمکی به مشخص کردن این سطح نمی‌کند، زیرا در مورد میزان واقعی بیکاری اتفاقی نیز توافقی وجود ندارد.

برای موارد عملی، بسیاری از صاحب‌نظران عقیده دارند اگر نرخ بیکاری شهری بین ۴٪ تا ۶٪ باشد، نشانه آن است که سطح اشتغال در آن اقتصاد بالا یا نزدیک به بالاست.





این رقم میزانی از بیکاری اتفاقی و نیز اثرات افزایش سریع نیروی کار در چند دهه اخیر را توجیه می‌کند. افزایش نیروی کار نتیجه ورود نیروی کار بسیاری از زنان، کارگران جوان و مهاجران به ایالات متحد بوده است.

جدول ۶-۲ نرخ سالانه بیکاری شهری در ایالات متحد ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۱

سال	نرخ	سال	نرخ
۱۹۸۰	۷/۱	۱۹۸۶	۷/۰
۱۹۸۱	۷/۶	۱۹۸۷	۶/۲
۱۹۸۲	۹/۷	۱۹۸۸	۵/۵
۱۹۸۳	۹/۶	۱۹۸۹	۵/۳
۱۹۸۴	۷/۵	۱۹۹۰	۵/۵
۱۹۸۵	۷/۲	۱۹۹۱	۶/۷

مأخذ: Federal Reserve Bulletin, selected issues.

جدول ۶-۲ حاوی اطلاعاتی درباره بیکاری سالانه در ایالات متحد در دهه‌های اخیر است و نشان می‌دهد که در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ سطح اشتغال به نسبت بالا بوده است.

درک این نکته مهم است که سطح اشتغال بالا یکی از اهداف فدرال رزرو است، زیرا در برخی شرایط سیاست فدرال رزرو می‌تواند تأثیر غیرمستقیم بر سطح اشتغال بگذارد. وقتی اقتصاد عملکردی کند یا زیر ظرفیت خود دارد، افزایش عرضه پول می‌تواند گسترش اقتصادی و اشتغال پدید آرد، زیرا آن افزایش، نرخ بهره را پایین می‌آورد، سرمایه‌گذاری را تشویق می‌کند، مصرف را برمی‌انگیزد و مشاغل تازه ایجاد می‌کند. سیاست افزایش عرضه پول را اغلب «سیاست فراوانی پول»<sup>۱</sup> می‌نامند. بنابراین، سیاست فدرال رزرو راه را برای بانک‌ها هموار می‌کند تا ذخایر بیش‌تر به دست آرند و میزان وام‌دهی خود را بالا ببرند. اما زمانی که محصول (بازده) اقتصاد (با توجه به موجودی دارایی‌های مولد و جمعیت) نزدیک به ظرفیت کامل آن است، سیاست فراوانی پول ممکن است زیانبار باشد، زیرا ممکن است سبب انگیزش تورم و بالا رفتن نرخ بهره شود. سیاست‌گذاران اغلب ناچارند با این پرسش دشوار دست‌وپنجه نرم کنند که آیا

1. easy money policy

سیاست فراوانی پول می‌تواند رشد اقتصادی پدید آرد یا فقط آتش تورم را شعله‌ور می‌کند.

**رشد اقتصادی** سومین هدف فدرال رزرو است که ملازم با افزایش بازده کالاها و خدمات در اقتصاد می‌باشد. روشن است که این هدف رابطه نزدیکی با هدف اشتغال بالا دارد. هم‌چنان که می‌توان انتظار داشت، درباره نرخ دقیق رشد که سیاستگذاران باید به آن دست یابند توافقی وجود ندارد. نرخ رشد متناسب اقتصاد که با عناوین گوناگونی چون «رشد بادوام» و «رشد پیوسته» و «رشد عاقلانه» نامیده شده است، باید چندان اساسی باشد که برای نیروی کار فزاینده، اشتغال بالا ایجاد کند و در عین حال چندان زیاد نشود که سبب تورم گردد.

جدول ۶-۳ نرخ رشد در ایالات متحد را برحسب تغییرات سالانه در محصول ناخالص ملی (GDP) در سال‌های اخیر نشان می‌دهد. توجه کنید که رشد در طول سه سال منفی بوده، و در سال ۱۹۸۲ که محصول ناخالص ملی به میزان بیش از ۲٪ پایین آمد منفی بودن نرخ رشد بسیار چشمگیر شد. از سوی دیگر در طول پنج سال غیرمتوالی رشد از ۳٪ مثبت بیش‌تر شد و در ۱۹۸۴ از ۶٪ مثبت هم بالاتر رفت. جالب این‌که دوره رشد بزرگ سبب تورم شدید نشد (نگاه کنید به جدول ۶-۱).

جدول ۶-۳ رشد سالانه محصول ناخالص ملی در ایالات متحد ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۱  
یادآوری: نرخ درصد تغییرات در GDP، برحسب دلار ۱۹۸۷ است.

سال	نرخ رشد	سال	نرخ رشد
۱۹۸۰	-۰/۵۰	۱۹۸۶	۲/۹۱
۱۹۸۱	۱/۷۱	۱۹۸۷	۳/۰۸
۱۹۸۲	-۲/۱۵	۱۹۸۸	۳/۹۳
۱۹۸۳	۳/۸۹	۱۹۸۹	۲/۵۱
۱۹۸۴	۶/۱۹	۱۹۹۰	۰/۹۹
۱۹۸۵	۳/۱۶	۱۹۹۱	-۰/۷۴

مأخذ: Economic Report of the President, 1992.

بار دیگر، رشد اقتصادی از اهداف فدرال رزرو است از آن روی که عملیات آن می‌تواند بر سطح رشد اثر بگذارد. هم‌چنان که در مورد اشتغال اشاره کردیم،

سیاست‌هایی که سبب افزایش عرضه پول می‌شوند در برخی شرایط سودمند و در برخی شرایط زیانبارند، و این بستگی به عملکرد اقتصاد نسبت به ظرفیت آن دارد. هدف تثبیت نرخ بهره رابطه مستقیم با رشد و مسئولیت فدرال رزرو در برابر سلامت نظام مالی و بانکداری کشور دارد. جدول ۴-۶ متوسط سالانه نرخ بهره اسناد خزانه (اوراق بهادار کوتاه‌مدت) و اوراق قرضه خزانه (دارایی بلند مدت) را نشان می‌دهد. این جدول نشان می‌دهد که تغییرات نرخ بهره در اوایل و اواسط دهه ۱۹۸۰ بسیار نمایان بوده. این تغییرپذیری برای مؤسسات مالی نظیر بانک‌های تجاری و مؤسسات پس‌انداز در دسر آفرین بوده است.

جدول ۴ - ۶ نرخ بهره متوسط سالانه روی اسناد خزانه و اوراق قرضه ایالات متحده ۱۹۸۰-۱۹۹۱

سال	اسناد خزانه	اوراق قرضه	سال	اسناد خزانه	اوراق قرضه
۱۹۸۰	٪۱۱/۵۱	٪۱۱/۳۰	۱۹۸۶	٪۵/۹۷	٪۷/۸۰
۱۹۸۱	۱۴/۰۸	۱۳/۴۴	۱۹۸۷	۵/۸۲	۸/۵۹
۱۹۸۲	۱۰/۶۸	۱۲/۷۶	۱۹۸۸	۶/۶۸	۸/۹۶
۱۹۸۳	۸/۶۳	۱۱/۱۸	۱۹۸۹	۸/۱۲	۸/۴۵
۱۹۸۴	۹/۵۶	۱۲/۳۹	۱۹۹۰	۷/۵۱	۸/۶۱
۱۹۸۵	۷/۴۸	۱۰/۷۹	۱۹۹۱	۵/۴۲	۸/۱۴

توجه کنید که هدف، تثبیت نرخ بهره است نه جلوگیری از تغییرات آن. بدیهی است که نرخ بهره همراه با تغییر وضع اقتصاد بالا و پایین می‌رود. این حرکات نشانه خوبی برای پی بردن به تحولات اقتصاد است و اشتباه است اگر فدرال رزرو بکوشد تا از این تغییرات جلوگیری کند. اما فدرال رزرو می‌تواند با تعدیل اثرات تغییرات عمده نرخ بهره شرایط اقتصادی را بهبود بخشد. برخی موارد افزایش نرخ بهره ممکن است نشانه تحولات موقت بازگرداندنی باشد و فدرال رزرو می‌تواند با شیوه‌ای متناسب هرکدام از این موارد تغییر، چنان عمل کند که دامنه این افزایش‌ها را کوتاه‌تر کند.

**ثبات نرخ مبادله ارز خارجی** آخرین هدفی است که بررسی می‌کنیم. در سال‌های اخیر بازار ارز خارجی اهمیتی بسیار بیش‌تر از گذشته یافته، زیرا اقتصادهای جهان یکپارچه‌تر شده‌اند و نرخ مبادله ارز خارجی روزبه‌روز بیش‌تر بر بخش‌های بزرگی از

اقتصاد اثر می‌نهد. از آن‌جا که نرخ مبادله ارز از راه‌های گوناگون به سیاست‌های پولی کشورهای عمده وابسته شده است، فدرال رزرو وظیفه تثبیت نرخ مبادله ارز خارجی را پذیرفته است.

جدول ۶-۵ نشان می‌دهد که چگونه نرخ مبادله دلار آمریکا با مارک آلمان و ین ژاپن در دهه گذشته تغییر کرده است. (این جدول در عین حال نشان می‌دهد که از ۱۹۸۶ روند تغییرات در جهت ارزان‌تر شدن دلار بوده است.) به‌روشنی می‌بینیم که نرخ مبادله ارز در سال‌های اخیر کاملاً بی‌ثبات بوده است. در واقع نرخ‌ها از اوایل دهه ۱۹۷۰ یعنی از زمانی که نظام نرخ ثابت مبادله ناگهان کنار نهاده شد بی‌ثبات بوده است. نظام نرخ ثابت مبادله که «نظام برتن وودز<sup>۱</sup>» نیز نامیده می‌شود کم‌وبیش از ۱۹۴۵ یعنی از پایان جنگ جهانی دوم اعمال می‌شد. البته برخی نوسانات نرخ مبادله ارز بنابر دلایل منطقی اقتصادی روی داده و سیاست‌های پولی یک کشور نمی‌توانسته بر آن اثر بگذارد یا مهارش کند. نمونه‌ای از این دلایل تفاوت آشکار در سیاست‌های مالی دو کشور است. به‌طور کلی توجیهی اساسی برای بی‌ثباتی این نرخ میان مهم‌ترین ارزهای جهان این است که اقتصادهای عمده جهان نتوانسته‌اند سیاست‌های مالی و پولی خود را با هم هماهنگ کنند.

یکی از معایب عمده بی‌ثباتی نرخ مبادله ارز این است که تغییرپذیری قیمت ارزها، از تجارت بین‌المللی که سود فراوان برای همه کشورهای مشارکت‌کننده دارد، جلوگیری می‌کند. علاوه بر این، نرخ بالا و پایین مبادله دلار هر دو برای اقتصاد ایالات متحد زیانبار است. نرخ بالای مبادله (یعنی دلار «قوی» یا دلاری که برحسب ارز خارجی ارزش زیادی دارد) تقاضا برای کالاهای ساخت آمریکا را در خارج کاهش می‌دهد و باعث تشویق واردات کالاهای خارجی می‌شود، و نتیجه عدم توازن تجاری است. دلار «ضعیف» سبب تورم می‌شود، زیرا خریداران آمریکایی پول بیشتری برای کالاهایی که وارد می‌کنند می‌پردازند. بنا بر این دلایل، هدف فدرال رزرو در ثبات نرخ مبادله ارز اغلب به معنای این است که ارزش دلار را برحسب ارزهای خارجی عمده، در محدوده‌ای نگاه دارد که از دیدگاه سیاسی پذیرفتنی است و در عین حال برای تجارت خارجی به‌خصوص صادرات این کشور سودمند است.

1. Bretton Woods system

جدول ۵- ۶ متوسط نرخ مبادله سالانه دلار با مارک آلمان وین ژاپن ۱۹۸۰-۱۹۹۱

سال	دلار به یین	دلار به مارک	سال	دلار به یین	دلار به مارک
۱۹۸۰	۲۲۵/۶۷	۱/۸۲	۱۹۸۶	۱۶۸/۳۵	۲/۱۷
۱۹۸۱	۲۲۰/۱۱	۲/۲۵	۱۹۸۷	۱۴۴/۶۰	۱/۸۰
۱۹۸۲	۲۴۹/۰۶	۲/۴۳	۱۹۸۸	۱۲۸/۱۷	۱/۷۶
۱۹۸۳	۲۳۷/۵۵	۲/۵۵	۱۹۸۹	۱۳۸/۰۷	۱/۸۸
۱۹۸۴	۲۳۷/۴۵	۲/۸۵	۱۹۹۰	۱۴۵/۰۰	۱/۶۲
۱۹۸۵	۲۳۸/۴۷	۲/۹۴	۱۹۹۱	۱۳۴/۵۹	۱/۶۶

### تضاد سیاست‌ها و بده‌بستان میان آن‌ها

گزارش ما از اهداف پذیرفته‌شده سیاست پولی مشکل اساسی رهبری سیاست پولی را آشکار می‌کند. اهداف بسیارند اما توانایی فدرال رزرو به این موارد ساده محدود می‌شود: (۱) کوشش در افزایش نرخ رشد عرضه پول از طریق اعطای ذخایر بیشتر به بانکها، و (۲) کوشش به کاهش نرخ افزایش پول از طریق کاهش ذخایر نظام بانکی. در نتیجه گاه پیش می‌آید که یکی از اهداف مستلزم سیاستی پولی است که با هدف دیگر ناسازگار است. به سخن دیگر، سیاستی پولی که پیشروی به سوی یک هدف را میسر می‌کند ممکن است در عمل رسیدن به هدف دیگر را دشوار یا ناممکن کند.

برای مثال سیاست پول فراوان برای افزایش عرضه پول (یعنی انگیزش نرخ رشد بیش‌تر برای یک یا چند مجموعه پولی) شاید رشد پول را تشویق کند و نرخ بهره را پایین آورد، اما ممکن است در عین حال احتمال تورم را بیش‌تر کند، بر نرخ مبادله ارز اثر نامساعد گذارد و نرخ بهره را بالا ببرد. مثال دیگر در مورد ثبات سطح قیمت و مسئولیت فدرال رزرو در مورد سلامت سازمان‌های مالی است. فرض کنید هم‌زمان با تورمی شدید بسیاری از این سازمان‌ها بنا بر انتظاراتی که در دوره تورم منطقی می‌نماید سرمایه‌گذاری کرده، وام‌های زیادی به بنگاه‌های درگیر در معامله دارایی‌های واقعی<sup>۱</sup> داده‌اند. هم‌چنین فرض کنید که فدرال رزرو درمی‌یابد که لازم است گام‌هایی برای مهار کردن تورم موجود بردارد. در چنین موقعیتی سیاست تحدید پول که این هدف را تحقق می‌بخشد - یعنی سیاست کاهش نرخ افزایش عرضه پول - ممکن است به

1. real assets

این سازمان‌ها لطمه بزند، زیرا این سیاست ممکن است در عین حال بنیه مالی آن بنگاه‌ها را که از این سازمان‌های مالی وام گرفته‌اند، تضعیف کند.

اقتصاددانان اغلب این مشکل را چنین توصیف می‌کنند: سیاست فدرال رزرو به‌ناچار مستلزم بده‌بستان میان اهداف گوناگون آن است، که در زمان‌های مختلف هریک اهمیتی خاص می‌یابند، و این بستگی به وضع اقتصاد دارد. به سخن دیگر فدرال رزرو مثل هر سیاستگذار پولی دیگر، اهداف فراوان دارد اما در هر زمان بر هدفی تأکید می‌کند که بیش از اهداف دیگر در خطر پایمال شدن است.

### اهداف و مقاصد مختلف

مشکل دوم در اجرای سیاست پولی این است که فدرال رزرو هیچ نظارت مستقیمی بر اهدافی که مقصد نهایی سیاست‌های آن هستند ندارد. فدرال رزرو نمی‌تواند با هیچ‌یک از ابزار خود (عملیات بازار باز، نرخ تنزیل و نظایر آن) تأثیر مستقیم بر متغیرهای پیچیده‌ای چون قیمت کالاها و خدمات، میزان بیکاری، نرخ مبادله ارز و رشد محصول ناخالص داخلی بگذارد. چنان‌که در فصل پیش گفتیم فدرال رزرو نمی‌تواند تغییرات عرضه پول را به‌طور کامل تعیین کند. رشد عرضه پول تا حد زیادی به اولویت‌ها و انتظارات بانک‌ها، وام‌گیرندگان و مشتریان بی‌شمار وابسته است.

فدرال رزرو می‌کوشد با زنجیره‌ای از واکنش‌ها به اهداف خود برسد، و این زنجیره به ترتیب زمانی از این قرار است. فدرال رزرو نخست یک یا دو ابزار خود را به کار می‌گیرد تا بر آن‌چه «اهداف عملیاتی» می‌نامیم اثر بگذارد، و این اهداف آن متغیرهای پولی و مالی هستند که تغییرات آن‌ها تغییراتی در «اهداف واسطه» پدید می‌آورد. اهداف واسطه که شامل نرخ بهره و مجموعه‌های پولی می‌شوند، متغیرهایی هستند که رابطه قابل‌اعتمادی با متغیرهایی چون تولید یا اشتغال دارند که اهداف فدرال رزرو یا مقصد نهایی سیاست‌های آن هستند. بنابراین فدرال رزرو می‌کوشد تا حدی که می‌تواند به شیوه غیرمستقیم بر اهداف واسطه اثر بگذارد، یعنی از طریق کنترل اهداف عملیاتی. بدین‌سان نفوذ فدرال رزرو بر متغیرهایی که اهداف آن به‌شمار می‌روند کاملاً غیرمستقیم است و به رابطه میان اهداف و مقاصد گوناگون بستگی دارد.

هرچند اقتصاددانان سال‌ها درباره ماهیت اهداف متناسب عملیاتی و واسطه بحث و جدل داشته‌اند، هیچ اختلافی بر سر مهم‌ترین ویژگی‌های هدف متناسب عملیاتی یا واسطه وجود ندارد.<sup>۱</sup> نخستین ویژگی رابطه است. هدف عملیاتی باید ارتباط

۱. بحث درباره ویژگی‌های ضروری این اهداف در مأخذ زیر آمده:

قابل پیش‌بینی با هدف واسطه داشته باشد، و این هدف واسطه باید در نهایت به شیوه‌ای سازگار با مقاصد فدرال رزرو بر اقتصاد اثر بگذارد. ویژگی دوم **مشهود بودن** است. هدف عملیاتی و هدف واسطه هر دو باید متغیرهایی اقتصادی باشند که به‌آسانی و به‌گونه‌ای منظم قابل مشاهده‌اند، به‌نحوی که فدرال رزرو بتواند موفقیت خود در تأثیرگذاری بر سطح یا میزان تغییر آن‌ها را ارزیابی کند. ویژگی سوم و آخر، **حساسیت** است، یعنی هدف عملیاتی برای آن‌که در مقام متغیر عمل کند باید با سرعت و به شیوه‌ای پیش‌بینی‌شده در برابر کاربرد یک یا چند ابزار فدرال رزرو واکنش نشان دهد، و هدف واسطه مناسب آن است که به شیوه‌ای پیش‌بینی‌شده و در زمان کوتاه منطقی، در برابر تغییرات هدف عملیاتی واکنش نشان دهد.

### گزینش هدف عملیاتی

در برخی کشورها یک نرخ مبادله ارز خارجی عمده می‌تواند نقش هدف عملیاتی را داشته باشد. اگرچه فدرال رزرو در ده سال اخیر به اهمیت تحولات ارز خارجی پی برده، هنوز از نرخ مبادله دلار با هر ارز خارجی به‌عنوان هدف عملیاتی استفاده نکرده است. در عوض سیاست پولی فدرال رزرو مستقیماً نرخ بهره کوتاه‌مدت یا برخی معیارهای ذخایر بانکی را هدف قرار داده است.

نکته‌ای مهم درباره هدف عملیاتی این است که فدرال رزرو ناچار است یا نرخ بهره کوتاه‌مدت یا سطح برخی ذخایر را برگزیند و گزینش دو نوع متغیر به‌عنوان هدف برای آن ممکن نیست<sup>۱</sup>. برای درک این نکته که چرا فدرال رزرو ناچار به گزینش است باید مروری داشته باشیم بر امکاناتی که ابزار این بانک در اختیارش می‌گذارند. آن ابزارها -خواه ابزار ثانویه مثل وام تنزیلی و نظارت بر ذخیره قانونی باشند و خواه ابزار اولیه مثل عملیات بازار باز- صرفاً این امکان را به فدرال رزرو می‌دهند که سطح ذخایر در نظام بانکی را تغییر دهد. روشن است که تغییر ذخایر، نرخ بهره کوتاه‌مدت را هم تغییر می‌دهد، زیرا این نرخ در بازار میان بانک‌ها و برای ذخایر اضافی تعیین می‌شود. در

<sup>۱</sup> M. Friedman, "Targets and Instruments of Monetary Policy," Chapter 22 in Benjamin M. Friedman and Frank H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics* (Amsterdam: North-Holland, 1990).

1. William Poole, "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics* (1970), pp. 197-216.

بیش تر موارد تغییر ذخایر رابطه‌ای منفی با نرخ بهره دارد، یعنی آن‌گاه که فدرال رزرو عرضه پول را بیش تر می‌کند و بانک‌ها امکان بیش تر برای وام دادن و خرید سایر دارایی‌ها می‌یابند، نرخ بهره کوتاه‌مدت پایین می‌آید، و آن‌گاه که فدرال رزرو ذخایر را بیرون می‌کشد و از امکان وام‌دهی بانک‌ها می‌کاهد، نرخ بهره کوتاه‌مدت بالا می‌رود.

به علت همین رابطه معکوس، شاید چنین به نظر رسد که فدرال رزرو می‌تواند هریک از این متغیرها را هدف بگیرد و هریک از آن‌ها را همزمان هدف تعیین کند. اما در واقع این کار شدنی نیست. دلیلش هم این است که فدرال رزرو نمی‌تواند از تقاضای عمومی برای پول که کل تقاضا برای نگاهداری بخشی از ثروت به صورت موجودی نقدی از جمله سپرده‌های بانکی است آگاه باشد یا آن را پیش‌بینی کند. تمایل مردم به نگاهداری پول به عوامل بسیار خاصه اولویت‌ها و پیش‌بینی ایشان در مورد درآمد آینده و تورم قیمت بستگی دارد، و تغییرات نامنتظر در هریک از این عوامل می‌تواند تمایل مردم به نگاهداری پول را تا حد زیادی تغییر دهد. بنابراین، فدرال رزرو نمی‌تواند با اطمینان بگوید هر تغییری در ذخایر تا چه حد بر نرخ بهره کوتاه‌مدت اثر می‌کند. بدون آگاهی از این‌که نرخ بهره به ازای تغییر ذخیره چه تغییری خواهد کرد، فدرال رزرو نمی‌تواند همزمان هم نرخ بهره و هم سطح ذخایر را تعیین کند.

پس فدرال رزرو برای انتخاب هدف عملیاتی خود تصمیم می‌گیرد متغیر دیگر را به حال خود بگذارد تا در پاسخ به تغییر تقاضای مردم برای پول نوسان کند. زمانی که هدف نرخ بهره است، فدرال رزرو باید آن‌گاه که می‌کوشد نرخ بهره را در سطحی ثابت نگاه دارد یا انتقال آن به سطحی جدید (بالا تر یا پایین تر) را ملایم تر کند، باید اجازه دهد میزان رشد ذخایر متغیر باشد. آن‌گاه که مجموعه‌ای از ذخایر هدف قرار گرفته، فدرال رزرو ناچار است اجازه دهد نرخ بهره تغییراتی اساسی داشته باشد، تا بتواند سطح ذخایر را به آن حدی که سیاست فدرال رزرو تعیین کرده برساند. البته فدرال رزرو می‌تواند گاه‌به‌گاه هدف خود را تغییر دهد تا بتواند در عین حال که بر هدفی تمرکز کرده، آن متغیری را که دچار نوسان است نیز مهار کند. اما هر اندازه هم که فدرال رزرو هدف‌های خود را تغییر دهد، این اصل برقرار است که این بانک نمی‌تواند در یک زمان هم نرخ بهره و هم ذخایر را هدف قرار دهد.

### گزینش هدف واسطه

مشهورترین هدف واسطه عرضه پول است که با یکی از مجموعه‌های پولی جامع که



در فصل پیش شرح دادیم، اندازه‌گیری می‌شود. در دهه ۱۹۷۰ بسیاری از کشورها این روش را آغاز کردند که نرخ رشد یک یا چند مجموعه را هدف قرار دهند. سیاست آن‌ها، دست‌کم به‌گونه‌ای که اعلام کردند، این بود که ذخایر را با آهنگی عرضه کنند که به یک نرخ گزیده برای رشد مجموعه‌های پولی منتهی شود. فکری که در پشت این سیاست نهفته بود این بود که اهداف فعالیت بانک مرکزی رشد، قیمت‌های ثابت، و نظایر آن در صورتی تحقق می‌یابد که عرضه پول به نحوی شناخته‌شده و ثابت رشد کند. با گذشت زمان اهداف واسطه دیگر نیز مشخص شد که عبارتند از نرخ مبادله ارز، سطح محصول ملی (مثل محصول ناخالص ملی) و سطح تورم واقعی یا مورد انتظار<sup>۱</sup>. علاوه بر این، آرایش نرخ‌های بهره ساز جمله نرخ در دسترس مشتریان و سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند در مقام متغیر هدف عمل کند. پیش از این گفتیم که مهم‌ترین ویژگی هدف واسطه این است که قابل مشاهده باشد. بدیهی است که برخی از این اهداف احتمالی که نام بردیم این ویژگی را ندارند. برای مثال، اطلاعات ما درباره محصول ناخالص ملی (GNP) اغلب فصلی است، دیگر آن‌که معیارهای تورم واقعی یا مورد انتظار ممکن است بسیار مورد اختلاف باشد<sup>۲</sup>. به این دلیل، محتمل‌ترین و مناسب‌ترین اهداف واسطه بدین قرارند: مجموعه‌های پولی (که با دقت بیشتر و به نوبت‌های بیشتر اندازه‌گیری می‌شوند) و نرخ‌های مبادله ارزهای عمده و نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت مهم.

### نگاهی به سیاست اخیر فدرال رزرو در مورد ذخایر

هدف گرفتن نرخ بهره وجوه فدرال از ۱۹۷۰ تا ۱۹۷۹. در بخش عمده‌ای از دهه ۱۹۷۰ فدرال رزرو نرخ بهره وجوه فدرال را یا تنها هدف و یا از مهم‌ترین اهداف عملیاتی خود قرار داد. به یاد آورید که وجوه فدرال آن ذخایر اضافی هستند که بانک‌های تجاری و سایر مؤسسات سپرده‌پذیر به صورت سپرده در نظام ذخیره فدرال نگاه می‌دارند و آن را در دوره‌های کوتاه‌مدت، خاصه یک‌شبه به یکدیگر وام می‌دهند. نرخ بهره این وام‌های بین بانک‌ها نرخ بهره وجوه فدرال است و این شاخص خوبی برای تعیین موجودی وام‌دانی نظام بانکی است. زمانی که بانک‌ها وجوه زیاد و ظرفیت وام‌دهی بالایی دارند، این نرخ بهره پایین است و زمانی بالا می‌رود که نظام بانکی مجموعه ذخایر مشترک خود را تا آن حد بیرون کشیده که به سطح ذخایر قانونی رسیده است. باید یادآور شویم که نرخ بهره وجوه فدرال آن ویژگی‌های یاد شده در بالای ضروری برای هدف

1. Bernanke and Mishkin, *op. cit.*, p. 41.

2. Friedman, *op. cit.*, p. 1203.

عملیاتی را داراست، یعنی کاملاً قابل مشاهده و پیوسته در دسترس است، زیرا بازار وجوه فدرال گسترده و فعال است.

فدرال رزرو با فعالیت خود در بازار باز، نرخ بهره وجوه فدرال رزرو را هدف قرار می‌دهد. چنان‌که پیش از این اشاره کردیم هدف عملیاتی خوب آن است که فدرال رزرو بتواند بر سطح آن و بر تغییرات آن به خوبی نظارت داشته باشد. اگر قرار بود نرخ بهره تا حدی بالا برود که فدرال رزرو آن را برای رشد اقتصادی و اشتغال کامل سودمند می‌دانست، فدرال رزرو به خرید در بازار باز می‌پرداخت و ذخایری به درون نظام بانکی تزریق می‌کرد. افزایش ذخایر نظام بانکی از طریق عملکرد تقاضا و عرضه معمولاً به کاهش نرخ بهره وجوه فدرال می‌انجامد، زیرا بسیاری از بانکها برای رسیدن به حد ذخیره قانونی وجوه کم‌تری وام می‌گیرند. اگر این نرخ بهره بیش از حد پایین می‌آمد، فدرال رزرو به فروش اوراق بهادار دست می‌زد و از این طریق رشد کل ذخایر نظام بانکی را کاهش می‌داد. این عمل باعث بالا رفتن نرخ بهره وجوه فدرال رزرو شد. علاوه بر این فدرال رزرو از عملیات بازار باز استفاده کرده تا از این طریق اثرات انتقال سطح نرخ بهره وجوه فدرال را از سطحی به سطح دیگر، که در نتیجه تغییر وضع اقتصاد پیش می‌آمده، ملایم‌تر کند.

دلیل هدف گرفتن نرخ بهره وجوه فدرال این اعتقاد است که تغییرات این نرخ در طول زمان بر سطح فعالیت اقتصادی اثر می‌گذارد. (به یاد آورید که رابطه نیز یکی از ویژگی‌های اصلی هدف عملیاتی مناسب است.) این بدان معنی است که اگر مصرف‌کنندگان، سرمایه‌گذاران و بانکداران معتقد باشند که تغییر مشخص در نرخ بهره وجوه فدرال چیزی دائمی است و نشانه تغییر سیاست فدرال رزرو است، چنین تغییری ممکن است از طریق نظام پولی و بانکی بازتاب بیابد و در نتیجه آن، تغییری در سطح فعالیت اقتصادی پدید آید. به‌طور کلی باید گفت این برداشت از سیاست پولی ملازم با نظریه اقتصادی کینز است که از ادی عمل‌زیادی در رهبری سیاست پولی به‌فدرال رزرو می‌دهد. از دیدگاه کینز، تصمیم فدرال رزرو برای کاهش نرخ بهره وجوه فدرال از طریق افزایش ذخایر اضافی نظام بانکی باید این پی‌آمدها را داشته باشد. بانکها که نخستین واحدهای اقتصادی هستند که از این سیاست متأثر می‌شوند، ذخایر بیش‌تری خواهند داشت و بازده آن‌ها از وام دادن در بازار وجوه فدرال کم‌تر خواهد شد. در نتیجه بانکها هزینه وام دادن به مؤسسات اقتصادی مشتریان را کاهش می‌دهند و بازده (اگر وجود داشته باشد) سرمایه‌گذاران از سپرده‌های کوتاه‌مدت را نیز پایین خواهند آورد. در این حالت

سرمایه‌گذاران، با بازده کم‌تر دارایی‌های کوتاه‌مدت مثل اسناد خزانه و گواهی‌های سپرده روبه‌رو خواهند شد. به‌علت این بازده کم‌تر، سرمایه‌گذاران دارایی‌های خود را از اوراق بهادار کوتاه‌مدت به بلندمدت تغییر می‌دهند و بدین ترتیب قیمت این اوراق را بالا می‌برند و ثروت سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار مالی را افزایش می‌دهند. کاهش هزینه عمومی تأمین وجوه، بنگاه‌ها را تشویق به گسترش می‌کند و محصول آن‌ها را افزایش می‌دهد. مشتریان که هزینه وام گرفتن را پایین می‌بینند، تقاضای خود را برای خریدهای کلان‌تر بالاتر می‌برند.

بنابراین برداشت از اقتصاد، تنزل نرخ بهره و وجوه فدرال باید به سطح بالاتر محصول و اشتغال در کل اقتصاد منتهی شود. روشن است که اگر فدرال رزرو بخواهد نرخ بهره و وجوه فدرال را بالا ببرد و با استفاده از فروش در بازار باز ذخیره اضافی نظام بانکی را کاهش دهد، افزایش بعدی در نرخ بهره از رشد فعالیت اقتصادی جلوگیری خواهد کرد. پس از جنبه‌ای مهم، آرایش نرخ بهره کوتاه‌مدت در حکم هدف واسطه (یا یکی از اهداف واسطه) در این برداشت از سیاست پولی است.

در این جا هشدار می‌دهیم. اقتصاددانان کینزی معتقدند کاهش نرخ‌های هدف قرار گرفته، می‌تواند رشته‌ای از رویدادهای توصیف‌شده در بالا را در پی داشته باشد، تنها در صورتی که اقتصاد در سطحی پایین‌تر از ظرفیت و اشتغال کامل عمل کند. اگر اقتصاد در حد اشتغال کامل عمل کند، این اقدامات فدرال رزرو فقط به افزایش قیمت‌ها (یعنی تورم) و افزایش نرخ بهره خواهد انجامید.

**تجربه‌ای در زمینه سیاست پولی ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۲.** یکی از پی‌آمدهای تاریخی سیاست عرضه ذخیره‌ها با توجه به تغییرات نرخ بهره و وجوه فدرال این بود که فدرال رزرو به رفتار سطح ذخیره‌ها یا پایه پولی و دیگر مجموعه‌های پولی که به‌گونه‌ای ناموزون افزایش می‌یافتند، توجهی نداشت. در دهه ۱۹۷۰ موارد بسیار پیش آمد که در آن‌ها نرخ بهره در مسیر افزایش بود، و این تا حدی به سبب بحران قیمت نفت و تورم ناشی از آن بود. فدرال رزرو با افزایش ذخایر در برابر افزایش نرخ بهره واکنش نشان داد و در عین حال کوشید از بالا رفتن نرخ بهره به سطحی بیش از حد بالا جلوگیری کند. افزایش مجموعه‌های پولی خاصه از ۱۹۷۵ تا ۱۹۷۸ بسیار سریع بود و این افزایش (همراه با بحران نفت) به تورمی جدی و کاهش ارزش دلار انجامید. برای مثال در ۱۹۷۹ نرخ تورم بیش از ۱۰ درصد شد و ارزش دلار برحسب مارک آلمان بین ۱۹۷۵ و ۱۹۷۹ نزدیک به ۳۰٪ کاهش یافت.



در اکتبر ۱۹۷۹ در پاسخ‌گویی به تورم، رییس فدرال رزرو پل والکر<sup>۱</sup> سیاست جدیدی اعلام کرد. از آن پس فدرال رزرو ذخایر غیراستقراضی<sup>۲</sup> نظام بانکی را هدف قرار می‌داد و این ذخایر معادل بود با کل ذخایر منهای ذخایری که پس از وام گرفتن بانک‌ها از طریق امکانات تنزیل فدرال رزرو ایجاد می‌شد. سطح ذخایر غیراستقراضی به اندازه نرخ بهره و جوه فدرال ویژگی‌های یک هدف عملیاتی مناسب را داراست. علاوه بر این، فدرال رزرو اعلام کرد که مقصودش از هدف قرار دادن ذخایر غیراستقراضی، کنترل نرخ رشد عرضه پول است که با مجموعه‌های پولی سنجیده می‌شود.

این تغییر سیاست را بسیاری از صاحب‌نظران، پیروزی نظریه پول‌گرایی به‌شمار آوردند که هوادار رشد یکنواخت و پیش‌بینی‌پذیر ذخایر و پایه پولی است. پول‌گرایان مدعی‌اند سیاستی که مبتنی بر اصول شناخته‌شده رشد مجموعه‌های پولی عمده باشد، ثبات سطح قیمت را دوام می‌بخشد و چنین ثباتی سبب رشد اقتصادی بلندمدت و افزایش اشتغال می‌شود. علاوه بر این، پول‌گرایان از دیرباز این سیاست «صلاح‌دیدی» را که فدرال رزرو نرخ رشد ذخایر یا مجموعه‌های پولی را تغییر می‌دهد تا به تعدیلات کوتاه‌مدت در نرخ بهره یا سطح فعالیت اقتصادی دست یابد، آماج انتقاد کرده‌اند. پول‌گرایان معتقدند «وقفه طولانی و متغیر» میان آغاز یک سیاست و اثرات نهایی آن بر اقتصاد این‌گونه تعدیلات را غیرعقلانه و بالقوه خطرناک می‌کند. این مناقشه درباره بهترین شیوه رهبری سیاست پولی به مجادله «صلاح‌دید در برابر اصول» معروف شده است.

