

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کارکردهای بورس اوراق بهادار و جایگاه آن در بازارهای مالی

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

یکی از مهمترین کارکردهای بازارهای مالی، شامل بازارهای پول، سرمایه و بیمه، گردآوری منابع پس اندازی و هدایت آنها به سوی مصارف واحدهای اقتصادی است. هر چند پیچیدگی سازوکار این بازارها در تخصیص منابع سرمایه‌ای، تعیین قیمت، و توزیع ریسک، عملکرد آنها را با پرسشهای زیادی همراه می‌کند؛ ماهیت رفتار این بازارها تا حدود زیادی به نهادهای ابزارها، واسطه‌های مالی فعال در آنها بستگی می‌یابد. در گزارش پیش‌رو، ضمن بررسی ساختار و کارکردهای هر یک از بازارهای مالی و تأثیرات متقابل آنها بر یکدیگر، سازوکار بورس اوراق بهادار به عنوان مهمترین نماد بازار متشکل سرمایه به تفصیل بررسی شده‌است.

۲۷۶۱۰۰۳۸م

دی ماه ۱۳۷۶

شناخت کامل هر نهاد و سازوکاری بدون آگاهی کلی از بستری که نهاد در آن سازمان یافته و نیز بدون شناخت پیرامون و همسایگی آن، امکان پذیر نیست. در اصل، پیدایی هر نهادی به منظور رفع نیاز یا نیازهای خاص جوامع انسانی و بر پایه‌ی اصول و مبانی نظری خاص شکل می‌گیرد. زمانی که نیاز یا نیازهای فوق‌گذرا نبوده و مستمر باشد، پایایی نهاد نیز مطرح می‌شود. همچنین گاهی نهاد و نیازهای متناظر آن در تعامل و تقابل با نهادهای دیگر و نیازهای متناظر آنها قرار می‌گیرد. به علاوه در حالت تغییر شرایط، پویایی نهاد نیز قابل توجه و نظر است. بنابراین با توجه به این اوصاف یک نهاد معمولاً در طول زمان تکامل می‌یابد و سازمان یافته‌تر می‌شود و در جهت تحقق اهداف و نیازهای خاص بر کارایی آن افزوده می‌شود. بر این اساس به منظور شناخت کامل و دقیق بورس اوراق بهادار به عنوان یک نهاد، ابزار و سازوکار اقتصادی که در طول زمان از پایایی و پویایی خاص برخوردار بوده، لازم است که بحث از مبانی نظری تشکیل آن شروع و سپس عملکرد و نحوه‌ی کارکرد آن که خود مبتنی بر این پایه‌های نظری است بررسی و در نهایت به نقش آن در کل اقتصاد توجه شود. البته با توجه به اینکه بازار بورس در اقتصاد زیر مجموعه‌ای از بازار مالی و ابزار و نهادی در بازار سرمایه است، در گزارش پیش رو در چهارچوب بازارهای مالی و بازار سرمایه ساختار و کارکردهای بازار بورس معرفی و شناخته می‌شود.

۲- بازارهای مالی

به طور کلی اقتصاد هر کشور از دو بخش تشکیل می‌شود. بخش واقعی^(۱) اقتصاد، که در واقع بیانگر جریان کالاها و خدمات از تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان و نیز نیروی انسانی از مصرف‌کنندگان (عرضه‌کنندگان) به سمت تولیدکنندگان است. بخش مالی^(۲) اقتصاد نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه‌ی پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به طرف سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها و خدمات و یا دولت است. این دو بخش اغلب به دو چرخ یک دوچرخه تشبیه می‌شوند که باید همگام با یکدیگر رشد یابند و حرکت کنند، نتیجه‌ی این همگامی و همسویی نیز همانا رشد و توسعه‌ی اقتصادی خواهد بود.

بخش مالی هر کشور وظیفه‌ی انتقال پس‌اندازها و تخصیص آنها به عنوان منابع سرمایه‌گذاری را به عهده دارد. روشن است که برای انجام عمل انتقال و تخصیص، ابزارها و واسطه‌های مالی مورد نیاز است.

مشارکت‌کنندگان اصلی در بازارهای مالی دو گروه‌اند. گروه نخست خانوارها، افراد و شرکتهایی هستند که به منظور ارائه وجوه وارد این بازار می‌شوند و اغلب به واحدهای دارای مازاد^(۳) معروفند. گروه دوم نیز افراد و شرکتهایی‌اند که به دنبال دریافت و کسب وجوه از این بازارها هستند و به واحدهای دارای کسری^(۴) معروفند. به علاوه، گاه نیز دولتها به عنوان دریافت‌کننده یا عرضه‌کننده وجوه در این بازارها حضور دارند.

بازار مالی، بازاری است که از طریق آن بتوان منابع مالی مورد نیاز را به دست آورد. بازارهای مالی شامل بازار

1- Real Sector Economy

2- Financial Sector Economy

3- Surplus Units

4- Deficit Units

سرمایه، بازار تنزیل،^(۱) بازار اوراق بهادار و بازار ارز است.^(۲) اما به طور کلی تر بازار مالی را می توان به دو بازار پول و بازار سرمایه تقسیم کرد.

۲-۱- نقش بازارهای مالی

یکی از نقش های اساسی بازارهای مالی انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی است؛ به طور کلی این واحدها شامل دو گروه زیر است:

- ۱- واحدهای اقتصادی که پس انداز دارند اما موقعیتهای سرمایه گذاری واقعی^(۳) ندارند. خانوارها منبع اصلی مازادهای پس انداز هستند. خانوارها معمولاً فرصت سرمایه گذاری مستقیم در فعالیتهای مولد را ندارند، اما پس اندازهای آنها می تواند به طرف سرمایه گذاری های مولد سوق داده شود.
- ۲- واحدهای اقتصادی وجود دارند که امکانات سرمایه گذاری دارند اما وجوه لازم را برای انجام سرمایه گذاریهای واقعی در اختیار ندارند.

نقش بازارهای مالی آن است که این دو گروه را به یکدیگر نزدیک کند، به گونه ای که بتوان وجوه را از واحدهای دارای مازاد پس انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع یا کسری پس انداز انتقال داد. تأثیر این نقل و انتقالات وجوه فراهم آوردن امکانات سرمایه گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می شود که در صورت عدم وجود یا ضعف بازارهای مالی امکان تحقق سرمایه گذاری های مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت. در واقع زمانی که بازارهای مالی فعال و کارآمد وجود داشته باشد، هم قرض دهندگان وجوه و هم قرض گیرندگان در بازار در موقعیت بهتری قرار خواهند گرفت. وضع پس اندازکنندگان بهبود خواهد یافت چون می توانند به صورت غیرمستقیم در یک یا چند فعالیت مولد سرمایه گذاری کنند و بازده به دست آورند. بنگاهها نیز وضعیت مناسبی به دست می آورند چون می توانند سرمایه گذاری کنند و فعالیتهای خود را توسعه دهند. نحوی انتقال پس اندازها و تبدیل آنها به سرمایه گذاری به دو طریق می تواند باشد:^(۴)

- ۱- پس اندازکننده ها می توانند مستقیماً منابع مالی مازاد خود را به شکل وام های بلندمدت - خرید برگه های قرضه^(۵) - یا وام های موقت و شرکت در سرمایه گذاری - خرید سهام - در اختیار بنگاهها قرار دهند.
- ۲- پس اندازکننده ها می توانند پس اندازهای خود را در بانکها یا سازمانهای مالی دیگر که به نحوی وجوه را در اختیار بنگاههای تولیدی قرار می دهند - به شکل وام های کوتاه یا بلندمدت - سپرده گذاری کنند.

1- Discount Market

۲- خلعت بری، فیروزه، مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین المللی، انتشارات شباویر

۳- سرمایه گذاری واقعی بمعنی موقعیتهای سرمایه گذاری در فعالیتهای مولد است.

4- Frank Livesey; Study & Revision Pack, Stage 1 Economics, Pitman Publishing, 1987.

۵- Debenture. برگه ای است با بهره ی ثابت که به مبالغ مشخص انتشار داده می شوند و بهره ی آنها معمولاً هر ۶ ماه یکبار قابل پرداخت است.

الف- تعیین قیمت وجوه سرمایه

بنگاههای اقتصادی باید در مورد مخارجی که بازده آنها در آینده‌ی نزدیک و مخارجی که بازده آن در سالهای دور به دست می‌آید قضاوت و تصمیم‌گیری کنند. آنها همچنین باید در مورد تعهداتی که در حال حاضر نیاز به وجوه و منابع دارند و تعهداتی که وجوه آن در آینده مورد نیاز است تصمیم‌گیری کنند. برنامه‌ریزی مالی در هر بنگاهی نیز نه تنها وابسته به وجوهی است که انتظار می‌رود در حال حاضر دریافت کنند، بلکه متکی به وجوهی که انتظار می‌رود در آینده به دست آورند و نیز پیش‌بینی میزان وام‌گیری و پوشش دادن کسریها است. همه‌ی این تصمیم‌گیریها و انتظارات نیز مستلزم کسب اطلاعات در مورد قیمت وجوه و هزینه‌ی دسترسی به سرمایه‌ی مورد نیاز است. قیمت وجوه و سرمایه نیز در بازارهای مالی تعیین می‌شود. بنابراین بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، بنگاهها را در تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزیهای مالی کمک می‌کنند. به طوری که قیمت بازاری سرمایه توسط بنگاه می‌تواند با بازده انتظاری ناشی از آن مورد مقایسه قرار گیرد و بدین ترتیب بنگاهها سرمایه خود را به سرمایه‌گذاریهایی که بازده آنها بالاتر یا مساوی هزینه‌ی سرمایه آنها است اختصاص دهند. همچنین با استفاده از هزینه‌ی سرمایه که در بازار مالی تعیین می‌شود، امکان مقایسه و ترجیح سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت و بلندمدت فراهم می‌شود. اما تعیین قیمت وجوه در بازارهای مالی، زمانی به درستی و به شکل عادلانه انجام می‌گیرد که شرایط رقابتی بر بازار حاکم باشد. این شرایط عبارتند از:

۱- تعداد زیادی عرضه‌کننده و تقاضاکننده وجود داشته باشد، به طوری که هیچکدام نتوانند روی بازار تأثیر بگذارند.