سیاست جدید فدرال رزرو را می‌توان سیاستی به‌شمار آورد که در آن مجموعه‌های پولی «اهداف واسطه» و مقدار ذخایر غیراستقراضی نظام بانکی «هدف عملیاتی» شده‌اند. فدرال رزرو از طریق عملیات بازار باز قدرت نظارت زیادی بر این هدف عملیاتی دارد. تغییرات در این هدف نیز به‌نوبه خود انتظار می‌رود که تغییرات قابل‌پیش‌بینی در سطح اهداف واسطه یا مجموعه‌های پولی پدید آورد. ضریب فزاینده پول که در فصل گذشته معرفی کردیم رابطه میان ذخایر و مجموعه‌های پولی است. پول‌گرایان معتقدند ضریب فزاینده پول اصولاً ثابت است، بنابراین رابطه میان ذخیره‌ها و مجموعه‌های پولی را قاعدتاً می‌توان تشخیص داد. بنابراین سیاست مناسب آن است که ذخایر را (از طریق عملیات بازار باز) با آهنگ یکنواخت

1. Paul Volcker

2. nonborrowed reserves

فراهم کنیم که به نرخ ثابت و معقول رشد مجموعه‌های پولی منتهی شود. تغییرات نرخ بهره که ممکن است نتیجه تغییر تقاضای پول باشد (چیزی که از دیدگاه پول‌گرایان به ندرت و در حدی ناچیز پیش می‌آید) نباید بگذاریم بر سیاست مربوط به ذخایر اثر بگذارد.

اگر از دیدگاه فنی سخن بگوییم، فدرال رزرو در سراسر دهه ۱۹۷۰ مدعی بوده که برخی مجموعه‌های پولی به خصوص  $M_1$  و  $M_2$  را هدف گرفته و پیوسته محدوده این اهداف و مسیر رشد مورد انتظار برای مجموعه‌های پولی را منتشر کرده است. پافشاری فدرال رزرو بر این سیاست مورد انتقاد بود، زیرا داده‌های موجود همواره نشان می‌داد که مجموعه‌های پولی با نرخ بسیار سریع‌تر از آنچه فدرال رزرو مناسب می‌دانست رشد کرده‌اند. فدرال رزرو آن‌گاه که با این نرخ رشد بالا روبه‌رو می‌شد، فقط رشد برنامه‌ریزی شده خود را در مسیر تصاعدی تعدیل می‌کرد. اظهارات والکر در سال ۱۹۷۹ گویای این نکته بود که فدرال رزرو سرانجام توجهی جدی به رشد مجموعه‌های پولی روا خواهد داشت. در واقع نرخ رشد عرضه پول در آن سال بسیار کم‌تر از نرخ رشد کلی در دهه ۱۹۷۰ بود. هم‌چنین سیاست جدید نشان می‌داد که فدرال رزرو از آن پس اجازه خواهد داد نرخ بهره (خاصه نرخ کوتاه‌مدت) بسیار آزادتر نوسان کند. در واقع، در اواخر سال ۱۹۷۹ و در اوایل دهه ۱۹۸۰ نرخ اغلب سرسیدها به بالاترین سطح در طول صد سال رسیده بود و دچار تغییراتی شده بود که به دگرگونی‌های اساسی در مؤسسات و بازارهای مالی انجامید.

**بازگشت به نرخ بهره و جوه فدرال، ۱۹۸۳ تا ۱۹۹۱.** پای‌بندی فدرال رزرو به سیاست مجموعه‌های پولی دیری نپایید<sup>۱</sup>. تا سال ۱۹۸۲ سیاست مالی انقباضی یکی از بدترین تورم‌ها را فرونشاندن بود که احتمال می‌رفت در حد پایین به ۳٪ تا ۴٪ برسد. آن‌گاه سیاستگذاران با چشم‌انداز وضعیت ضدتورمی و افزایش بیکاری روبه‌رو شدند که در سال ۱۹۸۲ به حدود ۱۰٪ رسید. در اواخر سال ۱۹۸۲ فدرال رزرو دیگر بار اجازه داد مجموعه‌های پولی با شتابی بیشتر رشد کنند. نرخ بهره پایین آمد، اشتغال بالا رفت، و رشد اقتصادی از سر گرفته شد.

در سال ۱۹۸۳ فدرال رزرو سیاست جدیدی پیش گرفت. این بار هدف اعلام شده

1. Franco Modigliani, "The Monetarist Controversy Revisited," *Contemporary Policy Issues* (October 1988), pp. 3-18.

ذخایر استقراضی بود، یعنی آن وجوهی که بانکها از طریق امکانات تنزیل از فدرال رزرو وام می‌گیرند. باید دانست که سطح ذخایر استقراضی رابطه نزدیک و مثبت با تفاوت میان نرخ بهره و جوه فدرال و نرخ تنزیل (هزینه وام گرفتن از امکانات تنزیل که فدرال رزرو به ندرت آن را تغییر می‌دهد) دارد. زمانی که نرخ بهره و جوه فدرال نسبت به نرخ تنزیل بالا می‌رود، با ثابت بودن دیگر عوامل، سطح ذخایر استقراضی بالا می‌رود، زیرا احتمال بیش‌تر دارد که بانکها به جای وام گرفتن ذخیره از سایر بانکها، از فدرال رزرو وام بگیرند. پس هدف گرفتن ذخایر استقراضی معادل با هدف گرفتن نرخ بهره و جوه فدرال است.

سیاست فدرال رزرو که از ۱۹۸۳ آغاز شد این بود که رشد ذخایر استقراضی را در طیفی مشخص شده نگاه دارد. در نتیجه زمانی که ذخایر استقراضی بالا می‌رفت فدرال رزرو از طریق خرید در بازار باز، ذخایر را ایجاد می‌کرد. با این سیاست فدرال رزرو بار دیگر توانست به‌گونه‌ای مؤثر نرخ بهره و جوه فدرال را هدف گیرد و در عین حال از تغییرات مجموعه‌های پولی چشم‌پوشد. در سال ۱۹۸۷ فدرال رزرو واقعیت را پذیرفت و از این‌که رشد  $M_1$  را هدف گیرد دست برداشت و به‌گونه‌ای اساسی طیف‌های پذیرفتنی رشد را به مجموعه‌های بزرگ‌تر مثل  $M_2$  و  $M_3$  گسترش داد. از ۱۹۸۳ تا اوایل دهه ۱۹۹۰ هدف عملیاتی عمده فدرال رزرو سطح نرخ بهره و جوه فدرال بود. در واقع، در اواخر سال ۱۹۹۱ فدرال رزرو در تلاشی اعلام‌شده برای تحرک بخشیدن به اقتصاد، نرخ بهره کوتاه‌مدت را بسیار پایین آورد.

**تحولات نیمه دهه ۱۹۸۰.** اما در نیمه دهه ۱۹۸۰ دو تحوّل قابل‌توجه روی داد. نخست این بود که فدرال رزرو رسماً اعلام کرد که ناچار است به سطح و ثبات نرخ مبادله دلار با ارزهای خارجی توجه کند. جدول ۶-۵ نشان‌دهنده تقویت شدید ارزش دلار در اوایل دهه ۱۹۸۰ است که سبب گرانی صادرات امریکا شد. در سال ۱۹۸۵ فدرال رزرو سیاست پولی انبساطی (یعنی سیاست افزایش مجموعه‌ها) را پیش گرفت که باعث پایین آمدن ارزش دلار شد. در سپتامبر سال ۱۹۸۵ ایالات متحد (با حمایت فدرال رزرو) به موافقت‌نامه پلازا<sup>۱</sup> پیوست که طرحی برای هماهنگ کردن سیاست‌های پولی بین ایالات متحد، انگلستان، فرانسه، آلمان غربی و ژاپن بود. (پیمان لوور در سال ۱۹۸۷ تلاشی دیگر در راه این هماهنگی بود.) نتیجه این اقدامات کاهش سریع ارزش دلار بود

1. Plaza Agreement

(رک. جدول ۶-۵) و فدرال رزرو در ۱۹۸۷ کوشید آن را ثابت بخشد. پس، از یک لحاظ، نرخ مبادله دلار رفته‌رفته به صورت یک هدف واسطه فدرال رزرو عمل می‌کرد. تحول دوم، سقوط بهت‌آور قیمت سهام در سراسر جهان در اکتبر ۱۹۸۷ بود. واکنش فدرال رزرو در برابر این بحران فراهم کردن نقدینگی لازم بود. سقوط قیمت‌ها هم‌چنین، نیاز به ثابت در بازارهای مالی را پیش آورد و فدرال رزرو از آن پس این مسئله را یکی از اهداف عمده خود قرار داد.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. فدرال رزرو اهداف فراوان و پیچیده‌ای دارد که با وضع کلی اقتصاد رابطه دارند، و عبارتند از ثبات قیمت‌ها، اشتغال بالا، رشد اقتصادی، ثبات نرخ بهره و ثبات ارزش دلار نسبت به ارزهای خارجی.
۲. سیاست‌هایی که به تحقق یک هدف کمک می‌کنند ممکن است مانعی در راه تحقق هدف دیگر شوند.
۳. فدرال رزرو قادر نیست اهداف خود را مستقیماً برآورده کند. پس ناچار است از طریق اهداف عملیاتی دست به عمل بزند، یعنی اهدافی که می‌تواند بر آنها اثر بگذارد و این اهداف به‌نوبه خود تأثیری قابل‌پیش‌بینی بر اهداف واسطه و کل اقتصاد دارند.
۴. اهداف عملیاتی فدرال رزرو عبارتند از نرخ بهره و جوه فدرال و سطوح مختلف ذخایر نظام بانکی؛ ابزار اصلی فدرال رزرو عملیات بازار باز بوده است.
۵. اهداف واسطه ممکن است شامل مجموعه‌های پولی، نرخ بهره یا نرخ مبادله ارزهای خارجی باشند.
۶. پیروان مکتب کینز سیاست پولی در پیش می‌گیرند که بیش از هر چیز نرخ بهره کوتاه‌مدت را هدف می‌گیرد.
۷. پول‌گرایان هوادار آن سیاست پولی هستند که ذخایر را هدف می‌گیرد تا به رشدی یکنواخت در مجموعه‌های پولی برسد.
۸. فدرال رزرو در بیست سال گذشته اهداف خود را بارها تغییر داده است.

## اهداف و مقاصد سیاست پولی در سایر اقتصادها



نظام مالی آلمان، ژاپن و انگلستان اهدافی مشابه اهداف سیاست پولی ایالات متحد دارند که از آن جمله است ثبات قیمت‌ها، رشد و اشتغال. علاوه بر این، این نظام‌ها برای اعمال سیاست پولی خود از ابزاری کم‌وبیش مشابه استفاده می‌کنند، یعنی نوعی عملیات بازار باز، کنترل زیاد بر ذخایر غیراستقراسی (غیر از انگلستان که کنترل محدود و غیرمستقیم دارد) و وام به بانک‌ها. اما درگزینه‌های اهداف سیاست و مجموعه‌های پولی مورد نظر، این نظام‌ها روش‌هایی متفاوت با ایالات متحد پیش گرفته‌اند.

### آلمان

برای مدت کم‌وبیش چهل سال اهداف سیاست پولی آلمان اشتغال بالا، تورم حداقل و نرخ مبادله مارک به‌نحوی که صادرات را تشویق کند بوده است. از نیمه دهه ۱۹۷۰ اهداف واسطه بانک مرکزی مجموعه‌های پولی بوده است. مجموعه پولی مهم در دهه ۱۹۷۰ و بخش عمده دهه ۱۹۸۰ پول بانک مرکزی بوده که عبارت است از پول رایج در گردش و ذخایر قانونی برای سپرده‌های ساکنان آلمان. بانک مرکزی اهداف سالانه و محدوده‌هایی برای رشد این مجموعه پولی تعیین کرده و مواظب است که این مجموعه بتواند به این اهداف و محدوده‌ها دست یابد. در اواخر دهه ۱۹۸۰، بانک مرکزی آلمان تا حدی نگران تغییرپذیری اخیر پول بانک مرکزی شد و آن را با M۳ باثبات‌تر عوض کرد که عبارت است از کل پول در گردش، سپرده‌های دیداری و سپرده‌های مدت‌دار. بانک مرکزی به‌گونه‌ای منظم مسیر رشد هدف‌گرفته برای این مجموعه پولی را اعلام می‌کند و بادقت نگران ارزش آن است.

سالیان بسیار ابزار سیاست پولی، وام دادن بانک مرکزی به بانک‌های تجاری، یا به نرخ تنزیل یا به نرخ لمبارد (یعنی نرخ بهره بانک مرکزی برای وام‌های کوتاه‌مدت که بانک‌ها برای رسیدن به حد ذخیره قانونی می‌گیرند) بوده است. اما در اواخر دهه ۱۹۸۰ بانک مرکزی رفته‌رفته اتکای خود به تأثیرگذاری بر ذخایر بانکی از طریق عملیات بازار باز را بیشتر کرد؛ طرف دیگر این عملیات بانک‌ها بودند. معامله استاندارد توافق‌نامه بازخرید بوده که وثیقه آن اوراق بهادار دولتی با سررسید چهار تا پنج هفته بوده



است.<sup>۱</sup> بانک مرکزی منحصراً با معامله با بانک‌ها می‌تواند بر کل ذخایر نظارت کند. همچنین بانک مرکزی این معاملات را با نرخ (نرخ بازخرید) انجام می‌دهد که بازتابی از برآورد این بانک از آن سطح نرخ بازار پول است که رشدی مناسب برای مجموعه‌های پولی به همراه می‌آورد.

### ژاپن

از اوایل دهه ۱۹۷۰، بانک ژاپن (BOJ) اهداف عمده سیاست پولی خود را ثبات قیمت‌ها و اشتغال بالا و همچنین ثبات نرخ مبادله ارز اعلام کرده است. روش‌های رسیدن به این اهداف در طول ۲۰ سال گذشته تغییر بسیار کرده، زیرا نظام مالی ژاپن در این مدت دگرگونی‌های اساسی داشته است. در آغاز دهه ۱۹۷۰ نظام بانکی ساختارمند، نظاممند و تا حدودی محدود شد. در آن زمان بانک ژاپن عرضه اعتبار به بانک‌ها و شرکت‌ها را زیر نظر داشت و این عرضه مهم‌ترین هدف عملیاتی آن بود.

تورم شدید سال ۱۹۷۳ و آزادسازی بسیاری از سیستم‌های اقتصادی سبب شد بانک رشد دو مجموعه پولی عمده خاصه  $M_2$  و بعدها  $M_2 +$  سطح سپرده‌های بزرگ را هدف قرار دهد.<sup>۲</sup> در واقع این مجموعه‌ها بدل به اهداف واسطه شدند و بانک ژاپن می‌کوشید از طریق تأثیر نهادن بر نرخ بهره کوتاه‌مدت آن‌ها را کنترل کند. بنا بر گزارش برنانک و میشیکین، ژاپن در نظارت بر این رشد تا حد زیادی موفق بود و ژاپن در دهه ۱۹۸۰ تورم ناچیزی داشت.<sup>۳</sup>

در اواخر دهه ۱۹۷۰ و اوایل دهه ۱۹۸۰، رشد بازار اوراق کوتاه‌مدت دولتی و دیگر اوراق بازارهای پولی به بانک ژاپن امکان داد نرخ بهره کوتاه‌مدت را هدف قرار دهد. هدف‌های برگزیده نرخ‌های بهره دارایی‌های با سررسید یک ماه تا سه ماه بودند. یک نرخ، نرخ وام عندالمطالبه بین بانکی است که در واقع نرخ بهره وام ذخایر اضافی میان بانک‌های تجاری است. دیگر نرخ تنزیل است که نرخ تنزیل اوراق بهادار مورد معامله میان بانک‌هاست. بانک ژاپن کوشید با اداره جریان ذخایر ورودی به درون نظام بانکی بر

1. D.S. Batten, M.P. Blackwell, I.S. Kim, S.E. Nocera, and Y. Oseki, *The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries*, Occasional Paper No. 70, International Monetary Fund, Washington, July 1990, p. 12.

2. *Ibid.*, p. 16.

3. Bernanke and Mishkin, *op. cit.*, p. 17.

این نرخ‌ها اثر بگذارد. بانک مرکزی اگر خواهان افزایش این نرخ‌ها بود بخشی از ذخایر را از نظام بیرون می‌کشید و اگر خواهان کاهش آن‌ها بود مقداری ذخیره به سیستم وارد می‌کرد. بانک ژاپن برای کنترل دو روش به کار می‌برد یکی روش مستقیم وام دادن به بانک‌ها و دیگر نوعی عملیات بازار باز در بازار پول و بازار بین بانکی<sup>۱</sup>. (این فعالیت‌های بازار باز ممکن است معامله بر سر اسناد دولتی باشد یا قرضه منتشرشده به وسیله بانک‌ها و شرکت‌ها<sup>۲</sup>). تغییرات بعدی در بازار پول و از دست دادن قدرت اعمال نفوذ بر نرخ وام بین بانکی و نرخ تنزیل در اواخر دهه ۱۹۸۰ بانک ژاپن را واداشت که نرخ‌های کوتاه‌مدت‌تر را هدف گیرد: یعنی وام‌های یک‌شبهه و اسنادی با سررسید کم‌تر از یک ماه. تغییر نرخ‌های هدف‌گرفته ظاهراً با کنار نهادن مجموعه‌های پولی به‌عنوان هدف، هم‌زمان بوده است.

چنان‌که در فصل پیش اشاره کردیم بانک ژاپن از بانک‌های تجاری می‌خواهد سطحی مشخص از ذخایر را در این بانک سپرده کنند، هرچند که هیچ‌گاه ذخایر بانکی را هدف قرار نداده است. به جای آن، بانک ژاپن می‌کوشد ذخایر را تعدیل کند تا به آن نرخ کوتاه‌مدتی دست یابد که آن را متناسب با آهنگ رشد اقتصادی مطلوب می‌داند. بانک‌های تجاری ژاپن می‌توانند با نرخ تنزیل رسمی از طریق امکانات تنزیل بانک ژاپن وام بگیرند. این نرخ که سیاست بانک ژاپن تعیین‌کننده آن است، معیار خوبی برای شناسایی مسیر نرخ بهره مطلوب بانک ژاپن است و تغییرات این نرخ تأثیر عمده‌ای بر بازارهای پول دارد. دلیل این تأثیر این است که نرخ تنزیل رسمی معمولاً مورد حمایت بانک ژاپن است و این بانک در تعدیل ذخایر نظام بانکی از آن پیروی می‌کند.

### بریتانیا

اهداف سیاست پولی که بانک انگلستان (BOE) اعلام کرده و در پی تحقق آن‌هاست عبارتند از ثبات قیمت‌ها و رشد محصول داخلی. از نیمه دهه ۱۹۷۰ تا اواخر دهه ۱۹۸۰ اهداف واسطه سیاست پولی نرخ رشد دو مجموعه پولی بود: (۱)  $M_3$  با پایه وسیع که عبارت است از پول در گردش به‌علاوه همه سپرده‌های بانکی برحسب پوند استرلینگ که بخش خصوصی انگلستان در بانک‌های انگلیسی نگاه می‌دارد؛ و (۲)  $M_0$  با محدوده

1. Batten, Blackwell, *et al.*, *op. cit.*, p. 17.

2. Kumiharu Shigehara, "Japan's Experience with Use of Monetary Policy and the Process of Liberalization," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 9 (March 1991), p. 11.

کوچک‌تر که معادل است با پول رایج به‌علاوه سپرده‌های بانک‌های انگلیس نزد بانک انگلستان. روابط غیرقابل‌پیش‌بینی میان M<sub>3</sub> و تولید و قیمت کالاها و خدمات در سال‌های اخیر بانک انگلستان را واداشته که M را زیر نظر گیرد و در تعیین سیاست‌های خود به سایر متغیرها مثل نرخ مبادله ارز (خاصه با مارک آلمان)، نرخ بهره و تورم نیز توجه کند. در سال ۱۹۹۰ انگلستان عضو مکانیسم نرخ مبادله<sup>۱</sup> (ERM) اروپا شد و موافقت کرد که از یک نرخ مبادله مشخص برای مبادله پوند با سایر ارزهای اروپا حمایت کند. در آن زمان چنین می‌نمود که این توافق یک عامل تنظیم نیرومند برای ایجاد ذخیره و رشد عرضه پول خواهد بود<sup>۲</sup>. رویدادهای بعدی در بازار ارز اروپا در سال ۱۹۹۲ این امیدها را آماج تردید کرده است.

برای درک این‌که بانک انگلستان چگونه سیاست پولی خود را پیش می‌برد باید برخی اطلاعات فصل پیش را به یاد آوریم. چنان‌که در آن‌جا گفتیم نظام بانکی و پولی انگلستان بانک‌های تجاری را ملزم به داشتن سپرده‌ها نمی‌کند، اما خود بانک‌ها مایل‌اند موجودی عملیاتی اندکی در بانک انگلستان نگاه دارند. علاوه بر این، «مؤسسات تنزیل» واسطه‌هایی هستند میان بانک انگلستان و بانک‌های تجاری که موجودی‌های نقدی معاملاتی را در این مؤسسات نگاه می‌دارند.

بانک انگلستان برای اجرای سیاست خود در برابر جریان ورود و خروج وجوه از حساب‌های ذخیره‌ای که بانک‌های تجاری در بانک انگلستان نگاه می‌دارند و نیز در برابر نرخ بهره اوراق کوتاه‌مدت واکنش نشان می‌دهد. به‌طور خلاصه بانک انگلستان می‌کوشد سطح مشخصی از مانده‌های نقدی و سطح مناسبی از نرخ بهره را حفظ کند. در صورت کمبود وجوه و افت ذخایر، بانک انگلستان می‌تواند به دو طریق عمل کند. نخست می‌تواند دست به عملیات بازار باز با مؤسسات تنزیل بزند و اوراق بهادار بخرد و با این کار بار دیگر ذخایر را به درون نظام بانکی تزریق کند، و یا می‌تواند مؤسسات تنزیل و بانک‌ها را وادارد که برای تأمین ذخیره، وام بگیرند. بانک‌هایی که مایل نیستند بدون ذخایر نقدی باشند، راه‌حل‌های مختلف برای ترمیم حساب‌های خود دارند: یکی وام گرفتن از مؤسسات تنزیل است و دیگری فروش اوراق بهادار به مؤسسات تنزیل.

1. exchange rate mechanism (ERM)

2. OECD Economic Surveys: United Kingdom, 1990-1991 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development, 1991), p. 36.



تصمیم بانک انگلستان درباره نرخ‌ی که بنا بر آن به مؤسسات تنزیل وام می‌دهد یا از آن‌ها اوراق بهادار می‌خرد، متغیری مهم در سیاست‌گذاری است. این نرخ که به نرخ بانک مرکزی یا نرخ معاملاتی معروف است بر طیف کاملی از نرخ‌های بهره بازار پول و بانک‌ها اثر می‌گذارد و به‌طور غیرمستقیم وام گرفتن از بانک‌های تجاری و مقدار سپرده‌های نزد آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، سیاست پولی انگلستان نرخ بهره کوتاه‌مدت را هدف عملیاتی خود کرده است. فرض بر این است که نظارت بر این نرخ از طریق عملیات بازار باز، به بانک مرکزی امکان می‌دهد هدف واسطه را کنترل کند و این هدف نرخ رشد  $M_0$  یعنی پایه پولی انگلستان است.

### خلاصه

اهداف سیاست پولی عبارتند از ثبات سطح قیمت‌ها، رشد اقتصادی، اشتغال بالا، نرخ بهره ثابت و نرخ مبادله ارز قابل‌پیش‌بینی. متأسفانه سیاست‌های پولی مستلزم بده‌بستان دشواری میان اهداف است و سیاست‌هایی که به تحقق یک هدف کمک می‌کنند ممکن است رسیدن به هدف دیگر را دشوار کنند. علاوه بر این، فدرال رزرو (یا هر بانک مرکزی) کنترل مستقیمی بر متغیرهای اقتصادی پیچیده‌ای که این اهداف را تشکیل می‌دهند، ندارد. بنابراین باید اهداف واسطه‌ای بیابد که بر این متغیرها اثر می‌گذارند و به‌نوبه خود تحت تأثیر اهداف عملیاتی هستند که فدرال رزرو می‌تواند تا حد زیادی بر آن‌ها اثر بگذارد. هدف واسطه ممکن است نرخ بهره، مجموعه‌های پولی یا احتمالاً نرخ مبادله ارز باشد. سطح ذخایر بانکی (استقراضی یا غیراستقراضی) و سطح نرخ بهره وجوه فدرال رزرو از سال ۱۹۷۰ گه‌گاه هم‌چون هدف عملیاتی بوده است. فدرال رزرو می‌تواند به‌گونه‌ای مؤثر نرخ وام میان بانکی یا سطح ذخایر گوناگون را از طریق عملیات بازار باز زیر نظارت داشته باشد، زیرا عملیات بازار باز جریان ذخایر به درون نظام بانکی را کنترل می‌کند. اما فدرال رزرو نمی‌تواند در یک زمان هم نرخ بهره و هم ذخایر را هدف قرار دهد. از سال ۱۹۷۰ سیاست فدرال رزرو به‌طور متناوب نرخ بهره و سطح ذخایر را هدف گرفته است.

بانک مرکزی آلمان از بانک‌ها می‌خواهد ذخایری به صورت سپرده در این بانک داشته باشند. سیاست پولی آلمان، ثبات سطح قیمت‌ها، رشد اقتصادی و ثبات



نرخ مبادله ارز را اهداف اصلی خود قرار داده. این سیاست از طریق عملیات بازار باز اجرا می‌شود که بر ذخایر بانکی و نرخ بهره کوتاه‌مدت و در نهایت بر تغییرات مجموعه‌های پولی مهم اثر می‌گذارد.

بانک مرکزی ژاپن، می‌کوشد پیش از هر چیز با وام دادن ذخایر به بانک‌ها بر نرخ بهره کوتاه‌مدت اثر بگذارد. نرخ وام بانک ژاپن نرخ رسمی تنزیل است که خود از متغیرهای سیاست پولی در نظام بانکی ژاپن به شمار می‌آید. سطح این نرخ نشانه خوبی است برای سرمایه‌گذاران درباره طرح‌های بانک ژاپن و در عین حال تأثیر اساسی بر مسیر نرخ بهره کوتاه‌مدت دارد.

بانک مرکزی انگلستان، یعنی بانک انگلستان، نرخ بهره کوتاه‌مدت را هدف قرار می‌دهد و در سیستم بانکی این کشور ذخایر برای معاملات درون‌بانکی اهمیت دارند، اما مقامات مسئول این ذخایر را الزامی نکرده‌اند. مقصود از گزینش این هدف تأثیر نهادن بر رشد پایه پولی و از طریق آن، تأثیر نهادن بر کل اقتصاد است.

## واژگان

**ذخایر استقراضی (borrowed reserves):** ارزش وام‌های گرفته‌شده از نظام فدرال رزرو از طریق امکانات تنزل آن (برای بانک‌ها و نظام بانکی).

**پول بانک مرکزی (central bank money):** مجموعه پولی در آلمان که عبارت است از پول در گردش و ذخایر قانونی برای سپرده‌های بانکی شهروندان ساکن آلمانی. این مجموعه پولی در دهه ۱۹۷۰ و بخش عمده دهه ۱۹۸۰ هدف سیاست پولی بود.

**تقاضا برای پول (demand for money):** تقاضای کل فرد یا مردم در هر زمان، برای نگاهداری ثروت به صورت موجودی نقد مثل پول رایج یا سپرده نزد واسطه‌های مالی.

**سیاست پولی صلاح‌دید (discretionary monetary policy):** عنوانی برای سیاستی که به فدرال رزرو امکان می‌دهد نرخ رشد ذخایر یا مجموعه‌های پولی را به‌منظور دست زدن به تعدیل در نرخ بهره یا سطح فعالیت اقتصادی، تغییر دهد.

**بیکاری تصادفی یا عارضی (frictional unemployment):** میزان بیکاری اجتناب‌ناپذیر در نیروی کار شهری که به‌علت بیکاری موقت افرادی که شغل



عوض می‌کنند یا دنبال شغل تازه بهتر هستند پدید می‌آید.

هدف سیاست پولی (goal of monetary policy): وضعیتی مثل اشتغال بالا یا ثبات قیمت که سیاستگذار می‌کوشد در اقتصاد پدید آورد.

هدف واسطه (intermediate target): متغیر مالی یا اقتصادی که به‌گونه‌ای قابل پیش‌بینی در برابر تغییرات یک هدف عملیاتی واکنش نشان می‌دهد، و تأثیری قابل پیش‌بینی بر متغیرهایی دارد که اهداف اقتصادی بانک مرکزی را تشکیل می‌دهند.

پیروان کینز (Keynesians): اقتصاددانانی که به نظر ایشان سیاست پولی باید بر انگیزش تقاضا از طریق هدف‌گیری نرخ بهره کوتاه‌مدت، متمرکز باشد.

پول‌گرایان (Monetarist): اقتصاددانانی که به نظر ایشان سیاست پولی باید به‌طور عمده بر ضرورت و مزایای نرخ یکنواخت رشد مجموعه‌های پولی متمرکز باشند.

ذخایر غیراستقراضی (nonborrowed reserves): ارزش (محاسبه‌شده برای یک بانک یا کل نظام بانکداری) کل ذخایر پس از کسر آن ذخایری که از طریق وام گرفتن از امکانات تنزیل فدرال رزرو ایجاد شده است.

هدف عملیاتی (operating target): متغیر مالی یا پولی که بانک مرکزی می‌تواند با به کار گرفتن ابزار سیاست مالی خود به‌گونه‌ای مؤثر آن را کنترل کند.

رکود تورمی (stagflation): وضع تورم و رکود همراه با بیکاری شدید.

## پرسش‌ها

۱. اهداف رایج سیاست پولی را نام ببرید.
  ۲. چه چیزی مانع از آن می‌شود که فدرال رزرو مستقیماً و از طریق ساده به اهداف خود برسد.
  ۳. این اظهار نظر یکی از مقامات فدرال رزرو را تفسیر کنید:  
فدرال رزرو می‌تواند از طریق عملیات بازار باز ذخایر غیراستقراضی را کنترل کند (اما) قادر به کنترل کل ذخایر نیست، زیرا سطح وام‌گیری از طریق امکانات تنزیل در کوتاه‌مدت با اولویت‌های مؤسسات سپرده‌پذیر تعیین می‌شود.
- به نقل از الفرد برودس، (Alfred Broaddus).



۴. چرا برای فدرال رزرو امکان ندارد که در یک زمان نرخ بهره و جوه فدرال و سطح ذخایر نظام بانکی را هدف گیرد؟
۵. توضیح دهید که اظهارات والکر درباره تورم و سیاست پولی جدید چه تغییراتی در اهداف فدرال رزرو پدید آورد.
۶. دو نکته اساسی مهم که بر سیاستگذاری فدرال رزرو در دهه ۱۹۸۰ اثر نهاد کدام بود؟
۷. الف. دو مجموعه پولی را که در سالهای اخیر اهداف واسطه بانک مرکزی آلمان بوده اند شرح دهید. ب. روش معمول بانک مرکزی آلمان در اجرای عملیات بازار باز چیست؟
۸. بانک انگلستان که مستقیماً وارد عملیات بازار باز با بانکهای تجاری نمی شود چگونه ذخایر نظام بانکی انگلستان را تدارک می کند؟
۹. سیاست پولی بانک ژاپن از ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۰ اساساً دگرگون شد. یک تغییر اساسی استفاده بیشترین بانک از عملیات بازار باز در اجرای سیاستهای خود بود. کدام تغییر در نظام مالی ژاپن در استفاده فراوان بانک ژاپن از عملیات بازار باز مؤثر بود؟



بخش سوم

## واسطه‌های مالی غیر سپرده پذیر

فصل هفتم: شرکت‌های بیمه

فصل هشتم: شرکت‌های سرمایه‌گذاری

فصل نهم: صندوق‌های بازنشستگی







abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- ماهیت فعالیت شرکت‌های بیمه.
- تفاوت میان ماهیت تعهدات شرکت‌های بیمه عمر و شرکت‌های بیمه حوادث و بیمه اموال.
- تغییرات اخیر فعالیت بیمه و عوامل مؤثر در این تغییرات.
- انواع مختلف بیمه‌نامه‌های عمر.
- انواع مختلف اموال و بیمه‌نامه‌ها.
- انواع دارایی‌هایی که شرکت‌های بیمه عمر و شرکت‌های بیمه حوادث و اموال در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند.
- مقررات حاکم بر شرکت‌های بیمه.
- برخی تحولات مالی مهم در صنعت بیمه بین‌المللی.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

شرکت‌های بیمه<sup>۱</sup> واسطه‌های مالی‌ای هستند که، به ازای قیمتی، برای رویدادهای مشخص مبلغی پرداخت می‌کنند. آن‌ها در مقام پذیرندگان خطر عمل می‌کنند. شرکت‌های بیمه بر دو نوع هستند: شرکت‌های بیمه عمر<sup>۲</sup> و شرکت‌های بیمه حوادث و اموال<sup>۳</sup>.

رویداد اصلی که نوع اول شرکت‌ها در برابر آن فرد را بیمه می‌کند مرگ است. در صورت مرگ دارنده بیمه‌نامه<sup>۴</sup>، شرکت بیمه عمر می‌پذیرد که یا مبلغی کلی و یا یک رشته مبلغ به فرد ذی‌نفع بیمه‌نامه بپردازد. پوشش بیمه عمر تنها محصول این شرکت‌ها نیست. امروزه بخش عمده‌ای از فعالیت شرکت‌های بیمه عمر در عرصه تأمین حقوق تقاعد و بازنشستگی است. برخلاف این، شرکت‌های بیمه حوادث و اموال در برابر رویدادهای گوناگون بیمه می‌کنند. دو نمونه، خسارات وارده بر اتوموبیل و خانه است.

تفاوت عمده میان شرکت‌های بیمه عمر و حوادث و اموال، دشواری این پیش‌بینی است که آیا به دارنده بیمه‌نامه پرداختی صورت خواهد گرفت یا نه، و مبلغ پرداختی چقدر خواهد بود. هرچند این کار برای هیچ‌یک از انواع بیمه آسان نیست، برای شرکت‌های بیمه عمر به هر حال آسان‌تر است. پیش‌بینی مبلغ و زمان دعاوی مربوط به اموال و حوادث برای شرکت‌های بیمه دشوارتر است، و این به سبب ناگهانی بودن فاجعه‌های طبیعی و پیش‌بینی‌ناپذیر بودن تصمیم دادگاه‌ها در دعاوی مربوط به مطالبات

1. insurance companies      2. life insurance

3. property and casualty insurance

4. insurance policy

از بیمه است. نامشخص بودن مبلغ و زمان پرداخت‌های نقدی لازم برای پاسخ‌گویی به دعاوی، بر استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه حوادث و اموال، در قیاس با شرکت‌های بیمه عمر، تأثیر نهاده است.

اگرچه به سبب تفاوت در ماهیت رویدادهای بیمه‌شده، میان دو نوع شرکت بیمه تمایز می‌نهییم، اما اغلب شرکت‌های بزرگ بیمه هر دو نوع بیمه‌نامه عمر و حوادث و اموال را می‌فروشند<sup>۱</sup>. معمولاً یک شرکت بیمه مادر، یک شرکت تابعه بیمه عمر و یک شرکت تابعه بیمه حوادث و اموال دارد.

### شرکت‌های بیمه عمر

در سال ۱۹۹۱، کل دارایی شرکت‌های بیمه عمر ایالات متحد به ۱/۵۲ تریلیون دلار سرمایه‌زنده<sup>۲</sup>. تنها تضمین تعهدی که شرکت بیمه عمر به موجب قرارداد می‌پذیرد، توان خود شرکت به انجام پرداخت‌های قیدشده در قرارداد است. در این‌جا، برخلاف تعهدات مؤسسات سپرده‌پذیر، هیچ سازمان دولتی نیست که بدهی شرکت بیمه عمر را، در صورتی که این شرکت در اجرای تعهد خود ناتوان باشد، تضمین کند. در نتیجه، قیمتی که شرکت بیمه عمر برای بیمه‌نامه پیشنهاد می‌کند، مستقیماً به درجه‌بندی اعتباری آن مربوط است. اغلب مشارکت‌کنندگان در بازار بیمه بر نظام نرخ‌گذاری ا.ام.بست<sup>۳</sup> متکی هستند که عملکرد شرکت بیمه را برحسب سه عامل مهم اندازه می‌گیرد: سودآوری، اهرم مالی<sup>۴</sup> و نقدینگی.

### ماهیت فعالیت

ماهیت فعالیت بیمه عمر از دهه ۱۹۷۰ تغییراتی اساسی داشته و این بیش‌تر نتیجه نرخ تورم بالا و تغییر و افزایش فشارهای رقابتی داخلی و بین‌المللی بوده که خود به سبب حذف مقررات مالی در سراسر جهان پدید آمده است. انتظارات سرمایه‌گذاران نیز

۱. نوع دیگر بیمه، بیمه رهن را، در فصل ۲۳ بررسی می‌کنیم.

۲. *Best's Insurance Reports-Life/Health*, 1992, p. vi. دارایی‌ها را

«دارایی‌های پذیرفته» تعریف می‌کنند، اگر اداره بیمه دولت همه دارایی‌ها را به‌عنوان دارایی موجود تحت مالکیت شرکت قبول دارد.

3. A.M. Best

4. leverage

## شرکت‌های بیمه ۲۰۷

پیچیده‌تر شده است و این، شرکت‌های بیمه را واداشته که محصولات رقابت‌آمیز بیش‌تری عرضه کنند. برای مثال دو نوع بیمه‌نامه رایج بیمه عمر را در نظر بگیرید: بیمه عمر مدت‌دار<sup>۱</sup> و بیمه تمام عمر<sup>۲</sup>. بیمه عمر مدت‌دار مستلزم پرداخت حق بیمه به شرکت بیمه در دوره‌های مشخص است. اگر فرد بیمه‌شده تا پایان دوره معین در بیمه‌نامه نمیرد، بیمه‌نامه اعتباری نخواهد داشت. برخلاف این، بیمه تمام عمر دو ویژگی دارد: (۱) شرکت بیمه مبلغ مشخصی را در صورت مرگ بیمه‌شده می‌پردازد و (۲) در این نوع بیمه‌نامه یک ارزش نقدی انباشت می‌شود که دارنده بیمه می‌تواند آن را مطالبه کند. ویژگی نخست نوعی حمایت از بیمه‌شده است همان‌حفاظتی که بیمه عمر مدت‌دار نیز به بیمه‌شده می‌دهد. ویژگی دوم نوعی سرمایه‌گذاری است زیرا بیمه به انباشت ارزش دست می‌زند.

شرکت‌های بیمه عمر بر سر تأمین حمایت بیمه‌ای فقط با هم رقابت دارند. اما در مورد جنبه سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه عمر نه تنها با سایر شرکت‌های بیمه، بلکه با سایر مؤسسات مالی که ابزارهای سرمایه‌گذاری فراهم می‌کنند و یا سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار می‌کنند، نیز رقابت می‌کنند. نرخ بهره‌ای که عملاً به بیمه‌نامه‌های تمام عمر تعلق می‌گیرد پایین‌تر از نرخ بهره بازار است. از این‌روست که گفته‌اند: «بیمه عمر مدت‌دار بخر و بقیه را سرمایه‌گذاری کن.» یعنی بیمه‌گذار بهتر است با خرید بیمه عمر مدت‌دار، پوشش‌حفاظتی را به دست آورد و پس‌اندازی را که نتیجه تفاوت قیمت خرید بیمه‌نامه عمر مدت‌دار و بیمه‌نامه تمام عمر است، سرمایه‌گذاری کند. از آن‌چه گفتیم این نتیجه حاصل می‌شود که بیمه‌گذار/سرمایه‌گذار می‌تواند جنبه‌های متفاوت انواع بیمه‌نامه‌ها را از یکدیگر تفکیک کند.

آن‌گاه که در غرب نرخ تورم و نرخ بهره در دهه ۱۹۷۰ بالا رفت، مردم بیش از پیش از خطرات قراردادهای اسمی ثابت که بر نرخ‌های اسمی استوار بود آگاه شدند، و درباره نرخ بهره‌ای که به وجوه سرمایه‌گذاری شده آن‌ها تعلق می‌گرفت به تأمل بیش‌تر پرداختند. وقتی تورم مداوم و متغیر باشد، محصولات بیمه مانند بیمه تمام عمر ارزش خود را برحسب بازده واقعی از دست می‌دهند و قدرت خرید مبلغی که قرار بود به‌موجب قرارداد بیمه در زمان معین به مردم پرداخت شود، آماج تردید شد، بنابراین این محصول جذابیت خود را تا حدی از دست داد، و در نتیجه تعداد بیمه‌نامه‌هایی که صادر می‌شد

1. term insurance

2. whole life insurance

کاهش یافت. عامل دیگری که سبب خروج جریان نقدی از شرکت‌های بیمه عمر شد این بود که بیمه‌نامه‌های تمام عمر قدیمی‌تر که هنوز معتبر بود به بیمه‌گذار اجازه می‌داد بر مبنای ارزش نقدی هر بیمه‌نامه، به نرخ بهره‌ای متناسب با نرخ بهره قرارداد بیمه از شرکت بیمه وام بگیرد. این نرخ بهره پس از مدت کوتاهی بسیار پایین‌تر از نرخ بهره رایج شد. بیمه‌گذاران از هزینه اندک وام گرفتن سود جستند و وجوه وام گرفته را در سایر ابزارهای بازار سرمایه‌گذاری کردند.

این خروج جریان نقدینگی از شرکت‌های بیمه عمر را واسطه‌زدایی<sup>۱</sup> می‌نامند، و این فرایندی است که در فصل ۴ به هنگام بحث از جریان خروج سپرده‌ها از مؤسسات سپرده‌پذیر از آن صحبت کردیم. شرکت‌های بیمه عمر برای حفظ بقای خود دست به ابداع محصولات جدید و جذاب‌تر زده‌اند.

### انواع بیمه نامه‌ها

بیمه‌نامه‌های شرکت‌های بیمه عمر را می‌توان در این چهار نوع جای داد: (۱) بیمه حمایت صرف در برابر خطر مرگ؛ (۲) مجموعه‌ای مرکب از بیمه حمایتی و ابزار سرمایه‌گذاری؛ (۳) بیمه در برابر خطر زندگی (مستمری سالانه) که در اصل برای پرداخت حق بازنشستگی طراحی شده و (۴) ابزارهای صرف سرمایه‌گذاری (مثل قراردادهای تضمین‌شده سرمایه‌گذاری). پیش از این درباره نوع رایج بیمه حمایتی صرف (همان بیمه‌نامه‌های عمر مدت‌دار) و نیز درباره یک نوع قرارداد بیمه/سرمایه‌گذاری (بیمه‌نامه تمام عمر) سخن گفتیم. در این جا سایر انواع قراردادهای بیمه/سرمایه‌گذاری، مستمری سالانه<sup>۲</sup> و بیمه‌نامه‌های سرمایه‌گذاری صرف را شرح خواهیم داد.

**بیمه در برابر خطر زندگی.** فردی را در نظر بگیرید که با مقدار مشخصی از منابع که قرار است به‌گونه‌ای متوازن در طول زندگی باقی‌مانده‌اش تقسیم شود، بازنشسته می‌شود. روشن است که این فرد با مشکل روبه‌روست، زیرا طول زندگی‌اش متغیری تصادفی است که برای او معلوم نیست. شرکت بیمه عمر با توجه به این که طول متوسط زندگی گروه مردم (تصادفی) را می‌توان کم‌وبیش با دقت تخمین زد، می‌تواند یک مستمری سالانه تا زمان حیات او به وی پیشنهاد کند، بنابراین او را از این خطر که آن‌قدر

1. disintermediation

2. annuities

زنده بماند که منابع مالی‌اش ته بکشد، می‌رهاند. مستمری سالانه یکی از قدیمی‌ترین انواع قرارداد بیمه است. امروزه این قراردادها معمولاً با صندوق‌های بازنشستگی پیوند دارد. در قرارداد مستمری سالیانه آتی با حق بیمه واحد<sup>۱</sup>، تعهدکننده و بانی طرح بازنشستگی، حق بیمه واحدی به شرکت بیمه عمر می‌پردازد و شرکت بیمه نیز موافقت می‌کند که مبلغ مادام‌العمری به هنگام بازنشستگی کارمند (بیمه‌گذار) به او بپردازد.

**قراردادهای بیمه/سرمایه‌گذاری.** دو نوع بیمه‌نامه عمده در این نوع بیمه/سرمایه‌گذاری جای می‌گیرند: بیمه‌نامه عمر فراگیر<sup>۲</sup> و بیمه‌نامه عمر متغیر.<sup>۳</sup> قرارداد بیمه عمر فراگیر مبلغی را می‌پردازد که با نرخ بهره بازار پیوند دارد. تا آن‌جا که نرخ‌های بازار تورم را بازتاب می‌دهند، این روش بیمه‌شده را در برابر خسارات واقعی ناشی از تورم محافظت می‌کند. از آن‌جا که این بیمه‌نامه انباشته شده و نرخ بهره رقابتی می‌پردازد، بیمه‌نامه عمر فراگیر توانسته است جانشین بیمه‌نامه تمام عمر سنتی گردد. معمولاً ارزش نقدی قرارداد بیمه عمر فراگیر برای خرید بیمه عمر مدت‌دار به کار می‌رود. بیمه‌نامه عمر متغیر به هنگام مرگ بیمه‌شده مبلغی می‌پردازد و این مبلغ به ارزش بازار سرمایه‌گذاری در زمان مرگ بیمه‌شده بستگی دارد. اوراق بهاداری که حق بیمه‌ها در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود اغلب سهام عادی است، و بنابراین این‌گونه بیمه‌نامه‌ها بیمه‌نامه‌های پیوسته به سهام<sup>۴</sup> نامیده می‌شوند. اگرچه مستمری فوت متغیر است، اما حداقل مستمری تضمین‌شده وجود دارد که بیمه‌گر موظف است بپردازد و این بی‌توجه به ارزش بازار بدرد سرمایه‌گذاری شرکت بیمه است.

**بیمه‌نامه‌های مختص سرمایه‌گذاری.**<sup>۵</sup> بیمه‌نامه مختص سرمایه‌گذاری، قرارداد تضمین‌شده سرمایه‌گذاری<sup>۶</sup> (GIC) است. این قراردادها را معمولاً تعهدکنندگان یا بانیان طرح‌های بازنشستگی خریداری می‌کنند. در قرارداد تضمین‌شده سرمایه‌گذاری، شرکت بیمه عمر می‌پذیرد که در قبال دریافت حق بیمه واحد، در سررسید GIC، مقدار دلار معینی بپردازد. مبلغ این قرارداد معادل است با حق بیمه پرداخت‌شده به‌علاوه بهره انباشت‌شده. یک نرخ بهره که شرکت بیمه آن را تضمین می‌کند در قرارداد ذکر می‌شود.

1. single-premium deferred annuity
2. universal life policy
3. variable life policy
4. equity-linked policies
5. pure investment-oriented policies
6. guaranteed investment contract (GIC)



برای مثال، مبلغ ۱۰ میلیون دلار GIC پنج ساله، با تضمین نرخ ۱۰٪ بدین معنی است که در پایان پنج سال، شرکت بیمه عمر تعهد دارد مبلغ ۱۶,۱۰۵,۱۰۰ دلار بپردازد.<sup>۱</sup> سررسید GIC ممکن است از ۱ تا ۲۰ سال باشد. نرخ بهره تضمین شده به وضع بازار و درجه بندی اعتباری شرکت بیمه عمر بستگی دارد. نرخ بهره اندکی بالاتر از بازدهی است که خزانه داری ایالات متحد برای اوراق بهادار با همان سررسید می پردازد. هرچه رده بندی اعتباری شرکت بیمه عمر، به نحوی که ا.ام.بست طبقه بندی کرده، پایین تر باشد، باید بازدهی که عرضه می کند بیش تر باشد تا بیمه گذاران را جلب کند. قرارداد تضمین شده سرمایه گذاری یاد شده در بالا را قرارداد یک نوبتی<sup>۲</sup> می نامند و رایج ترین نوع است. از سایر انواع قرارداد تضمین شده سرمایه گذاری فقط دو نوع دیگر را شرح می دهیم:<sup>۳</sup> قرارداد چند نوبتی<sup>۴</sup> و قرارداد با نرخ متغیر<sup>۵</sup>. در قرارداد چند نوبتی، شرکت بیمه عمر به جای آن که یک مبلغ کلی و یکجا دریافت کند، توافق می کند که سپرده هایی در طول یک دوره زمانی مشخص، معمولاً بین ۳ تا ۱۲ ماه را بپذیرد. به همه سپرده های دریافت شده نرخ بهره تضمین شده ای تعلق می گیرد. این نوع قرارداد به کار تعهد کننده طرح بازنشستگی ای می آید که از جانب کارمندان در دوره ای مشخص مبالغی می پردازد و مایل است با نرخ بهره ثابتی سروکار داشته باشد. خطری که در برابر شرکت بیمه قرار دارد این است اگر نرخ بهره به حدی پایین تر از نرخ بهره تضمین شده در قرارداد چند نوبتی برسد، هر دریافت جدیدی باید با نرخ بهره ای پایین تر از آنچه شرکت بیمه عمر پرداخت آن را بر عهده گرفته، سرمایه گذاری شود. البته اگر نرخ بهره به حدی بالاتر از نرخ قرارداد برسد، شرکت بیمه عمر قادر است سپرده های جدید را با نرخ بالاتر سرمایه گذاری کند و بدین ترتیب درآمد حاصل از تفاوت دو نرخ بهره را افزایش دهد. با این همه، برای محافظت در برابر کاهش نرخ بهره، نرخ بهره ای که با

۱. محاسبه بدین قرار است:  $10,000,000 (1/10)^5 = 16,105,100$

## 2. bullet contract

۳. انواع قراردادهای دیگر از قبیل قراردادهای تضمین شده سرمایه گذاری «اما» و «اگر»، قراردادهای مشارکتی، قراردادهای سرمایه گذاری بانکی و صندوق های GIC تجمیع شده وجود دارد. برای شرح مفصلی از GIC رجوع کنید به:

Kenneth L. Walker, *Guaranteed Investment Contracts: Risk Analysis and Portfolio Strategies* (Homewood, IL.: Dow Jones-Irwin, 1989).

## 4. window contract

## 5. floating-rate contract

قرارداد چند نوبتی پرداخت می‌شود پایین‌تر از نرخ‌ی است که با قرارداد یک نوبتی با سررسید مشابه پرداخت می‌شود.

قرارداد با نرخ متغیر نوعی قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری است که نرخ بهره تضمین شده‌اش با یک شاخص از پیش تعیین شده بازار، مثل بازده اوراق خزانه‌داری با سررسید مشخص، پیوند دارد. نرخ بهره اندک تفاوتی با این شاخص خواهد داشت. این تفاوت بازتاب وضع بازار و درجه‌بندی اعتباری شرکت بیمه عمر است هرچه رده‌بندی پایین‌تر باشد، تفاوت بیش‌تر است.

باید تأکید کنیم که قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری چیزی بیش از تعهد بدهی شرکت بیمه عمر که قرارداد را امضا کرده نیست. اصطلاح «تضمین شده» بدین معنی نیست که ضامنی غیر از این شرکت وجود دارد. در واقع، قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری اوراق قرضه با کوپن صفری<sup>۱</sup> است که شرکت بیمه عمر منتشر کرده و بنابراین سرمایه‌گذار را در معرض خطر اعتباری قرار می‌دهد. رواج این نوع قراردادها به سبب شیوه حسابداری مساعدی است که این بیمه‌نامه‌ها از آن برخوردارند. به‌طور مشخص، دارنده GIC، نظیر متعهد طرح بازنشستگی، ارزش قرارداد را در بدنه خود به قیمت خرید نشان می‌دهد و نه به ارزش جاری بازار. بنابراین، افزایش نرخ بهره که سبب پایین آمدن ارزش هر دارایی با نرخ بهره ثابت می‌شود (و این را در فصل ۱۰ شرح خواهیم داد) ارزش GIC را برای مقاصد گزارش‌دهی مالی کاهش نخواهد داد.

### سرمایه‌گذاری

اغلب سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های بیمه عمر در اوراق قرضه است. توزیع دارایی‌های شرکت‌های بیمه عمر ایالات متحد در سال ۱۹۹۱، در جدول ۷-۱ آمده است.

شرکت‌های بیمه عمر عمده‌ترین خریداران اوراق قرضه شرکت‌ها هستند. آن‌ها نه تنها در اوراق قرضه‌ای که در بازار به فروش می‌رسد سرمایه‌گذاری می‌کنند، بلکه وام‌های تجاری مستقیم نیز می‌دهند و در عرضه‌های خصوصی اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. این را در فصل ۱۴ بررسی خواهیم کرد. به سبب معافیت‌های مالیاتی که به شرکت‌های بیمه عمر تعلق می‌گیرد، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار معاف از مالیات مثل اوراق قرضه معاف از مالیات شهرداری‌ها، برای آن‌ها نفع خاصی ندارد.

1. zero-coupon bond

چنانکه در جدول ۷-۱ می‌بینیم، اوراق قرضه و رهن تقریباً ۶۸٪ کل دارایی‌های این شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند. این‌که شرکت بیمه عمر بیش‌تر وجوه خود را به تعهدات بدهی بلند مدت اختصاص می‌دهد، نتیجه ماهیت بدهی‌های آن است. از آن‌جا که بیش‌تر قراردادهایی که شرکت بیمه عمر می‌نویسد بر اساس نرخ بهره قراردادی ثابتی است که بعد از زمانی طولانی به بیمه‌گذار پرداخت خواهد شد، اوراق قرضه و سایر تعهدات بدهی درازمدت نوعی سرمایه‌گذاری طبیعی برای شرکت بیمه است تا از آن‌ها برای پوشش خطر تعهدات خود استفاده کند (یا سررسید آن‌ها را هم‌زمان کند). علاوه بر

جدول ۷-۱ توزیع دارایی‌های شرکت‌های بیمه عمر ایالات متحد: ۱۹۹۱

دارایی	مقدار (به میلیون)	درصد
اوراق بهادار دولتی	۲۲۵,۸۰۵	۱۴/۹
اوراق بهادار شرکت‌ها:		
اوراق قرضه	۵۴۲,۵۹۶	۳۵/۷
سهام عادی	۵۶,۹۴۰	۳/۷
سهام ممتاز	۱۰,۰۷۱	۰/۷
کل اوراق بهادار شرکت‌ها	۶۰۹,۶۰۷	۴۰/۱
وام‌های رهنی	۲۵۶,۰۷۷	۱۶/۸
مستغلات	۳۴,۹۴۹	۲/۳
وام بیمه‌نامه‌ها	۶۱,۷۲۳	۴/۱
نقد	۵,۸۵۶	۰/۴
سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت	۴۰,۵۱۲	۲/۷
سایر دارایی‌ها	۲۸۶,۰۰۱	۱۸/۷
کل دارایی‌های پذیرفته	۱,۵۲۰,۵۳۰	۱۰۰

(مأخذ: A.M. Best Company, *Best's Insurance Reports-Life/Health*, 1992, p. vi.)

این، این انگیزه نیز وجود دارد که به جای سهام در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری کنند، و این به سبب ترکیب بدروه‌ای است که مقررات بر آن‌ها تحمیل می‌کند، و این مقررات اهمیتی اساسی برای شرکت‌های بیمه عمر دارد. بنابر مقررات، شرکت بیمه عمر که سهام می‌خرد باید کاهش ارزش این سهام را در دوره‌های مالی به اطلاع مقامات

ناظر برساند. اوراق قرضه برعکس به قیمت خرید در دفاتر می‌آید؛ اگر ارزش بازار اوراق قرضه کاهش یابد، کاهش ارزش شناسایی نمی‌شود. ناظران شرکت‌های بیمه این قواعد حسابداری را تحت تجدید نظر دارند.

### نظارت بر شرکت‌های بیمه عمر

نظارت بر شرکت‌های بیمه عمر اغلب در سطح ایالت است. قانون فدرال مک‌کارن-فرگوسن<sup>۱</sup> مصوب ۱۹۴۵ چنین نظارتی را برقرار کرده است. در عین حال این شرکت‌ها باید از قانون حمایت از درآمد کارکنان بازنشسته مصوب ۱۹۷۴ ERISA<sup>۲</sup>، آن‌جا که فعالیت شرکت‌های بیمه به صندوق‌های بازنشستگی مربوط می‌شود، پیروی کنند. در فصل ۹ که به صندوق‌های بازنشستگی می‌پردازیم، از مقررات (ERISA) بیشتر سخن خواهیم راند. آن شرکت‌های بیمه که سهامشان در بازار به فروش می‌رسد باید با مقررات فدرال که کمیسیون بورس و اوراق بهادار تعیین کرده سازگار شوند. در این‌جا بر نظارت ایالتی تأکید خواهیم داشت.

هر ایالت مقررات خود را درباره این موارد تعیین می‌کند: (۱) انواع اوراق بهاداری که سرمایه‌گذاری در آن‌ها مجاز است، و (۲) ارزش‌گذاری آن اوراق برای گزارشدهی به مقامات ناظر. در مورد سرمایه‌گذاری‌های مجاز، معمولاً ایالت‌ها وجوه اختصاص یافته به سهام عادی را به کم‌تر از ۱۰٪ دارایی‌ها (در برخی ایالات ۲۰٪) یا ۱۰۰٪ مازاد محدود می‌کنند. (مازاد تفاوت میان دارایی‌ها و بدهی‌هاست.) هم‌چنین، ایالت‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه و سهام ممتاز را به اوراقی با حداقل رده‌بندی اعتباری مشخص محدود می‌کنند. یک ماده از قانون سرمایه‌گذاری به میزان حدود ۵٪ دارایی‌ها را در هر نوع ابزار سرمایه‌گذاری مجاز می‌دارد، البته مشروط بر آن که منع قانونی آن مشخصاً اعلام نشده باشد.

برای اطمینان از سازگاری شرکت‌های بیمه عمر با مقررات، شرکت‌هایی که اجازه فعالیت در ایالتی را کسب می‌کنند، وظیفه دارند گزارشی سالانه همراه با شواهد مستند تأییدکننده گزارش به اداره بیمه ایالت تقدیم کنند. در عین حال، ایالت بازرسی‌های دوره‌ای در محل شرکت به عمل می‌آورد.

1. McCarran-Ferguson Act

2. Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)

گزارش سالیانه که گزارش میثاق<sup>۱</sup> نیز نامیده می‌شود، دارایی‌ها، بدهی‌ها و مازاد شرکت گزارش‌دهنده را نشان می‌دهد. مازاد به‌دقت زیر نظارت مقامات ناظر و مؤسسه مالی ا.ام. بست است، زیرا نشان‌دهنده آن مبلغی است که شرکت بیمه می‌تواند تعهد کند.

گزارش میثاق باید هماهنگ با برخی اصول حسابداری که برای همه ایالات یکسان است تهیه شود. بنابراین اصول، سهام عادی و اوراق قرضه نامرغوب باید به اقل قیمت تمام شده یا ارزش بازار ارزش‌گذاری شوند. برخلاف این، اوراق قرضه مرغوب باید بنا بر هزینه خرید آن‌ها ارزش‌گذاری شوند. در نتیجه اگر ۱۰ میلیون دلار در اسناد خزانه ایالات متحد سرمایه‌گذاری شود که ارزش بازار آن به سبب افزایش نرخ بهره به ۷ میلیون دلار تنزل یافته، ارزش این اسناد هم‌چنان ۱۰ میلیون دلار گزارش خواهد شد.

این اصل حسابداری دو پی‌آمد عمده دارد. نخست، شرکت‌های بیمه عمر را تشویق می‌کند که تنها بخش کوچک از وجوه خود را به سهام و اوراق قرضه نامرغوب اختصاص دهند، زیرا کاهش ارزش بازار این دارایی‌ها تا حد پایین‌تر از قیمت تمام شده، سبب کاهش مازاد شرکت بیمه خواهد شد. دوم، این اصل می‌تواند مدیران شرکت بیمه عمر را از این‌که بکوشند از فرصت‌های مورد تصور یا واقعی در بازار اوراق قرضه سود جویند باز دارد. برای مثال، شرکت بیمه‌ای را در نظر بگیرید که ۱۰ میلیون دلار در اسناد خزانه ایالات متحد سرمایه‌گذاری کرده و درمی‌یابد که می‌تواند وضع دارایی بدهی خود را بهبود بخشد، در صورتی که اسناد موجود را با اسناد دیگر خزانه معاوضه کند. اگر ارزش اسناد خزانه‌ای که در مالکیت این شرکت است از ۱۰ میلیون کم‌تر باشد، این شرکت در این کار درنگ خواهد کرد، زیرا همین‌که این اسناد به منظور خرید اسناد جدید خزانه به فروش رود، در واقع ضرری رخ داده است. این سبب کاهش مازاد شرکت بیمه عمر خواهد شد. چنان‌که در بالا اشاره کردیم این اصول در حال حاضر برای تجدیدنظر مقامات ناظر در دست بررسی است.

همه شرکت‌های بیمه عمر، برای مقاصد گزارش‌دهی، حساب‌های عمومی دارند و بسیاری از آن‌ها یک یا چند حساب جداگانه باز می‌کنند. حساب جداگانه حسابی است که شرکت بیمه عمر برخی انواع قرارداد بیمه را در آن گزارش می‌دهد.

1. convention statement

منفعت حساب جداگانه آن است که این حساب به شرکت بیمه عمر آزادی بیش‌تری می‌دهد تا دارایی‌های خود را با ماهیت خاص بدهی‌های حاصل از قراردادهای بیمه تطبیق دهد.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. این‌که توان شرکت بیمه عمر در پرداخت مبالغ قیدشده در قرارداد، بستگی به بازده سرمایه‌گذاری حق بیمه‌هایی دارد که از بیمه‌گذاران دریافت کرده است.
۲. انواع قراردادهای بیمه که شرکت بیمه صادر می‌کند.
۳. انواع دارایی‌هایی که کل سرمایه‌گذاری شرکت بیمه عمر را تشکیل می‌دهد.
۴. جنبه‌هایی از فعالیت شرکت بیمه عمر که تحت نظارت دولت است.

### شرکت‌های بیمه اموال و حوادث

شرکت‌های بیمه اموال و حوادث انواع گوناگونی از بیمه پوششی را در برابر این موارد ارائه می‌کنند:

۱. از دست دادن، خسارت یا نابودی اموال.
۲. از دست دادن یا لطمه خوردن به توان ایجاد درآمد.
۳. مطالبه خسارت از سوی شخص ثالث به سبب اهمال.
۴. زیان حاصل به سبب صدمات یا مرگ بر اثر حوادث مربوط به شغل.

#### ماهیت فعالیت

محصولات بیمه حوادث و اموال را می‌توان به «بیمه شخصی» و «بیمه تجاری» تقسیم کرد. بیمه شخصی شامل بیمه اتوموبیل و بیمه مالکیت خانه می‌شود. بیمه تجاری شامل بیمه بدهی، بیمه اموال تجاری و بیمه مسامحه‌کاری می‌شود. قیمتی که بیمه‌شده برای رفتن در پوشش بیمه می‌پردازد حق بیمه<sup>۱</sup> خوانده می‌شود. میزان پوشش بدهی بیمه در قرارداد مشخص می‌شود. این حق بیمه سرمایه‌گذاری می‌شود تا وقتی که بیمه‌گذار کل یا بخشی از کل مبلغ بیمه‌نامه

1. premium

را مطالبه کند، و ادعای او مورد تأیید قرار گیرد. در برخی از رشته‌های این فعالیت، شرکت‌های بیمه حوادث و اموال بلافاصله این را درمی‌یابند که به سبب قراردادی که امضا کرده‌اند، بدهی‌ای بر عهده گرفته‌اند، اما این‌که این بدهی چه وقت باید پرداخت شود و مقدار آن چقدر است، ممکن است در آن زمان معلوم نباشد.

برای روشن شدن مطلب فرض کنید در سال ۱۹۹۳ یک بیمه‌نامه اتوموبیل نوشته شده که باب اسمیت را تحت پوشش بیمه‌ای با یک میلیون دلار خسارت قرار می‌دهد. این بیمه‌نامه او را در مقابل دعاوی افراد دیگر در نتیجه تصادف اتوموبیل پوشش می‌دهد. فرض کنید در سال ۱۹۹۳ باب اسمیت گرفتار حادثه اتوموبیل شود و نتیجه آن نقص عضو کامل راننده اتوموبیل دیگر است. شرکت بیمه درمی‌یابد که بدهی‌ای دارد، اما چه مبلغی باید به آن راننده خسارت بپردازد؟ ممکن است دعاوی میان مصدوم و شرکت بیمه چند سال طول بکشد و دادگاهی نیز لازم باشد تا خسارت پولی قابل پرداخت شرکت بیمه را معین کند.

مواردی هست که مبلغ مورد دعوی تا چند سال بعد از پایان زمان قرارداد معلوم نمی‌شود. برای مثال، فرض کنید یک شرکت بیمه حوادث و اموال برای دوره زمانی ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۰ یک بیمه‌نامه خسارت محصولات برای شرکت سازنده عروسکی امضا کرده باشد. اما ممکن است در سال ۱۹۹۴ شرکت بیمه تازه دریابد که یکی از محصولات این شرکت معایبی دارد و صدمات جدی به کودکان وارد می‌کند.

بدین ترتیب هزینه بیمه‌نامه امضا شده شرکت بیمه عبارت است از (۱) دعاوی خسارات وارد شده و گزارش شده در طول سال، و (۲) دعاوی برآورده شده به وسیله متخصص بیمه درباره بیمه‌نامه‌های امضا شده در طول سال که تا سال‌های بعد پرداخت نخواهد شد. برحسب این‌که مطالبات واقعی کم‌تر یا بیش‌تر از برآوردهای متخصص باشد، ذخیره‌ها افزایش یا کاهش می‌یابد. عایدات سالانه شرکت بیمه حوادث و اموال از دو منبع به دست می‌آید: نخست درآمد حق بیمه‌های بیمه‌نامه‌هایی که در طول سال امضا شده. دوم درآمد سرمایه‌گذاری ذخایر کنارنهاده برای پرداخت‌های آتی و مازاد (دارایی منهای بدهی) شرکت بیمه.

سود شرکت بیمه چنین محاسبه می‌شود که از عایدات یک سال (به‌گونه‌ای که در بالا تعریف شد) این موارد را کسر کنیم: (۱) وجوهی که باید برای پاسخ‌گویی به دعاوی

جدید حاصل از بیمه‌نامه‌های صادره در طول سال به ذخایر اضافه شود (این را هزینه دعاوی<sup>۱</sup> می‌نامند)؛ (۲) وجوهی که باید به سبب برآورد کم‌تر از واقع دعاوی سال گذشته به ذخایر اضافه شود (این را هزینه تعدیل دعاوی<sup>۲</sup> می‌گویند)؛ (۳) مالیات‌ها و (۴) هزینه‌های اداری و بازاریابی که با صدور بیمه‌نامه همراه است. اگر عایدات سالانه از موارد (۱) تا (۴) بالاتر باشد، در این صورت مازاد شرکت افزایش یافته و اگر عکس این باشد، مازاد کاهش یافته است. هم‌چنین زمانی که وجوهی میان سهامداران توزیع می‌شود، مازاد تغییر می‌کند.

هم‌چنان که در مورد شرکت‌های بیمه عمر گفتیم، مازاد اهمیت بسیار دارد، زیرا از همین مازاد است که در نهایت وجوه پرداختی به بیمه‌گذاران تأمین می‌شود. رشد مازاد شرکت بیمه حوادث و اموال نشان می‌دهد که این شرکت چه مقدار قرارداد در آینده می‌تواند امضا کند. توانایی شرکت بیمه حوادث و اموال در پذیرش خطر با نسبت حق بیمه سالیانه تقسیم بر سرمایه به علاوه مازاد سنجیده می‌شود. معمولاً این نسبت بین دو به یک یا سه به یک حفظ می‌شود. در نتیجه، ۲ تا ۳ دلار حق بیمه سالانه را می‌توان پشتوانه ۱ دلار افزایش در مازاد کرد.

اگر حق بیمه سالیانه از هزینه دعاوی، هزینه تعدیل و هزینه اداری و بازاریابی بیش‌تر شود، تفاوت را سود قراردادها می‌نامند؛ اگر این هزینه‌ها از حق بیمه سالیانه بیش‌تر شود زیان پیش می‌آید. معیاری مشترک که شرکت‌های بیمه حوادث و اموال گزارش می‌دهند نسبت مرکب نامیده می‌شود<sup>۳</sup> و برای محاسبه آن باید کل مبلغ هزینه دعاوی، هزینه تعدیل و هزینه اداری و بازاریابی را بر حق بیمه سالیانه تقسیم کرد. نسبتی کم‌تر از ۱۰۰٪ بدین معنی است که شرکت بیمه حوادث و اموال سودی از قراردادها به دست می‌آورد، اما اگر نسبت بیش‌تر از ۱۰۰٪ باشد بدین معنی است که شرکت در فعالیت‌های خود ضرر داده است.

بین سال‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۷۳، نسبت مرکب صنعت بیمه در ایالات متحد فقط نه بار

1. claim expenses

2. claim adjustment expenses

۳. combined ratio. این نسبت را از آن روی نسبت مرکب می‌گویند که به دو نسبت دیگر بستگی دارد، نسبت هزینه و نسبت زیان. نسبت اول، نسبت هزینه اداری و بازاریابی به حق بیمه‌های سالیانه است. نسبت دوم نسبت کل هزینه‌های دعاوی و هزینه‌های تعدیل دعاوی به حق بیمه‌های سالیانه است. نسبت مرکب جمع این دو نسبت است.



از ۱۰۰٪ بیش‌تر شد.<sup>۱</sup> یعنی در طول ۲۴ سال، این صنعت فقط نه سال ضرر انتشار بیمه‌نامه داشته است. برخلاف این دوره، بین سال‌های ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۹ نسبت مرکب تنها دو سال زیر ۱۰۰٪ بود. یعنی این صنعت در این دوره فقط دو سال سود داشته است. نسبت مرکب صنعت در ۱۹۸۴ به اوج خود (یعنی حداکثر ضرر صدور بیمه‌نامه) رسید که ۱۲۰٪ بود.

فشار قیمت‌گذاری در این فعالیت نه‌تنها از رقابت میان شرکت‌های بیمه، که نیز از شرکت‌های بزرگ غیربیمه، که شرکت‌های تابعه در مناطق آزاد مالیاتی چون برمودا یا ایالت‌های کم مالیات چون ورمونت تأسیس کرده‌اند، نشئت می‌گیرد. این شرکت‌های بیمه تابعه، خود شرکت مادر را بیمه داخلی می‌کنند. برای کاهش خطر، آن‌ها برخی از خطرهای بیمه خود را به شرکت‌های غیر عضو خانواده می‌دهند، و به این فرایند «بیمه اتکایی»<sup>۲</sup> گویند. فشار دیگر زمانی بر شرکت‌های بیمه حوادث و اموال وارد آمد که بزرگترین شرکت کارگزاری بیمه، مارشال و مک لنان<sup>۳</sup> با یک‌کاسه کردن خطر بدهی‌های شرکت‌های بزرگ، امکان بیمه‌ای تازه‌ای برای شرکت‌های بیمه ایجاد کردند. برآورد شده است که این بازارهای بدیل بیمه ۵۰ میلیارد دلار به صورت حق بیمه (تقریباً ۳۵ درصد بازار) را از چنگ شرکت‌های سنتی بیمه حوادث و اموال بیرون آورده‌اند.<sup>۴</sup>

امروزه به‌سبب فشارهای رقابتی، هماهنگی بیش‌تری بین جنبه‌های بیمه و سرمایه‌گذاری به هنگام قیمت‌گذاری بیمه‌نامه‌ها، وجود دارد. بنگاه‌ها با ایجاد کمیته دارایی/بدهی مرکب از متخصصان بیمه و مدیران سرمایه‌گذاری به این هماهنگی دست یافته‌اند. گروه نخست بدهی‌ها را برآورد می‌کند و هزینه نقدی شرکت بیمه حوادث و اموال را تخمین می‌زند. گروه دوم وجوه موجود شرکت را چنان اداره می‌کند که تعهدات آن را برآورده کند و بازدهی بیش‌تر از این تعهدات به دست آورد.