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

۳- بازار شفافیت کافی داشته باشد. این شرط زمانی تحقق می‌یابد که اطلاعات کافی در بازار باشد و به یکسان در اختیار همه‌ی افراد قرار گیرد.

با حضور این شرایط، عرضه و تقاضای وجوه و سرمایه، قیمت را تعیین می‌کند. در این صورت گفته می‌شود که قیمت تعیین شده توسط بازار بهترین قیمت است و بهترین راهنما نیز برای عرضه‌کنندگان وجوه یعنی پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و تقاضاکنندگان وجوه یا سپرده‌پذیران خواهد بود. بدین وسیله تصمیم‌گیری برای هر دو گروه آسان خواهد شد و منابع سرمایه‌ای به بهترین نحو تخصیص خواهد یافت.

ب - انتشار و توزیع تمایل اطلاعات

قرض‌دهنده معمولاً انتظار دارد که بازده ناشی از سرمایه‌گذاری بتواند ریسک او را جبران کند و قرض‌گیرنده نیز می‌خواهد مطمئن باشد هزینه‌ی مالی که متحمل می‌شود، یک هزینه‌ی منطقی

باشد، بنابراین وظیفه، بازارهای مالی است که نه تنها از قرض‌گیرندگان و قرض‌دهندگان بالقوه علائمی مثل ریسک سرمایه‌گذاری و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری، بمنظور جبران ریسک آنها دریافت نماید، بلکه باید این علائم را به دقت تفسیر کنند.^(۱) در این صورت هم قرض‌دهندگان و هم قرض‌گیرندگان می‌توانند مطمئن شوند که برای مثال قیمت بازاری اوراق بهادار به گونه‌ای است که دقیقاً منعکس‌کننده‌ی ریسک همراه با اوراق بهادار است، مدیران نیز می‌توانند مطمئن شوند که افزایش سرمایه‌ی شرکت با هزینه قابل قبولی صورت می‌گیرد. بنابراین یک بازار کارآمد و مدرن مالی نیازمند متخصصانی است که وظیفه‌ی انتشار و تحلیل اطلاعات را در بازار به عهده بگیرند. علاوه بر این در بازار حضور متولیان قابل اعتماد و اتکا ضروری است. همچنین در این بازار باید سرمایه‌گذاران مطلع به منظور انتخاب بین سرمایه‌گذاری‌های رقیب با ریسک متناسب حضور داشته باشند و امکان واکنش سریع نسبت به تغییرات نیز فراهم باشد.^(۲) بدیهی است که تمامی این امکانات و نیازها را نهادهای مالی حاضر در بازار می‌توانند فراهم کنند. در کشورهایی با اقتصاد سرمایه‌داری، نهادهای مالی ارائه‌کنندگان متخصصان و خدمات مالی می‌باشند و دولتها نیز بر کار این نهادها نظارت می‌کنند. نهادهای مالی نیز جهت کسب سود اقدام به این امور می‌کنند. در قسمت بعدی گزارش به معرفی این نهادها پرداخته می‌شود.

ج - توزیع ریسک

بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه‌ی پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع می‌کنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری، از طریق خلق و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع می‌شود. به عبارتی در ابعاد وسیع بازارهای مالی - بازار پول و سرمایه - ریسک افرادی را که در فعالیت‌های اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس‌اندازکنندگانی که حاضر به پذیرش ریسک یک بازده غیرمطمئن هستند منتقل و بین آنها توزیع می‌کنند. بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه‌گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری می‌کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می‌شود. کل ریسک به این علت کاهش می‌یابد که زیان در بعضی از سرمایه‌گذاریها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه‌گذاریها جبران می‌شود. با حضور بازارهای مالی متنوع که سرمایه‌گذاران در آن قادر به خرید و فروش اوراق بهادار با حداقل موانع - هزینه معاملات، دخالت‌های ناشی از وضع مقررات و - باشند، تحصیل منافع ناشی از تنوع‌بخشی^(۳) امکان‌پذیر می‌شود.

1- Rob Dixon and Phill Holmes, Financial Market : an Introduction, Chapman and Hall, 1995.

2- Robert O.Edmister, "Financial Institutions" Market & Management, MCGRAW HILL, Second Edition, 1986.

3- Diversification

۲-۳- ساختار بازار مالی و نهادهای آن

منظور از ساختار بازار مالی، ابزارها، سازوکارها و نهادهای موجود در بازار مالی و ارتباطات آنها است که به انتقال وجوه از پس اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند و تسهیلات لازم را به منظور این انتقال و تسریع آن فراهم می‌آورند.

در یک ساخت مالی مطلوب بازار پول و بازار سرمایه هر دو باید فعال باشند. اما اغلب ساخت مالی کشورها یا متکی به بانک^(۱) یا متکی به اوراق بهادار^(۲) است. در ساخت مالی متکی به بانک، بازار پول نسبت به بازار سرمایه نقش عمده‌تری در بازار مالی بازی می‌کند و فعالتر است، بدین معنی که در ساخت مالی متکی به بانک، بانکها به عنوان نهادهای فراگیر^(۳) عمل می‌کنند و شرکتها برای تأمین نیازهای مالی‌شان تا حد زیادی به سیستم بانکی وابسته‌اند. در این ساخت، بانکها انواع طرحهای کوتاه و بلندمدت را در اختیار مشتریان قرار می‌دهند و خدمات بانکی بصورت بانکداری تجاری، بانکداری سرمایه‌گذاری و تخصصی به عموم عرضه می‌شود. در ساخت مالی متکی به اوراق بهادار، بازار سرمایه نقش فعالتر و گسترده‌تری در بازار مالی دارد. در این نوع ساخت، بخش قابل ملاحظه‌ای از نیازهای مالی شرکتها در بازار سرمایه تأمین می‌شود و بانکهای سپرده‌پذیر نیز به طور کلی در زمینه‌ی اعطای وامهای کوتاه‌مدت و ارائه‌ی خدمات بانکداری تجاری فعالیت می‌کنند.^(۴)

در عمل دیده شده است که در کشورهای در حال توسعه در بیشتر موارد ساخت مالی متکی به بانک است، اما بانکها بصورت نهادهای مالی فراگیر عمل نمی‌کنند. سیستم بانکی در این کشورها از دو گروه بانکهای تجاری و تخصصی تشکیل می‌شود. بانکهای تجاری بیشتر به اعطای وامهای تجاری و کوتاه‌مدت می‌پردازند، بانکهای تخصصی نیز بیشتر در ارائه‌ی وامهای بلندمدت سرمایه‌گذاری، تمرکز یافته‌اند. در این کشورها مالکیت انواع بانکها اغلب دولتی است و دولتها دخالت گسترده‌ای بر بانکهای تجاری و تخصصی اعمال می‌کنند. برخلاف کشورهای در حال توسعه، پیشرفتهایی که در زمینه‌های مالی در مورد انواع ابزارهای بازار پول و سرمایه صورت گرفته، به تدریج وضعی را به وجود آورده است که در کشورهای صنعتی تمایز بین دو نوع ساخت مالی در طول زمان از بین رفته یا نامحسوس شده است.^(۵)

همانطور که پیش از این اشاره شد، نهادهای مالی از جمله اجزای تشکیل‌دهنده‌ی ساختار بازار مالی محسوب می‌شوند. واژه‌ی نهاد مالی یک مفهوم گسترده است و شامل سازمانهایی می‌شود که به عنوان عامل یا نماینده،^(۶) دلال^(۷) و واسطه در معاملات شرکت می‌کنند.

1- Bank Based Financial Structure

2- Securities - Based Financial Structure

3- Universal Institution

۴- شرکت سرمایه‌گذاری، سازمان صنایع ملی ایران، نقش سازمان‌های مالی در توسعه‌ی اقتصادی، گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیرماه ۱۳۷۱

۵- همان مأخذ

6- Agent

7- Broker

این نهادها بر حسب این که از طرف دیگران یا به حساب خود در بازار عمل کنند به دو دسته‌ی عاملان یا کارگزاران^(۱) و واسطه‌های مالی^(۲) تقسیم می‌شوند.^(۳) بر این اساس می‌توان از نهادهای مالی که در اغلب کشورها کم و بیش وجود دارد تصویر کلی زیر را ارائه کرد.

طبقه‌بندی نهادهای مالی موجود در بازارهای مالی

Commercial Bank	بانکهای تجاری	<i>سپرده پذیر</i> (Depository)	واسطه های مالی Financial Intermediaries	نهادهای مالی موجود در بازارهای مالی	
Saving Bank	بانکهای پس انداز				
Savings and Ioan Association	انجمن های وام و پس انداز				
Credit Unions	اتحادیه های اعتباری				
Finance Companies	شرکتهای تأمین مالی				
Life Insurance Company	شرکتهای بیمه ی عمر	<i>مبتنی بر قرارداد</i> (Contract)			Financial
Pension Trust	صندوق های بازنشستگی				Intermediaries
Insurance Company	شرکتهای بیمه				
Investment Company	شرکتهای سرمایه گذاری	<i>ناقل</i> (Conduit)			
	تراستهای سرمایه گذاری در				
Real Estate Investment Trust	مستغلات و دارایی واقعی				
Mortgage Banker		<i>بانکداران رهنی</i>			عاملان و کارگزاران Agents & Brokers
Investment Banker		<i>بانکداران سرمایه گذاری</i>			
Escurities Dealers & Broker		<i>دلالان و کارگزاران اوراق بهادار</i>			

تعریف هر کدام از نهادهای تصویر بالا بدین ترتیب است.

1- Financial Intermediaries

2- Agents and Broker

3- Robert.o. Edmister "Financial Institution Market & Management", MCGRAW HILL Second Edition, 1986.

نهادهایی هستند که به حساب خود در بازار مالی اقدام به فعالیت می‌کنند و از طریق انجام معامله به حساب خود، به نقل و انتقال وجوه و تسهیل آن کمک می‌کنند. واسطه‌های مالی خود به سه دسته‌ی واسطه‌های مالی سپرده‌پذیر - مبتنی بر سپرده‌ها، واسطه‌های مالی قراردادی - مبتنی بر قرارداد - و واسطه‌های مالی ناقل تقسیم می‌شوند.

واسطه‌های مالی سپرده‌پذیر^(۱) نهادهای عمده‌ی مالی در بازار پول هستند و شامل موارد زیر است :

الف - بانکی تجاری : مؤسسه‌ای است که در وهله‌ی نخست به منظور تأمین منابع مالی برای تولید، توزیع و فروش کالا تشکیل و تأسیس می‌شود. این بانکها به طور عمده منابع کوتاه‌مدت را در اختیار متقاضیان قرار می‌دهند. حجم اعظم سپرده‌های این بانکها نیز سپرده‌های دیداری و پس‌انداز است.

ب - بانکی پس‌انداز : بانکی است که وظیفه دارد سپرده‌های پس‌انداز و به ویژه سپرده‌های پس‌انداز کوچک را بپذیرند و بابت آنها به مشتریان خود بهره بپردازند.

ج - اتحادیه‌ی اعتباری : سازمان تعاونی است که با هدف تشویق پس‌انداز در بین اعضا و به وجود آوردن منبعی برای تأمین نیازهای مالی آن اعضای تشکیل می‌شود. اعضای اتحادیه وظیفه دارند که هیأت مدیره و سایر مسئولان را انتخاب کنند، گردآوری منابع و استفاده از آن خاص اعضای اتحادیه است.

د - شرکت تأمین مالی : این عبارت در مورد دو نوع متمایز مؤسسه‌ی مالی به کار برده می‌شود. این مؤسسات عبارتند از الف) شرکتهای تأمین مالی برای فروش^(۲) که برگه‌های فروش اقساطی و نیز سایر حسابهای دریافتی را تنزیل می‌کنند. ب) شرکت تأمین مالی شخصی^(۳) یا شرکت وام‌های کوچک که در امر پرداخت وام‌های کوچک تخصص دارند.

این واسطه‌ها اغلب امر تسهیل در خلق و مبادله‌ی انواع اوراق بهادار را که به طور عمومی قابل مبادله است به عهده دارند. این واسطه‌ها نهادهای مالی بازار سرمایه هستند و شامل دو گروه زیر می‌شوند.

الف - شرکتهای سرمایه‌گذار : شرکتهایی که بین عموم و بازارهای سرمایه نقش واسطه را بازی می‌کنند، نخستین وظیفه‌ی هر شرکت سرمایه‌گذاری فعالیت در تجارت اوراق بهادار است.

ب - تراستهای سرمایه‌گذاری و دارایی‌ها: همان تعریف شرکتهای سرمایه‌گذاری را دارند با این تفاوت که حوزه‌ی عمل و فعالیت آنها تجارت مستغلات و دارایی‌های واقعی است.

۱- کلیه تعریف‌های این قسمت از فرهنگ "مجموعه مفاهیم پولی و بانکی و بین‌المللی" نوشته دکتر فیروزه خلعت‌بری آورده شده است.

این گروه نیز از جمله نهادهای فعال در بازار سرمایه و شامل سه گروه زیر است :

الف - بانکداران رهنی : این بانکداران از تخصص و تسهیلات خود برای کمک به افراد، بنگاهها

و دولتها در خلق و انتشار اوراق بهادار جدید در بازارهای پول و سرمایه و مبادله‌ی اوراق بهادار موجود استفاده می‌کنند. این بانکداران همچنین واسطه بین وام‌گیرندگان خریدار مستغلات و وام‌دهندگان بلندمدت می‌باشند.

ب - بانک سرمایه‌گذاری : شرکتی است که در امر تأمین منابع مورد نیاز برای واحدهای تجاری از

طریق بازارهای سرمایه عمل می‌کنند. این بانک منابع فصلی و جاری مورد نیاز شرکتها را تأمین نمی‌کند. بانک سرمایه‌گذاری همچنین واسطه‌ی بین ناشر اوراق بهادار نیازمند به سرمایه و سرمایه‌گذاران نهایی است که پول برای سرمایه‌گذاری در اختیار دارند. اغلب سازمانهای تجاری نوپا و رو به گسترش برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود به بانکهای سرمایه‌گذاری روی می‌آورند و این بانکها با استفاده از تعهد خرید^(۱) سهام آنها، امکانات متقاضیان را جهت کسب منابع افزایش می‌دهند.^(۲)

به عبارتی بانکهای رهنی و سرمایه‌گذاری نقش واسطه بین سرمایه‌گذاران - صاحبان وجوه مازاد - و سرمایه‌پذیران - بنگاههای اقتصادی - را دارند. این مؤسسات پس از مطالعه‌ی دقیق میزان منابع مالی مورد نیاز بنگاهها، نحوه‌ی استفاده از وجوه، تعیین بهترین نوع اسناد و اوراق بهادار لازم - سهام عادی، ممتاز، اوراق قرضه یا اوراق قابل تبدیل به سهام یا ابزار دیگر - این اوراق را پذیره‌نویسی کرده، به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. بنابراین این مؤسسات نقش واسطه و کارگزار را دارند و خودشان سرمایه‌گذار بلندمدت سهام یا اوراق قرضه نیستند و اوراق بهادار خریداری شده را پس از مدت کوتاهی می‌فروشند.

پ - داران و کارگزاران اوراق بهادار : این گروه به مبادله انواع اوراق بهادار موجود در بازار

مالی اشتغال دارند. این گروه نیز بر حسب نوع اوراق بهاداری که معامله می‌کنند و یا تعداد اوراق بهادار و نحوه‌ی عمل بازار سرمایه و تسهیلاتی که برای مشتریان خود فراهم می‌کنند به انواع متفاوتی تقسیم می‌شوند که در قسمت بعدی گزارش بدان اشاره می‌شود.

1- Underwriting

۳-۱- بازار پول

همان طور که پیش از این گفته شد بازار پول به عنوان زیر مجموعه‌ای از بازارهای مالی و در کنار بازار سرمایه مطرح می‌شود. این دو بازار به طور اصولی نه به عنوان رقیب بلکه به عنوان مکمل یکدیگر در جهت تأمین نیازهای مالی بنگاهها و دولت باید عمل کنند. در غیر این صورت اگر این دو بازار به رقابت ناسالم بپردازند ورود منابع می‌تواند به طور نادرستی بطرف یک بازار سوق یابد و در نهایت بخش مالی اقتصاد کارایی خود را در تجهیز منابع از دست بدهد. به هر حال بازار پول به تأمین مالی کوتاه مدت می‌پردازد و منابع تحت عنوان وام برای مقاصد کوتاه‌مدت در این بازار عرضه می‌شود. این بازار تسهیلات لازم را به منظور بهبود وضعیت نقدینگی واحدهای اقتصادی در اختیار آنها قرار می‌دهد. بازار پول می‌تواند کمبود یا مازاد نقدینگی موقتی را جبران کند زیرا ابزارهای بازار پول ضمن آن که از نقدینگی بالایی برخوردارند، بهره نیز دریافت نموده و به سرعت به وجه نقد تبدیل می‌شوند.

۳-۱-۱- ابزارهای عمده بازار پول

چهار نوع ابزار پولی در بازارهای شناخته شده پولی جهان عمومیت دارند^(۱) که عبارتند از :
- اوراق تجاری : اسنادی است که شرکت‌ها به منظور اخذ تسهیلات از بازار پول برای کوتاه‌مدت صادر می‌کنند.

- سپرده‌های بانکی : اسنادی است که از طرف بانک‌ها یا سایر نهادهای مالی صادر می‌شود و تأیید می‌کند که بعد از مدت مشخص و ثابت، مبلغ معینی همراه با بهره متعلقه پرداخت خواهد شد. میزان بهره‌ی این اوراق سپرده از سپرده‌های عادی کمتر است.