- 
1. Frank D. Campbell, "Asset-Liability Management for Property-Casualty Insurers," Chapter 47 in Frank J. Fabozzi (ed.), *The Handbook of Fixed Income Securities* (Homewood, IL: Business One-Irwin, 1991), p. 1006.
  2. reinsurance
  3. Marshall & McLennan
  4. *Ibid*, p. 68.

جدول ۲-۷ توزیع دارایی‌های شرکت‌های بیمه حوادث و اموال: ۱۹۹۱

دارایی	مقدار (به میلیارد دلار) درصد کل	
نقد و معادل نقد	۳۷/۵	۶/۵٪
سهام	۱۰۶/۸	۱۸/۶
اوراق بهادار خزانه‌داری ایالات متحد	۹۶/۲	۱۶/۸
اوراق بهادار سازمان‌های فدرال	۳۱/۰	۵/۴
اوراق قرضه شهرداری‌ها	۱۴۰/۸	۲۴/۶
اوراق قرضه شرکت‌ها و خارجی	۱۰۲/۰	۱۷/۸
رهن	۷/۷	۱/۳
دارایی‌های دیگر	۵۱/۹	۹/۱
کل	۵۷۲/۸	۱۰۰

مأخذ: Board of Governors of the Federal Reserve System's *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities*, First Quarter, 1992.

یادآوری: ارقام مربوط به شرکت‌های بیمه غیر از بیمه عمر است.

### سرمایه‌گذاری

توزیع دارایی شرکت‌های بیمه حوادث و اموال را در جدول ۲-۷ نشان دادیم، چنان‌که می‌بینید این شرکت‌ها در قیاس با شرکت‌های بیمه عمر بیش‌تر در اوراق سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند تا در اوراق قرضه.

### مقررات

شرکت‌های بیمه حوادث و اموال مانند شرکت‌های بیمه عمر در محدوده ایالت تحت نظارت هستند. ایالت‌ها برای نظارت بر این شرکت‌ها راه‌های متعدد دارند. نخست، قیمت پیشنهاد شده برای پوشش بیمه را کنترل می‌کنند. اما فشارهای رقابتی نیاز به نظارت قیمت را کاهش داده است. در مواردی که ایالت قیمتی تعیین کرده که شرکت‌های بیمه آن را به صرفه نمی‌بینند، این شرکت‌ها از عرضه آن بیمه خودداری می‌کنند.

دوم، ایالت‌ها برای کاهش احتمال ناتوانی شرکت‌های بیمه در پرداخت تعهدات خود، مقرراتی در مورد سرمایه‌گذاری‌های مجاز برای این شرکت‌ها وضع کرده‌اند. برخلاف شرکت‌های بیمه عمر که محدود به دارایی‌های مجاز شده‌اند، شرکت‌های بیمه

حوادث و اموال راه‌های بیش‌تری برای سرمایه‌گذاری دارند. برای مثال ممکن است شرکت بیمه حوادث و اموال ملزم به این باشد که حداقل سرمایه‌گذاری را در اوراق قرضه و رهن مجاز داشته باشد. اما تا زمانی که این حداقل رعایت می‌شود، این شرکت‌ها آزادند سرمایه‌گذاری خود را به هر طریقی که می‌خواهند، میان دارایی‌های دیگر توزیع کنند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. توان شرکت بیمه حوادث و اموال در پرداخت تعهدات به بازده سرمایه‌گذاری حق بیمه بیمه‌گذاران بستگی دارد.
۲. انواع متعدد و قراردادهای شرکت‌های بیمه حوادث و اموال.
۳. انواع دارایی‌هایی که شرکت‌های بیمه حوادث و اموال، در قیاس با شرکت‌های بیمه عمر، نگاه می‌دارند.
۴. جنبه‌های مختلف فعالیت شرکت‌های بیمه حوادث و اموال که تحت نظارت دولت است.

### روندهای مالی در صنعت بیمه بین‌المللی

#### مجموعه‌های بانک‌بیمه<sup>۱</sup>

یکی از تحولات عمده در صنعت بیمه بین‌المللی برداشته شدن مرز سنتی قاطع میان بانک‌ها و شرکت‌های بیمه عمر بوده است. در بخش عمده‌ای از جهان صنعتی اواخر دهه ۱۹۸۰ و اوایل دهه ۱۹۹۰، دوره حذف نظارت بر مؤسسات مالی و حذف مقررات ناظر بر فعالیت آن‌ها بوده است. در چنین فضایی بانک‌ها و شرکت‌های بیمه رفته‌رفته به صورت مجتمع‌های مالی‌ای درآمده‌اند که وسیع‌ترین طیف ممکن از خدمات را به سرمایه‌گذاران منفرد یا مؤسسات عرضه می‌کنند. نامی رایج برای این فعالیت مالی مشترک مجموعه‌های بانک‌بیمه است که به صورت‌های گوناگون در بسیاری

1. bancassurance

کشورهای صنعتی خاصه در اروپا رواج یافته است.<sup>۱</sup> استثنای عمده در این میان ژاپن و ایالات متحد است که در آن‌ها مقررات دقیقی که فعالیت بانک‌ها را از فعالیت شرکت‌های بیمه جدا می‌کند هنوز به قوت خود باقی است.

مجموعه‌های بانک-بیمه ممکن است به شکل‌های مختلف باشد. ساده‌ترین آن‌ها سرمایه‌گذاری فرابخشی است که در آن بانک‌ها فعالیت خود را گسترش می‌دهند تا انواع جدید بیمه به مشتریان عرضه کنند، یا شرکت‌های بیمه انواع جدیدی از حساب‌های سپرده یا پس‌انداز را به بیمه‌گذاران عرضه می‌کنند. از آن‌جا که مقررات دولتی هنوز شرکت‌های بیمه و بانک‌ها را از این‌که در چارچوب یک مجموعه واحد، عمل کنند باز می‌دارد، این نوع سرمایه‌گذاری باید از طریق رابطه میان شرکت‌ها به عمل درآید. اغلب، بانک‌ها این نوع سرمایه‌گذاری را با ایجاد یک شرکت بیمه فرعی عملی می‌کنند و شرکت‌های بیمه نیز از همین روش تقلید می‌کنند.

شکل دوم نفوذ کردن در بازار است که ممکن است به سبب ادغام بانک و شرکت بیمه روی دهد.<sup>۲</sup> این نفوذ ممکن است زمانی نیز روی دهد که بانک یا شرکت بیمه اکثریت (یا اکثریت عمده‌ای) از سهام بنگاهی در صنعت دیگر را تملک کند. اروپا یکی از عرصه‌های مهم این نوع فعالیت است زیرا جامعه اروپا و نیز هر یک از کشورهای اروپایی ساختار نظارتی دارند که به بانک‌ها اجازه می‌دهد بخش عمده‌ای از سهام یک بنگاه خارج از صنعت بانکداری و پس‌انداز را تملک کنند. علاوه بر این شرکت‌های بیمه می‌توانند مقدار زیادی سهام اقلیت از بانک‌ها را در تملک داشته باشند.

شکل سوم مجموعه‌های بانک-بیمه، قرار همکاری میان شرکت بیمه و بانک است که به موجب آن هر یک از آن دو استقلال خود را هم حفظ می‌کنند. نمونه‌ای از این قرار همکاری، مشارکت عملی<sup>۳</sup> و توافق جهت توزیع اوراق خاص است که بانک را موظف می‌کند نوعی خاص از محصول بیمه را بازاریابی کند و شرکت بیمه نیز موظف می‌شود

۱. این اصطلاح از این مقاله برگرفته شده است:

"Bancassurance: A Survey of Competition Between Banking and Insurance," which appeared in *Sigma*, a February 1992 publication of the Swiss Reinsurance Company of Zurich, Switzerland.

2. "Insurance and Other Financial Services: Structural Trends," in *Financial Market Trends*, published by the Organization for Economic Cooperation and Development (February 1992), pp. 31-38.

3. joint venture

خدمات بانک را از مجاری خرده‌فروشی خود به فروش رساند. وجود پدیدهٔ مجموعه‌های بانک‌بیمه را بسیاری از عناصر اقتصاد جهانی توجیه می‌کنند.<sup>۱</sup> نخست، مقررات‌زدایی از صنایع بخش مالی به بنگاه‌های بزرگ مالی امکان داده محصولات خود را تنوع بخشند. دوم حذف نظارت وضع رقابتی را بهبود بخشید، و حاشیهٔ سود بسیاری از مؤسسات مالی را کاهش داده و آن‌ها را واداشته که سهم خود را از بازار افزایش دهند و خدمات خود را بیش‌تر کنند. سوم، با افزایش پس‌انداز شخصی که حاصل رونق اقتصادی دههٔ ۱۹۸۰ بود، سرمایه‌گذاران خواستار آن بودند که بازدهی بیش از آنچه بانک‌ها بنا بر سنت می‌پرداختند به سرمایه‌گذاری ایشان تعلق گیرد. بدین‌سان موجودی پول، از حساب‌های نقدی و کوتاه‌مدت بانک‌ها بیرون آمد و به سوی سایر مؤسسات مالی سرازیر شد.

نمونهٔ این وضع را در فرانسه می‌بینیم که درصد ثروت فردی اشخاص در حساب‌های بانک‌ها از ۵۰٪ در ۱۹۶۰ به ۱۵٪ در سال ۱۹۹۰ کاهش یافت، در حالی که ثروت سرمایه‌گذاری‌شده در دارایی‌های بیمه از ۱۰٪ به ۴۵٪ دارایی مالی خانوارها افزایش یافت.<sup>۲</sup> سرانجام، تقاضا برای محصولات بیمه خاصه بیمهٔ عمر که همراه با جنبهٔ سرمایه‌گذاری بود در دههٔ آخر رشد نمایانی داشت. اما خریداران بیمه در عین حال در پی طیفی وسیع‌تر از خدمات مالی بودند که این صنعت در گذشته عرضه می‌کرد.

در پاسخ به این عوامل بانک‌ها و شرکت‌های بیمه در پی تلفیق و ادغام همگن‌شانه برآمدند (یعنی ترکیب دارایی‌ها به شکلی که ارزش آن‌ها بیش از کل ارزش دارایی‌های فردی به‌طور جداگانه باشد) تا بدین‌ترتیب هزینه‌ها را کاهش دهند و سهم بازار خود را بالا ببرند. این اقدام آن‌ها در واقع استراتژی بود برای عرضهٔ خدمات مالی گسترده که ترکیبی بود از خدمات بیمه و بانک. این‌گونه محصولات به‌خصوص در فرانسه موفق بوده‌اند: در سال ۱۹۹۰، ۵۰٪ بیمه‌نامه‌های عمر از طریق بانک‌ها به فروش رفت.<sup>۳</sup>

### فعالیت‌های برون از مرز

شرکت‌های بیمه بیش از پیش از قید و بند مرزهای بین‌المللی رها شده‌اند و رفته‌رفته در دو فعالیت مهم برون از مرز پای نهاده‌اند. یکی از این فعالیت‌ها ادغام یا تملک بخش

1. "Bancassurance: A Survey of Competition Between Banking and Insurance," *op. cit.*, pp.

4-5.

2. *Ibid.*, p. 7.

3. *Ibid.*, p. 1.

عمده سهام شرکت‌های بیمه در دیگر کشورهاست. برای مثال، یکی از بزرگ‌ترین شرکت‌های بیمه فرانسه، بیمه عمومی فرانسه<sup>۱</sup>، ۲۵٪ سهام سومین شرکت بیمه بزرگ آلمان یعنی شرکت بیمه آخن و مونیخ<sup>۲</sup> را مالک است<sup>۳</sup>. همین بنگاه آلمانی به‌نوبه خود همراه با شرکت ایتالیایی فوندریره‌ریا<sup>۴</sup> زمانی به اتفاق در یک شرکت بیمه آلمانی سهام کنترل کننده داشتند. اکتساب سهام در شرکت‌های خارجی بیشتری در راه است.

نوع دوم فعالیت برون از مرز که در برخی کشورها روی می‌دهد (مثلاً انگلستان و آلمان)، و احتمال دارد در آینده شتاب بیشتر بگیرد گسترش شعبات از داخل به خارج از کشور است. یعنی شرکت بیمه می‌تواند (با دریافت مجوز و رعایت قوانین مربوط به کفایت سرمایه) دفتری در کشور دیگر باز کند و بیمه‌نامه بفروشد. در اروپا که در جهت یکی کردن بازار می‌کوشند، این نوع فعالیت رواج یافته است. جامعه اروپا بنا بر تصمیمی که در سال ۱۹۹۵ اخذ کرد، صریحاً از فروش برون‌مرزی بیمه‌نامه حمایت کرد، و به‌موجب این تصمیم هر شرکت بیمه‌ای که در یکی از کشورهای عضو جامعه مجوز گرفته می‌تواند در سایر کشورها نیز فعالیت کند<sup>۵</sup>.

در این کتاب ما پیوسته توجه خواننده را به اثرات یک دوره مقررات‌زدایی و جهانی شدن فعالیت‌های مالی جلب می‌کنیم. تغییر در محصولات شرکت بیمه و رویکرد این شرکت‌ها نمونه خوبی از اثرات آن تحول بر مؤسسات بزرگ مالی است.

### صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه

در برخی کشورها شرکت‌های بیمه در زمینه فعالیت صندوق‌های بازنشستگی نیز عمل می‌کنند. برای مثال در سال ۱۹۸۸ دولت بریتانیا به شرکت‌های بیمه اجازه داد محصولات بازنشستگی را نیز ایجاد کرده و بفروشد. یک سال پیش از آن دولت فرانسه اجازه‌ای مشابه برای شرکت‌های بیمه و سایر مؤسسات مالی صادر کرده بود. در ژاپن شرکت‌های بیمه برای وارد شدن در فعالیت صندوق‌های بازنشستگی با گروه کوچکی از بانک‌ها که بانک‌های امین نامیده می‌شوند رقابت می‌کنند. بانک‌های امینی که در سراسر

1. Assurances Générales de France

2. Aachener and Münchener

3. "The French Lay Siege to Fortress Germany," *The Economist* (April 18, 1992) pp. 77-78.

4. Fondiaria

5. Diane Ferriolo, "Overview of International Insurance," *Best's Review (Property/Casualty)* (May 1992), pp. 11-12.

کشور شعبه دارند، مؤسساتی برای تأمین مالی درازمدت هستند که کارشان مدیریت پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است. رقابت بین این بانک‌ها و شرکت‌های بیمه کم‌وبیش شدید است چراکه مبلغ مورد رقابت بسیار کلان است. صندوق‌های بازنشستگی شرکت‌ها در این چند سال اخیر موجودی‌شان به مبلغ عظیم ۵۰ تریلیون یورو رسیده است.<sup>۱</sup> در آینده احتمالاً کشورهای بیش‌تری به شرکت‌های بیمه اجازه ورود به فعالیت این صندوق‌ها را اعطا می‌کنند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. مفهوم و اثرات تحول اساسی در صنعت بیمه بین‌المللی که آن را مجموعه‌های بانکی بیمه می‌نامند.
۲. برخی کشورها به شرکت‌های بیمه اجازه می‌دهند در زمینه فعالیت صندوق‌های بازنشستگی عمل کنند.

#### خلاصه

شرکت‌های بیمه عمر و شرکت‌های بیمه حوادث و اموال واسطه‌های مالی‌ای هستند که در مقام پذیرندگان خطر عمل می‌کنند. هرچند مهم‌ترین رویدادی که شرکت‌های بیمه مشتری را در برابر آن بیمه می‌کنند مرگ است، از دهه ۱۹۷۰ بخش عمده‌ای از فعالیت شرکت‌های بیمه عمر، عرضه پرداخت‌های تمام عمر به شکل بیمه‌نامه‌های بازنشستگی بوده است.

قراردادهای بیمه عمر را می‌توان به چهار نوع تقسیم کرد: (۱) بیمه حمایتی صرف در برابر خطر مرگ (برای مثال بیمه عمر مدت‌دار)؛ (۲) مجموعه‌ای مرکب از بیمه حمایتی و ابزار سرمایه‌گذاری (مثل بیمه سراسر عمر، بیمه فراگیر و بیمه عمر متغیر)؛ (۳) بیمه در برابر خطر زندگی (مستمری سالیانه) و (۴) بیمه‌نامه‌های مختص سرمایه‌گذاری که اصولاً برای صندوق‌های بازنشستگی طراحی شده است (مثل قراردادهای تضمین‌شده سرمایه‌گذاری). شرکت‌های بیمه عمر زیر نظر ایالت‌ها هستند و باید در ایالات متحد خود را با الزامات قانون حمایت از

1. "Forex Fiasco Forces Radical Rethink," *Euromoney* (March 1992), p. 52.



درآمد کارکنان بازنشسته جهت فعالیت در عرصه صندوق‌های بازنشستگی سازگار کنند.

شرکت‌های بیمه حوادث و اموال مشتری را در برابر طیف وسیعی از رویدادها بیمه می‌کنند. درآمد این شرکت‌ها از دو منبع تعیین می‌شود. حق بیمه دریافت شده برای بیمه‌نامه‌های صادره در طول سال و درآمد سرمایه‌گذاری حاصل از سرمایه‌گذاری ذخایر کنارنهاده برای مطالبات آینده و مازاد این شرکت‌ها. شرکت‌های بیمه حوادث و اموال که موقعیت خوبی دارند امروز می‌کوشند به هنگام قیمت‌گذاری بیمه‌نامه‌ها هر دو جنبه بیمه و سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند. این شرکت‌ها تحت نظارت ایالت هستند، اما برای سرمایه‌گذاری دامنه عمل وسیع‌تر از شرکت‌های بیمه عمر دارند.

مجموعه‌های بانک‌بیمه، ادغام خدمات بانک و بیمه، تحولی اساسی در صنعت بیمه بین‌المللی است. در بسیاری کشورها امروز بانک‌ها محصولات بیمه عرضه می‌کنند و شرکت‌های بیمه نیز خدماتی می‌دهند که پیش از این خاص بانک‌ها بوده است. مهم‌ترین دلیل این تحول مقررات جداکننده این دو رشته است. در حال حاضر، ایالات متحد و ژاپن شکل جدید مجموعه‌های بانک‌بیمه را تجربه نکرده‌اند، زیرا مقررات آن‌ها که بانک را از بیمه جدا می‌کند، هنوز به قوت خود باقی است.

## واژگان

۱. ام. بست (A.M. Best): بنگاهی خصوصی که شرکت‌های بیمه را در عرصه‌های سودآوری، اهرم مالی و نقدینگی رتبه‌بندی می‌کند.  
 مجموعه‌های بانک‌بیمه (Bancassurance): کوشش بانک‌ها و شرکت‌های بیمه برای پیوستن به هم در مجموعه مالی ادغام شده‌ای که هم محصولات بیمه عرضه می‌کند و هم محصولات بانکی.  
 ماده آزادی عمل در انتخاب دارایی (basket provision): توصیف مقرراتی درباره شرکت‌های بیمه که به شرکت بیمه اجازه می‌دهد درصد کوچکی از دارایی‌های خود را در هر نوع ابزار سرمایه‌گذاری که منع قانونی ندارد، سرمایه‌گذاری کند.  
 قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری یک نوبتی (bullet-type guaranteed investment)



contract): نوعی قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری که نرخ سود سالانه‌ای را در طول دوره عمر مشخص قرارداد بیمه تضمین می‌کند.

هزینه‌های دعاوی (claim expenses): وجوهی که شرکت‌های بیمه حوادث و اموال باید برای پاسخ‌گویی به دعاوی مطالبات جدید که در طول سال صادر شده، به ذخایر بیفزایند.

هزینه‌های تعدیل دعاوی (claim-adjustment expenses): وجوهی که شرکت‌های بیمه حوادث و اموال باید بر ذخایر بیفزایند و این جبران برآورد کم‌تر از واقع دعاوی مربوط به سال‌های گذشته است.

نسبت مرکب (combined ratio): معیار مهمی برای شرکت‌های بیمه حوادث و اموال که از تقسیم کل هزینه‌های دعاوی، هزینه‌های تعدیل دعاوی و هزینه‌های اداری و بازاریابی بر حق بیمه‌های سالیانه به دست می‌آید.

گزارش میثاق (convention statement): گزارش سالانه شرکت بیمه از موقعیت مالی خود.

قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری با نرخ متغیر یا شناور

(floating-rate guaranteed investment contract): نوعی قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری که در آن نرخ بهره تضمین شده با نوعی شاخص بازار که از پیش تعیین شده مثل بازده اوراق خزانه با سررسید مشخص، ارتباط دارد.

شرکت بیمه عمر (life insurance company): واسطه‌ای مالی که تعهد می‌کند در صورت مرگ بیمه‌گذار، بیمه مبلغی پرداخت کند؛ شرکت بیمه عمر ممکن است در زمینه پرداخت حق بازنشستگی نیز فعالیت کند.

حق بیمه بیمه‌نامه (premium on insurance policy): قیمتی که بیمه‌گذار برای بیمه‌نامه می‌پردازد.

شرکت بیمه حوادث و اموال (property and casualty insurance company): واسطه‌ای مالی که بر ای پوشش انواع خسارت، شخص یا واحد تجاری را بیمه می‌کند. بیمه اتکایی، بیمه مجدد (reinsurance): عمل یک شرکت بیمه که روی برخی از قراردادهای خود، از شرکت بیمه دیگری که مستقل از اولی است، بیمه‌نامه می‌خرد.

ذخایر شرکت بیمه حوادث و اموال

(reserves of property and casualty insurance company): وجوه موجود برای



پاسخ‌گویی به دعاوی برآورده شده متخصص بیمه.  
 مستمری سالیانه آتی با حق بیمه واحد (single-premium deferred annuity):  
 قراردادی که بنا بر آن بیمه‌گذار حق بیمه واحدی به شرکت بیمه عمر می‌پردازد و شرکت می‌پذیرد که بعد از بازنشستگی بیمه‌گذار، تا آخر عمر مبلغی به او پرداخت کند.

مازاد (surplus): تفاوت میان دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت بیمه.  
 بیمه عمر مدت‌دار (term insurance): نوعی بیمه عمر که اگر بیمه‌گذار پیش از پایان دوره قرارداد نمیرد، اعتبار خود را از دست می‌دهد.

سود یا زیان صدور بیمه‌نامه (underwriting profit or loss): تفاوت میان حق بیمه سالانه و کل هزینه‌های دعاوی، تعدیل دعاوی و هزینه‌های اداری و بازاریابی.  
 قرارداد بیمه عمر فراگیر (universal life policy): بیمه‌نامه‌ای که مزایای پرداختی آن به نرخ‌های بهره بازار پیوند زده می‌شود.

قرارداد متغیر (variable contract): قراردادی که در صورت مرگ، پرداختی را تعهد می‌کند که به ارزش بازار حق بیمه‌های سرمایه‌گذاری شده در زمان مرگ بیمه‌گذار بستگی دارد، یا، اگر ارزش سرمایه‌گذاری کم باشد، یک مبلغ حداقل تضمین شده را می‌پردازد.

بیمه سراسر عمر (whole life insurance): نوعی بیمه که مبلغ معینی را در صورت مرگ بیمه‌شده می‌پردازد، و در عین حال در طول زمان ارزشی نقدی انباشت می‌کند که بیمه‌گذار می‌تواند آن را مطالبه کند.

## پرسش‌ها

۱. مطلبی که در زیر می‌آید به نقل از نشریه اکونومیک درباره صنعت بیمه امریکاست:

شرکت‌های بیمه عمر، مانند بانکداران، دشواری مقابله با تورم و نرخ بهره را در دهه پیش دریافتند. در روزگار گذشته بیمه فعالیتی کاملاً سراسر بود. در سال ۱۹۷۹، بیش از ۸۰٪ حق بیمه‌های جدید برای بیمه‌نامه‌های «سراسر عمر» با حق بیمه، مستمری و ارزش ثابت بود، و کم‌وبیش کل «باقی‌مانده» آن را بیمه عمر «مدت‌دار» تشکیل می‌داد که فقط در صورت مرگ چیزی می‌پرداخت.



آن روزگار خوش حتی پیش از آن که تورم در اواخر دهه ۱۹۷۰ دو برابر شود به پایان رسید. مشتریان دریافتند ارزش نقدی که در نزد شرکت‌های بیمه انباشت می‌شود، قابل قیاس با بازده سایر سرمایه‌گذاری‌ها نیست. بیمه‌کنندگان ناچار شدند قراردادهای جدیدی چون بیمه عمر فرآگیر و بیمه عمر متغیر و امکان تبدیل این دو قرارداد را عرضه کنند. این قراردادها بازدهی قابل رقابت با بازار، که اغلب دارای حداقلی تضمین شده و دارای انعطاف بیش‌تر است، به مشتریان پرداخت می‌کند.

- الف. معنای این اصطلاحات چیست: بیمه سراسر عمر و بیمه عمر متغیر.
- ب. به‌طور کلی پی‌آمد این‌که شرکت‌های بیمه ناچار شده‌اند بازده قابل رقابت با بازار بپردازند چه بوده است؟
۲. چرا پیش‌بینی بدهی‌ها و مخارج نقدی شرکت بیمه حوادث و اموال در قیاس با شرکت بیمه عمر، دشوارتر است.
۳. الف. قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری چیست؟ ب. اصطلاح «تضمین شده» به چه معنی است؟ آیا سازمانی دولتی این قرارداد را تضمین می‌کند؟ ج. وقتی شرکت بیمه عمر نوعی قرارداد تضمین شده سرمایه‌گذاری منتشر می‌کند که در آن نرخ بهره ثابتی در طول دوره قرارداد تضمین شده، این شرکت با چه خطری روبه‌روست؟
۴. تفاوت میان قراردادهای تضمین شده سرمایه‌گذاری یک نوبتی و چندنوبتی چیست؟
۵. الف. مزاد شرکت بیمه چیست؟ ب. مزاد چرا اهمیت دارد؟
۶. درباره این بریده از نشریه بست ریویو (Best Review)، ۳۰ ژوئن ۱۹۹۰، بحث کنید:

آن‌گاه که زباله‌های دارویی سواحل نیوجرسی و نیویورک را در سال ۱۹۸۸ فرآگرفت، نفرت و هراس در مردم پدید آمد، بسیاری از گردانندگان تفریح‌گاه‌ها و استراحت‌گاه‌های ساحل اقیانوس که زندگی‌شان وابسته به جذابیت‌های این سواحل بود کسب و کار خود را از دست دادند. اما خسارات مالی وارد شده از تابستان ۱۹۸۸ در قیاس با فاجعه اقتصادی که بر اثر مقابله نامناسب با این زباله‌ها گریبانگیر دست‌اندرکاران بهداشت آمریکا خواهد شد، به‌راستی



چیزی نیست... تا امروز هیچ تسهیلات پزشکی برای صدمات و خسارات وارد شده بر اثر زباله‌های دارویی فراهم نشده است، اما با توجه به آگاهی مردم از این مسئله و روند قوانین محیط زیست، این کار اجتناب‌ناپذیر است. روشن است که ناگزیر بودن چاره‌اندیشی برای این مشکل، بدهی سنگینی را برای صنعت بیمه تجاری پیش می‌آورد.

پاسخ شما باید به این مسائل پردازد:

الف. نوع شرکت بیمه‌ای که پوشش دادن به زباله‌های دارویی را بر عهده می‌گیرد.

ب. برخی از مشکلات این شرکت در برآورد مطالبات بیمه‌گذاران.

۷. الف. منظور از نسبت مرکب برای شرکت بیمه حوادث و اموال چیست؟ ب. نسبت مرکب چه معنایی دارد؟

۸. «محدودیتی برای دارایی‌هایی که شرکت بیمه می‌تواند در آن‌ها سرمایه‌گذاری کند وجود ندارد.» آیا با این گفته موافقت می‌کنند؟

۹. چرا شرکت‌های بیمه عمر ترجیح می‌دهند در اوراق بدهی سرمایه‌گذاری کنند؟

۱۰. چرا شرایط قیمت‌گذاری شرکت بیمه به رده‌بندی اعتباری آن وابسته است؟

۱۱. الف. مجموعه‌های بانک‌بیمه به چه معنی است؟ ب. چه عاملی وجود بانک‌بیمه در برخی نقاط دنیا را توجیه می‌کند؟ ج. چرا ایالات متحد و ژاپن

این پدیده را پذیرا نشده‌اند؟





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

## شرکت‌های سرمایه‌گذاری

### هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- انواع مختلف شرکت‌های سرمایه‌گذاری: صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، و صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال.
- قیمت‌های سهام صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و صندوق‌های با سرمایه ثابت چگونه تعیین می‌شوند.
- ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری و هزینه‌هایی که دارند.
- تفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری مختلف برحسب هدف‌های متفاوت آن‌ها.
- منابع اقتصادی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و از جمله تنوع‌سازی و هزینه‌های سرمایه‌گذاری.
- معنای «شرکت سرمایه‌گذاری تحت نظارت».
- نحوه نظارت بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری از نظر مالیات‌ها، مدیریت، تنوع‌داری‌ها، کارمزدها، و تبلیغات.
- معنای گروه یا خانواده صندوق‌ها.
- این‌که این صنعت بسیار متمرکز است، و چندگروه از این صندوق‌ها، داری‌های نسبتاً زیادی را اداره می‌کنند.
- انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری که در کشورهای مختلف جهان وجود دارد.



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :

شرکت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> واسطه‌های مالی‌ای هستند که به عامه مردم سهام می‌فروشند و عواید حاصله را در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. هر سهمی که فروخته می‌شود نماینده نسبت متناسبی از بدنه اوراق بهاداری است که شرکت سرمایه‌گذاری به وکالت از طرف سهامدارانش، اداره می‌کند. نوع اوراق بهاداری که خریداری می‌شود به هدف سرمایه‌گذاری شرکت برمی‌گردد.

## انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری

سه نوع شرکت سرمایه‌گذاری داریم: صندوق‌های با سرمایه متغیر<sup>۲</sup>، با سرمایه ثابت<sup>۳</sup>، و صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال<sup>۴</sup>.

### صندوق‌های با سرمایه متغیر

این صندوق‌ها که بیش‌تر به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۵</sup> معروف‌اند، همواره آماده‌اند که به عامه مردم سهام جدید بفروشند، و در صورت تقاضای سهامدار، به قیمتی که برابر نسبت متناسب از ارزش بدنه آنهاست، و در خاتمه هر روز محاسبه می‌شود، سهام موجود را بازخرید کنند. قیمت سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک متکی به ارزش خالص دارایی هر

1. investment companies

2. open-end funds

3. closed-end funds

4. unit trust

5. mutual funds یا mutual investment funds





سهم<sup>۱</sup> است. این ارزش با کسر کردن بدهی‌های صندوق از ارزش بازار بدره دارایی‌های آن، و سپس تقسیم حاصل تفریق بر تعداد سهام موجود به دست می‌آید. برای مثال، فرض کنید صندوق سرمایه‌گذاری مشترکی با ۱۰ میلیون سهام، بدره‌ای دارد که ارزش بازار آن ۲۱۵ میلیون دلار و بدهی‌های آن ۱۵ میلیون دلار است. ارزش خالص دارایی هر سهم ۲۰ دلار است (۲۱۵ میلیون دلار منهای ۱۵ میلیون دلار و تقسیم بر ۱۰ میلیون سهم).

قیمت سهم دوطرفه اعلام می‌شود، یعنی هم قیمت خرید و هم قیمت فروش داده می‌شود. قیمت فروش<sup>۲</sup> یا قیمت پیشنهادی برای فروش برابر ارزش خالص دارایی هر سهم به‌علاوه حق‌العمل فروش صندوق است. به این نوع صندوق‌ها اصطلاحاً «با کارمزد»<sup>۳</sup> می‌گویند. صندوق‌های با کارمزد معمولاً حق‌العملی بین ۵/۸٪ روی حساب‌های کوچک تا حتی ۱٪ روی حساب‌های بزرگ یعنی ۵۰۰,۰۰۰ دلار به بالا می‌طلبند. آن صندوق سرمایه‌گذاری مشترک که حق‌العمل فروش نمی‌گیرد، صندوق بی‌کارمزد<sup>۴</sup> نامیده می‌شوند. صندوق‌های مشترک بی‌کارمزد مستقیماً با صندوق‌های با کارمزد رقابت می‌کنند، و خوشایند سرمایه‌گذارانی هستند که مخالف پرداخت حق‌العمل‌اند. (به‌ویژه این‌که شواهد عینی نشان می‌دهد صندوق‌های با کارمزد، بعد از محاسبه هزینه کارمزد، از صندوق‌های بی‌کارمزد هم بازده بالاتری داده‌اند). به دلیل موفقیت نسبی صندوق‌های بی‌کارمزد، بسیاری از صندوق‌های مشترک به‌ناچار به سوی وضعیت «بی‌کارمزدی» روی آورده‌اند. (بعضی صندوق‌ها راهبرد «کارمزد کم» را دنبال کرده‌اند، یعنی کارمزد نسبتاً پایین ۳ تا ۳/۵ درصد مطالبه می‌کنند.) در مورد صندوق‌های بی‌کارمزد هم قیمت فروش همان ارزش خالص دارایی هر سهم است.

تشخیص صندوق‌های بی‌کارمزد از صندوق‌های با کارمزد در صفحات مالی روزنامه‌ها کار مشکلی نیست و با توجه به شکل ارائه قیمت یا مظنه تفکیک ممکن می‌شود. اگر کارمزد در کار باشد، قیمت ارائه‌شده مقدار کارمزد را نشان می‌دهد. با مثال زیر در مورد قیمت‌های خرید و فروش بعضی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، که در سال ۱۹۹۲ در روزنامه‌های مالی امریکا آمده، موضوع روشن می‌شود:

1. net asset value per share (NAV)

2. offer price

3. load funds

4. no-load funds

اسم صندوق	ارزش خالص دارایی NAV	قیمت فروش
Vanguard Hi-Yield Corporate	۷/۵۵	NL <sup>۱</sup>
Safeco Equity	۱۰/۰۱	NL
Templeton Growth	۱۵/۷۰	۱۶/۶۰
Putnam Tax Exempt	۹/۱۱	۹/۵۶

در مورد دو صندوق اول، NL بیانگر آن است که صندوق‌های بدون کارمزدند. قیمت هر سهم آن برای سرمایه‌گذار که در آغاز کار می‌پردازد، برابر ارزش هر سهم دارایی‌های صندوق است. قیمت فروش هر سهم دو صندوق دیگر از ارزش خالص دارایی‌های دو صندوق یا از NAV آن‌ها بالاتر است. پس، صندوق‌های سوم و چهارم صندوق‌های با کارمزدند. کارمزد صندوق Templeton برابر ۰/۵٪ است (۱۶/۶۰ دلار منهای ۱۵/۷۰ دلار تقسیم بر ۱۵/۷۰ دلار). کارمزد صندوق آخر کمی از ۰/۵٪ تجاوز می‌کند.

هرچند صندوق سرمایه‌گذاری از خریداران سهام کارمزد نمی‌گیرد، اما می‌تواند از فروشنده سهام کارمزد بگیرد. چنین صندوق‌هایی که به آن‌ها صندوق‌های با کارمزد اختتامی<sup>۲</sup> می‌گویند، حق‌عملی بین ۰/۴٪ تا ۰/۶٪ می‌گیرند. برخی صندوق‌های با کارمزد اختتامی کارمزد کامل می‌گیرند اگر سهام طی دوره معین پس از فروش، مثلاً یک سال، بازپرداخت شود، اما اگر سهام بر ای مدتی بلندتر نگاهداری شود، درصد کارمزد کاهش می‌یابد. پاره‌ای از صندوق‌های مشترک نه کارمزد افتتاحی و نه کارمزد اختتامی می‌گیرند؛ به عوض، این صندوق‌ها برای جبران هزینه‌های فروش و بازاریابی، تا ۱/۲۵٪ از دارایی‌های متوسط روزانه صندوق را برمی‌دارند. دستورالعمل ۱۲b-۱ کمیسیون بورس و اوراق بهادار، مصوب ۱۹۸۰، به صندوق‌های مشترک اجازه می‌دهد برای پوشش هزینه فروش و بازاریابی خود از چنین روشی استفاده کنند. به این صندوق‌ها اصطلاحاً صندوق‌های ۱۲b-۱<sup>۳</sup> می‌گویند.