- اوراق پذیرش بانکی^(۲) : اسناد خزانه با سررسید زیر یک سال را شامل می‌شود.^(۳)
- سپرده‌های بانکی^(۳) : این اوراق با پذیرش برات‌هایی به وجود می‌آیند که در مقابل سپرده‌های بانکی در مراودات بین‌المللی با تاریخ معین صادر شده‌اند. با قبول برات، در عمل بانک مورد نظر، پرداخت آن را ضمانت می‌کند و این اوراق می‌توانند در بازار پول معامله شوند. سررسید این حواله‌ها غالباً تا ۱۸۰ روز است.

از بین ابزارهای بازار پول، اوراق بهادار خزانه با سررسید کمتر از یک سال، اوراق تجاری و

۱- شرکت سرمایه‌گذاری، سازمان صنایع ملی ایران، بازار پول از دیدگاه نظری، گزارش تحقیقی شماره ۳۳ شهریور ۱۳۷۲

۲- اسناد خزانه در سه نوع سررسید منتشر می‌شود، زیر یک سال، بین یک تا پنج سال و بیش از پنج تا سی سال، اوراق زیر یکسال، ابزار بازار پول و مابقی ابزار بازار سرمایه محسوب می‌شوند.

گواهیهای سپرده‌ی قابل معامله از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. در مورد اوراق بهادار خزانه وام‌گیرنده دولت (خزانه) است و وام‌دهندگان، بانک مرکزی، بانکهای تجاری، خارجیان، شهرداریها و مؤسسه‌های مالی غیربانکی می‌توانند باشند. در واقع دولت به منظور تأمین منابع مالی برای مصارف کوتاه‌مدت اقدام به عرضه و فروش این اوراق می‌کند. اوراق بهادار تجاری نیز به وسیله‌ی شرکتها و مؤسسات مالی بمانند گواهیهای سپرده‌ی قابل معامله به وسیله بانکهای تجاری، بمنظور تأمین مالی مؤسسات مالی و بانکهای تجاری عرضه می‌شود. در مورد اوراق بهادار تجاری، وام‌گیرندگان شرکتها، وام‌دهندگان شرکتها، بانکهای غیرمالی، بانکهای تجاری و مؤسسه‌های مالی غیربانکی هستند. اما در مورد گواهی سپرده‌ی قابل فروش، وام‌گیرندگان بانکهای تجاری و وام‌دهندگان شرکتها، غیرمالی هستند. این اوراق به سرعت به سررسید می‌رسند و به طور مستمر با صدور اوراق بهادار جدید تمدید می‌شوند. در مورد گواهی پذیرش بانکی، وام‌گیرندگان شرکتهایی هستند که به تجارت خارجی اشتغال دارند و وام‌دهندگان خارجیان، بانکهای تجاری و بانک مرکزی هستند.

۳-۲- عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان پول و ابزارهای پولی

عرضه‌کنندگان وجوه در بازار پول افراد یا واحدهایی هستند که مازاد نقدینگی دارند. این مازادها از طریق پس‌انداز در بانکها یا به صورت غیرمستقیم از طریق خرید ابزارهای موجود در بازار پول - اوراق بهادار کوتاه‌مدت با سررسیدهای کوتاه‌مدت - در اختیار تقاضاکنندگان وجوه یا واحدهای نیازمند به منابع مالی قرار می‌گیرد. در این بازار عرضه‌ی ابزارهای پولی - اوراق بهادار کوتاه‌مدت - که در واقع از تقاضا برای پول نقد ناشی می‌شود، محدود به دولت، بانکها و شرکتها بزرگ می‌شود. بانک مرکزی مهمترین عرضه‌کننده‌ی ابزارهای پولی در بازار پول است. البته بانک مرکزی خود تقاضایی برای وجه نقد ندارد اما از طریق سیاستهای پولی مقدار وجه نقد مورد نیاز اقتصاد کشور را تعیین می‌کند. این بانک همچنین به منظور مدیریت و اداره‌ی رشد عرضه کل پول کشور به خرید و فروش اسناد خزانه و دیگر ابزارهای پولی مبادرت می‌کند.

بانکهای تجاری، شرکتها، مؤسسات دولتی، واسطه‌های مالی غیربانکی، شهرداریها و مؤسسات خارجی به منظور تعدیل وضعیت نقدینگی خود از ابزارهای بازار پول استفاده می‌کنند. البته بانکهای تجاری در عین حال به عنوان واسطه نیز در بازار پول فعالیت دارند و معاملاتی را برای پاسخگویی به نیازهای اعتباری مشتریان، اعم از افراد، واسطه‌های مالی و شرکتها، انجام می‌دهند.

شرکتهای سهامی نیز از جمله مؤسساتی هستند که هم به عنوان وام‌دهنده و هم وام‌گیرنده در بازار پول فعالیت دارند.

۳-۳- خصوصیات بازار پول در مقایسه با بازار سرمایه

هر چند که بازار پول و سرمایه با هدف اولیه‌ی مشابهی شکل گرفته‌اند - تأمین نیازهای مالی - اما با توجه به نوع متفاوت تأمین مالی در این دو بازار و خصوصیت متفاوت ابزارها و نهادها در این بازار، بازار پول دارای ویژگیهای متمایزی از بازار سرمایه است که مهمترین آنها عبارتند از :

- درجه‌ی اطمینان در بازپرداخت اصل و بهره بسیار زیاد است، یا به عبارتی میزان ریسک در این بازار پایین است.

- درجه‌ی نقدینگی در این بازار بسیار بالا است، به طوری که اوراق بهادار موجود در این بازار بدون کاهش ارزش به سرعت قابل نقد شدن می‌باشند.

- بازده سالانه‌ی اوراق بهادار در این بازار متناسب با ریسک آنها اغلب کمتر از بازده و ریسک اوراق بهادار بازار سرمایه است.

- سرعت مبادلات در این بازار بسیار زیاد است.

- برخلاف بازار سرمایه و بورس، بازار پول در محل معینی تشکیل نمی‌شود.

- اغلب بانکهای مرکزی با به کار گرفتن حربه‌ی معروف به عملیات بازار باز - خرید و فروش اوراق بهادار - به منظور کنترل حجم پول در این ابزار دخالت می‌کنند.

- عمده‌ترین نهادهایی که در این بازار فعالیت دارند بانکها یا سیستم بانکی - شامل بانکهای تجاری و تخصصی - بانک مرکزی، بانکهای بین‌المللی، خزانه‌داری کل کشور، مؤسسات اعتباری غیربانکی و شرکت‌های وابسته به تولیدکنندگان هستند.

با مقایسه‌ی بازار پول و سرمایه در زمینه‌ی تأمین نیازهای مالی از طریق ابزارهای موجود در این دو بازار مشخص می‌شود که در کشورهای صنعتی و توسعه‌یافته ابزارهای بازار پول در مقایسه با ابزارهای بازار سرمایه - سهام - اغلب از اهمیت کمتری برخوردار هستند. برای مثال در سال ۱۹۹۰، ارزش ابزارهای بازار پول در آمریکا ۱۵۸۰ میلیارد دلار بوده در حالی که ارزش ابزارهای بازار سرمایه در این کشور در همین سال برابر ۱۴،۴۰۰ میلیارد دلار بوده است.^(۱)

۴- بازار سرمایه

بنا به تعریف، بازار سرمایه به هر مکان یا نظامی گفته می‌شود که نیازهای واحدهای تجاری و مقامات دولتی را در مورد وام‌های بلندمدت و میان‌مدت برآورده می‌سازد.^(۲)

در واقع بازار سرمایه، منبع اصلی تأمین مالی بلندمدت است و اوراق بهادار بلندمدت - با سررسید بیش از یک سال - در آن مبادله می‌شود. ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه علاوه بر اوراق قرضه‌ی بلندمدت، شامل سهام

1- Federal Reserve Bank Board Of Government, Annual Report, 1992

۲- خلعت‌بری، فیروزه، واژه‌ها و مفاهیم پولی، بانکی، مالی، انتشارات شبانیز ۱۳۷۱

عادی و ممتاز و نیز اوراق تبدیل پذیر می شود. ابزارهای بازار سرمایه می تواند امکانات گوناگونی را در اختیار عموم قرار دهد و با بوجود آوردن تنوع، مطلوبیت بیشتری برای سرمایه گذارها در بازار سرمایه ایجاد کند.

۴-۱- نهادهای عمده‌ی فعالی در بازار سرمایه

نهادهای عمده‌ی فعال در بازار سرمایه که اغلب به عنوان واسطه بین عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان وجوه عمل کرده و به جریان وجوه، تسهیل و تسریع آن بین این دو گروه کمک می کنند، شامل بانکهای سرمایه گذاری، کارگزاران، شرکت های سرمایه گذاری، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، بورس اوراق بهادار، خزانه داری دولت - در مورد اوراق قرضه‌ی بلندمدت - و بورس های بین المللی که گاهی اوراق سهام شرکت های سایر کشورها را پذیره نویسی می کنند، می شود.