در سال ۱۹۸۶، کمیسیون به صندوق‌ها مجوز داد دو گروه از سهام با ساختار فروش متفاوت انتشار دهند. مثلاً آلینس مورتگیج<sup>۴</sup>، دو نوع سهام الف و ب داشت؛ اولی

۱. NL برابر no-load است که به معنی بی کارمزد است.

2. back-end load funds

3. 12b-1 funds

4. Alliance Mortgage

صندوق با کارمزد ۳٪ در مرحله فروش (کارمزد افتتاحی<sup>۱</sup>) و دومی صندوق با کارمزد اختتامی بود که مقدار آن به طول مدت نگاهداری سهام مربوط بود. در دهه ۸۰، تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چند برابر شد و از ۲۵۰ صندوق سال ۱۹۸۰ به رقم ۳,۹۰۰ صندوق در سال ۱۹۹۲<sup>۲</sup> رسید. مقدار وجوه تحت کنترل صندوق‌ها از ۲۴۰ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۲ به بیش از ۱/۵ تریلیون دلار در سال ۱۹۹۲ رسید. برحسب میزان دارایی‌های تحت کنترل، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بعد از بانک‌های تجاری و نزدیک به شرکت‌های بیمه طبقه‌بندی می‌شوند، اما جلوی مؤسسات پس‌انداز و اتحادیه‌های اعتباری قرار می‌گیرند. یکی از دلایل رشد دارایی‌های صندوق‌های مشترک آن است که از این صندوق‌ها در انواع خاصی از صندوق‌های بازنشستگی استفاده شده است، و این موضوع را در فصل بعد شرح خواهیم داد. جدول ۸-۱ توزیع دارایی‌های صندوق‌های مشترک در سال‌های ۱۹۸۱ و ۱۹۹۱ را برحسب گروه‌بندی‌های اصلی این دارایی‌ها نشان می‌دهد. ارقام جدول بیانگر رشد پویای همه جوانب این واسطه مالی عمده است.

جدول ۸-۱ توزیع دارایی‌های صندوق‌های با سرمایه متغیر سهام و اوراق قرضه در سال‌های ۱۹۸۱ و ۱۹۹۱

گروه دارایی‌ها	۱۹۸۱ میلیارد دلار	۱۹۹۱ میلیارد دلار
نقد و شبه نقد	۵/۳	۶۰/۳
اوراق قرضه شرکت‌ها	۷/۵	۸۴/۶
سهام ممتاز	۰/۴	۸/۰
سهام عادی	۳۶/۷	۳۲۸/۱
اوراق قرضه شهرداری‌ها	۳/۰	۱۴۷/۷
اوراق قرضه دولت امریکا	۲/۲	۱۷۰/۱
دیگر اوراق	۰/۲	۸/۳
جمع	۵۵/۲	۸۰۷/۱

مأخذ: آمارنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سال ۱۹۹۲، توسط Investment Company Institute

1. front-end load

۲. این تعداد صندوق‌هایی است که یک شرکت مالی به نام Lipper Analytical Service برشمرده است.

## صندوق‌های با سرمایه ثابت

برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های با سرمایه ثابت مثل هر شرکت سهامی دیگر سهم می‌فروشند، و معمولاً سهام خود را بازخرید نمی‌کنند. سهام صندوق‌های با سرمایه ثابت یا در بورس متشکلی چون بورس اوراق بهادار نیویورک و یا در بازار خارج از بورس به فروش می‌رسد. روزنامه‌های مالی غالباً فهرست قیمت این سهام را زیر عنوان کلی «صندوق‌های مورد معامله عموم» منتشر می‌کنند. سرمایه‌گذاران چه در وقت خرید سهام و چه هنگام فروش، حق کارگزاری می‌پردازند.

قیمت سهم صندوق با سرمایه ثابت را عرضه و تقاضا تعیین می‌کند. و قیمت می‌تواند کم‌تر یا بیش‌تر از ارزش خالص دارایی هر سهم باشد. قیمت سهامی که زیر ارزش خالص دارایی است، «با کسر» و آن‌که بالاتر از ارزش خالص دارایی است، «با صرف» معامله می‌شود. هرچند که تفاوت مقدار کسر و صرف گاهی باعث تعجب فراوان است<sup>۱</sup>، اما در بیش‌تر موارد قابل فهم است. زیر ارزش خالص دارایی بودن قیمت سهم شاید به دلیل بدهی‌های مالیاتی عمده‌ای روی عایدات سرمایه‌ای باشد که باعث متورم شدن ارزش خالص دارایی شده، و سرمایه‌گذاران توزیع سود سهم بعد از مالیات آینده را در نظر گرفته و روی سهم قیمت گذاشته‌اند. قیمت بالاتر سهم صندوق دیگر نسبت به ارزش خالص دارایی ممکن است حاصل دسترسی نسبتاً سهل به سهام در کشوری دیگر و مدیریت حرفه‌ای آن سهام باشد، چراکه سرمایه‌گذار کوچک به آسانی به اطلاعات سهام کشورهای خارجی دست نمی‌یابد. در سال‌های آخر دهه ۸۰ در امریکا، «صندوق اسپانیا» و «صندوق سرمایه‌گذاری کره» مثال‌های بارز چنین وضعیتی بوده‌اند.<sup>۲</sup>

ویژگی مهم صندوق با سرمایه ثابت آن است که سرمایه‌گذار هزینه سنگین پذیره‌نویسی انتشار سهام صندوق را تقبل می‌کند<sup>۳</sup>. کل وجوهی که مدیر صندوق سرمایه‌گذاری می‌کند برابر است با مجموع وجوهی که خریداران سهام صندوق

۱. در ایران، رجوع کنید به کسر (زیر ارزش خالص دارایی بودن) قیمت سهم شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، به مثابه یک صندوق با سرمایه ثابت نسبتاً قدیمی در دهه‌های ۶۰ و ۷۰. م.

۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری «کشورها» در سال‌های پایانی دهه ۸۰ رواج یافتند، و در آن زمان درصد عمده‌ای از حجم سرمایه‌گذاری در صندوق‌های با سرمایه ثابت را سرمایه‌گذاری در «صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشورها» تشکیل می‌داد.

3. Kathleen Weiss, "The Post-Offering Price Performance of Closed-End Funds," *Financial Management* (Autumn 1989), pp. 57-67.

می‌پردازند، منهای همه هزینه‌های انتشار سهام. این هزینه‌ها که حدود ۷/۵ درصد کل مبلغ پرداختی سرمایه‌گذاران است، معمولاً شامل کارمزد فروش یا حق‌عملی است که به مؤسسات کارگزاری خرده‌فروشی پرداخت می‌شود که سهام را بین عامه مردم توزیع می‌کنند. رقم بالای کارمزد انگیزه کافی برای کارگزاران خرده‌فروش ایجاد می‌کند که این سهام را به مشتریان خود که غالباً سرمایه‌گذاران خرد انفرادی هستند، توصیه کنند.

در امریکا، همواره صندوق‌های با سرمایه ثابت بسیار کم‌تر از صندوق‌های با سرمایه متغیر عمومیت و رواج داشته‌اند. یک بررسی نشان می‌دهد که مقدار دلاری سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های با سرمایه متغیر ۱۲ برابر سرمایه‌گذاری در صندوق‌های با سرمایه ثابت است.<sup>۱</sup> البته، در سال‌های اخیر صندوق‌های با سرمایه ثابت مقبولیت بیشتری یافته‌اند. از سال ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۱، تعداد صندوق‌های با سرمایه ثابت از ۶۹ صندوق به ۲۹۰ صندوق افزایش یافت و دارایی‌های آن‌ها از ۱۲ میلیارد دلار به ۷۳ میلیارد دلار افزایش یافت.<sup>۲</sup> علت اصلی این رشد را در تأکید صندوق‌ها بر سرمایه‌گذاری روی سبدهی از اوراق بهادار بین‌المللی می‌باید جستجو کرد.

### صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال<sup>۳</sup>

صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال یا یونیت تراست شبیه صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت است و تعداد گواهی سهم یا حصه‌ای<sup>۴</sup> که انتشار می‌دهد، ثابت است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال معمولاً در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کنند، و به دلایل چند هم با صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثابت و هم با صندوق‌های با سرمایه متغیری که متخصص در اوراق قرضه‌اند، فرق می‌کنند: اول، خرید و فروش دائمی و فعال روی اوراق قرضه‌ای که در سبد سرمایه‌گذاری‌های صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال

1. Peter Donovan, "Closed-End Funds in the United States of America", in Stefano Preda (ed.), *Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey* (Amsterdam: North-Holland, 1991), p. 232.
2. Securities and Exchange Commission, *Protecting Investors: A Half-Century of Investment Company Regulation* (New York: Commerce Clearing House, Inc., 1992), p. 432.
3. unit trust. آنچه در این جا گفته می‌شود را نباید با unit trust انگلیسی اشتباه گرفت. در بریتانیا، یونیت تراست معادل mutual fund امریکایی است و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه متغیر است. همان‌طور که می‌خوانیم، در امریکا یونیت تراست موضوع کاملاً متفاوتی است. م.
4. unit

است، صورت نمی‌گیرد. وقتی صندوق توسط متولی آن (که غالباً مؤسسه کارگزاری یا پذیرهنویس اوراق قرضه است) شکل می‌گیرد و به دست امین<sup>۱</sup> سپرده می‌شود، امین همه اوراق قرضه را تا زمان بازپرداخت آن‌ها به وسیله ناشر نگاه می‌دارد. معمولاً، امین هنگامی می‌تواند یکی از اوراق بدرد صندوق را بفروشد که تغییر شگرفی در موقعیت اعتباری ناشر اوراق رخ داده باشد. معنای آن‌چه گفتیم آن است که هزینه عملیاتی صندوق در مقایسه با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و حتی صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت، به مراتب نازل‌تر است. دوم، صندوق‌های غیرفعال طول عمر معینی دارند، در حالی که صندوق‌های مشترک و با سرمایه ثابت طول عمر معینی ندارند<sup>۲</sup>. سوم، برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های با سرمایه ثابت، سرمایه‌گذار در صندوق غیرفعال همواره می‌داند که بدرد صندوق سبدي از اوراق قرضه معین است، و امین صندوق ترکیب بدرد را تغییر نخواهد داد.

همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال کارمزد فروش می‌گیرند. هزینه فروش اولیه صندوق بین ۳/۵ تا ۵/۵ درصد است. در مرحله فروش سهم یا حصه صندوق، ۳٪ کارمزد گرفته می‌شود، اما بعضی صندوق‌ها در هنگام فروش کارمزدی نمی‌گیرند. غیر از هزینه‌های فروش، سرمایه‌گذار غیرمستقیم مابه‌التفاوتی را هم می‌پردازد. وقتی مؤسسه کارگزاری یا پذیرهنویس اوراق قرضه صندوق غیرفعال را درست می‌کند، قیمت اوراق قرضه برای صندوق شامل مابه‌التفاوت پرداختی به معامله‌کننده اوراق هم هست. در ادامه این فصل، روی صندوق‌های با سرمایه متغیر (صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک) و صندوق‌های با سرمایه ثابت متمرکز می‌شویم، و از هر دو صرفاً با کلمه «صندوق» یاد می‌کنیم، و با صندوق‌های غیرفعال دیگر کاری نداریم.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. تفاوت بین صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و متغیر.
۲. معنای ارزش خالص دارایی هر سهم یا NAV.
۳. تفاوت بین صندوق با کارمزد و بی کارمزد.

1. trustee

۲. در این مورد «صندوق‌های با سرمایه ثابت مدت‌دار» (target term closed-end funds) استثنا است، چون آن‌ها عمر محدود دارند، و در پایان آن صندوق جمع می‌شود.

۴. مفهوم صندوق با کارمزد اختتامی.
۵. آیین‌نامه ۱۲b-۱ کمیسیون بورس و اوراق بهادار و صندوق سرمایه‌گذاری ۱۲b-۱.
۶. تفاوت بین صندوق با سرمایه ثابت و صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال.

## ساختار صندوق سرمایه‌گذاری

هر صندوق سرمایه‌گذاری هیئت مدیره دارد، مشاور مالی‌ای دارد که مسئول اداره بدنه است، و سازمان توزیع و فروش دارد. هر صندوق با مشاور مالی برای اداره صندوق قرارداد می‌بندد، و مشاور معمولاً شرکتی است که در اداره صندوق‌ها تخصص دارد. مشاور ممکن است شرکت تابعه مؤسسه کارگزاری، شرکت بیمه، مؤسسه مدیریت سرمایه‌گذاری، و یا بانک باشد.

مشاور مالی صندوق کارمزد مشاوره می‌گیرد. این کارمزد که عمده‌ترین بخش هزینه‌های اداره صندوق است، معمولاً برابر ۰/۴٪ تا ۱/۵٪ ارزش متوسط دارایی‌هاست، اما درصد کارمزد با بالا رفتن رقم دارایی‌های صندوق، کاهش می‌یابد. کارمزد مشاوره با توجه به دشواری اداره هر صندوق خاص تعیین می‌شود. غیر از کارمزد مشاوره، هر صندوق هزینه‌های دیگری هم دارد. قبلاً به هزینه‌های بازاریابی و فروش صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر اشاره کردیم. غیر از این‌ها، هر صندوق هزینه‌هایی برای خدمات حسابداری و سرپرستی (که به امین پرداخت می‌شود) می‌پردازد؛ هیئت مدیره صندوق هم دستمزد می‌گیرد. و البته اجرای استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق با صرف هزینه‌های عملیاتی همراه است. همه اطلاعات مربوط به هزینه‌های اداره و گرداندن صندوقی خاص در اختیار عموم است و اطلاعات محرمانه نیست.

### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. وظایف مشاور مالی در صندوق سرمایه‌گذاری.
۲. هزینه‌هایی که صندوق تقبل می‌کند.

## انواع صندوق‌ها از نظر هدف‌های سرمایه‌گذاری



صندوق‌های سرمایه‌گذاری متفاوتی با اهداف سرمایه‌گذاری مختلف وجود دارند. هدف سرمایه‌گذاری در امیدنامه<sup>۱</sup> صندوق درج می‌شود. بعضی صندوق‌ها به‌طور انحصاری در سهام و پاره‌ای فقط در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کنند. حتی در همان گروه از دارایی‌ها، صندوق‌هایی با هدف‌های متفاوت وجود دارد. برای مثال، صندوق‌هایی که فقط در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند، ممکن است هدف کسب درآمد ثابت، دستیابی به عایدات سرمایه‌ای<sup>۲</sup> یا رشد، و یا ترکیبی از درآمد و رشد را دنبال کنند. بعضی صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری خود را به صنایع خاص محدود می‌کنند تا بدین ترتیب مدیر صندوق احتمالاً بتواند تخصص بیابد و به مجموعه بهتر و زمان‌بندی معاملاتی مناسب‌تری دست یابد. برخی صندوق‌ها با سرمایه‌گذاری در رشته‌هایی چون الکترونیک، اقیانوس‌نگاری، و ارتباطات و مخابرات از راه دور در شرکت‌های تحقیقاتی جدید بالقوه پرجاذبه مشارکت می‌کنند. صندوق‌هایی هستند که در شرکت‌های کوچک سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، و پاره‌ای در سهام خارجی سرمایه‌گذاری می‌کنند. برای سرمایه‌گذارانی که مایل‌اند سبد اوراق بهادارشان تا حد ممکن متنوع باشد، آخرین ابتکار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایجاد «صندوق‌های شاخص سهام<sup>۳</sup>» است که بدره آن‌ها شبیه‌سازی از روی ترکیب سهام شاخص‌های جامعی چون شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور<sup>۴</sup> است.

صندوق‌هایی که در اوراق قرضه تخصص دارند نیز فهرست بلندبالایی از هدف‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری دارند. صندوق‌های اوراق قرضه دولت امریکا فقط در اوراق قرضه دولتی آن کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های اوراق قرضه شرکت‌ها هدف‌های سرمایه‌گذاری بسیار متفاوتی دارند. بعضی صندوق‌ها فقط در اوراق قرضه شرکت‌های بسیار معتبر سرمایه می‌گذارند، در حالی که دیگر صندوق‌ها عمدتاً در اوراق قرضه شرکت‌های کم‌اعتبار (اوراق قرضه بُنجل<sup>۵</sup>) سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های اوراق بهادار قابل‌تبدیل در اوراق قرضه قابل‌تبدیل<sup>۶</sup> و سهام ممتاز قابل‌تبدیل<sup>۷</sup> سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذارانی که علاقه به اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های

1. prospectus

2. capital gain

3. indexed funds

4. S&P 500

5. junk bonds

6. convertible bonds

7. convertible preferred stock



رهنی<sup>۱</sup> دارند، به صندوق‌هایی روی می‌آورند که تخصص آن‌ها چنین اوراق بهاداری است. طیف وسیعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری صرفاً در اوراق قرضه شهرداری‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند که از مالیات بر درآمد فدرال که دولت‌های محلی و ایالتی می‌گیرند، معاف‌اند. برخی صندوق‌ها منحصراً اوراق قرضه شهرداری‌های درون یک ایالت خاص را می‌خرند تا سرمایه‌گذارانی که در همان ایالت کسب درآمد می‌کنند، بتوانند از مزیت معافیت مالیاتی ایالت برخوردار شوند. برای مثال، شهروندان ایالت نیویورک و کالیفرنیا امکان دارند در صندوق‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که اوراق قرضه شهرداری‌هایی در همان ایالت‌ها را در اختیار دارند، و بدین ترتیب درآمد بهره آن سرمایه‌گذاران از مالیات معاف می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول<sup>۲</sup> در اوراقی سرمایه‌گذاری می‌کنند که سررسید آن‌ها یک سال یا کم‌تر است، و به آن‌ها ابزارهای بازار پول گویند. سه گروه‌بندی از صندوق‌های بازار پول می‌شناسیم. صندوق‌های بازار پول عام که در ابزارهای بازار پول مشمول مالیات از قبیل اسناد خزانه<sup>۳</sup>، اوراق قرضه کوتاه‌مدت مؤسسات دولتی امریکا، اوراق تجاری<sup>۴</sup>، و گواهی سپرده قابل خرید و فروش سرمایه‌گذاری می‌کنند. صندوق‌های اوراق کوتاه‌مدت دولت امریکا فقط در اسناد خزانه یا اوراق بهادار مؤسسات دولتی امریکا سرمایه‌گذاری می‌کنند. نوع سوم صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول صندوق اوراق قرضه کوتاه‌مدت شهرداری‌ها است.

صندوق سرمایه‌گذاری متوازن<sup>۵</sup> هم در سهام و هم در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کنند. اگرچه مقدار سرمایه‌گذاری مدیر صندوق در هر نوع دارایی قانوناً حد و مرز دارد، با رعایت این سقف، مدیر صندوق می‌تواند ترکیب دارایی‌ها را به گونه‌ای تعدیل کند که از مزیت دارایی‌های خاص مورد نظر خود برخوردار شود.

انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۶</sup> که انجمن سراسری صندوق‌های با سرمایه متغیر یا مشترک در امریکاست، همه صندوق‌های با هدف‌های یادشده در بالا و نیز مجموعه‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای هدف‌های دیگر را در بر می‌گیرد. جدول ۸.۲ فهرست کامل گروه‌بندی صندوق‌ها توسط انجمن و مقدار سرمایه مردم در

1. mortgage-backed securities (MBS)

2. money market mutual funds

3. Treasury bills

4. commercial papers

5. balanced funds

6. The Investment Company Institute

هر صندوق را برحسب درصدی از کل دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌ها نشان می‌دهد.

جدول ۲ - ۸

توزیع خالص دارایی‌ها بین همهٔ صندوق‌های با سرمایه‌متغیر مطابق با هدف‌های سرمایه‌گذاری (۱۹۹۱) نقل از کتابنامهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، *Mutual Fund Fact Book*، منتشره توسط انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری، ۱۹۹۲، صص. ۱۱۲، ۹۲ و ۱۱۴.

هدف‌ها	درصدی از دارایی‌های خالص کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری
رشد متهورانه	۴/۷٪
رشد	۷/۸
رشد و درآمد	۹/۶
فلزات گران‌بها	۲/۲
بین‌المللی	۱/۴
سهام همهٔ کشورها	۱/۳
سهام درآمدی	۲/۲
اختیار معامله/درآمد	۰/۱
بدرهٔ منعطف	۰/۷
متوازن	۱/۵
درآمد ترکیبی	۱/۹
درآمدی اوراق قرضه	۲/۰
درآمدی دولت امریکا	۷/۲
جینی مه‌ای Ginnie Mae	۲/۷
اوراق قرضهٔ همهٔ کشورها	۲/۰
اوراق قرضهٔ شرکت‌ها	۱/۱
اوراق قرضهٔ با بازدهٔ بالا	۱/۹
اوراق قرضهٔ شهرداری‌ها	۶/۶
اوراق قرضهٔ ایالتی شهرداری‌ها	۴/۹
اوراق بازار پول معاف از مالیات	۶/۷
اوراق بازار پول مشمول مالیات	۳۳/۴

### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. معنای اصطلاح «هدف سرمایه‌گذاری».
۲. تنوع هدف‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک.

## انگیزه‌های اقتصادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

از فصل ۲ به خاطر دارید که واسطه‌های مالی مطالبات مالی بر ذمه خود منتشر می‌کنند، و با وجوه حاصله گردآوری شده سرمایه‌گذاری می‌کنند. شرکت سرمایه‌گذاری هم واسطه‌ای مالی است، چراکه وجوه مشارکت‌کنندگان در بازار را تجمیع می‌کند، و از آن وجوه برای خرید بدرة اوراق بهادار استفاده می‌کند. نقش خاص واسطه‌های مالی در بازارهای مالی را نیز فراموش نکرده‌اید. آن‌ها حداقل یکی از چهار وظیفه اقتصادی زیر را بر عهده می‌گیرند: (۱) وساطت در انطباق سررسیدها؛ (۲) کاهش خطر با ایجاد تنوع؛ (۳) کاهش هزینه‌های عقد قرارداد و پردازش اطلاعات؛ (۴) ایجاد مکانیسم پرداخت. حال بررسی کنیم که صندوق سرمایه‌گذاری کدام‌یک از تکالیف اقتصادی یادشده را بر عهده دارد.

نخست به وساطت در انطباق سررسیدها پردازیم. فرد سرمایه‌گذاری که افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت دارد، و در عین حال به سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه یا سهام با سررسید طولانی‌تر از افق سرمایه‌گذاری مورد نظرش علاقه‌مند است، با این خطر مواجه است که اوراق بهادار را می‌باید هنگامی بفروشد که ارزش بازار آن‌ها از ارزش خریدشان کم‌تر است. سرمایه‌گذار همین مشکل را با سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک دارد، چراکه ارزش خالص دارایی هر سهم تابع نوسان شرایط عمومی بازار است. نتیجه می‌گیریم که وساطت در انطباق سررسیدها از وظایف اقتصادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمی‌باشد.

حال به وظیفه کاهش خطر با ایجاد تنوع پردازیم. با سرمایه‌گذاری در صندوق، سرمایه‌گذار در گستره وسیعی از اوراق بهادار مختلف مالکیت می‌یابد؛ اوراق بهاداری که یا محدود به بخش خاصی از بازار مالی است و یا متعلق به چندین بخش بازار است و به هر حال خطر بدره را کاهش می‌دهد. (در فصل ۱۳ دقیق‌تر شرح می‌دهیم که چه نوع خطری کاهش می‌یابد.) هرچند که ممکن است من سرمایه‌گذار تعداد متنوعی اوراق

بهادار را در سبد سرمایه‌گذاری خود فراهم آورم، اما میزان تنوع و گوناگونی به دلیل مقدار کم سرمایه یک نفر، محدود است. اما، با سرمایه‌گذاری در یک شرکت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار می‌تواند به‌طور مؤثری از مزایای تنوع با صرف هزینه اندکی برخوردار شود، حتی اگر مقدار وجهی که در اختیار دارد ناچیز باشد.

غیر از کاهش خطر ناشی از تنوع در صندوق‌ها، سرمایه‌گذار از مزیت کاهش هزینه‌های عقد قرارداد و پردازش اطلاعات نیز برخوردار است. وی با سرمایه‌گذاری در صندوق در واقع مشاور مالی خبره‌ای را به خدمت می‌گیرد که اگر مستقیم می‌خواست از خدمات او برخوردار شود، هزینه بسیار سنگین‌تری می‌پرداخت. حق‌المشاوره مالی با سرمایه‌گذاری در صندوق کاهش می‌یابد، زیرا مقدار دارایی‌های بیشتری در صندوق اداره می‌شود، و هزینه‌های جستجو برای یافتن مدیر سرمایه‌گذاری و دستیابی به اطلاعات مربوط به اوراق بهادار کاهش می‌یابد. هزینه‌های معامله اوراق بهادار هم کاهش می‌یابد، چراکه صندوق سرمایه‌گذاری در مذاکره برای تعیین هزینه‌های معاملاتی دست بالا را دارد، و هزینه‌های حسابداری و سرپرستی صندوق از هزینه‌های مشابه برای تک‌تک افراد کم‌تر است.

و بالاخره، در مورد وظیفه چهارم، صندوق‌های بازار پول اغلب خدمات پرداخت عرضه می‌کند. سرمایه‌گذار در چنین صندوق‌هایی می‌تواند چک بر عهده صندوق صادر کند. اما، دامنه عمل این صندوق‌ها در این زمینه محدود است، و نقش آن‌ها در ایجاد مکانیسم پرداخت گسترده نیست.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک خطرر از طریق تنوع بخشیدن به بدنه کاهش می‌دهد.
۲. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بسیاری از هزینه‌های سرمایه‌گذاری و اداره بدنه‌ها را کاهش می‌دهد.

#### مقررات

طبق قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰<sup>۱</sup> و اصلاحیه‌های متمم آن، بر همه

1. Investment Company Act of 1940



شرکت‌های سرمایه‌گذاری در سطح دولت مرکزی نظارت می‌شود. تمام اوراق بهاداری که منتشر می‌کنند باید به تأیید کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) برسند. از این گذشته، شرکت‌های سرمایه‌گذاری خود را به اطلاع سرمایه‌گذاران برسانند. قانون هر نوع تغییر خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری شرکت سرمایه‌گذاری را، بدون تصویب سهامداران آن، منع می‌کند. مقصود اصلی قانون جلوگیری از معامله با خود و دیگر مصادیق تضاد منافع، و از جمله تحمیل کارمزدهای زیاد غیرمنطقی است. مقررات جدیدی که جلوی معامله با خود احتمالی را می‌گیرد در قانون منع معاملات با محرمان و تقلب در اوراق بهادار مصوب ۱۹۸۸<sup>۱</sup> پیش‌بینی شده است که مشاوران سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک را ملزم می‌کند راه کارهایی تعبیه کرده و به اجرا درآورند که احتمال انجام معاملات با محرمان<sup>۲</sup> را کاهش می‌دهد.

جنبه بسیار مهم قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰ به آن مواردی مربوط است که قانون مجاز می‌شمرد. قانون کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری مجاز را از مالیات روی عایدات خود، چه حاصل درآمد باشد و چه عایدات سرمایه‌ای، معاف می‌دارد. برای احراز شرایط لازم جهت این فعالیت، صندوق می‌باید ۹۰٪ درآمد خود در هر سال را بین سهامداران توزیع کند. (البته سود سهام متعلقه به سرمایه‌گذاران مشمول مالیات است.) علاوه بر آن، صندوق ناچار به رعایت قواعد معینی در مورد تنوع بخشی به سرمایه‌گذاری‌ها و نقدینگی آنهاست، و در انجام معاملات و کسب عایدات کوتاه‌مدت هم یک‌سر آزادی عمل ندارد.

خرید و فروش سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک تابع مقررات معاملات شرافتمندانه<sup>۳</sup> است که کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) و انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار<sup>۴</sup> (NASD) که سازمانی خودگردان است، برای انجام هر معامله اوراق بهادار در ایالات متحد وضع کرده‌اند. این قواعد با مقرراتی که در قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴<sup>۵</sup> پیش‌بینی شده سازگار است؛ قانون ۱۹۳۴، مصوبات مقدم و پراهمیتی است که ناظر بر اوراق بهادار و بازارهای آنهاست. کمیسیون بورس و اوراق بهادار در

1. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988

2. insider trading                      3. fair dealing

4. National Association of Securities Dealers

5. Securities Exchange Act of 1934

سال ۱۹۸۸ این مقررات را بسط داد تا شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شود، و آن‌ها تبلیغات و ادعاهایی نکنند که نادرست باشد و سرمایه‌گذاران را گمراه کند. گفته شد که کارمزدهای دریافتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیز قانونمند است. بنیان قانونی این نظارت در نقش **بالفعل** (و نه لزوماً موجه) دولت به‌عنوان حکم در هزینه‌های معاملات هر نوع اوراق بهادار نهفته است. برای مثال، SEC و NASD به‌عنوان بخشی از اختیارات کلی‌شان جهت انجام معاملات شرافتمندانه با مشتریان، قواعدی راجع به درصد سود معامله‌گران وضع کرده‌اند که بر طبق آن معامله‌گران هنگام فروش دارایی‌های مالی به نهادهای مالی، نرخ‌های حق‌العمل معینی می‌توانند درخواست کنند. در گذشته، کمیسیون بورس و اوراق بهادار سقف ۸/۵ درصد را برای کارمزد صندوق‌ها تعیین کرده بود؛ البته به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اجازه می‌داد طبق دستورالعمل ۱۲b-۱ برخی مخارج معینی را به صندوق انتقال دهند. اخیراً، کمیسیون این دستورالعمل را تغییر داده، و از اول ماه ژوئیه ۱۹۹۳، صندوق‌ها را ملزم کرده است که سقف ۸/۵ درصد را در مورد هر کارمزدی، اعم از کارمزدهای افتتاحی یا اختتامی، و برای همه مخارج و از جمله مخارج تبلیغات رعایت کنند.<sup>۱</sup>

در مقررات مربوط به صندوق‌ها و نقش بانک‌های تجاری روند تازه‌ای قابل‌شناسایی است که حایز اهمیت فراوان است. همان‌طور که در فصل‌های آغازین این کتاب اشاره رفت، مقررات‌زدایی دیوار بلندی را که بانک‌های تجاری را از بسیاری از معاملات اوراق بهادار جدا نگاه می‌داشت، فرو ریخته است. در اواخر دهه ۸۰، بانک‌های تجاری در واکنش به فرار مقادیر قابل‌ملاحظه‌ای از وجوه سپرده‌هایشان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، حساب‌های سرمایه‌گذاری را تدارک دیدند که از هر نظر شبیه صندوق‌ها<sup>۲</sup> بود. این حساب‌ها که «صندوق‌های سرمایه‌گذاری دسته‌جمعی» و «صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با برچسب بانک‌ها» هم نامیده شدند، بیانگر تهاجم بانک‌ها به عرصه پرسود فعالیت صندوق‌های مشترک بودند. به نظر می‌رسد سازمان‌های ناظر بر بازار سرمایه در آمریکا این اقدامات بانک‌ها را پذیرفته‌اند، و رقم دلاری سرمایه‌گذاری در این صندوق‌های مشترک تحت پوشش بانک‌ها رشد قابل‌ملاحظه‌ای

۱. مراجعه کنید به مقاله «مقررات جدید از کارمزدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌کاهد».

مندرج در روزنامه وال استریت Wall Street Journal مورخ ۱۵ ژوئیه ۱۹۹۲.

۲. مراجعه کنید به مقاله «صندوق‌های سرمایه‌گذاری آمریکا تجهیز می‌شوند» در مجله اکونومیست

Economist دوم مه ۱۹۹۱.

داشته است. اما مسئله به همین جا خاتمه نیافته، و ابعاد دقیق نقش بانکها در معاملات اوراق بهادار هنوز کاملاً کاویده نشده است.

در هنگام نگارش این سطور، کمیسیون بورس و اوراق بهادار چندین پیشنهاد جالب و شاید انقلابی برای آزادسازی مقررات فروش سهام صندوقهای مشترک و با سرمایه ثابت پیشنهاد کرده است.<sup>۱</sup> کمیسیون به دو مسئله علاقه مند است. مسئله صندوقهای با سرمایه ثابت آن است که سرمایه گذاران آنها غالباً نمی توانند ارزش خالص داراییهای صندوقها را به دست آورند و سهم خود را با کسر می فروشند. مسئله صندوقهای با سرمایه گذاری متغیر یا صندوقهای مشترک آن است که گرچه در هر زمان به ارزشی برابر ارزش خالص داراییهای خود، سهام را باز خرید می کنند، اما چون قانوناً ملزم به نگاهداری درصد بالایی از سرمایه خود به شکل داراییهای نقدی هستند، نمی توانند از همه فرصت های سرمایه گذاری خود به نفع سهامدارانشان بهره بگیرند.

در پاسخ به مشکل اخیر، کمیسیون بورس و اوراق بهادار چندین روش تازه برای باز خرید اعلام کرده است که ممکن است به ایجاد صندوقهای جدیدی بینجامد و پاره ای از تفاوت های اصلی موجود بین شرکت های سرمایه گذاری با سرمایه ثابت و متغیر را از میان بردارد. دو پیشنهاد SEC از اهمیت وافر برخوردار است: اول، صندوقهای با سرمایه ثابت ملزم می شوند که در فواصل معین (۳ ماهه یا هر نیمسال) تعداد معینی از سهام موجود خود را به ارزش خالص داراییها باز خرید کنند. این الزام ارزش بازار را به ارزش خالص دارایی نزدیک می کند. دوم، سرمایه گذاران در صندوقهای با سرمایه متغیر دیگر مجاز نخواهند بود که در هر لحظه بر مبنای ارزش خالص دارایی (NAV)، سهام خود را به صندوق بفروشند. اگر این محدودیت باز پرداخت برقرار شود، صندوق خواهد توانست وجوه خود را در سهام شرکت های کوچک یا شرکت های فعال در بازارهای خارجی که نقدینگی کمتری دارند، سرمایه گذاری کند. از این پیشنهادهای کمیسیون عموماً استقبال شده است، اما امروز نمی توان امکان ایجاد این محصولات جدید را در بازار سرمایه آمریکا با دقت پیش بینی کرد.

۱. رجوع کنید به صفحه های ۴۲۴ به بعد کتاب حمایت از سرمایه گذاران منتشره توسط SEC یاد شده در قبل.



نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. جزئیات عمده قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰.
۲. حیطة عمل مقررات دولتی حاکم بر مدیریت، عملیات، و معاملات شرکت‌های سرمایه‌گذاری با مشتریان خود.

### معنای خانواده صندوق‌های سرمایه‌گذاری

مفهومی که صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری را زیور کرد و به سرمایه‌گذاران بسیار نفع رساند، مفهوم «خانواده صندوق‌های سرمایه‌گذاری» یا «گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری» و یا «اصطلاح کم‌تر رایج «مجموعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری» است. این عبارت بیانگر آن است که بسیاری از شرکت‌های مدیریت به سرمایه‌گذاران خود صندوق‌های سرمایه‌گذاری متعدد با اهداف سرمایه‌گذاری مختلف ارائه می‌دهند. در موارد بسیار، سرمایه‌گذار می‌تواند با هزینه ناچیز و یا حتی بدون هزینه، و صرفاً با تلفن یا فاکس، سرمایه خود را از یک صندوق بیرون بکشد، و در صندوق دیگری که تحت اداره همان شرکت مدیریت است، سرمایه‌گذاری کند. خط‌مشی‌های مربوط به کارمزد و دیگر هزینه‌های همه صندوق‌های عضو خانواده ممکن است یکسان باشد، اما این امکان هم وجود دارد که شرکت مدیریت برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت نظارت خود، بافت‌های کارمزدی متفاوت طراحی کند.

صندوق‌های عضو خانواده معمولاً به سرمایه‌گذار حق انتخاب می‌دهند که از صندوق‌های بازار پول گرفته تا صندوق‌های سهام چندین کشور، و تا صندوق‌های اختصاصی صنایعی معین هم‌چون فن‌آوری پزشکی یا شرکت‌های استخراج طلا از معادن، هر کجا که علاقه‌مند باشند، سرمایه‌گذاری کنند. شرکت‌های مدیریت مشهوری چون وانگارد، ت. راوو پرایس، و فرانکلین<sup>۱</sup> حامی و اداره‌کننده فهرست بلندبالایی از صندوق‌ها هستند اما مثال بارز معنای خانواده صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌باید در شرکت سرمایه‌گذاری فیدلیتی<sup>۲</sup> بوستون جستجو کرد. فیدلیتی ده‌ها صندوق را اداره می‌کند که در گروه‌بندی‌های استاندارد و عام اوراق قرضه دولتی، سهام رشد، اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی، اوراق قرضه شهرداری‌ها، اوراق بهادار خارجی، و غیره

1. Vanguard, T. Rowe Price, and Franklin

2. Fidelity Investments



سرمایه‌گذاری می‌کنند. غیر از این صندوق‌ها، فیدلیتی گروهی از «صندوق‌های منتخب<sup>۱</sup>» را مدیریت می‌کند. هریک از ۳۵ یا بیش‌تر صندوق منتخب فیدلیتی روی صنعتی خاص متمرکز است؛ برای هریک از بخش‌های اقتصادی خدمات رفاهی، مؤسسات کارگزاری، شرکت‌های انرژی، شرکت‌های بخش سرگرمی و اوقات فراغت، الکترونیک، پس‌انداز، مواد غذایی و کشاورزی، و غیره، فیدلیتی یک صندوق منتخب دارد. بی‌شک، فیدلیتی به سرمایه‌گذاران امکان گسترده‌ای برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌دهد.

فهرست قیمت‌ها که در روزنامه‌ها می‌آید صندوق‌های مختلف را برحسب خانواده آن‌ها طبقه‌بندی می‌کند. مثلاً، همه صندوق‌های فیدلیتی تحت عنوان فیدلیتی یا سرفصل صندوق‌های منتخب فیدلیتی آورده می‌شود؛ همه صندوق‌های وانگارد تحت همان عنوان می‌آید؛ و بقیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز بر همین روال گروه‌بندی می‌شوند. نگاهی به بخش مالی روزنامه‌های ایالات متحد نشان می‌دهد چه طیف وسیعی از صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود.

بد نیست گفته شود که مفهوم خانواده صندوق‌ها حاکی از استراتژی نیرومند این صنعت برای تبدیل و دیگرگونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به نهادهای مالی چندمحصولی است. با این دیگرگونی، صنعت نشان داده که قادر است به انبوه نیازهای مالی خانوارها و سرمایه‌گذاران نهادی جواب دهد. حتی با معیارهای نوآوری دو سه دهه اخیر، تبدیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نسبتاً کوتاه‌نگر به خانواده بزرگی از صندوق‌های چندمحصولی، نوآوری مالی پراهمیتی بوده است.

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. معنای اصطلاح «خانواده صندوق‌ها».
۲. مزایای اقتصادی خانواده صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران.

### تمرکز در این صنعت

پیش از این گفتیم که مشاور مالی صندوق می‌تواند شرکت تابعه یک مؤسسه کارگزاری، شرکت بیمه، بانک، و یا یک مؤسسه مدیریت سرمایه‌گذاری باشد. همان‌طور که در بالا

1. Select Funds

شرح دادیم، این مشاور صرفاً یک صندوق را اداره نمی‌کند و مدیریت گروه یا خانواده‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بر عهده می‌گیرد. صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بسیار متمرکز عمل می‌کند، و ده گروه بزرگ‌تر صندوق‌های مشترک، نزدیک به ۵۰٪ کل بازار را در اختیار دارند.

بزرگ‌ترین گروه صندوق‌ها توسط شرکت سرمایه‌گذاری فیدلیتی اداره می‌شود که بدان اشاره رفت. دومین گروه بزرگ مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مریل لینگ<sup>۱</sup> است که مؤسسه تأمین مالی<sup>۲</sup> بزرگی می‌باشد. سه گروه مدیریت بعدی گروه وانگارد، فرانکلین ریسورسز<sup>۳</sup>، و دریفوس<sup>۴</sup> می‌باشند که همگی مؤسسات مدیریت سرمایه‌گذاری‌اند. این پنج گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری روی هم بیش از ۳۲ درصد دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را اداره می‌کنند.<sup>۵</sup>

کارمزد‌های دریافتی بابت مشاوره به شرکت‌های سرمایه‌گذاری و فروش سهام آن‌ها توجه شرکت‌های بیمه و بانک‌ها را جلب کرده است. برای مثال، در سال ۱۹۹۱، بخش عملیات صندوق‌های سرمایه‌گذاری شرکت سهامی کمپر<sup>۶</sup>، که یک شرکت بیمه است، ۶۰٪ از کل درآمد شرکت بیمه را تأمین کرد.<sup>۷</sup>

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. گستره تمرکز در صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.

### صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سایر اقتصادها

در این بخش به صندوق‌های مشترک سه اقتصاد مهم بریتانیا، آلمان، و ژاپن اشاره می‌کنیم. بحث ما به صندوق‌های داخلی یا درون‌کشوری در این سه اقتصاد مربوط است؛ صندوق‌هایی که توسط مؤسساتی اداره می‌شوند که دفتر مرکزی آن‌ها درون این

1. Merrill Lynch
2. investment banking firm
3. Franklin Resources
4. Dreyfus
5. Julie Rohrer, "The Mutual Fund Battle Turns Ugly," *Institutional Investor* (September 1992), p. 41.
6. Kemper Corporation

۷. همان مأخذ، صفحه ۴۰.

کشورهاست. هرچند جهانی شدن و مقررات زدایی بازارهای مالی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد که سهام صندوق‌های خود را در کشورهای مختلف به فروش رسانند، اما ما به بحث صندوق‌هایی نمی‌پردازیم که مؤسسات مدیریت سرمایه‌گذاری خارجی در این کشورها می‌توانند به سرمایه‌گذاران عرضه کنند.

### بریتانیا

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بریتانیا یکی از دو شکل زیر را دارند: **یونیت تراست** و **صندوق سرمایه‌گذاری امانی**<sup>۱</sup>. یونیت تراست مشابه صندوق با سرمایه متغیر در امریکاست، و صندوق سرمایه‌گذاری امانی شبیه صندوق‌های با سرمایه ثابت است و در بورس لندن معامله می‌شود. به سیاق تحولات امریکا، در بریتانیای اواخر دهه ۸۰ هم یونیت تراست‌ها بسیار مشهور شدند: دارایی‌های تحت اداره ۹۰٪ و تعداد حساب‌های مشتریان ۲۵٪ رشد کرد؛ تعداد صندوق‌ها نیز سه برابر شد<sup>۲</sup>. برعکس، اقبال عموم به صندوق‌های سرمایه‌گذاری امانی در همین دوره کاهش یافت، و بیش‌تر سرمایه‌گذاران نهادی استفاده از آن‌ها را پی می‌گیرند. دلیل اصلی این کاهش را باید در مقررات موجود که مانع بازاریابی است و نرخ‌های مالیاتی بالا جستجو کرد.

مفهوم خانواده صندوق‌ها در بریتانیا ریشه دوانده است: کم‌تر از ۱۷۵ شرکت مدیریت حدود ۱۳۰۰ یونیت تراست مختلف را اداره می‌کنند. از اواخر سال ۱۹۹۱، یونیت تراست‌ها، در اقدامی که بی‌شباهت به تحولات ایالات متحد است، از ابزارهای بازار پول و اوراق قرضه رو برگردانده‌اند.

به جای آن اوراق، تراست‌ها عمدتاً در اوراق سهام سرمایه‌گذاری کرده‌اند، که از آن میان ۶۰٪ سهام متعلق به شرکت‌های بریتانیایی است. با این همه، سرمایه‌گذاران بریتانیایی برای انتخاب صندوق متناسب با اهداف آن‌ها، بدون حق انتخاب هم نیستند: برخی صندوق‌ها هدف رشد را دنبال می‌کنند، پاره‌ای دیگر به دنبال کسب درآمدند، و

۱. خواننده فارسی‌زبان توجه دارد که این unit trust دیگر آن صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال امریکایی نیست، بلکه یونیت تراست بریتانیایی از انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیراند، و معادل آن‌ها در امریکا همان mutual fund یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک است. صندوق سرمایه‌گذاری امانی بریتانیایی معادل investment trust است که به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت امریکایی شباهت دارد.

۲. کتابنامه بازارهای خارجی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که در سال ۱۹۹۲ توسط انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری امریکا به چاپ رسیده است.

هم‌زمان بعضی صندوق‌ها روی بازارهای خارجی در سراسر جهان متمرکزند.<sup>۱</sup> در ساختار یونیت تراست، مؤسسه مدیریتی وجود دارد که سرمایه‌گذاری‌ها را انتخاب می‌کند، و یک شرکت امین مستقل سهام را نگاه می‌دارد و از طرف صاحبان سهم‌الشرکه<sup>۲</sup> در صندوق، وجوه را دریافت می‌کند. شرکت امین غالباً بانک یا شرکت بیمه است، و در مقام حفاظت از منافع صاحبان سهم‌الشرکه در صندوق، وظایف بسیاری را بر عهده دارد. این تکالیف شامل نظارت بر خریدوفروش سهام توسط شرکت سرمایه‌گذاری، حصول اطمینان از انجام درست کار دفتری، و مباشرت بر نحوه استفاده از اختیاراتی است که شرکت مدیریت اعمال می‌کند.

مقررات حاکم بر یونیت تراست‌ها موضوعی تقریباً پیچیده است. در قانون خدمات مالی مصوب ۱۹۸۶<sup>۳</sup>، مجلس به هیئت اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری (SIB)<sup>۴</sup> اختیار داد که برای تشکیل یونیت تراست مجوز صادر کند و بر کار مدیریت آن‌ها نظارت کند. به علاوه، قانون به دو سازمان خودگردان اختیار داد که فعالیت‌های خاصی از یونیت تراست‌ها را زیر نظر بگیرند. لاترو (LAUTRO) که عنوان کوتاه‌شده «سازمان ناظر بیمه‌های عمر و یونیت تراست»<sup>۵</sup> است مسئولیت دارد بر تبلیغات و بازاریابی یونیت تراست‌ها و اطلاعاتی که به مردم می‌دهند، نظارت کند. ایمر و (IMRO) یا سازمان ناظر بر مدیریت سرمایه‌گذاری<sup>۶</sup> وظیفه دارد بر رفتار مدیران و مؤسسات امین صندوق‌ها سرپرستی کند.

## آلمان

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آلمانی دو شکل کلی دارند: صندوق‌های خرده‌فروشی یا عام و صندوق‌های غیرعام که در اختیار خریداران نهادی است. (صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت بسیاری هم وجود دارد که روی املاک کار می‌کنند و عمدتاً مقبول سرمایه‌گذاران نهادی‌اند.<sup>۷</sup> ما در این باره بحثی نمی‌کنیم.) به صندوق‌های نهادی *Spezialfonds* می‌گویند که بیش از ۵۰٪ وجوه سرمایه‌گذاری شده در

۱. همان کتابنامه، صفحه ۸۱ به بعد.

2. unit holders

3. Financial Services Act of 1986

4. Securities and Investment Board (SIB)

5. Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization (LAUTRO)

6. Investment Management Regulatory Organization (IMRO)

7. Gerhard Gathmann, "Real Estate Investment Funds in Germany," in Preda, *Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey*, op. cit., p. 240.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آن‌هاست. صندوق‌های خرده‌فروشی به دو گروه تقسیم می‌شوند: صندوق‌های اوراق قرضه (Retenfonds) و صندوق‌های سهام (Aktienfonds). از این دو، صندوق‌های اوراق قرضه بسیار رایج‌تر است، چراکه ۸۰٪ وجوه صندوق‌های خرده‌فروشی صرف سرمایه‌گذاری در صندوق‌های اوراق قرضه می‌شود.

در دهه ۸۰، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آلمان رشد معتاب‌هایی را تجربه کردند. کل دارایی صندوق‌ها از ۵۰ میلیارد مارک آلمان در سال ۱۹۸۱ به بیش از ۲۶۰ میلیارد مارک در سال ۱۹۹۱ رسید. تعداد صندوق‌های خرده‌فروشی از ۱۱۴ صندوق در سال ۱۹۸۲ به ۳۹۴ صندوق در سال ۱۹۹۲ رسید، و تعداد صندوق‌های نهادی طی این دوره از ۵۵۳ صندوق به ۱۸۰۰ صندوق افزایش یافت<sup>۱</sup>. جالب توجه است که به‌رغم سرمایه‌گذاری سنگین صندوق‌های اوراق قرضه در ابزارهای کوتاه‌مدت بدهی، صندوق‌های بازار پول هرگز با اقبال عامه مردم روبه‌رو نشد. از این نظر، وضعیت آلمان و بریتانیا شبیه به یکدیگر است.

صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بسیار متمرکز است، و محدود شرکت‌های مدیریت همه این صندوق‌های خرده‌فروشی و خاص را اداره می‌کنند. این شرکت‌ها که حدود ۶۰ گروه مدیریت‌اند طی دهه ۸۰ به تدریج تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارائه‌کننده خدمات به عامه سرمایه‌گذاران را افزایش داده‌اند. بانک‌های آلمانی که در همه بخش‌های صنعت اوراق بهادار حضوری فعال دارند، غالباً شریک این شرکت‌های مدیریت‌اند؛ شرکت‌های بیمه نیز گاه‌به‌گاه در این شرکت‌ها شریک می‌شوند<sup>۲</sup>. عمده فروش به عامه مردم از طریق شبکه بانکی انجام می‌شود.

گفتیم که صندوق‌های اوراق قرضه بسیار رایج‌تر از صندوق‌های سهام‌اند. در پایان سال ۱۹۹۱، اوراق قرضه متعلق به صندوق‌های خرده‌فروشی حدود ۷۰٪ کل دارایی‌های آن‌ها را تشکیل می‌داد، در حالی که این رقم در مورد سهام فقط ۲۰٪ بود. شنیدنی است که اوراق قرضه خارجی ۴۰٪ کل اوراق قرضه صندوق‌هاست، اما سهام خارجی فقط ۲۰٪ کل سهام موجود در صندوق‌هاست. صندوق‌های خاص به

۱. همان کتابنامه نقل شده در این فصل، صفحه ۶۲ به بعد

Handbook of Foreign Markets for Mutual Funds

۲. مقاله دیگری در همان کتاب Preda، ص. ۲۳.

شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، و دیگر نهادهای مالی اوراق می‌فروشند، اما شرکت‌های بیمه در این صندوق‌های غیرعام سهمی به مراتب بیش از بقیه نهادها دارند. ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آلمان ویژگی خاص دارد. یک شرکت مدیریت قرارداد رسمی برای اداره سبدي از دارایی‌ها از طرف سرمایه‌گذارانی که از آن مجموعه دارایی سهم می‌برند، به امضا می‌رساند. یک بانک امین که آن را *Depotbank* می‌خوانند، و طبق قانون می‌باید بانکی آلمانی باشد بر فعالیت شرکت مدیریت نظارت می‌کند. شرکت سرمایه‌گذاری معمول به شکل شرکت با مسئولیت محدود ثبت می‌شود که آلمان‌ها آن را *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* یا *GmbH* می‌خوانند. هر GmbH هیئت مدیره‌ای دارد که بر نحوه اداره دارایی‌ها مباشرت می‌کند.

مقررات حاکم بر صندوق‌های مشترک به شرح زیر است. قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> (KAGG) صندوق‌ها را ملزم می‌کند که به ثبت برسند و در مورد قرارداد بین شرکت و سرمایه‌گذاران، پاره‌ای از مقررات دولتی را بپذیرند. مؤسسه ناظر فدرال بر فعالیت‌های بانکی<sup>۲</sup> (BAK) می‌باید جزئیات اجرای قرارداد را تأیید کند. KAGG بانکی را تعیین می‌کند که امین صندوق بوده و مدافع منافع سرمایه‌گذاران در مورد نوع و مقدار سرمایه‌گذاری‌ها و نیز درباره مسائل دفترداری و حسابداری باشد. نظارت بر شیوه بازاریابی بر عهده BAK است، و علت همان‌طور که گفته شد مشارکت بانک‌ها در بسیاری از شرکت‌های مدیریت صندوق‌هاست.

### ژاپن

سرمایه‌گذاران انفرادی و نهادی ژاپنی دسترسی فوری به ابزار سرمایه‌گذاری دارند که به هزار دلیل شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایالات متحد است. این نهاد صندوق سرمایه‌گذاری اوراق بهادار<sup>۳</sup> نامیده می‌شود. سرمایه‌گذاران اوراقی شبیه به سهام به نام گواهی ذی‌نفعی از صندوق‌ها می‌خرند؛ صندوق‌هایی که طبق قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار مصوب ۱۹۵۱ و اصلاحیه‌های آن نظارت می‌شوند<sup>۴</sup>. وضعیت مالیاتی صندوق شبیه سایر کشورهاست: درآمد صندوق اگر درست

1. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften یا KAGG

2. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen یا BAK

3. shoken toshi shintaku

4. Michael L. Whitener and Eiichi Hiraki, "Managing Money in Japan," *International Financial Law Review, Supplement* (April 1990), pp. 106-111.

توزیع شود، معاف از مالیات است. هم به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی و هم به لحاظ افزایش فوق‌العاده قیمت سهام در دهه ۸۰، سرمایه‌گذاران ژاپنی از سال ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹، مبالغ انبوهی سرمایه به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری سوق دادند. سقوط قیمت‌های سهام (و املاک) که از اول دهه ۹۰ شروع شد و در سال‌های آغازین این دهه ادامه یافت، اشتیاق سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها را کاهش داد، هرچند که امروز هم صندوق‌ها اهمیت کانونی در صحنه مالی ژاپن دارند.

همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری عملاً صندوق‌های با سرمایه متغیرند، چون سرمایه‌گذاران می‌توانند گواهی ذی‌نفعی خود را به ارزش خالص دارایی صندوق، به نقد بازپس بگیرند. اما، طبق دستورالعمل وزارت دارایی، سرمایه‌گذاران بسیاری از صندوق‌ها مجاز نیستند تا دو سال بعد از سرمایه‌گذاری، پول خود را بازپس بگیرند.<sup>۱</sup> اگر صندوقی از نوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند از آن گواهی جدید بخرند، و صندوق اندازه محدودی ندارد. این نوع صندوق‌ها معمولاً سررسید یا تاریخ توقف معینی ندارند. البته، ژاپنی‌ها صندوق‌های شبیه به صندوق‌های با سرمایه ثابت هم دارند. در صندوق‌های اخیر، پس از صدور گواهی به قیمت تمام‌شده ثابت، گواهی جدید فروخته نمی‌شود، و جوه تازه گردآوری نمی‌شود. صندوق معمولاً عمر معینی دارد، و غالباً هر سال پس از انتشار گواهی‌ها، سررسید آن‌ها به پایان می‌رسد. در سررسید (یا زمان بازپرداخت) همه دارایی‌ها به نقد تبدیل می‌شود و بین صاحبان سرمایه توزیع می‌شود.<sup>۲</sup>

ترتیب جذابی که «صندوق سرمایه‌گذاری از نوع گروه صندوق‌های شبه یونیت» نام گرفته صندوق‌های از نوع سرمایه ثابت و متغیر را بسط می‌دهد. گروه صندوق‌ها به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد گواهی ذی‌نفعی جدید در مجموعه‌ای از صندوق‌های با سرمایه ثابت موجود و معین خریداری کند. به گروه عنوان صندوق مادر می‌دهند، و صندوق سرمایه‌گذاری جدیدی که گواهی را صادر می‌کند، صندوق نوزاد نامیده می‌شود. صندوق نوزاد بسیار متنوع است، چراکه صندوق نوزاد در کلیه صندوق‌های زیرمجموعه صندوق مادر، سهم دارد. صندوق مادر جوه و عایدات حاصل از فروش

۱. رجوع کنید به مقاله «بازار سهام منگ ژاپن»، مجله اکونومیست *The Economist*، ۱۷ اوت ۱۹۹۲، صفحه ۷۱.

2. *Securities Markets in Japan 1990* (Tokyo: Japan Securities Research Institute, 1990), p. 164.

گواهی‌های صندوق‌های نوزاد را دریافت و اداره می‌کند. هر صندوق مادر می‌تواند در طول زمان صندوق‌های نوزاد بسیار بزاید؛ نظامی که پول تازه به داخل صندوق مادر و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تابعه آن می‌ریزد.

صندوق سرمایه‌گذاری اوراق بهادار بر اساس قرارداد بین چهار طرف شکل می‌گیرد: سرمایه‌گذاری که گواهی ذی‌نفعی می‌خرد؛ شرکت مدیریتی که گواهی‌ها را صادر می‌کند و در مورد سرمایه‌گذاری در صندوق تصمیم می‌گیرد؛ شرکت اوراق بهاداری که گواهی‌ها را می‌فروشد؛ و امینی که بانکی تجاری یا پس‌انداز است و طبق نظر مدیران صندوق دارایی‌ها را اداره می‌کند. قبل از صدور گواهی ذی‌نفعی صندوق، شرکت مدیریت باید امیدنامه‌ای تهیه کند که هدف صندوق را مشخص کند و همه وجوه قراردادی صندوق را برشمرد.

وزارت دارایی به مؤسسات اوراق بهادار یا شرکت‌های تابعه آن‌ها مجوز اداره دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری را اعطا می‌کند. مقررات حاکم بر صندوق‌ها را وزارت دارایی و یک سازمان خودگردانی که انجمن صندوق‌های سرمایه‌گذاری نام دارد، اعمال می‌کنند. در کنار چند شرکت محدود مجاز خارجی، بیش‌تر شرکت‌های مدیریت ژاپنی واحدهای تحت کنترل و یا تابعه شرکت‌های اوراق بهادار عمده در ژاپن هستند: نمورا، نیکو، یاماچی، و دایوا<sup>۱</sup>. پس، بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ژاپن، هم‌چون سایر کشورها، در چند شرکت داخلی متمرکز است. مؤسسات خارجی ضامن و اداره‌کننده صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به شرط رعایت قواعد خاصی، می‌توانند سهام صندوق‌های خود را (که آن‌ها را صندوق‌های «دور از ساحل» می‌نامند) در ژاپن بفروشند. یکی از این قواعد که بسیار جالب توجه است آن است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری خارجی باید به ارز خارجی باشند. همین محدودیت کافی است که سرمایه‌گذار ژاپنی چندان به این صندوق‌ها روی خوش نشان ندهد.

صندوقی که سهام ندارد و کلاً اوراق قرضه خریده، «صندوق سرمایه‌گذاری اوراق قرضه» نامیده می‌شود. هدف این صندوق‌ها البته از صندوقی به صندوق دیگر متفاوت است، و در طیف وسیعی از بدهی‌های داخلی و خارجی، اوراق قرضه کوتاه و بلندمدت، و اوراق دولتی یا شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌اند. همه‌ساله، هر صندوق تمام درآمد حاصل از اوراق قرضه را بین سرمایه‌گذاران ذی‌نفع خود تقسیم می‌کند.

1. Nomura, Nikko, Yamaichi, and Daiwa



صندوقی که همه پول خود را در سهام عادی می‌گذارد، «صندوق سرمایه‌گذاری سهام» نامیده می‌شود. هدف این صندوق‌ها در گذشته کسب عایدات سرمایه‌ای یا رشد بوده است. یکی از نتایج سقوط قیمت سهام آن است که گروه وسیعی از سرمایه‌گذاران به سمت صندوق‌هایی رو آورده‌اند که هدف درآمدی دارند<sup>۱</sup>. بسیاری از صندوق‌های جدیدی که به بازار آمده‌اند، ویژگی صندوق‌های با سرمایه متغیر دارند. صندوق‌های شاخص و به‌ویژه صندوق‌های منتخب با این صندوق‌ها هم‌خانواده شده‌اند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. تفاوت بین یونیت تراست (صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال) امریکایی و صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت بریتانیایی.
۲. در بریتانیا چگونه بر کار صندوق‌های سرمایه‌گذاری نظارت می‌شود.
۳. تفاوت بین صندوق‌های عام و غیرعام در آلمان.
۴. مقررات حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری عام در آلمان.
۵. ساختار صندوق سرمایه‌گذاری اوراق بهادار در ژاپن، و تفاوت بین دو نوع صندوق با سرمایه ثابت و متغیر.
۶. ساختار صندوق مادر و صندوق نوزاد در ژاپن.
۷. رواج نسبی صندوق‌های سهام و اوراق قرضه در این سه کشور.

#### خلاصه

شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌عامة مردم سهام می‌فروشند و عایدات حاصله را در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. هر سهم صندوق بیانگر نسبت متناسبی از اوراق بهادار موجود در صندوق است. سه نوع شرکت سرمایه‌گذاری داریم: با سرمایه متغیر یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های با سرمایه ثابت، و صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرفعال. گستره وسیعی از صندوق‌ها با هدف‌هایی متفاوت وجود دارند. قانون اوراق بهادار هر

1. Anthony Rowley, "A Question of Trusts," *Far Eastern Economic Review* (August 1991), pp. 33-35.

صندوق را ملزم می‌کند که هدف‌های سرمایه‌گذاری خود را به‌وضوح در امیدنامه آن اعلام کند؛ و این اهداف است که نوع یا انواع دارایی‌هایی را که باید خرید و نگاه داشت، به مدیران صندوق دیکته می‌کند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و با سرمایه ثابت دو تکلیف اقتصادی عمده مربوط به واسطه‌های مالی را بر عهده دارند: کاهش خطر با ایجاد تنوع و کاهش هزینه‌های عقد قرارداد و پردازش اطلاعات. صندوق‌های بازار سرمایه به سهامداران خود این امکان را می‌دهند که با وثیقه سهامشان، چک بکشند، و بدین ترتیب وظیفه اقتصادی دیگر واسطه‌های مالی، یعنی ایجاد مکانیسم پرداخت، را عهده‌دار می‌شوند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تابع مقررات گسترده‌ای هستند، و بیش‌ترین مقررات در سطح دولت مرکزی اعمال می‌شود. قانون اصلی در این مورد در ایالات متحد قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰ می‌باشد. قانون منع معاملات با محرمان و تقلب در اوراق بهادار مصوب ۱۹۸۸ نیز قیده‌های خاصی بر نحوه اداره صندوق‌ها اعمال می‌کند. مهم‌ترین ویژگی قانونی صندوق‌ها آن است که عایدات آن‌ها، اگر در مدت زمان نسبتاً کوتاهی بین سهامداران توزیع شود، از مالیات معاف است. با این‌که قانون چنین معافیت مالیاتی‌ای برقرار کرده است، اما در عین حال محدودیت‌هایی بر بسیاری از جنبه‌های اداره صندوق سرمایه‌گذاری، از جمله کارمزدهای فروش، مدیریت دارایی‌ها، حدود مرز تنوع‌بخشی به دارایی‌ها، توزیع، و تبلیغات تحمیل می‌شود.

در سال‌های اخیر شاهد تحول جالبی در زمینه پذیرش خانواده صندوق‌ها (یا گروه و مجموعه صندوق‌ها) توسط عموم سرمایه‌گذاران هستیم. معنای این نوآوری آن است که یک شرکت مشاور سرمایه‌گذاری (هم‌چون فیدلیتی و وانگارد) ده‌ها صندوق مختلف را اداره می‌کند که هر یک هدفی خاص دارند. این طیف گسترده هدف‌های سرمایه‌گذاری بالقوه مختلف، از رشد متهورانه گرفته تا صندوق‌های متوازن درآمدی، و تا تنوع در سطح بین‌المللی، به سرمایه‌گذار حق انتخاب می‌دهند. موفقیت این خانواده صندوق‌های سرمایه‌گذاری به تمرکز قابل ملاحظه صنعت صندوق‌های مشترک در چند گروه محدود و بزرگ مدیریتی انجامیده است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، یا چیزهایی شبیه آن‌ها، در کشورهای بسیار



دیگری غیر از امریکا با موفقیت سر بر آورده‌اند. سرمایه‌گذاران بسیاری در بریتانیا در یونیت تراست‌ها، در آلمان در fond ها، و در ژاپن در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. گرچه مقررات و ویژگی‌های نهادی معینی از کشوری به کشور دیگر فرق می‌کند، اما این ساختار کلی که سرمایه‌های تجمیع‌شده‌ای توسط حرفه‌ای‌ها و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، اداره شود دیگر در همه جای جهان فراگیر شده است. دیگر این‌که صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بسیاری از کشورها به سمت تمرکز در چند گروه صندوق‌های مشترک که امکان سرمایه‌گذاری در صندوق‌هایی با هدف‌های مختلف را فراهم می‌آورد، پیش رفته است. و آخر سخن این‌که مقررات دولتی بسیاری بر فعالیت‌های صندوق‌های مشترک در کشورهای مختلف نظارت می‌کنند، و این ویژگی مشترک نهادهای مالی است.

## واژگان

**کارمزد مشورت (advisory fee):** کارمزدی که توسط شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری برای اداره‌بدره دارایی‌های شرکت سرمایه‌گذاری اخذ می‌شود.

**صندوق سرمایه‌گذاری با کارمزد اختتامی (back-end load fund):** صندوقی که از سرمایه‌گذار در هنگام فروش (بازخرید) سهام کارمزد می‌گیرد.

**صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت (closed-end fund):** صندوقی که سبدهی از سرمایه‌گذاری‌ها را مدیریت می‌کند و مثل شرکت‌های سهامی به سرمایه‌گذاران سهام می‌فروشد، و معمولاً آن سهام را بازخرید نمی‌کند، بلکه سهام در بورس‌های متشکل و یا در بازار خارج از بورس معامله می‌شود.

**قانون منع معاملات با محرمان و تقلب در اوراق بهادار مصوب ۱۹۸۸:** (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988): قانون فدرال مربوط به معامله با محرمان که صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ملزم می‌کند برای جلوگیری از این مسئله اقداماتی به عمل آورند.

**قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰ (Investment Company Act of 1940):**

(1940): مقررات مهمی که ناظر بر نحوه عمل و ترتیبات اجرایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و متغیر است.

انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری (Investment Company Institute): انجمن صندوق‌های با سرمایه متغیر یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است که در سطح ملی در ایالات متحد فعالیت می‌کنند.

هدف سرمایه‌گذاری (investment objective): هدف اعلام‌شده صندوق که انواع مختلف دارایی‌هایی را تعیین می‌کند که صندوق در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند.

کارمزد (load): حق‌العمل فروش که صندوق سرمایه‌گذاری اخذ می‌کند. صندوق‌های با کارمزد (load funds): آن گروه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که حق‌العمل فروش می‌گیرند.

ارزش خالص دارایی هر سهم (NAV یا net asset value): نسبت ارزش بازار بدنه دارایی‌های صندوق منهای بدهی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک تقسیم بر تعداد سهام موجود صندوق.

صندوق بی‌کارمزد (no-load fund): آن گروه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که حق‌العمل فروش نمی‌گیرند.

صندوق دور از ساحل (off-shore funds): صندوقی که توسط مؤسسه‌ای در یک کشور اداره می‌شود، اما سهام آن در کشوری دیگر به فروش می‌رسد.

صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (open-end (or mutual) funds): صندوق‌هایی که آماده فروش سهام جدید به عامه مردم و بازخرید سهام موجود خود بنا به تقاضای سهامدار و به قیمتی که سهم‌الشرکه متناسبی از ارزش بدنه آن‌هاست، می‌باشند.

صندوق سرمایه‌گذاری ۱۲b-۱ (12b-1 funds): صندوق سرمایه‌گذاری که جهت هزینه‌های بازاریابی و فروش خود طبق دستور العمل ۱۲b-۱ کمیسیون بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۹۸۰ عمل می‌کند.

صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال (unit trust): در ایالات متحد، به صندوقی می‌گویند که در آن وجوه صرف دارایی‌های معین و مشخص می‌شوند و تا پایان عمر صندوق این دارایی‌ها تغییر نمی‌کنند.

۱. شرکت سرمایه‌گذاری که ۲ میلیون سهام موجود دارد، دارایی‌هایی به ارزش کلی ۴۰ میلیون دلار و بدهی‌هایی به ارزش ۲ میلیون دلار دارد.
  - الف. ارزش خالص دارایی هر سهم چه قدر است؟
  - ب. اگر این شرکت سرمایه‌گذاری از نوع بی‌کارمزد باشد، سرمایه‌گذار برای خرید یک سهم چه قدر باید بپردازد؟
  - ج. اگر این شرکت حق‌العمل فروش یا کارمزدی برابر ۵٪ اخذ کند، سرمایه‌گذار برای خرید یک سهم چه قدر باید بپردازد؟
۳. فرض کنید شرکت سرمایه‌گذاری پرسش قبلی یک شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت است. آیا می‌توان گفت که سرمایه‌گذار برای خرید یک سهم آن، چقدر باید بپردازد؟ اگر نمی‌توان، بگویید چرا؟
۳. الف. صندوق سرمایه‌گذاری با کارمزد اختتامی چه نوع صندوقی است؟ ب. صندوق سرمایه‌گذاری ۱۲b-۱ چگونه است؟
۴. صندوق سرمایه‌گذاری غیرفعال یا یونیت تراست چیست، و تفاوت آن با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک چیست؟
۵. شرکت سرمایه‌گذاری چه هزینه‌هایی را تحمل می‌کند؟
۶. الف. معنای صندوق بازار سرمایه چیست؟ ب. سه نوع از صندوق‌های بازار سرمایه را شرح دهید.
۷. الف. آیا شرکت سرمایه‌گذاری وظیفه و ساطت در انطباق در سررسیدها را بر عهده دارد؟ ب. شرکت سرمایه‌گذاری کدام وظایف اقتصادی را ایفا می‌کند؟
۸. الف. یک شرکت سرمایه‌گذاری مجاز ملزم به رعایت کدام الزامات قانونی است؟ ب. اگر شرکتی این موقعیت را بیابد، به چه مزایای عمده‌ای دست می‌یابد؟
۹. سه حوزه از فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را شرح دهید که تابع مقررات دولتی است.
۱۰. تغییراتی را که کمیسیون بورس و اوراق بهادار در سال ۱۹۹۲ برای بازخرید سهام در صندوق‌های با سرمایه ثابت و متغیر پیشنهاد داده، شرح دهید.
۱۱. الف. معنای «خانواده صندوق‌ها» چیست؟ ب. چرا این مفهوم در مبارزه بین

بانک‌ها و صندوق‌ها جهت جذب وجوه سرمایه‌گذاران انفرادی بسیار اهمیت یافته است؟

۱۲. الف. معنای این عبارت که بگوییم صنعت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسیار متمرکز است چیست؟ ب. آیا تمرکز صنعت شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایالات متحد پدیده‌ای غیرمعمول است؟

۱۳. تفاوت بین یونیت تراست در بریتانیا با صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت چیست؟

۱۴. دو نوع صندوق سرمایه‌گذاری خرده‌فروشی در بین سرمایه‌گذاران انفرادی در آلمان رایج است. آن‌ها را توضیح دهید.

۱۵. الف. تفاوت اصلی میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری ژاپن را توضیح دهید. ب. تفاوت‌ها و تشابه‌های بین «خانواده صندوق‌ها» در نظام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ایالات متحد و مفهوم مشابه در ژاپن را که شامل «صندوق مادر» و «صندوق‌های نوزاد» می‌شود، توضیح دهید.



## صندوق‌های بازنشستگی

## هدف‌های آموزش

با خواندن این فصل خواهید آموخت:

- بانی و مبتکر طرح بازنشستگی چه وظیفه‌ای برعهده دارد.
- انواع مختلف طرح‌های بازنشستگی شامل طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده، طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص، و ابتکار جدیدی که ترکیب هر دو است.
- طرح (K) ۴۰۱ چیست.
- طرح بازنشستگی بیمه شده چیست.
- مواد اصلی قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته مصوب ۱۹۷۴ (ERISA).
- شرکت سهامی ضمانت مزایای بازنشستگی چه می‌کند.
- مدیران صندوق‌های بازنشستگی چه کسانی هستند.
- خدمات مالی مختلف ارائه شده به صندوق‌های بازنشستگی.
- نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در طرح‌های بازنشستگی جاری.
- صندوق‌های بازنشستگی در ژاپن، آلمان، و بریتانیا چگونه اداره و نظارت می‌شود.
- صندوق‌های وقفی چه می‌کنند.
- هدف‌های ادارهٔ وجوه برای صندوق‌های وقفی.





abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :



صندوق‌های بازنشستگی که به شکلی در همه کشورهای توسعه‌یافته وجود دارند، سرمایه‌گذاران نهادی و بازیگران عمده بازارهای مالی‌اند. به چند دلیل، صندوق‌های بازنشستگی<sup>۱</sup> مهم شده‌اند. اول، درآمد و ثروت طی دوره بعد از جنگ دوم به تدریج رشد یافت، و خانوارها پول بیشتری برای پس‌انداز بلندمدت داشتند. دوم، مردم طولانی‌تر عمر می‌کنند، و نیازهای مالی بیشتری در دوره بازنشستگی خود دارند. سوم، حق بازنشستگی جبران خدمات کارکنان است، و تا زمان بازنشستگی کارکنان از آن مالیات کسر نمی‌شود، و هنگامی مشمول مالیات می‌شود که کارمند دیگر بازنشسته شده و حقوق دریافت نمی‌کند.