۴-۲- روش های تأمین مالی در بازار سرمایه

واحدهای اقتصادی نیازمند به وجوه و وام های میان مدت و بلندمدت با مراجعه به بازار سرمایه به روش های مختلف می توانند نیازهای مالی خود را تأمین کنند. به طور کلی مهمترین روش های تأمین مالی در بازار سرمایه به ترتیب عمومیت و سهولت آن به شرح زیر است.^(۱)

- ۱- حضور در بازارهای متشکل بورس اوراق بهادار داخلی
- ۲- دریافت وام های بلندمدت از شبکه‌ی بانکی بویژه بانکهای تجاری، این شیوه در بازارهای توسعه یافته کمتر رایج است.
- ۳- معامله‌ی اوراق بهادار از طریق بانکهای سرمایه گذاری
- ۴- حضور در بازارهای سرمایه و اوراق بهادار خارجی
- ۵- دریافت وام از دولت ها و سازمان های جهانی یا مشارکت با آنها
- ۶- جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی

۴-۳- بازارهای دست اول و دست دوم

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

فعالیت بازار دست دوم، تأمین مالی جدیدی برای شرکتهایی که سهام یا اوراق بهادار آنها در این بازار

۱- مرکز پژوهشهای مجلس، نشریه مجلس و پژوهش، شماره ۲۱ مهر - آذر ۱۳۷۵

جریان دارد، ایجاد نمی‌کند، اما برای این شرکتها که در واقع به عنوان قرض‌گیرنده یا سرمایه‌پذیر در بازار اولیه مطرح هستند، وجود بازار دست دوم حائز اهمیت است، چون در صورت وجود این بازار و کارایی آن، نقدینگی اوراق بهاداری که در بازار اولیه مورد مبادله قرار می‌گیرد افزایش می‌یابد. همچنین با وجود این بازار قرض‌دهندگان یا سرمایه‌گذاران فعال در زمینه‌ی اوراق بهادار یا سهام، در صورت لزوم و تشخیص می‌توانند به آسانی نظر خود را در مورد سرمایه‌گذاری خویش تغییر دهند و اقدام به فروش اوراق بهادار یا سهام خاص در این بازار کرده، در مقابل سهام و اوراق بهادار دیگری را بخرند. به عبارتی با وجود بازار دست دوم انتخابهای متفاوتی از سرمایه‌گذاری پیش روی سرمایه‌گذاران یا قرض‌دهندگان وجوه قرار می‌گیرد. همچنین شرکت یا شرکتی که اقدام به انتشار اوراق بهادار یا سهام در بازار دست اول کرده‌اند اما به هر علتی توازن منطقی بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری آنها وجود ندارد؛ در صورت وجود شرایط رقابتی در بازار از جمله کافی بودن اطلاعات در بازار، این عدم توازن و تناسب دیر یا زود در بازار دست دوم بصورت عدم تقاضا یا پایین بودن تقاضا برای سهام یا اوراق بهادار اینگونه شرکتها انعکاس می‌یابد و این شرکتها از دست‌یابی به منابع جدید محروم می‌شوند. بنابراین در صورت کارآمد بودن این بازار ضمن اینکه جریان وجوه در بازارهای دست اول تضمین می‌شود، به بهره‌برداری بهینه از منابع موجود نیز خواهد انجامید.

۴-۴- بازارهای دست اول و دست دوم

فعالیت و عملکرد اولیه‌ی این بازارها آن است که قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان را با یکدیگر متناسب می‌سازد و سمت و سوی وجوه بین آنها را تحت تأثیر قرار دهد. برای آنکه بازار از این نظر کارآ و مؤثر باشد باید دارای چند ویژگی زیر باشد:^(۱)

۱- بازار دست اول، وقتی که به صورت کارآمد عمل می‌کند، معمولاً هزینه‌ی مبادله کمی را نشان می‌دهد. برای مثال هزینه‌ی تعرفه‌ها و کارمزدهای قانونی،^(۲) کارمزدهای کارگزاران و غیره، در عمل قسمتی از منافع حاصل از سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص می‌دهد و در صورت عدم کارایی بازار می‌تواند هزینه‌ی تأمین مالی را به شدت افزایش دهد.

۲- بازارهای دست اول و دست دوم هر دو باید به منظور تخصیص منابع به مولدترین موارد استفاده فعالانه و کارآمد عمل کنند. با تحقق شرایط رقابتی این امر امکان‌پذیر می‌شود.

۳- فعالیتهای و تحولات بازارهای دست اول نباید تأثیر اساسی بر سهام بازارهای دست دوم داشته باشد. در صورتی که حجم مبادلات در بازار دست دوم بزرگتر از بازار دست اول باشد، این تأثیرگذاری به حداقل می‌رسد.

1- Rob Dixon, and Phil Holmes, Financial Markets an Introduction, P21, 1995

2- Legal Fees

۴- بازارهای دست دوم، باید بتوانند از ضمن فراهم آوردن شرایط افزایش نقدینگی اوراق بهادار و نیز انعطاف‌پذیری در سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران، از تغییرات شدید قیمت بکاهند و بدین وسیله سرمایه‌گذاری را تشویق نمایند. این ویژگی بازار دست دوم نیز در صورت تحقق کارایی عملیاتی، توزیعی و اطلاعاتی بازار دست دوم که از دیگر ویژگیهای یک بازار دست دوم مطلوب است، حاصل می‌شود.

۵- جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش آن با کمک حذف یا تخفیف نوسانات شدید قیمت سهام یا اوراق بهادار، این ویژگی با فعالیت بیشتر بازار در ژرفا^(۱) و گستره^(۲) تحقق می‌یابد. ژرفای بازار به تعداد سفارش‌های خرید و فروش و میزان نزدیکی آن به قیمت جاری بازار اطلاق می‌شود. برای مثال اگر سفارش‌های خرید سهامی با ارزش بازاری ۱۰۰ واحد پول، حول و حوش همین میزان ۹۸ یا ۹۷ واحد پول باشد، سفارش‌های خرید از قیمت سهم حمایت می‌کند. بر عکس اگر سفارش‌های فروش ۱۰۲ یا ۱۰۳ واحد پول باشد، در این صورت سفارش فروش نیز از قیمت پشتیبانی می‌کند. به هر حال قیمت سهم نمی‌تواند بدون فعال کردن سفارش‌های خرید و فروش که قیمت را تثبیت می‌کند، تغییر یابد. مفهوم گستره‌ی بازار نیز به تعداد سرمایه‌گذارانی که در بازار فعال هستند، اطلاق می‌شود. وقتی تعداد زیادی سرمایه‌گذار با انگیزه‌های متفاوت در بازار وجود داشته باشد هرگز تمام آنها در یک لحظه تصمیم به فروش سهام یا اوراق بهادار خود نمی‌گیرند. بر این اساس "گستره‌ی بازار" به کاهش نوسانات شدید قیمت کمک می‌کند و باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود.

۶- کارایی عملیاتی بازار دست دوم مانند بازار دست اول به سطح هزینه‌ی مبادله اطلاق می‌شود و در صورتی بازار کارآمد خواهد بود که هزینه‌ی مبادله کم باشد.

۷- کارایی توزیعی یا تخصیصی و اطلاعاتی: کارایی توزیعی از طریق مکانیسم قیمت حاصل می‌شود و به معنی سوق یافتن وجوه در بازار به طرف بهترین و مولدترین مورد استفاده است. این کارایی مستلزم این است که بازار دست دوم از نظر اطلاعاتی نیز کارآمد باشد. کارایی اطلاعاتی نیز بدان معنا است که تمام اطلاعات مربوط در قیمت بازاری سهام یا اوراق بهادار منعکس شده باشد، به عبارتی قیمت سهام یا اوراق بهادار در بازاری که از کارایی اطلاعاتی برخوردار است، منعکس‌کننده‌ی تمام اطلاعات موجود است، به طوری که با حاصل شدن اطلاعات جدید قیمت تغییر می‌کند.

۵- بورس اوراق بهادار

بورس اوراق بهادار مهمترین وسیله و سازوکار بازار سرمایه برای معاملات ابزارهای مالی بازار سرمایه - اوراق قرضه سهام و اوراق بهادار - است. ثمره‌ی این معاملات نیز همانا انتقال وجوه از طرف پس‌اندازکنندگان و

سرمایه‌گذاران به طرف بنگاهها و واحدهای اقتصادی یا دولت است که با کسری سرمایه و وجه نقد به منظور تأمین نیازهای مالی بلندمدت خود مواجه هستند. بورس اوراق بهادار مانند هر بازار دیگر دارای دو طرف عرضه و تقاضا است. عرضه‌کنندگان اوراق بهادار واحدهای اقتصادی، بنگاهها و دولت هستند، این گروه‌ها در واقع به عنوان سپرده‌پذیر وارد بازار می‌شوند. تقاضاکنندگان اوراق بهادار نیز عمدتاً پس‌اندازکنندگان هستند. هر کدام از این عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان با انگیزه‌های متفاوت و به منظور دسترسی به اهداف خاص وارد بازار می‌شوند. بازار در قبال هر دو طرف عرضه و تقاضاکنندگان دارای نقش و وظایف خاص است، به نحوی که اهداف و نیازهای دو طرف تأمین می‌شود. بدیهی است برای این که بازار بتواند وظایف و نقش خود را بخوبی انجام دهد باید دارای سازوکار و خصوصیات و شرایط خاصی باشد. در این قسمت گزارش ضمن بیان نقش و وظایف بازار بورس، سازوکار و خصوصیات آن بررسی می‌شود.

۵-۱- نقش و وظایف بازار بورس اوراق بهادار

۵-۱-۱- نقش بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یک مجرای تأمین مالی

از نظر عرضه‌کنندگان اوراق بهادار - بنگاهها، واحدهای اقتصادی و دولت - بورس اوراق بهادار جایی است که به کمک آن می‌توانند نیازهای مالی بلندمدت خود را تأمین کنند. تأمین مالی بلندمدت نیز به ترتیبی اطلاق می‌شود که بازپرداخت را برای دوران طولانی‌تر از ده سال فراهم نماید. به طور کلی سه نوع اساسی سرمایه‌گذاری وجود دارد که عبارتند از :

الف - سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر درآمد و سرمایه‌ی متغیر

ب - سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر درآمد ثابت

ج - سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر سرمایه‌ی ثابت

در دو نوع اول سرمایه‌گذاری، تأمین مالی بلندمدت می‌تواند از طریق بازار بورس اوراق بهادار انجام گیرد. مهمترین نوع تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر درآمد و سرمایه‌ی متغیر، از طریق انتشار سهام عادی است. در مورد سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر درآمد ثابت مهمترین نوع تأمین مالی انتشار اوراق قرضه و سهام ممتاز است.^(۱)

واحدهای اقتصادی و دولت در هنگام نیاز به منابع مالی بلندمدت، می‌توانند با انتشار سهام عادی و عرضه‌ی آنها در بازار بورس به منابع مورد نیاز خود دست یابند. در واقع با عرضه‌ی سهام عادی، بنگاه ضمن اینکه هیچ هزینه‌ی ثابتی را که مجبور به پرداخت آن از محل درآمد متغیر خود باشد متعهد نمی‌شود، مقداری از ریسک سرمایه‌گذاری خود را نیز بین سهامداران عادی توزیع می‌کند و فقط متعهد می‌شود در صورتی که سودی به دست آورد پس از انجام سایر تعهدات خود، به

1- Rob Dixon and Phil Holmes, Financial Markets : an Introduction, Chapman and Hall, 1995.

سهامداران بپردازد. علاوه بر این، حضور بنگاه در بورس به عنوان عرضه‌کننده‌ی سهام عادی از یک طرف افزایش نقدینگی و سرمایه را برای بنگاه به دنبال دارد و از طرف دیگر چون سهام فاقد سررسید هستند، درجه‌ی مصونیت بنگاه را در برابر ضربه‌های ناشی از کمبود نقدینگی افزایش می‌دهد. زیرا بنگاهی که از طریق استقراض، یا در صورت عدم وجود بازار بورس، از طریق فروش اوراق قرضه اقدام به تأمین مالی کند، همیشه در خطر مطالبه‌ی وجه از طرف وام‌دهندگان قرار دارد. اما با وجود بازار بورس خریدار سهام یا اوراق بهادار به این بازار وارد می‌شود و ارتباط مستقیمی با فروشنده ندارد. بنابراین موضع فروشنده‌ی سهام یا دریافت‌کننده‌ی اعتبار در حالت وجود بازار بورس مستحکم‌تر است.^(۱) همچنین بورس به عنوان مجرای تأمین مالی بنگاهها در کنار سایر ابزارها - استقراض از بانک، استفاده از منابع داخلی بنگاه مانند سود تقسیم نشده و ذخیره‌ی استهلاک - تنوع در منابع مالی را افزایش و بدین وسیله ریسک نقدینگی بنگاه را کاهش می‌دهد. البته سهام عادی با توجه به قائل شدن حق رأی برای سهامداران، کنترل مدیران را بر شرکت کم می‌کند.

همچنین برای بنگاههایی که سرمایه‌گذاری آنها مبتنی بر درآمد ثابت است، به هنگام نیاز به منابع مالی بلندمدت، انتشار اوراق قرضه - اوراق بهادار با مبالغ مشخص و بهره ثابت - و سهام ممتاز^(۲) و عرضه‌ی آنها به بازار بورس مهمترین منبع تأمین مالی آنها می‌تواند باشد و بدین وسیله می‌توانند اقدام به افزایش سرمایه و توسعه‌ی فعالیت خود کنند. در واقع این بنگاهها از محل درآمد ثابت خود می‌توانند هزینه‌ی بهره‌ی ثابت اوراق قرضه و نیز سود ثابت سهام ممتاز را بپردازند، بنابراین انتشار اوراق قرضه و سهام ممتاز در مقایسه با سهام عادی،^(۳) این مزیت را برای مدیران این بنگاهها به همراه دارد که ضمن دستیابی به منابع لازم، کنترل خود را بر بنگاه نیز حفظ می‌کنند. به هر حال عرضه‌ی این اوراق نیز ضمن این که ریسک نقدینگی بنگاه را کاهش می‌دهد، درجه‌ی مصونیت بنگاه را نیز در مقابل کمبود نقدینگی افزایش می‌دهد. بنابراین نقش بورس در قبال عرضه‌کنندگان اوراق بهادار به عنوان یک مجرای تأمین مالی بنگاهها، افزایش تنوع در انواع ابزارهای تأمین مالی، کاهش ریسک نقدینگی و افزایش درجه‌ی مصونیت بنگاهها در مقابل ضربه‌های ناشی از کمبود نقدینگی است.

۱- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، "نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی" گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیرماه ۱۳۷۱، صفحه ۱۰

۲- سهام ممتاز معمولاً نسبت ثابتی از منافع شرکت را به خود اختصاص می‌دهند، این سود سهام بطور کامل به سهامداران به نسبت سهام آنها پرداخت می‌شود.

۳- سهام عادی راحت‌تر از اوراق قرضه و سهام ممتاز به فروش می‌روند زیرا آنها بازده انتظاری بالاتری را به همراه دارند و سپر محکمتری در مقابله با تورم هستند.

۵-۱-۲- نقش بورس اوراق بهادار به عنوان مجرای سرمایه‌گذاری

به طور کلی کسانی که به عنوان تقاضاکننده و خریدار سهام یا اوراق بهادار وارد بازار بورس می‌شوند دو گروه هستند:

- سرمایه‌گذاران

- سوداگران مالی^(۱)

گروه نخست بخش انبوه بازار بورس را به وجود می‌آورند. این گروه از بورس به عنوان مجرای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. به عبارتی به عنوان یک سرمایه‌گذار و با انگیزه‌ی سرمایه‌گذاری وارد بازار می‌شوند. بنابراین به بازده و امنیت سرمایه‌گذاری به طور همزمان اهمیت می‌دهند.^(۲)

البته علاوه بر بازده و امنیت سرمایه‌گذاری، انگیزه‌ها و عوامل دیگری در انتخاب بورس به عنوان یک مجرای سرمایه‌گذاری مؤثر است، از آن جمله:

- نقدینگی این نوع سرمایه‌گذاری

- قابلیت انعطاف این نوع سرمایه‌گذاری

- امکان کاهش و توزیع ریسک سرمایه‌گذاری

- اطمینان به عادلانه بودن قیمت‌گذاری‌ها در بورس

سوداگران مالی یا بورس‌بازان در مقایسه با سرمایه‌گذاران اوراق بهادار، علاقه‌ی بیشتری به عواید کوتاه‌مدت نشان می‌دهند. این گروه سرمایه‌گذاری نمی‌کند. هدف آنها به دست آوردن سود به روال عادی نیست. بلکه خریدار به امید این است که قیمت‌ها ظرف مدت کوتاهی افزایش یابد و بدین ترتیب بتواند در کوتاه‌مدت سود هنگفتی به دست آورد.^(۳) سوداگران خطرپذیرتر از سرمایه‌گذاران هستند و در مقابل سود بیشتری را نیز مطالبه می‌کنند. رفتار سوداگران می‌تواند سبب تثبیت و نیز مختل کردن بازار بورس شود.^(۴) به هر حال از آنجا که عمده‌ی شرکت‌کنندگان در بازار بورس گروه سرمایه‌گذاران یا همان صاحبان پس‌اندازهای کوچک از یک طرف و از طرف دیگر شرکتها و بنگاههای تولیدی هستند، شرایط و ساختار سازوکار بازار باید به گونه‌ای باشد که انگیزه‌های این دو گروه در ورود به بازار را تقویت کند و نیازهای آنها را از مشارکت در بازار برآورده سازد. بر این اساس عمده شرایطی که یک بازار بورس باید دارا باشد، شرایط رقابتی است.

1- Speculator

۲- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، نقش واسطه‌های مبادله در کارایی بورس اوراق بهادار، گزارش تحقیقی شماره ۲۶، آذرماه ۱۳۷۱، صفحه ۱۰.

۳- خلعت‌بری، فیروزه، مجموعه مفاهیم پولی، مالی و بانکی، انتشارات شبانیز، صفحه ۶۴۷.

۴- این گروه چون معمولاً اوراق بهادار را برای مدت طولانی نگاه نمی‌دارند و مرتب اوراق را می‌خرند می‌فروشند بنابراین به افزایش نقدینگی بازار و تثبیت آن کمک می‌کنند. از طرف دیگر اگر این گروه به هنگام افزایش یا کاهش قیمت برخی از اوراق به یکباره اقدام به عرضه یا تقاضای اوراق کنند، سبب اختلال در بازار می‌شوند.

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

- وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده
- آزادی ورود به بازار و خروج از آن
- شفافیت بازار، وجود اطلاعات کافی در بازار و قابل دسترس بودن آن با هزینه‌ی اندک و برای همگان.

حال باید دید هر کدام از این شرایط چگونه انگیزه شرکت‌کنندگان در ورود به بورس را تقویت کرده و نیازها و اهدافی را که آنها از طریق بورس جستجو می‌کنند قابل دسترس‌تر می‌کند.