این فصل طرح‌های بازنشستگی و مدیریت صندوق‌های بازنشستگی را مورد بحث قرار می‌دهد. پیوست این فصل به مؤسسه‌های جالب دیگری به اختصار می‌پردازد که صندوق وقفی<sup>۲</sup> خوانده می‌شود. این صندوق‌ها که در ایالات متحد رواج دارد، صندوق خیراتی است که مطابق مجموعه‌ای از قوانین تأسیس می‌شوند و از نهادهای غیرانتفاعی مثل دانشگاه‌ها، بیمارستان‌ها، انجمن‌ها و هیئت‌های مذهبی، و موزه‌ها حمایت مالی می‌کنند.

## مقدمه‌ای بر طرح‌های بازنشستگی



طرح بازنشستگی<sup>۳</sup> صندوقی است که مزایای بازنشستگی را می‌پردازد. واحدهایی که طرح‌های بازنشستگی را ایجاد می‌کنند و بانیان یا مجریان طرح نامیده می‌شوند. یا

1. pension funds

2. endowment funds

3. pension plan



بنگاه‌های تجاری خصوصی‌اند که به نمایندگی از طرف کارکنان خود عمل می‌کنند؛ یا نهادهای فدرال، ایالتی، و محلی‌اند که از طرف کارکنانشان اقدام می‌کنند؛ یا اتحادیه‌های کارگری‌اند که از طرف اعضای خود طرح می‌دهند؛ و یا افرادی که برای خودشان اقدام می‌کنند.

کل دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی امریکایی باشتاب بسیار از زمان جنگ جهانی دوم رشد یافته‌اند، و در دهه ۸۰ تقریباً سه برابر شده‌اند. در سال ۱۹۸۹، جمع دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی به رقم ۲/۴۷ تریلیون دلار رسید. تعداد ۲۰ صندوق بازنشستگی رأس فهرست صندوق‌ها، بر حسب دارایی‌هایشان در تاریخ ۳۰ سپتامبر ۱۹۸۹، بیش از ۲۵٪ کل دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی را در اختیار داشتند.<sup>۱</sup> دارایی‌های طرح‌های بازنشستگی شرکت‌ها در سال ۱۹۹۲ به حدود ۱/۷ تریلیون دلار بالغ شد، و در این سال طرح‌های بازنشستگی با حمایت دولت به حدود ۰/۹ تریلیون دلار رسید.<sup>۲</sup>

صندوق‌های بازنشستگی را پرداخت‌های کارفرمایان و یا کارکنان تأمین مالی می‌کنند. در پاره‌ای از طرح‌های بازنشستگی، متناسب با حق بازنشستگی‌های پرداختی توسط کارفرما، وجوه از طریق کارکنان نیز تأدیه می‌شود. موفقیت عظیم طرح‌های بازنشستگی خصوصی تا حدی تعجب‌آور است، چرا که نظام طراحی شده شامل سرمایه‌گذاری در دارایی‌ای است که بخش عمده آن غیرنقد بوده و هنوز هست؛ یعنی سرمایه‌گذاری در قرارداد بازنشستگی. این دارایی تا زمان بازنشستگی قابل استفاده نیست، و کاربرد ضمانت یا تضمین‌نامه هم ندارد. عامل کلیدی در رشد صندوق‌های بازنشستگی آن است که سهم پرداختی کارفرما، و مقدار معینی که کارمند می‌پردازد، و

۱. ر. ک. راهنمای بازار سرمایه ۱۹۹۰ (1990 Money Market Directory). طبق مطالعه مدرسه حقوق دانشگاه کلمبیا، سه صندوق بازنشستگی بزرگتر آمریکا در تاریخ ۳۰ سپتامبر ۱۹۸۹ عبارت بودند از صندوق AT & T (۴۲/۷ میلیارد دلار)، جنرال موتور (۴۰/۹ میلیارد دلار)، و آی. بی. ام. (۲۵/۸ میلیارد دلار). دو صندوق بزرگتر تحت حمایت دولت عبارت بودند از صندوق بازنشستگی کارکنان عمومی کالیفرنیا California Public Employees با ۵۴/۰ میلیارد دلار دارایی و صندوق بازنشستگی کارکنان ایالتی و محلی نیویورک با ۴۴/۲ میلیارد دلار دارایی. بزرگترین صندوق بازنشستگی به معنی مطلق کلمه صندوق TIAA/CREF است که ارزش کل دارایی‌های آن در ۳۱ سپتامبر ۱۹۸۹ برابر ۸۱ میلیارد دلار است.

2. Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities* (First Quarter 1992).

نیز عایدات خود صندوق همه معاف از مالیات‌اند. در واقع، حق بازنشستگی نوعی جبران خدمات توسط کارفرما است که بابت آن کارمند تا هنگام برداشت از صندوق، مالیاتی نمی‌پردازد. صندوق‌های بازنشستگی بنا بر سنت این وظیفه را هم بر عهده داشته‌اند که جلوی ترک خدمت کارکنان را بگیرند، چرا که معمولاً کارمند حداقل به میزان مبالغ انباشتی سهم کارفرما، ضرر می‌کند.

نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. نقش بانی یا مجری طرح بازنشستگی
۲. اهمیت معافیت مالیاتی برای ساختار و رواج طرح‌های بازنشستگی.

## انواع طرح‌های بازنشستگی

دو گروه طرح‌های بازنشستگی عمده وجود دارند که بسیار هم رایج شده‌اند: طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده<sup>۱</sup> و طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص<sup>۲</sup>. فکر جدیدی که طرحی تلفیقی است و عطر و بویی از هر دو طرح بالا دارد، غالباً «طرح بازنشستگی طراح» نامیده می‌شود.

### طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده

در این طرح، مجری طرح صرفاً متعهد است پرداخت‌های معینی از طرف افراد واجد شرایط به صندوق بازنشستگی بکند. مقدار سهم پرداختی غالباً یا درصدی از حقوق کارمند است و یا درصدی از سود شرکت. مبتکر طرح، پرداخت مبالغ معین در هنگام بازنشستگی را ضمانت نمی‌کند. پرداخت‌هایی که به واجدین شرایط در هنگام بازنشستگی می‌شود، به رشد دارایی‌های صندوق بازنشستگی وابسته است؛ یعنی مبلغ قابل پرداخت به کارکرد دارایی‌هایی بستگی دارد که صندوق در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده است. بانی طرح به مشارکت‌کنندگان حق انتخاب می‌دهد که به روش‌های مختلف بتوانند مبالغ حق بازنشستگی را سرمایه‌گذاری کنند. طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده

1. defined contribution plans

2. defined benefit plans

اشکال قانونی مختلف دارد: طرح‌های بازنشستگی خرید پولی<sup>۱</sup>، طرح‌های (k) ۴۰۱، و طرح‌های مالکیت سهام کارمندی<sup>۳</sup> (ESOP).

طرح‌های (k) ۴۰۱ پررشدترین بخش طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده در ایالات متحد است. برای شرکت، این نوع طرح کمترین هزینه و دردسر اداری دارد: کارفرما سهم پرداخت معینی دارد که به طرح یا برنامه بازنشستگی از قبل تعیین شده‌ای می‌پردازد، و این کارمند است که تصمیم می‌گیرد این پرداخت‌ها چه‌گونه سرمایه‌گذاری شوند.<sup>۴</sup> برای کارمندان این نوع طرح جذابیت دارد، چرا که بر نحوه اداره پول نظارت دارد. در واقع، مجریان طرح اکثر اوقات به مشارکت‌کنندگان در طرح امکان می‌دهند که در یکی از خانواده‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری کنند. بیش از نیمی از همه طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده (در نهادهای عمومی همچون دولت‌های ایالتی و نیز مؤسسات خصوصی) از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک استفاده می‌کنند، و درصد شرکت‌های سهامی غیردولتی که همین مسیر را می‌پیمایند، دائماً در حال رشد است. کارکنان بخش‌های عمومی و شرکت‌ها واکنش مثبتی بروز داده‌اند، و به‌طور تقریبی، نیمی از دارایی‌های طرح‌های بازنشستگی اکنون در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری شده، و بخش اعظم وجوه صرف صندوق‌هایی شده که بر رشد و سهام تکیه می‌کنند.<sup>۵</sup> مقررات جدیدی که وزارت کار ایالات متحد وضع کرده، از شرکت‌ها می‌خواهد که به کارکنان خود حق انتخاب بدهند، و همین موضوع باعث شده که طرح‌های بازنشستگی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک متمایل شوند، چرا که خانواده صندوق‌های مشترک به‌سادگی مجاری سرمایه‌گذاری عرضه می‌کنند که هدف‌های سرمایه‌گذاری مختلف را در یک‌جا جمع می‌کنند.<sup>۶</sup>

### طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص

در این نوع از طرح‌ها، مجری طرح می‌پذیرد که در هنگام بازنشستگی، مبلغ دلاری معینی به واجدین شرایط بپردازد (و پرداخت‌های معینی به افراد ذینفع، در صورت فوت

1. money purchase pension plans

2. 401 (K) plans

3. employee stock ownership plans (ESOP)

4. "Calling It Quits," *Institutional Investor* (Feb. 1991), p. 125.

5. "Taking a Fancy to Mutual Funds," *Institutional Investor* (May 1992), p. 119.

6. "The Communication Cloud over 401(k)s," *Institutional Investor* (Sept., 1991), p. 189.

کارمند قبل از تاریخ بازنشستگی). پرداخت‌های بازنشستگی طبق دستورالعملی پرداخت می‌شود که در بیشتر اوقات، مدت خدمات کارمند و میزان دریافتی کارمند را ملاک قرار می‌دهد. تعهدات حق بازنشستگی در واقع تعهدات از نوع بدهی بانوی طرح است، و اوست که خطر کمبود وجوه برای تعهدات طرح را پذیرا می‌شود تا به مفاد قرارداد پرداخت به کارمندان بازنشسته عمل کند.

بانوی یا مجری طرح البته می‌تواند طرح بازنشستگی با مزایای مشخص را با پرداخت به صندوقی ایجاد کند که به یک شرکت بیمه عمر، سالیانه حق بیمه می‌پردازد. آن طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص که از طریق شرکت‌های بیمه عمر تضمین شده، طرح‌های بیمه شده<sup>۱</sup> نامیده می‌شود، و آن‌هایی که چنین تضامینی ندارند، طرح‌های بیمه نشده<sup>۲</sup> خوانده می‌شوند. طرح‌های بیمه شده، لزوماً همواره از طرح‌های بازنشستگی بیمه نشده محفوظ‌تر نیستند، چرا که ایمنی بدان بستگی دارد که شرکت بیمه تا چه حد به تعهدات خود عمل کند.

چه طرح بازنشستگی خصوصی بیمه باشد یا نباشد، سازمانی فدرال به نام شرکت سهامی ضمانت مزایای بازنشستگی<sup>۳</sup> (PBGC) که در سال ۱۹۷۴ بر طبق مصوبات قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته<sup>۴</sup> (ERISA) به وجود آمده (ذیلاً شرح داده‌ایم)، که منافع افراد تحت پوشش طرح را بیمه می‌کند. مزایای طرح هنگامی اعطا می‌شود که کارمند به سن معینی برسد، و سنوات خدمت کافی داشته باشد که مستحق دریافت مزایا در هنگام بازنشستگی باشد. پرداخت مزایای بازنشستگی موکول به ادامه خدمت افراد ذینفع با کارفرما یا اتحادیه کارگری خاصی نیست.

### طرح‌های بازنشستگی تلفیقی

بررسی مجله سرمایه‌گذاری نهادی<sup>۵</sup> نشان از پدیده‌ای تازه در برنامه‌ریزی بازنشستگی دارد که طرح‌های تلفیقی است، و طرفداران بسیار یافته است. به این طرح‌ها، «طرح‌های بازنشستگی طراح»<sup>۶</sup> می‌گویند که ویژگی‌های دو گروه طرح‌های بازنشستگی بالا را با

1. insured plans

2. non-insured plans

3. Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC)

4. Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)

5. "Why Designer Pensions Are in Fashion," *Institutional Investor* (June 1992), pp. 123-131.

6. designer pensions

یکدیگر تلفیق می‌کند. این طرح‌ها برای اولین بار در سال ۱۹۸۵ معرفی شدند، و ۸٪ از کارکنان و شرکت‌ها و مستخدمین دولت در ایالات متحد از آن استفاده می‌کنند. علت رغبت به این طرح‌های تلفیقی آن است که هر دو گروه طرح‌های بازنشستگی یاد شده با مشکل همراه‌اند: طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده کارمند را مجبور به پذیرش تمامی خطر سرمایه‌گذاری می‌کند، و طرح بازنشستگی با مزایای مشخص گران است و اجرای آن دشوار است، مخصوصاً اگر تعداد کمی کارمند طی مدت زمانی طولانی فقط در یک شرکت کار کنند.

طرح‌های تلفیقی خود اشکال مختلف دارند که مثال خوبی از آن طرح‌ها، طرح بازنشستگی «جبران سطح حداقل»<sup>۱</sup> است. در این طرح بازنشستگی، کارفرما همه‌ساله مبلغ معینی به یک صندوق می‌پردازد، درست به همان روش که در طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده عمل می‌شود. کارفرما پرداخت سطح حداقل مزایای نقدی‌ای را هم ضمانت می‌کند که به سنوات خدمت کارمند مربوط است، و این شبیه به طرح بازنشستگی با مزایای مشخص است. کارفرما صندوق بازنشستگی را اداره می‌کند، و در فواصل زمانی معینی در مورد ارزش حساب کارمند، به او اطلاعاتی می‌دهد. اگر صندوق تحت مدیریت آن قدر رشد نکند که سطح فعلی مزایا را تأمین کند، کارفرما ملزم به تأدیة کسری است.

## سرمایه‌گذاری‌ها



جدول ۱ - ۹، ترکیب مجموعه دارایی‌های ۱۰۰۰ طرح بازنشستگی را به تاریخ پایان سال ۱۹۹۱ خلاصه می‌کند. می‌توان دید که ۸۰٪ منابع طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص صرف خرید اوراق بهادار با درآمد ثابت و سهام شده است. در مورد طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده، بخش بزرگی از دارایی‌ها صرف قراردادهای سرمایه‌گذاری تضمین شده<sup>۲</sup> (GICs) می‌شود که در فصل ۷ از آن‌ها صحبت کردیم. صندوق‌های بازنشستگی واجد شرایط از مالیات بر درآمد فدرال معاف‌اند. بنابراین، دارایی‌های صندوق بدون پرداخت مالیات انباشته می‌شوند. در نتیجه، صندوق‌های بازنشستگی مقدار زیادی پول صرف دارایی‌هایی نمی‌کنند که مزیت مالیاتی دارند، و

1. floor-offset plan

2. guaranteed investment contracts (GICs)

بخشاً یا کلاً از مالیات معاف‌اند.

برای سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های غیر امریکایی، در سطح فدرال، محدودیتی نیست. مجری صندوق البته آزاد است خود محدودیت بگذارد و تخصیص منابع صندوق را به سرمایه‌گذاری‌های داخلی محصور کند. مثلاً ایالت اوکلاهما اجازه سرمایه‌گذاری خارجی در صندوق‌های بازنشستگی عمومی را نمی‌دهد. صندوق‌هایی که بانی آن‌ها

جدول ۹-۱ ترکیب مجموعه دارایی‌های ۱۰۰۰ صندوق بازنشستگی بزرگتر در سال ۱۹۹۱

دارایی‌ها	درصد
طرح‌های بازنشستگی با مزایای تعریف‌شده بزرگتر	
سهام	۴۵/۷
اوراق درآمد ثابت	۳۵/۸
شبه پول	۶/۲
سهام املاک و مستغلات	۳/۹
رهین	۱/۰
قراردادهای سرمایه‌گذاری تضمین‌شده (GIC) و BIC	۲/۳
اقساط مساوی	۰/۳
غیره	۴/۸
طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف‌شده بزرگتر	
سهام شرکت‌ها	۲۳/۹
سهام دیگر	۱۷/۶
اوراق با درآمد ثابت	۱۱/۵
شبه پول	۷/۷
قراردادهای سرمایه‌گذاری تضمین‌شده (GIC) و BIC	۳۳/۸
اقساط مساوی	۰/۵
غیره	۵/۸

(مأخذ: به شکلی که مجله بازنشستگی و سرمایه‌گذاری Pensions & Investments در ۲۰ ژانویه ۱۹۹۲ گزارش کرده است)

اتحادیه‌های کارگری هستند نیز چه‌بسا اجازه سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های

غیرامریکایی را به صندوق نمی‌دهند. مجله سرمایه‌گذاری نهادی دربارهٔ مجریان طرح‌های بازنشستگی مطالعه‌ای کرده و نتیجه گرفته که در سال ۱۹۹۱، بیش از ۵۰ درصد آن‌ها نوعی سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار خارجی دارند. از آنهایی که در خارج سرمایه‌گذاری کرده بودند، ۹۶٪ روی سهام خارجی و ۳۴٪ روی اوراق قرضهٔ خارجی سرمایه گذاشته بودند.

## مقررات

به دلیل اهمیت وافر طرح‌های بازنشستگی برای کارگران امریکا، در سال ۱۹۷۴، کنگرهٔ امریکا قانون جامعی برای سروسامان دادن به طرح‌های بازنشستگی تهیه کرد. با توجه به جزئیات، این مصوبه که قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته (ERISA) نامیده می‌شود، نسبتاً پیچیده و فنی است. در حد هدف‌های ما در این کتاب، کافی است که مواد اصلی این قانون را دریابیم.

نخست این‌که قانون در مورد حداقل سهمی که بانی طرح می‌باید به صندوق بازنشستگی بپردازد تا جبران‌کنندهٔ پرداخت مزایای پیش‌بینی شدهٔ کارشناس بیمه باشد، استانداردهای تأمین مالی تعیین کرده است. قبل از قانون تأمین درآمد، بسیاری از بانیان طرح‌های بازنشستگی شرکت‌ها از خط‌مشی تأمین مالی «پرداخت با جلو رفتن کار» تبعیت می‌کردند. یعنی در زمان بازنشستگی کارمند، بانی طرح بازنشستگی شرکت، مزایای بازنشستگی لازم را از عملیات جاری جدا می‌کرد. تحت قانون ERISA، چنین طرز عملی دیگر پذیرفته نیست.

دوم این‌که قانون برای امنا، مدیران، یا مشاوران صندوق‌های بازنشستگی ضوابط امانتداری در نظر می‌گیرد. بالاخص، از همهٔ طرف‌هایی که مسئول مدیریت صندوق‌اند، در تعیین این‌که کدام سرمایه‌گذاری‌ها مناسب‌تراند، خواسته شده که از قضاوت افراد دوران‌دیش و با خرد استفاده کنند. امین صندوق به منظور انجام تعهدات خود ناچار است برای گردآوری و استفاده از اطلاعاتی که به تصمیم سرمایه‌گذاری درست می‌انجامد، به افراد باخرد و دوران‌دیش متکی باشد.

سوم، قانون تأمین درآمد بازنشستگان استانداردهای حداقل برخورداری یا استحقاق دارد. برای مثال، قانون می‌گوید بعد از پنج سال اشتغال، فرد مشارکت‌کننده در طرح بازنشستگی مستحق دریافت ۲۵٪ از مزایای بازنشستگی انباشته شده است. بعد از



ده سال، درصد استحقاق به ۱۰۰٪ افزایش می‌یابد. چهارم، این قانون شرکت سهامی ضمانت مزایای بازنشستگی را ایجاد کرد تا مزایای متعلق به پرداخت‌کننده به صندوق را بیمه کند. محل پرداخت مبالغ بیمه‌نامه، حق بیمه‌های سالیانه‌ای است که صندوق‌های بازنشستگی به این شرکت می‌پردازند. مسئولیت نظارت بر قانون تأمین درآمد بازنشستگان به وزارت کار و اداره مالیات داخلی سپرده شده است. برای اطمینان از رعایت قانون تأمین توسط صندوق‌های بازنشستگی، گزارشدهی دوره‌ای و صورت‌های افشای اطلاعات باید تهیه و توسط صندوق‌ها به مؤسسات دولتی یاد شده تسلیم شود. مهم است توجه شود که قانون تأمین درآمد بازنشستگان از شرکت‌ها نمی‌خواهد طرح بازنشستگی ترتیب دهند. کارکنان می‌توانند از صندوق‌های بازنشستگی موجود استفاده کنند. اما اگر شرکتی مصمم شد طرح مزایای بازنشستگی معینی ارائه دهد، باید با مقررات متنوع و پیچیده قانون تأمین درآمد دست و پنجه نرم کند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. حوزه عمل قانون تأمین درآمد بازنشستگان.
۲. مفهوم «فرد دوراندیش و باخرد» در اداره صندوق چه معنایی دارد.

### مدیران صندوق‌های بازنشستگی

متعهد طرح بازنشستگی می‌تواند یکی از روش‌های زیر را برای کنترل دارایی‌های صندوق بازنشستگی تحت نظارت خود به کار بندد: (۱) استفاده از مدیران داخلی برای اداره تمام دارایی‌های صندوق؛ (۲) توزیع دارایی‌های صندوق بین یک یا چند مؤسسه مدیریت پول برای اداره آن دارایی‌ها؛ و (۳) روش‌های بینابین ۱ و ۲. در مورد صندوق‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده، متعهد طرح غالباً به پرداخت‌کنندگان به صندوق حق انتخاب می‌دهد که وجوه خود را به اختیار بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلفی توزیع نمایند که یک گروه مدیریت صندوق آن‌ها را اداره می‌کند.

پیشاپیش در فصل ۷ گفته‌ایم که شرکت‌های بیمه چه‌گونه از طریق صدور قراردادهای



سرمایه‌گذاری تضمین‌شده (GIC) و بیمه عمر مستمری<sup>۱</sup> در کار صندوق‌های بازنشستگی مشارکت می‌کنند. به علاوه، شرکت‌های بیمه شرکت‌های تابعه‌ای دارند که صندوق‌های بازنشستگی را اداره می‌کنند. برای نمونه، از شرکت بیمه عمر آتنا<sup>۲</sup> می‌توان یاد کرد که ۴۸/۷ میلیارد دلار دارایی‌های بازنشستگی را در سال ۱۹۹۱ اداره می‌کرد، رقمی برابر ۳۶٪ از این وجوه متعلق به طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده ۱۰۰۰ متعهد طرح‌های بازنشستگی بود.<sup>۳</sup> ادارات صندوق‌های امانی<sup>۴</sup> بانک‌های تجاری هم صندوق‌های بازنشستگی را همچون مؤسسات مدیریت پولی مستقل (یعنی مؤسساتی که به هیچ بانک یا شرکت بیمه‌ای وابستگی ندارند) اداره می‌کنند. نمونه‌ای از این وضع، اداره وجوه امانی بانک نوروست ایالت مینسوتا است<sup>۵</sup> که ۸/۱ میلیارد دلار را اداره می‌کند که از آن ۳۶٪ مربوط به طرح‌های با سهم تعریف شده ۱۳۰۰ متعهد طرح بازنشستگی است. مورد دیگر بانک تراست‌اند سیوینگ هریس<sup>۶</sup> است که ۱۱/۶ میلیارد دلار دارایی بازنشستگی را اداره می‌کند، و از این وجوه ۳۰٪ مربوط به طرح‌های با سهم تعریف شده ۲۴۵ متعهد طرح بازنشستگی است.<sup>۷</sup> مؤسسه فیدلیتی<sup>۸</sup> یک مؤسسه مدیریت پول مستقل است که تابع شرکت سرمایه‌گذاری فیدلیتی<sup>۹</sup> است و ۲۷/۵ میلیارد دلار وجوه طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده را برای ۲۵۰۰ متعهد طرح بازنشستگی اداره می‌کند.<sup>۱۰</sup>

در ایالات متحد، خارجی‌ها مجازند در اداره صندوق‌های بازنشستگی مشارکت کنند. در واقع، چندین مؤسسه مالی خارجی سهمی از مؤسسات مدیریت پول امریکایی را خریداری کرده‌اند تا بتوانند در کسب و کار مدیریت پولی وجوه بازنشستگی دخالت کنند.

برای این‌که خواننده از انواع مختلف مدیران پولی مورد درخواست متعهدان طرح‌های بازنشستگی مطلع باشند، ما برخی اقدامات انجام شده در این زمینه در سال

1. annuity
2. Aetna Life Insurance
3. "The 1992 Defined Contribution Directory," Institutional Investor (June 1992), p. 174.
4. trust funds
5. Norwest Bank of Minnesota
6. بانک پس‌انداز و وجوه امانی هریس Harris Trust and Savings Bank
7. همان مأخذ.
8. Fidelity Institutional Retirement Services
9. Fidelity Investments
10. همان مأخذ.

۱۹۹۲ را فهرست‌وار می‌آوریم:<sup>۱</sup>

- طرح بازنشستگی کارکنان شهرداری لوس‌آنجلس مدیر پولی می‌خواستند که در سطح بین‌المللی سرمایه‌گذاری کند. متعهدان طرح مؤسسه اسکودر، استیونز و کلارک<sup>۲</sup> را به استخدام درآوردند.
- طرح بازنشستگی NAF ارتش آمریکا در جستجوی مدیر پولی بود که در سطح بین‌المللی بر پایه شاخص سرمایه‌گذاری کند و نیز به دنبال مدیر پول دومی بود که در سهام شرکت‌های امریکایی با سرمایه کم سرمایه‌گذاری کند. بانی طرح مؤسسه ولز فارگو نیکو<sup>۳</sup> را برای اولی و مؤسسه مدیریتی استانگ / کورنه لیزون کاپیتال<sup>۴</sup> را برای دومی انتخاب نمود.
- نظام بازنشستگی معلمان ایلینویز می‌خواستند اوراق قرضه بین‌المللی بیشتری بخرند. متعهد طرح بازنشستگی دو شرکت مدیریتی اسمیت بارنی کاپیتال<sup>۵</sup> و ژولیوس بیر اینوستمنت<sup>۶</sup> را بدین منظور استخدام و به هر یک ۶۰ میلیون دلار داد تا آن وجوه را اداره کنند.
- شرکت محصولات آوون<sup>۷</sup> مدیری برای بدنه قراردادهای سرمایه‌گذاری تضمین شده (GIC) خود می‌خواست و بنکرز تراست<sup>۸</sup> را به خدمت گرفت.
- نایت راید<sup>۹</sup> در پی متنوع‌کردن بیشتر سهام صندوق بازنشستگی خود بود و بدین منظور چهار مدیر پولی را به استخدام گرفت که در شرکت‌های با سرمایه کوچک، متوسط و بزرگ تخصص داشتند. نایت راید (متعهد طرح بازنشستگی) این چهار شرکت مالی را به کار گرفت و ۸۲ میلیون دلار جمعاً جهت سرمایه‌گذاری به آنها داد.
- شرکت سهامی داو کورنینگ<sup>۱۰</sup> قصد داشت اوراق اختیار معامله نیز به طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده خود اضافه کند. بانی طرح شرکت مدیریت

۱. این اطلاعات با مراجعه به چندین شماره از مجله Money Management Letter به دست آمده است.

2. Scudder, Stevens & Clark.

3. Wells Fargo Nikko

4. Stong/Corneliuson Capital

5. Smith Barney Capital Management

6. Julius Bear Investment Management

7. Avon Products

8. Bankers Trust

9. Knight Ridder

10. Dow Corning Corporation

سرمایه‌گذاری جی. پی مورگان<sup>۱</sup> را جهت ادارهٔ اختیار معاملهٔ سهام و مشاوران سرمایه‌گذاری ولز فارگو نیکو را برای ادارهٔ اختیار معاملهٔ سهام شاخص ۵۰۰ سهم استاندارد و پور<sup>۲</sup> به خدمت گرفت.<sup>۳</sup>

○ شورای محلی نجاران رُود آیلند جهت متنوع‌کردن دارایی‌های خود به فکر استخدام مدیر پولی افتاد که هم در سهام و هم در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری کند (به این «صندوق‌های سرمایه‌گذاری متوازن» می‌گویند). این بانی طرح بازنشستگی شرکت مدیریت دارایی‌های بیر استرنز<sup>۴</sup> را استخدام کرد تا ۱۰ تا ۱۵ میلیون دلار از دارایی‌های ۶۰ میلیون دلاری صندوق بازنشستگی‌اش را به دست آن بسپارد.

درآمد مدیران وجوه صندوق‌های بازنشستگی کارمزدی است که برای ادارهٔ دارایی‌ها می‌گیرند. این کارمزد سالیانه از ۰/۷۵ درصد دارایی‌های تحت مدیریت شروع می‌شود و می‌تواند خیلی کمتر و حتی ۰/۰۱ درصد ارزش دارایی‌ها باشد. مطالعه‌ای نشان می‌دهد که در سال ۱۹۹۱، متوسط، کارمزد مؤثر دریافتی توسط مدیران پول صندوق‌های بازنشستگی عمومی ۰/۳۱ درصد و برای صندوق‌های بازنشستگی بخش خصوصی ۰/۴۱ درصد بوده است.<sup>۵</sup> این کارمزدها از کارمزدهای مشاورهٔ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک کمتر است، چراکه در مورد دوم وجوه سرمایه‌گذاران کوچکتر که حساب‌های کوچکی دارند اداره می‌شود، و به دلیل صرفه‌جویی مقیاس انبوه، در مورد اول می‌توان کارمزدهای کمتری از صندوق‌ها گرفت. بعضی از بانیان طرح‌های بازنشستگی به سمت امضای قراردادهای مدیریتی مبتنی بر عملکرد رو آورده‌اند، و به جای پرداخت کارمزد ثابت، کارمزد متغیری متناسب با درآمد صندوق می‌پردازند.<sup>۶</sup>

1. J. P. Morgan Investment Management

2. S&P 500

۳. در فصل‌های ۲۶ تا ۲۸ از اختیار معاملهٔ سهام و اختیار معاملهٔ شاخص سهام صحبت خواهیم کرد.

4. Bear Stearns

۵. مقالهٔ «گرین‌ویچ می‌گوید، کارمزد مدیران به سمت جنوب می‌رود»، مندرج در مجلهٔ ۳۰ مارس ۱۹۹۲ *Money Management Letter*، ص. ۱.

۶. ر. ک. به مقالهٔ «کارمزد مدیران از دیدگاه عملکرد» نوشتهٔ دیوچا و منچر (Divecha & Mencher)، فصل ۹ کتاب مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ویراستهٔ فبوزی:

Frank J. Fabozzi, *Pension Fund Investment Management* (Chicago: Probus Publishing, 1990).

مطالعه یادشده در مجله ۳۰ مارس ۱۹۹۲ مدیریت پول مبین آن است که ۱۴٪ از قراردادهای پرداخت کارمزد بررسی شده مربوط به صندوق‌های بازنشستگی در سال ۱۹۹۱، مبتنی بر عملکرد بوده‌اند.

غیر از خدمات مدیران پول، خدمات مشاوره‌ای دیگری که بانیان طرح‌های بازنشستگی می‌گیرند، بسیار است. راه‌های مختلفی که از آن طریق مشاوران به صندوق‌های بازنشستگی کمک می‌کنند عبارت است از:

- تعیین خط‌مشی سرمایه‌گذاری طرح بازنشستگی و تخصیص وجوه بین گروه‌های مختلف دارایی
- ارائه خدمات آماری تخصصی (مدل‌سازی برای بدهی‌ها و طراحی مدل‌های پیش‌بینی)

- طراحی شاخص‌های لازم برای ارزیابی کارایی مدیران پول صندوق‌ها
- اندازه‌گیری و نظارت بر عملکرد مدیران پول صندوق‌ها
- جستجو برای مدیران پول کارآمد و معرفی آن‌ها به بانیان طرح‌های بازنشستگی
- ارائه مطالعات تخصصی

در امریکا فهرست مشاوران معروفتر که به صندوق‌های بازنشستگی خدمات می‌دهند به شرح زیر است:

Frank Russell Associates, SEI, BARRA, Wilshire, Gifford Fong Associates, Callan, Rogers and Casey

#### ◀ نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی را چه کسانی اداره می‌کنند.
۲. نوع خدماتی که مشاوران به بانیان طرح‌های بازنشستگی ارائه می‌دهند.

#### نمونه‌هایی از صندوق‌های بازنشستگی



چهار نوع طرح بازنشستگی مختلف ذکر می‌شود تا برخی از نکات مورد بحث در بالا به توصیف آید. دو طرح را کارکنان شرکت‌های خصوصی به اجرا درآورده‌اند:

اکسون<sup>۱</sup> و جنرال موتور. دو طرح دیگر مربوط به کارکنان بخش عمومی است: نظام‌های بازنشستگی سازمان آتش‌نشانی و پلیس انکاریج<sup>۲</sup> آلاسکا و طرح بازنشستگی کارکنان ناحیه اوکلند<sup>۳</sup> کالیفرنیا. در هر گروه، یک طرح از نوع طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص و دومی از نوع ترکیبی طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص و طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده است. هر طرح چندین مدیر سرمایه‌گذاری دارد، و همان‌طور که در بالا اشاره رفت، هر مدیر بخشی از وجوه طرح را اداره می‌کند. جدول‌های ۹-۲ و ۹-۳ جزئیات این صندوق‌های بازنشستگی و ساختار آن‌ها را بیان می‌کنند.

### صندوق‌های بازنشستگی در سایر کشورها

صنعت صندوق‌های بازنشستگی آمریکا بزرگترین در جهان است. در این بخش نگاهی داریم به صندوق‌های بازنشستگی در آلمان، بریتانیا، و ژاپن.

جدول ۹-۲ مثال‌هایی از طرح‌های بازنشستگی شرکت‌های بزرگ: دارایی‌ها و مدیران

نام	اکسون	جنرال موتور
کل دارایی‌ها (میلیارد)	۱۲/۴ دلار	۴۰/۲ دلار
طرح‌های با سهم تعریف‌شده (میلیارد)	۵/۲	۰/۰
مدیران	Aetna Life	Ameritrust
	Sanford C. Bernstein	ANB Inv. Mgmt.
	Corporate Property Inv.	Batterymarch F.M.
	Equitable Life	BEA Assocs.
	Equitable Real Estate	Cypress Cap. Mgmt.
	First City, Texas	Fidelity Inv.
	Geometry Asset Mgmt.	Frontier Cap. Mgmt.
	Grubb & Ellis Realty	G. T. Cap. Mgmt.
	Horsley Keogh Assocs.	Invesco MIM
	John Hancock Fin. Svs.	Lehman Ark Mgmt.
	J.P. Morgan Inv. Mgmt.	Magten Asset Mgmt.
	NCNB	Merrill Lynch Asset Mgmt.
	Premier Inv. Adv.	Metropolitan Life
	Prentiss Properties	Nomura Cap. Mgmt.

1. Exxon

2. Anchorage

3. Oakland

## صندوق‌های بازنشستگی ۲۸۱

Providential Inv.	Prudential Asset Mgmt.
Rothschild Int'l Asset	Smith Barney Cap. Mgmt.
T.A.L. Inv. Counsel	Travelers Co's
Union Bank of Switz.	UBS Asset Mgmt.
Value Line Asset Mgmt.	Wells Fargo Nikko
Internal Management	Internal Management

\* به دلیل مطول بودن فهرست مدیران جنرال موتور، به ذکر چند مورد بسنده می‌کنیم. مأخذ: مقاله «طرح‌های بازنشستگی شرکت‌های بزرگتر» در مجله *Institutional Investor*، ژانویه ۱۹۹۲، ص. ۱۰۵ به بعد.

### جدول ۹-۳ مثال‌هایی از طرح‌های بازنشستگی بزرگ بخش عمومی: دارایی‌ها و مدیران

نام	ناحیه اوکلند	آتش‌نشانی و پلیس انکاراچ
کل دارایی‌ها (میلیارد)	۳۷۵ دلار	۲۳۴ دلار
طرح‌های با سهم تعریف‌شده (میلیارد)	۳۳	۰
مدیران	Burnham & Co.	Columbia Mgmt.
	Fidelity Inv.	Criterion Inv. Mgmt.
	Income Res. & Mgmt.	Kennedy Assocs.
	Loomis Sayles	Morgan Stanley Asset Mgmt.
	MIG Realty Adv.	
	NBD Bank	National Bank of Alaska
	Oppenheimer Cap.	
	Putnam Cos.	Newbold Asset Mgmt.
	Smith Barney Cap. Mgmt.	Nicholas-Applegate
		Trust Co. of the West

(مأخذ: مقاله «صندوق‌های بازنشستگی بزرگتر بخش عمومی» در مجله *Institutional Investor*، ژانویه ۱۹۹۲، ص. ۱۱۳ به بعد)

## آلمان

ویژگی متمایز و مهم صندوق‌های بازنشستگی آلمان آن است که کارفرمایان می‌توانند دارایی‌هایی را که گفته می‌شود به بازنشستگی کارکنان تخصیص یافته، نگاهداری و اداره کنند.<sup>۱</sup> از این رو، بسیاری شرکت‌ها وجوه قابل پرداخت خود به بازنشستگی کارکنان را صرفاً فهرست کرده و در سمت چپ ترازنامه نشان می‌دهند، و آن وجوه را به حساب مستقلی انتقال نمی‌دهند. شرکت‌ها وجوهی را که ظاهراً برای بازنشستگی کارکنان کنار

1. Ernst Bracker, "Pension Funds in Germany," in Stefano Preda (ed.), *Funds and Portfolio Management Institutions: An International Survey* (Amsterdam: North Holland, 1991), p. 339.

گذاشته‌اند، تحت نظارت دارند، اما عملاً بدین ترتیب وام‌های بلندمدت ارزان از کارکنان‌شان می‌گیرند. البته، اندازه سهم‌الشرکه‌های پرداختی شرکت‌ها به منظور بازنشستگی کارکنان می‌باید اکیداً از ارقامی که متخصصان آماری تهیه و منتشر می‌کنند، کمتر نباشد. بیشتر شرکت‌هایی که این اندوخته‌های بازنشستگی را در دایره‌داری‌ها و بدهی‌های تحت اداره خود نگاه نمی‌دارند، ظاهراً این وجوه را، به میزان ضروری، به نهادهای قانوناً مستقل بیرونی منتقل می‌کنند، اما عملاً این وجوه تحت نظر شرکت‌های مدیریت داخلی و بسته‌ای اداره می‌شوند که به *Pensionskassen* معروفند.

با تشکیل انجمن ضمانت حقوق بازنشستگی، تغییر تازه‌ای در مقررات آلمان در این زمینه پدید آمد. قانون می‌گوید هر شرکتی که پرداخت‌های بازنشستگی را قبول دارد و می‌پردازد می‌باید در این انجمن عضو باشد. به علاوه، قانون از هر شرکت عضو می‌خواهد که حق بیمه معینی به انجمن بپردازد تا از آن بیمه‌نامه‌ای جهت تعهدات حقوق بازنشستگی شرکت بخرد که حمایت دولتی پشت سر آن است.<sup>۱</sup> به رغم درگیری احتمالی این مؤسسه دولتی در آینده با شرکت‌هایی که به تعهدات خود عمل نمی‌کنند، شرکت‌های آلمانی هم اکنون هیچ محدودیتی در نحوه اداره وجوه صندوق‌های بازنشستگی ندارند. وضعیت آلمان از این نظر، میان همه کشورهای صنعتی عمده، منحصر به فرد است.<sup>۲</sup>

### بریتانیا

ویژگی بارز صندوق‌های بازنشستگی در بریتانیا، تکیه آن‌ها بر خرید سهام است: ۸۰٪ دارایی‌های صندوق‌ها را سهام، و عمده آن‌ها در سهام بریتانیایی، سرمایه‌گذاری می‌شود. این واقعیت بیانگر وجود «احاطه نهادی» بورس اوراق بهادار لندن است که معنای آن این است که مؤسسات سرمایه‌گذار بزرگ، و نه سرمایه‌گذاران کوچک منفرد مهمترین مشارکت‌کننده در بازار سهام‌اند. راهبردهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی در حال رشد همچنین توضیح می‌دهند که چرا بازارهای قراردادهای آتی و اختیار معامله به سرعت در انگلستان توسعه می‌یابد: این ابزار برای پوشش خطر مربوط به خرید مقادیر عمده سهام ضروری است.<sup>۳</sup>

۱. مقاله پیش‌گفته استفن کلارک در مجله *Institutional Investor*، ژانویه ۱۹۹۲، صص. ۹۴-۸۹.

۲. همان‌جا، ص. ۹۲.

3. Peter J. Nowell, "Pension Funds in the UK," in Preda, *op. cit.*, p. 351.



نهادهای مختلفی در بریتانیا صندوق‌های بازنشستگی را اداره می‌کنند: شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، و مدیران پولی که تعهدکنندگان یونیت تراست‌های معروف‌اند - معادل بریتانیایی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در امریکا. (در فصل ۸ که به سرمایه‌گذاری مربوط بود، یونیت تراست‌ها را توصیف کردیم). به‌علاوه، مؤسساتی که صندوق‌های بازنشستگی را اداره می‌کنند، چه بسیار که مؤسسات خارجی باشند، و شرکت‌های مالی امریکایی در صنعت بزرگ صندوق‌های بازنشستگی بریتانیا، مشارکت دارند.

سیاست دولت به‌طور وسیع مردم را تشویق می‌کند که پس‌انداز بیشتری برای دوره بازنشستگی خود کنار بگذارند. مثالی از این سیاست طرح سهام شخصی<sup>۱</sup> (PEP) است. این طرح اجازه می‌دهد پس‌اندازهای عمده در حساب‌های سهام نگاهداری شود که عایدات آن سهام (سود سهم و عایدات افزایش قیمت) از مالیات معاف است.<sup>۲</sup>

دولت بر این صنعت حداقل نظارت را اعمال می‌کند. برخی مردم از بی‌تفاوتی دولت نسبت به آنچه به نظر می‌رسد سرقت اخیر و بزرگ رابرت ماکسول<sup>۳</sup> از دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی بعضی از شرکت‌هایش می‌باشد، شاکی‌اند.<sup>۴</sup>

یکی دیگر از مصادیق بی‌تفاوتی ظاهراً این است که دولت بریتانیا صندوق بازنشستگی را ملزم به داشتن امین صندوق نمی‌کند. علاوه بر این، معاملات بین شرکت و صندوق بازنشستگی کارکنان آن می‌تواند بسیار وسیع باشد: صندوق مجاز است مقدار زیادی به شرکت وام دهد و از سهام شرکت خریداری کند. بدین‌سان، روشن است که مدیران صندوق‌های بازنشستگی بریتانیایی، در مقایسه با هم‌تاهای امریکایی‌شان، از آزادی عمل بیشتری برخوردارند، و در موارد زیادی طبق صوابدید خود عمل می‌کنند. آینده روشن خواهد کرد که آیا چنین امکانی به نفع کارکنان بریتانیاست یا به زیان آن‌ها.

## ژاپن

صنعت صندوق‌های بازنشستگی ژاپنی خصوصیات بسیار جالبی دارند، اما ما توجه خواننده را در این‌جا به سه ویژگی عمده‌تر جلب می‌کنیم. خصوصیت اول وجود مقررات

1. Personal Equity Plan (PEP)

۲. همان مأخذ، ص. ۳۵۴

3. Robert Maxwell

4. Claire Makin, "Eurobonanza? What Eurobonanza?" *Institutional Investor* (April 1992), pp. 51-55.

دولتی گسترده است. وزارت دارایی به مؤسسات باید اجازه بدهد که مدیر دارایی صندوق‌ها شوند، و هر بنگاهی نمی‌تواند چنین وظیفه‌ای را بر عهده بگیرد. تا همین اواخر وزارت دارایی بدین‌منظور فقط به شرکت‌های بیمه و بانک‌های امین مجوز می‌داد. خیلی دیر و در سال ۱۹۹۲ بود که وزارت دارایی شروع کرد به مؤسسات خارجی اجازه دهد در این صنعت کار کنند.<sup>۱</sup> وزارت دارایی برای نحوه تخصیص منابع توسط مدیران صندوق‌ها بین گروه‌های مختلف دارایی هم دستورالعمل دارد. به‌طور کلی، تخصیص از قواعد زیر پیروی می‌کند: حداقل ۵۰٪ وجوه می‌باید در اوراق قرضه دولتی و شرکت‌های ژاپنی سرمایه‌گذاری شود که خطر خیلی کمی دارند؛ بیش از ۳۰٪ نمی‌توان صرف سهام یا سرمایه‌گذاری‌های خارجی کرد؛ و حداکثر ۲۰٪ وجوه صندوق را می‌توان در املاک سرمایه‌گذاری کرد. مقررات اخیر در مورد مدیران خارجی مجاز صندوق‌ها، حاکی از سعه صدر بیشتری در سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار خارجی است.<sup>۲</sup>

وجه ممیز جالب دوم صندوق‌های بازنشستگی ژاپنی نقش عمده‌ای است که گروه صنعتی یا *Keiretsu* شرکت در انتخاب مدیران صندوق‌های بازنشستگی دارد. از این‌رو، تخصیص وجوه پیش از آن‌که مبتنی بر وضعیت رقابتی امکانات سرمایه‌گذاری مختلف باشد، متکی به قرابت‌ها و پیوندهای تجاری شکل گرفته است. همچنین، نحوه انتخاب مدیران، صندوق‌های بازنشستگی در ژاپن را به مراتب کمتر از صندوق‌های امریکایی یا بریتانیایی به سمت عملکرد سوق می‌دهد. در ژاپن، ایمنی اصل سرمایه هدف محوری سرمایه‌گذاری بوده است. (دستورالعمل سرمایه‌گذاری وزارت دارایی که در بالا به آن اشاره شد نیز می‌گوید هدف اصلی ایمنی است.) نقش عمده‌ای که ارتباطات و پیوندهای تجاری جافتاده در ژاپن دارد، باعث شده که خارجی‌ها چندان نتوانند در صنعت صندوق‌های بازنشستگی نفوذ کنند. در واقع، مدیران خارجی آن‌قدر که از مؤسسات دولتی کار گرفته‌اند، از شرکت‌های خصوصی نتوانسته‌اند کار بگیرند.

دو ویژگی قبلی طبعاً بر جنبه سومی دلالت می‌کند که قابل ذکر است: صنعت صندوق‌های بازنشستگی ژاپن بسیار متمرکز عمل می‌کند. عمده حساب‌ها و وجوه

۱. مقاله «ژاپن: گام نخست برای مدیران خارجی صندوق‌های بازنشستگی»، مجله *Institutional Investor*، ژوئن ۱۹۹۲، ص. ۱۳۹. ۲. همان مقاله، ص. ۱۳۹.

صندوق‌ها در اختیار معدود بانک‌های امین و شرکت‌های بیمه است. هرچه تعداد مؤسسات فعال غیربانکی و بیمه‌ای در این بخش مالی بیشتر شود، از میزان تمرکز طبعاً باید کاسته شود. از این گذشته، تأکید مورد انتظار بیشتر بر عملکرد و رشد باعث خواهد شد رهبران این صنعت در آینده کنترلی به مراتب کمتر از آنچه امروزه در اختیار دارند، بر این صنعت اعمال کنند.

#### نکته‌های مهمی که باید پیش از ادامه مطلب بدانید:

۱. تفاوت‌های مقررات دولتی حاکم بر اداره صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای مختلف
۲. روش‌های مختلف اداره صندوق‌های بازنشستگی توسط مؤسسات بانی آن‌ها در کشورهای مختلف
۳. تمایلات گوناگون صندوق‌های بازنشستگی به سرمایه‌گذاری در سهام در کشورهای مختلف
۴. گروه‌بندی نهادهایی که نقش فعال در صنعت صندوق‌های بازنشستگی در کشورهای مختلف بر عهده دارند

#### خلاصه

طرح بازنشستگی صندوقی است که کارفرمایان خصوصی، دولتی، یا اتحادیه‌ها به منظور پرداخت مزایای بازنشستگی درست می‌کنند. این طرح‌ها عمدتاً به خاطر معافیت‌های مناسب مالیاتی آن‌ها، به سرعت رشد کرده‌اند. صندوق‌های بازنشستگی حائز صلاحیت و نیز سهم‌الشرکه پرداختی کارفرمایان از مالیات بر درآمد فدرال معاف است. دو نوع صندوق‌های بازنشستگی عبارت‌اند از طرح‌های بازنشستگی با سهم تعریف شده و طرح‌های بازنشستگی با مزایای مشخص. در طرح اول، بانی یا متعهد طرح فقط مسئول است پرداخت‌های مشخصی از طرف کارکنان حائز شرایط به طرح بکنند، اما پرداخت حقوق بازنشستگی معینی را تعهد نمی‌کند. طرح بازنشستگی با مزایای مشخص پرداخت مبالغ معین در هنگام بازنشستگی به کارمندان حائز شرایط را تضمین

می‌کند. اخیراً، طرح‌های جدیدی که آمیخته دو طرح بالا هستند، و ویژگی‌هایی از هر دو نوع دارند، طراحی شده‌اند. مقررات فدرال حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی حاصل تصویب قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته (ERISA) در سال ۱۹۷۴ است. این قانون برای پرداخت‌های کارفرما حداقل تعیین می‌کند، برای مدیر دوران‌دیش صندوق ضابطه دارد، و در دوره زمانی معین استانداردهای حداقل برخورداری یا استحقاق برقرار می‌کند. همچنین، این قانون بیمه مزایای حداقل تعهد شده را الزامی می‌کند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بانیان طرح‌ها اداره می‌کنند و یا مدیرانی که توسط آن بانیان انتخاب شده‌اند. کارمزد مدیران را می‌توان به گونه‌ای تعیین کرد که بیانگر عملکرد آن‌ها در دستیابی به نرخ بازده مناسب برای صندوق‌ها باشد و یا صرفاً درصدی از دارایی تحت اداره باشد. غیر از مدیران، مؤسسات مشاور دیگری هم هستند که به برنامه‌ریزی و اداره صندوق‌ها یاری می‌رسانند. صندوق‌های بازنشستگی را در آلمان عمدتاً کارفرمایان اداره می‌کنند، و آن‌ها باید عضو انجمنی شوند که بیمه با پشتوانه دولت به آن‌ها می‌فروشد. در بریتانیا، چندین نهاد مالی در اداره صندوق‌های بازنشستگی مشارکت می‌کنند؛ این نهادها کمتر تحت کنترل دولت‌اند و به سرمایه‌گذاری در سهام گرایش دارند. در ژاپن، دولت صندوق‌های بازنشستگی را با انبوهی از قوانین تحت نظارت دارد، و صندوق‌ها ملزم‌اند که عمده وجوه خود را در اوراق بهادار با درآمد ثابت دولتی یا شرکت‌های بزرگ و معتبر سرمایه‌گذاری کنند.

## واژگان

**طرح بازنشستگی با مزایای مشخص (defined benefit plan):** طرحی که مبتکر آن می‌پذیرد در هنگام بازنشستگی کارمندان حائز شرایط، مبلغ معینی را به آن‌ها بپردازد. این مبلغ به طول مدت خدمت و دریافتی کارمند بستگی دارد.

**طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده (defined contribution plan):** طرحی که مبتکر آن متعهد است فقط مبالغ معینی از طرف مشارکت‌کنندگان حائز شرایط به صندوق بازنشستگی پرداخت کند.



قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته مصوب ۱۹۷۴ (ERISA یا Employee Retirement Income Security Act of 1974): مقررات قانونی جامعی که بر ویژگی‌های مهم طرح‌های بازنشستگی نظارت می‌کند و از جمله مواد آن ویژگی‌های مدیر صندوق بازنشستگی است.

طرح بازنشستگی تلفیقی (hybrid pension plan): طرحی که برخی ویژگی‌های طرح بازنشستگی با مزایای مشخص و بعضی خصوصیات طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده را دارد.

طرح مزایای بیمه شده (insured benefit plan): طرح بازنشستگی ای است که مزایای معین آن با خرید بیمه عمر مستمری از یک شرکت بیمه عمر توسط متعهد طرح تضمین می‌شود.

شرکت سهامی ضمانت مزایای بازنشستگی (Pension Benefit Guaranty Corporation یا PBGC): این شرکت طبق قانون تأمین درآمد کارکنان بازنشسته مصوب ۱۹۷۴ (ERISA) تأسیس شد تا مزایای حداقل ذینفعان طرح‌های بازنشستگی را بیمه کند.

طرح بازنشستگی (pension plan): صندوقی که به منظور پرداخت مزایای بازنشستگی ایجاد می‌شود.

بانی یا متعهد طرح بازنشستگی (pension plan sponsor): نهادی که برای کارکنان خود طرح بازنشستگی را ترتیب می‌دهد؛ این نهاد ممکن است کسب و کاری خصوصی و یا سازمانی دولتی، ایالتی، یا محلی باشد. بانی می‌تواند اتحادیه‌ای باشد که از طرف اعضای خود عمل می‌کند یا ممکن است افرادی باشند که برای خودشان اقدام می‌کنند.

مدیر صندوق بازنشستگی (Pensionskassen): واژه آلمانی برای شرکتی که ظاهراً از نظر قانونی مستقل است، اما در واقع شرکت بسته و داخلی‌ای است که صندوق‌های بازنشستگی را اداره می‌کند.

طرح سهام شخصی (PEP یا Personal Equity Plan): این طرح دولت بریتانیا افراد را تشویق می‌کند که پس‌اندازهای بیشتری برای دوره بازنشستگی خود کنار بگذارند. با اعطای معافیت مالیاتی به عایدات (سود سهام به‌علاوه تفاوت قیمت) حساب‌های سهام یا سهام سرمایه پس‌اندازکنندگان، انگیزه لازم ایجاد می‌شود.

پیوست: صندوق‌های وجوه وقفی<sup>۱</sup>

گروه دیگری از نهادهای مالی که برای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی پول دارند، صندوق‌های وجوه وقفی‌اند. دانشگاه‌ها، مدارس خصوصی، موزه‌ها، بیمارستان‌ها، و بنیادهای خیریه از این دست مؤسسات‌اند. درآمد سرمایه‌گذاری حاصل از وجوه سرمایه‌گذاری شده برای اداره آن مؤسسات صرف می‌شود. مثلاً در مورد کالج، درآمد سرمایه‌گذاری صرف مخارج عملیاتی جاری و احتمالاً هزینه‌های سرمایه‌ای لازم برای ساخت ابنیه و تسهیلات ورزشی جدید می‌شود.<sup>۲</sup> بسیاری از سازمان‌هایی که صندوق‌های وقفی دارند، برای کارکنان بازنشستگی هم دارند. برای مثال، دانشگاه کتاکلی برای کارکنان خود نظام بازنشستگی دارد، و خود دانشگاه به کمک یک صندوق وقفی ۹۳ میلیون دلاری اداره می‌شود.

بیشتر وقف‌های بزرگ در ایالات متحد مستقل‌اند و به هیچ شرکت یا گروه دولتی وابسته نیستند. بعضی وقف‌ها را شرکت‌ها اهدا کرده‌اند و یا به گروه اجتماعی معینی مربوط می‌شود. گروه دیگری از وقف‌ها را «بنیادهای عملیاتی» می‌نامند، چرا که بیشتر مبالغ اهدایی آنها به واحدهای خودشان تعلق می‌گیرد تا سازمان‌های خارج از خودشان. جدول ۹A۱، بر حسب دارایی، ده صندوق وقفی بزرگتر ایالات متحد در سال ۱۹۹۰ را فهرست می‌کند. همه این صندوق‌های وقفی یا بنیادها مستقل‌اند، غیر از گیتی تراست<sup>۳</sup> که بنیادی عملیاتی است.<sup>۴</sup>

همچون صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های وقفی حائز شرایط از مالیات معاف‌اند. هیئت‌امنای صندوق وقف، درست همچون بانی طرح بازنشستگی، اهداف سرمایه‌گذاری صندوق و بدهی‌های سرمایه‌گذاری قابل قبول را تعیین می‌کند.

## 1. endowment funds

۲. دانشگاه‌های بسیاری در ایالات متحده وجود دارد که استادان آن‌ها «کرسی وقفی» دارند. یعنی تمام یا قسمت عمده وجوه لازم برای پرداخت به صاحب آن کرسی از پرداخت مالی اهدایی به دانشگاه به دست می‌آید. معمول است که وجه اهدایی به شکل پرداخت اولیه عمده‌ای است که دانشگاه آن وجوه را در دارایی‌های کم‌خطر سرمایه‌گذاری می‌کند. بهره یا سود سهم آن دارایی‌ها صرف پرداخت سالیانه به دارنده کرسی می‌شود. چنین کرسی‌ای معمولاً اسمی هم دارد که نام شخص یا مؤسسه اهداکننده وجوه است. تصاحب کرسی وقفی غالباً افتخارآمیز و اغلب بسیار مایه مباهات است.

## 3. Getty Trust

۴. ر.ک. به کتاب *The Foundation Directory 1992*، چاپ مؤسسه *The Foundation Center* در سال ۱۹۹۲.



صندوق‌های وقف را یا در درون خود سازمان و یا از طریق مدیران پول بیرون از سازمان اداره می‌کنند. همان سازمانی که پول صندوق‌های بازنشستگی را اداره می‌کند می‌تواند وجوه صندوق‌های وقفی را اداره کند.

چند نمونه از مؤسساتی که برای اداره صندوق‌های وقف در سال ۱۹۹۲ به استخدام درآمده‌اند، در زیر معرفی می‌شوند:

- کالج پومونا در کلارمونت<sup>۱</sup> کالیفرنیا نخستین مدیر سهام بین‌المللی خود را استخدام کرد تا ۲۰ میلیون دلار از وجوه صندوق وقفی دانشگاه را اداره کند. این مدیر کامان فاند<sup>۲</sup> نام داشت.
- مرکز سرطان کترینگ<sup>۳</sup> در نیویورک دو مدیر پول برای معاملات سهام به خدمت گرفت: هیز ساروفیم<sup>۴</sup> که ۴۵ میلیون دلار به آن داده شد، و مؤسسه سالمن و فارل<sup>۵</sup> که برای اداره ۵۳ میلیون دلار استخدام شد.
- بنیاد راکفلر می‌خواست وجوه بیشتری در سهام بین‌المللی سرمایه‌گذاری کند. بدین‌منظور بنیاد سه مدیر پول به استخدام گرفت: مؤسسه مدیریت دارایی مرکاتور<sup>۶</sup>، مؤسسه بین‌المللی آرن هولدر و بلیچ رودر<sup>۷</sup>، و مؤسسه مدیریت دارایی آکادین<sup>۸</sup>.

جدول ۹۸-۱ - دارایی‌ها و هدایای دریافتی برخی صندوق‌های وقفی بزرگ، ۱۹۹۰

نام صندوق	دارایی (میلیارد)	هدایای اعطایی (میلیون)
The Ford Foundation	۵/۴۶ دلار	۲۲۷ دلار
J. Paul Getty Trust	۴/۸۲	۲۲۷
Lilly Endowment, Inc.	۳/۵۴	۱۰۸
W.K. Kellogg Foundation	۳/۵۱	۱۲۲
John D. and Catherine T. MacArthur Foundation	۳/۰۸	۱۱۶
The Pew Charitable Trusts	۳/۰۸	۱۵۵
The Robert Wood Johnson Foundation	۲/۹۲	۱۱۲
The Rockefeller Foundation	۱/۹۷	۸۵
The Andrew W. Mellon Foundation	۱/۶۲	۷۵
The Kresge Foundation	۱/۲۲	۷۵

(مأخذ: سالنامه بنیادها، ۱۹۹۲، یاد شده در زیرنویس‌های همین فصل)

- |                                |                           |
|--------------------------------|---------------------------|
| 1. Pomona College in Claremont | 2. Common Fund            |
| 3. Kettering                   | 4. Hayez Sarofim          |
| 6. Mercator                    | 7. Arnhold & Bleichroeder |
| 8. Acadian                     |                           |

معمول است که مدیران صندوق‌های وقفی در دارایی‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند، و هدف اصلی آن‌ها حفظ ایمنی اصل سرمایه باشد. از این رو، این صندوق‌ها سهامی را ترجیح می‌دهند که سود سهم مداوم دارند و تغییر قیمت آن‌ها در مقایسه با بقیه کم است. به علاوه، صندوق‌های وقفی هم در اوراق قرضه دولتی و هم در اوراق قرضه شرکت‌های معتبر سرمایه‌گذاری می‌کنند. هدف دوم که بسیار هم مهم است، ایجاد جریان درآمدی است که اجازه می‌دهد وقف به وظیفه خود که حمایت مالی از حیات نهادهای خاصی است، عمل کند.

### پرسش

۱. الف. منظور از متعهد یا بانی طرح بازنشستگی چیست؟  
ب. چه کسانی بانیان طرح بازنشستگی هستند؟
۲. تفاوت بین طرح بازنشستگی با مزایای مشخص و طرح بازنشستگی با سهم تعریف شده چیست؟
۳. الف. طرح بازنشستگی (K) ۴۰۱ چه نوع طرحی است؟  
ب. در این نوع طرح‌های بازنشستگی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک چه نقشی می‌توانند ایفا کنند؟
۴. منظور از طرح بازنشستگی بیمه شده چیست.
۵. وظیفه شرکت سهامی ضمانت مزایای بازنشستگی چیست؟
۶. چرا صندوق‌های بازنشستگی به سرمایه‌گذاری‌های با مزیت مالیاتی توجه ندارند؟
۷. آیا صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحد مجازند در اوراق بهادار خارجی سرمایه‌گذاری کنند؟
۸. الف. مقررات عمده حاکم بر صندوق‌های بازنشستگی کدام است؟  
ب. آیا این مقررات از شرکت‌ها می‌خواهد که صندوق بازنشستگی درست کنند؟
۹. دارایی‌های صندوق بازنشستگی را چه کسی اداره می‌کند؟
۱۰. مشاوران چه نوع خدماتی به صندوق‌های بازنشستگی ارائه می‌کنند؟





## منتشر شده است:

- آفرینش و تاریخ (در ۲ جلد) نوشته طاهر مقدسی، مقدمه، ترجمه و تعلیقات از دکتر محمدرضا شفیعی کدکنی
- پژوهشی در اساطیر ایران (پاره نخست و دوم) نوشته دکتر مهرداد بهار ادبیات و سنت‌های کلاسیک (تأثیر یونان و روم بر ادبیات غرب)، در ۲ جلد، نوشته گ. هایت، ترجمه مهین دانشور و محمد کلباسی، ویراسته مصطفی اسلامیه
- سفرنامه ابن بطوطه (در ۲ جلد) ترجمه دکتر محمدعلی موحد تاریخ نیشابور
- نوشته ابو عبدالله حاکم نیشابوری، ترجمه خلیفه نیشابوری، مقدمه، تصحیح و تعلیقات از دکتر محمدرضا شفیعی کدکنی
- شاعر آینه‌ها (بررسی سبک هندی و شعر بیدل) نوشته دکتر محمدرضا شفیعی کدکنی
- شاعری در هجوم منتقدان (نقد ادبی در سبک هندی، پیرامون شعر حزین لاهیجی) نوشته دکتر محمدرضا شفیعی کدکنی
- در اقلیم روشنائی (تفسیر چند غزل از حکیم سنائی) نوشته دکتر شفیعی کدکنی
- تازیانه‌های سلوک (نقد و تحلیل چند قصیده از سنائی) نوشته دکتر شفیعی کدکنی
- موسیقی شعر نوشته دکتر محمدرضا شفیعی کدکنی
- نه مقاله درباره دانته نوشته لوئیس بورخس، ترجمه کاوه سیدحسینی و رادنژاد
- وزن شناسی و عروض نوشته ایرج کابلی
- از کیکاوس تا کیخسرو (داستانهای شاهنامه) نوشته محمود کیانوش
- رضاخان ماکسیم (نمایشنامه در هفت پرده) نوشته مصطفی اسلامیه
- مکبث (نمایشنامه) نوشته ویلیام شکسپیر، ترجمه داریوش آشوری
- اسطوره زال (تبلور تضاد و وحدت در حماسه ملی) نوشته محمد مختاری
- مسائل عصر ایلخانان نوشته دکتر منوچهر مرتضوی
- از آستارا تا استارباد (در ۵ جلد) نوشته دکتر منوچهر ستوده
- تاریخ هنر مدرن (در قطع رحلی) نوشته ه. ه. آرناسون، ترجمه مصطفی اسلامیه
- حقوق طبیعی و تاریخ نوشته لئو اشتراوس، ترجمه باقر پرهام
- بررسی یک پرونده قتل زیر نظر میشل فوکو، ترجمه مرتضی کلانتریان
- اندیشه سیاسی از افلاطون تا ناتو نوشته برایان ردهد، ترجمه کاخی / افسری
- ایرانیان مهاجر در امریکا نوشته عبدالمعبود انصاری، ترجمه دکتر ابوالقاسم سری
- اصول روابط بین الملل (ویراست دوم) نوشته هوشنگ عامری
- نقش زور در روابط بین الملل نوشته آنتونیو کاسه‌سه، ترجمه مرتضی کلانتریان

- جهان به کجا می‌رود؟ (ویراست دوم) نوشته‌ی آدام شاف، ترجمه‌ی فریدون نوائی
- مثلث سرنوشت (امریکا، اسرائیل و فلسطینی‌ها) چامسکی، ترجمه‌ی هرمز همایون‌پور
- استقرار شریعت در مذهب مسیح نوشته‌ی هگل، ترجمه‌ی باقر پرهام
- چنین گفت زرتشت نوشته‌ی فریدریش ویلهلم نیچه، ترجمه‌ی داریوش آشوری
- شهرنشینی در ایران نوشته‌ی فرخ حسامیان، گیتی اعتماد و محمدرضا حائری
- پسامدرنیسم در بوتۀ نقد (مجموعه‌ی مقالات) گزینش و ویرایش خسرو پارسا
- آندره مالرو در آیینۀ آثارش نوشته‌ی گائتان پیکون، ترجمه‌ی کاظم کردوانی
- مبانی فلسفه (آشنایی با فلسفه‌ی جهان از زمانهای قدیم تا امروز) دکتر آصفه‌ی آصفی
- اتوبیوگرافی آلیس بی. تکلایس نوشته‌ی گرتروید استاین، ترجمه‌ی پروانه ستاری
- ترانه‌ی زمین (زندگی گوستاو مالر) نوشته‌ی کورت بلاکف، ترجمه‌ی علی اصغر بهرام‌بیگی
- زندگی شومان نوشته‌ی جون شیسل، ترجمه‌ی بهزاد باشی
- زندگی ژول ورن نوشته‌ی ژان-ژول ورن، ترجمه‌ی علی اصغر بهرام‌بیگی
- بتهوون به روایت معاصرانش ترجمه‌ی مرتضی افتخاری
- منم فرانکو نوشته‌ی مانوئل واسکز مونتابان، ترجمه‌ی دکتر مرتضی کلانتریان
- مجموعه‌ی مقالات در نقد و معرفی آثار بهرام بیضایی گردآورنده‌ی زاون قوکاسیان
- مجموعه‌ی مقالات در نقد و معرفی آثار امیر نادری گردآورنده‌ی غلام حیدری
- گفت‌وگو با بهرام بیضایی زاون قوکاسیان
- فیلم‌های برگزیده‌ی سینمای ایران در دهه‌ی ۶۰ زاون قوکاسیان
- جایی چراغی روشن است (مجموعه‌ی داستانهای کوتاه) نوشته‌ی محمد زرین
- تا هر وقت که برگردیم (داستانهای کوتاه) غسان کنفانی، ترجمه‌ی موسی اسوار
- نمودهای فرهنگی و اجتماعی در ادبیات فارسی نوشته‌ی محمود روح‌الامینی
- گروندریسه، مبانی نقد اقتصاد سیاسی (جلد دوم) نوشته‌ی کارل مارکس
- چشم‌انداز سوسیالیسم مدرن ترجمه‌ی باقر پرهام و احمد تدین
- پیرامون زبان و زبان‌شناسی (مجموعه‌ی مقالات) نوشته‌ی آدام شاف، ترجمه‌ی فریدون نوائی
- آواشناسی (فونتیک) دکتر علی‌محمد حق‌شناس
- زبان‌شناسی اجتماعی (در آمدی بر زبان و جامعه) ترادگیل، ترجمه‌ی دکتر محمدطباطبایی
- روش‌های تحقیق در علوم اجتماعی پاتریک مک‌نیل، ترجمه‌ی محسن ثلاثی
- روشن‌نگری چیست؟ (مجموعه‌ی مقالات از کانت، هردر، و...) تر جمه‌ی سیروس آرین‌پور
- گزارش یک آدم‌ربایی نوشته‌ی گابریل گارسیا مارکز، ترجمه‌ی جاهد جهانشاهی
- مبانی و اصول آموزش و پرورش نوشته‌ی دکتر علی تقی پورظهیر
- آیین‌ها و جشن‌های کهن در ایران امروز نوشته‌ی محمود روح‌الامینی
- مقدمه‌ای بر برنامه‌ریزی درسی و آموزشی نوشته‌ی دکتر علی تقی پورظهیر

اصول اساسی برنامه‌ریزی درسی و آموزش	رالف تایلر، ترجمه علی تقی پورظهیر
مدیریت مالی	نوشته وستون/بریگام، ترجمه حسین عبده و پرویز مشیرزاده
مبانی بازارها و نهادهای مالی	فیوزی/مودیلیانی، ترجمه دکتر حسین عبده‌تبریزی
خصوصی‌سازی (در ۲ جلد)	گروه پژوهشگر ان‌شرکت سرمایه‌گذاری صنایع ملی ایران
حقوق بین‌الملل خصوصی	نوشته دکتر محمد نصیری
گزیده اساسی طب کودکان	نلسون، ترجمه استادان دانشگاه‌های پزشکی ایران
فارماکولوژی پرستاری	سیدنی هاپکینز، ترجمه دکتر پوستی و دکتر جهانگیری
فارماکولوژی دندانپزشکی	ویراسته دکتر پوستی و دکتر جهانگیری
راهنمای معاینه فیزیکی	نوشته باربارا بیتز، ترجمه دکتر ارجمند
نشانه‌ها و معاینه بالینی بیماری‌های قلب و عروق	نوشته دکتر علی‌اکبر توسلی
کاربرد بالینی گازهای خون و تعادل اسید و باز	نوشته دکتر مسعود علی‌پور



### منتشر می‌شود:

یاد بهار (یادنامه دکتر مهرداد بهار) مجموعه مقالات	گروه نویسندگان
آنتیگون	سوفوکل، ترجمه نجف دریابندری
تکوین دولت مدرن	نوشته جانفرانکو پوجی، ترجمه بهزاد باشی
سنت فاشیسم	نوشته جان وایس، ترجمه عبدالمحمد طباطبایی
درباره نگرستن	نوشته جان برگر، ترجمه فیروزه مهاجر
۱۰۱ اثر ممتاز از بزرگان موسیقی جهان	نوشته بوک اسپن، ترجمه علی اصغر بهرام‌بیگی
مغز و رفتار	نوشته کمپل/سینگر، ترجمه دکتر محمدرضا باطنی
زبان و تفکر	نوشته دکتر محمدرضا باطنی
خواب	نوشته یان اژوالده، ترجمه دکتر محمدرضا باطنی
تبارشناسی اخلاق	نوشته فریدریش نیچه، ترجمه داریوش آشوری
منشأ عالم، حیات، انسان و زبان	ترجمه جلال‌الدین رفیع‌فر
قانون خمورایی (ترجمه از متن میخی)	دکتر عبدالمجید ارفعی
جنگ آخر زمان	نوشته ماریو بارگاس یوسا، ترجمه عبدالله کوثری
زندگی با پیکاسو	نوشته فرانسوا ژیلو، ترجمه لیلی گلستان
منش فرد و ساختار اجتماعی (روانشناسی نهادهای اجتماعی)	ترجمه اکبر افسری
اوج‌های درخشان هنر ایران (رحلی، مصور)	ترجمه هرمز عبداللهی



abcBourse.ir



@abcBourse\_ir

مرجع آموزش بورس 

باز نشر :