الف- مزیت وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده‌ی اوراق - وجود تعداد زیادی خریدار

و فروشنده‌ی اوراق به ویژه به شکل سرمایه‌گذار و سپرده‌پذیر - شرکتها و بنگاههای اقتصادی - از دیدگاه نظری، دارای این مزیت است که هیچ کدام از خریداران و فروشندگان نمی‌توانند اثرات تعیین‌کننده‌ای بر قیمت بگذارند. در واقع مکانیزم بازار یا به عبارتی تنها عرضه و تقاضا تعیین‌کننده‌ی قیمت خواهد بود. در بورس اوراق بهادار وجود این شرط اطمینان به عادلانه بودن قیمت‌گذاری را تقویت می‌کند. در صورت وجود تعداد زیادی سرمایه‌گذار - گستره‌ی بازار - و با انگیزه‌های متفاوت، هرگز اتفاق نمی‌افتد که تمام آنها در یک لحظه تصمیم به فروش سهام یا اوراق بهادار خود بگیرند. این امر به کاهش نوسانات شدید قیمت و افزایش اهمیت سرمایه‌گذاری در بورس کمک می‌کند و باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. که به نوبه‌ی خود سبب ورود تعداد بیشتری سرمایه‌گذار به بورس می‌شود و این امر در نهایت به ثبات بازار کمک می‌کند. همچنین وجود تعداد زیادی خریدار و فروشنده در بازار بورس اوراق بهادار به افزایش تعداد سفارش‌های خرید و فروش کمک کرده و بدین وسیله درجه‌ی نقدینگی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را افزایش می‌دهد.

همچنین با حضور تعداد زیادی شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، ضمن افزایش قابلیت انعطاف سرمایه‌گذاری، خریداران و سرمایه‌گذاران اوراق بهادار می‌توانند با خرید اوراق بهادار شرکت‌های مختلف فعال در بورس ریسک سرمایه‌گذاری خود را توزیع کنند و آنرا کاهش دهند. از طرف دیگر، وجود تعداد زیادی شرکت پذیرفته شده در بورس، امکان جلب سرمایه‌گذاران با سلیقه‌ها و درجات ریسک‌پذیری گوناگون نیز فراهم می‌شود.

ب- مزیت آزادی ورود و خروج بازار - از دیدگاه نظری، آزادی ورود و خروج

مانع از به وجود آمدن انحصار در خرید یا فروش و تضمین منافع عده‌ای خاص می‌شود. در بازار بورس اوراق بهادار نیز وجود این شرط به افزایش تعداد خریداران و فروشندگان در بورس کمک کرده، بدین ترتیب به افزایش درجه‌ی نقدینگی بورس، انعطاف در سرمایه‌گذاری، کاهش و توزیع ریسک، اطمینان به عادلانه بودن قیمت‌ها منجر شده و اهمیت سرمایه‌گذاری را نیز تقویت می‌کند. البته در بازار بورس، ورود شرکت‌ها و واحدهای تولیدی برای عرضه‌ی سهام یا اوراق بهادار مستلزم شرایط خاص است که از طرف مقامات اجرایی بورس تعیین می‌شود.

ج- مزیت شفافیت اطلاعاتی بازار - هنگامی که در بازار اطلاعات کافی وجود داشته باشد و

به سهولت در دسترس خریداران و فروشندگان باشد، هر دو گروه، به درستی و آسانی تصمیم‌گیری خواهند کرد. البته با توجه به نوع بازار، اطلاعات در هر بازار متفاوت است. اما به هر حال نتیجه‌ی این اطلاعات در قیمت تعیین شده از سوی بازار، منعکس می‌شود.

در مورد بورس اوراق بهادار هر چه شفافیت اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، قیمت بازاری اوراق به ارزش ذاتی یا واقعی آن نزدیک‌تر است و بدین ترتیب قیمت عادلانه خواهد بود. بنابراین اثر مستقیم شفافیت اطلاعاتی بازار بر روی قیمت خواهد بود. این امر درجه‌ی اطمینان نسبت به عادلانه بودن قیمت‌های بازار را افزایش می‌دهد. البته برای این که قیمت سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک باشد. علاوه بر شفافیت اطلاعاتی لازم است که در بازار تعدادی متخصصان مالی و اقتصادی وجود داشته باشند و گزارش‌ها و اطلاعات منتشره را مورد مطالعه و ارزیابی قرار داده و براساس اطلاعات جدید مرتباً در ارزش اوراق بهادار تجدیدنظر نمایند. به عبارتی هر چه تعداد افراد خبره در بازار بیشتر باشد اطلاعات سریع‌تر در بازار منعکس شده و قیمت به ارزش ذاتی خود نزدیک‌تر می‌شود.

۴-۱-۵- وظایف بورس اوراق بهادار

مهمترین وظیفه‌ی بورس اوراق بهادار ایجاد یک بازار پیوسته برای اوراق بهادار می‌باشد. ویژگی بازار پیوسته این است که مقادیر زیادی از اوراق بهادار بدون اینکه تغییر زیادی در قیمت آنها ایجاد شود مورد معامله قرار می‌گیرند. مشخصات یک بازار پیوسته به شرح زیر است:^(۱)

۱- علی جهانخانی، محدودیت بورس اوراق بهادار تهران، گزارش سومین سمینار پولی و ارزی اردیبهشت ۷۲ صفحه ۲۵۲.

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

۲- بین قیمت‌های مورد نظر (پیشنهادی) خریداران و فروشندگان سهام اختلاف زیادی وجود نداشته باشد.

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

۴- تغییر قیمت از یک معامله تا معامله‌ی دیگر بسیار اندک باشد و مشتریان با مشاهده قیمت آخرین معامله مطمئن باشند که سفارش آنها نیز نزدیک به این قیمت انجام می‌شود.

وظیفه‌ی دیگر بورس تعیین قیمت عادلانه برای اوراق بهادار است. در بورس، قیمت اوراق بهادار با توجه به میزان عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و مقامات بورس و کارگزاران شاغل در آن نقشی در تعیین و تثبیت قیمت سهام ندارند. مسئولان بورس بایستی زمینه به هم رساندن عرضه و تقاضای سهام را فراهم آورند. قیمت‌های پیشنهادی عرضه‌کنندگان و متقاضیان سهام در این بازار که به شکل حراج می‌باشد تعیین‌کننده‌ی قیمت و معاملات سهام است.

وظیفه‌ی دیگر بورس کمک به تأمین مالی شرکتها است. شرکتها قسمت اعظم نیاز مالی خود را از طریق عدم تقسیم سود و یا از طریق استقراض و فروش سهام عادی جدید در خارج از بورس تأمین می‌کنند، ولی بورس نقش غیرمستقیم در تأمین مالی شرکتها بازی می‌کند. برای مثال سهامدارانی که مایل به مشارکت در افزایش سرمایه‌ی شرکت نیستند می‌توانند گواهی حق تقدم خود را در بورس به فروش برسانند. همچنین شرکت‌هایی که سهامشان در بورس پذیرفته شده است راحت‌تر می‌توانند سهام و اوراق قرضه‌ی خود را به عموم بفروشند. زیرا بالا بودن درجه‌ی نقدینگی سهام موجب رغبت بیشتر مردم به سرمایه‌گذاری در سهام عرضه شده می‌شود. وظایف دیگر بورس را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد :

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

۲- الزام شرکت‌های پذیرفته شده به انتشار اطلاعات وسیعی در مورد وضعیت مالی و عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت، طبق مقررات شرکتها مجبور هستند گزارش‌های سالانه، شش‌ماهه، سه‌ماهه را طبق فرم‌های خاصی تهیه و به بورس ارسال کنند. همچنین شرکتها موظف‌اند بورس را در جریان تصمیمات و تحولات مهم شرکت قرار دهند.

۳- به منظور حفظ منافع عموم، مقررات خاصی را جهت جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی کارگزاران و معامله‌گران و کلیه‌ی افرادی که دسترسی به اطلاعات دست اول و محرمانه دارند وضع کنند.

۵-۲- سازوکارهای بورس اوراق بهادار

برای نیل به اهداف مشارکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار علاوه بر اینکه باید شرایط رقابتی در بازار حاکم باشد، ابزار و نهادهایی نیز پیش‌بینی شده که مکمل شرایط رقابتی و تقویت‌کننده‌ی انگیزه ورود به بازار است. این ابزار و نهادها به ثبات بازار بورس و توسعه‌ی آن نیز کمک می‌کنند. این ابزار و نهادها عبارتند از :

• بازار دست دوم^(۱)

همان طور که در مبحث بازار سرمایه گفته شد، بازار دست اول بازار اوراق بهادار دست اول است و به همین ترتیب بازار دست دوم نیز بازار اوراق بهادار دست دوم و بیشتر است. بازار بورس هم به عنوان بازار دست اول و هم بازار دست دوم عمل می‌کند. مهمترین عملکرد بازار بورس به عنوان منبع تأمین مالی، عمل کردن به عنوان یک بازار دست اول است. اما همانطور که قبلاً گفته شد اهمیت بازار دست دوم بورس، پشتیبانی از بازار دست اول است که باعث تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. به عبارتی از آن جا که اطمینان نسبت به قابلیت فروش دائمی و منصفانه اوراق بهادار و سهام بدون نگرانی سهامدار از نقدکردن سهام خود در هنگام دلخواه، از جمله عوامل مؤثر در خرید سهام است که بازار دست دوم می‌تواند آن را به وجود آورد. همچنین در صورتی که این بازار به شکل کارآمد عمل کند، همان طور که پیش‌تر گفته شد، درجه‌ی نقدینگی بازار بورس افزایش می‌یابد و انعطاف در سرمایه‌گذاری‌ها حاصل می‌شود. همچنین در صورتی که بین ریسک و بازده اوراق بهادار منتشره در بازار دست اول عدم تناسب وجود داشته باشد، حتی اگر این عدم تناسب در بازار دست اول مخفی باشد، در بازار دست دوم به صورت عدم تقاضا یا پایین بودن تقاضا نمایان می‌شود. وجود این بازار ضمن تضمین جریان مبادلات در بازار دست اول، بهترین مورد استفاده از منابع را نیز در صورت کارایی بازار بدنبال خواهد داشت.

• بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده^(۲)

گاه شرایط ورود به بازار دست اول مورد قبول و نظر شرکتها نیست، به همین دلیل شرکتها تمایلی به ورود به بازار ندارند. گاهی نیز شرایط بد اقتصادی سبب کاهش تعداد شرکتهای متقاضی ورود به بازار بورس می‌شود. برای مقابله با این موانع در برخی از کشورها بازاری تحت عنوان بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده مطرح می‌شود. برای مثال در انگلستان در نیمه‌ی دوم دهه‌ی ۱۹۷۰، ورود شرکتها به بازار بورس به شدت کاهش یافته بود. علت این کاهش، موقعیت بد اقتصادی، بالا بودن هزینه‌های ورود به

1- Secondary Market

2- Unlisted Security market

در اصطلاح عام اوراق بهادار است که در فهرست بورس قرار نمی‌گیرند

بازار و الزام شرکتها به واگذاری ۲۵ درصد سهام خود به عموم، تشخیص داده شد. به هر حال برای مقابله با این مشکل در ۱۹۸۰ بازار اوراق پذیرفته نشده معرفی شد. شرط ورود به بازار نیز داشتن سه سال سابقه فعالیت بود. شرکتها نیز ملزم بودن حداقل ۱۰ درصد سهام خود را به عموم واگذار کنند.^(۱) حجم و نسبت ورود به این بازار بسیار بیشتر از ورود به بازار اول بود، به طوری که در کمتر از ۵ سال ۵۰۰ شرکت در این بازار پذیرفته شدند. برخی از شرکتهای فعال در این بازار به تدریج آمادگی ورود به بازار اصلی شدند. برخی از آنها نیز با یکدیگر تلفیق شده، برخی نیز ورشکست شدند. هزینه‌ی ورود به بازار مذکور نیز بستگی به روش ورود به بازار و میزان سرمایه‌ای داشت که از طریق بازار تأمین می‌شد. به هر حال هزینه‌ی ورود شرکتها به این بازار به مراتب کمتر از هزینه‌ای بود که شرکتهای مشابه برای ورود به بازار اصلی بورس می‌پرداختند. به طور کلی ورود به این بازار به دو روش است :

الف - پیشوا فروش^(۲). این شیوه تقریباً مشابه انتشار عمومی سهام است. اما شرکت، سهام و اوراق قرضه را به یک مؤسسه‌ی نشر یا بانک سرمایه‌گذاری می‌دهد و از طریق آن سهام در اختیار عموم گذاشته می‌شود.

ب فروش خصوصی اوراق بهادار یا سهام^(۳). در این شیوه نیز اوراق بهادار در اختیار مؤسسات نشر قرار می‌گیرد و از طریق آنها به مشتریان یا بازارسازان^(۴) عرضه می‌شود. اما به منظور کاهش این احتمال که مؤسسات نشر خودشان از خرید و فروش این اوراق سودهای هنگفت به دست آورند، این گونه مؤسسات موظف می‌شوند که ابتدا میزان خاصی را به بازارسازان عرضه کنند.

• بازار سوم^(۵)

این بازارها در پاسخگویی به تقاضای شرکتهایی طراحی می‌شود که شرایط لازم را برای ورود به بازار دست اول و دوم ندارند. برای مثال در انگلستان در ۱۹۸۷، بازار سوم بورس به منظور معامله‌ی سهام شرکتهای کوچک و تازه کار طراحی شد. برای ورود به این بازار شرایط زیر در نظر گرفته شده بود:^(۶)

- شرکت در انگلستان به ثبت رسیده باشد.
- دفاتر مالی حسابرسی شده شرکت برای حداقل یکسال ارائه شود.

1- Frank Livesey ; Study & Revision Pack, Stage 1 Economics, Pitman Publishing, 1987. P.159

2- Offer for Sale

3- Placing

4- Market Makers

5- Third Market

6- Frank Livesey ; Study & Revision Pack Stage 1 Economics, Pitman Publishing 1987, P.159-160

- شرکت توسط شرکت‌های عضو بورس ضمانت شود.

این شرکت‌ها پس از فعالیت در بازار سوم چنانچه دارای شرایط و ضوابط لازم شوند به بازار دست دوم و دست اول راه پیدا می‌کنند.

بنابراین بازار اوراق پذیرفته نشده و بازار سوم هر دو نقش تسهیلی در بازار اوراق بهادار دارد و با کمک به ورود شرکت‌ها به بازار، ضمن تنوع بخشیدن به انواع سهام و اوراق بهادار در بازار، سبب جلب سرمایه‌گذارانی با سلیقه‌های متفاوت به بازار اوراق بهادار می‌شوند.

• متعهد خرید^(۱)

شرکت‌ها معمولاً با توجه به پیش‌بینی وجوه حاصل از انتشار اوراق سهام یا قرضه مبادرت به برنامه‌ریزی می‌کنند. بنابراین برای آنها بدست آوردن وجوه حاصل از فروش اوراق مهم است. البته شرکت‌ها سعی می‌کنند قیمتی را برای اوراق سهام یا قرضه تعیین کنند که در آن قیمت انتظار می‌رود عموم آن اوراق را خریداری کنند. اما به هر حال پیش‌بینی واکنش‌ها مشکل است. چون شرایط بازار ممکن است تغییر کند. به منظور مقابله با مشکل عدم پذیره‌نویسی تمامی اوراق بهادار یا سهام یک شرکت، معمولاً در بورس‌های معتبر جهان تعدادی متعهد خرید وجود دارند که اغلب شامل سازمان‌های مالی مهم مانند شرکت‌های بیمه یا بانک‌ها، از جمله بانک‌های سرمایه‌گذاری، می‌باشند. این مؤسسات، متعهد خرید آن میزان از اوراق و سهامی می‌شوند که توسط عموم خریداری نشده باشد. در مقابل به منظور جبران ریسک و خطر، متعهدان خرید کارمزد مطالبه می‌کنند. (معمولاً کارمزد بیش از یک درصد ارزش واقعی سهم است). به طور کلی در تجارت اوراق بهادار، متعهد خرید تعهد می‌کند اوراق بهادار منتشر شده را به میزانی معین و با قیمتی تعیین شده در تاریخی معین در آینده و با در نظر گرفتن انتشار آن اوراق در آن زمان خریداری کند.^(۲) تعهد خرید به اشکال متفاوتی صورت می‌گیرد.^(۳) متعهدان خرید پس از بررسی وضعیت شرکت متقاضی سرمایه، خرید درصدی از سهام آن را تضمین می‌کنند. شرکت‌های متعهد خرید سبب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران به کیفیت سهام شرکت‌ها می‌شود. بنابراین عمل تعهد خرید و متعهدان خرید از جمله ابزارهای مهم در بازار بورس محسوب می‌شوند که سبب تسهیل ورود شرکت‌ها و افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران می‌شود.

• صندوق حمایت از سهام

در بورس برخی از کشورها به منظور مقابله با افت شدید قیمت سهام و بروز بحران و رکود در بازار

1- Under Writer

۲- فیروزه، خلعت‌بری، مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی، انتشارات شباویز. ص ۶۴۲.

۳- برای اطلاع بیشتر به ر.ک. مأخذ بالا همان صفحه مراجعه شود.

سهام، اقدام به ایجاد صندوق‌های حمایت سهام می‌کنند. سرمایه‌ی این صندوق‌ها از وجوه دریافتی از شرکتهای عضو بورس تأمین می‌شود. این صندوق‌ها به هنگامی که سهام یک یا چند شرکت به شدت افت پیدا کند و عرضه‌ی این سهام افزایش یابد، اقدام به خرید این سهام می‌کنند. این ابزارها امکان بروز بحران در بورس را کاهش و اهمیت سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. علاوه بر آن واحدهای نظارتی بورس نیز فرصت می‌یابند که علل افت شدید قیمت سهام را پیدا کنند. در صورتی که علت افت شدید سهام یک شرکت مسایل داخلی آن باشد، آن شرکت فرصت پیدا می‌کند که با حل مسایل داخلی، موقعیت خود را در بورس بهبود بخشد. برای مثال در مالزی مشابه صندوق حمایت، صندوقی تحت عنوان صندوق تعاون^(۱) با مشارکت اعضای بورس تأسیس شده است. هدف از تشکیل این صندوق جبران خسارت یا زیان ناشی از عملکرد شرکتهای عضو یا مدیران آنهاست که متوجه مشتریان می‌شود.

● مؤسسات مشاوره‌ی سرمایه‌گذاری

فعالیت عمده‌ی این گونه مؤسسات، گردآوری و پردازش اطلاعات به منظور اتخاذ تصمیم در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. این مؤسسات مردم را در مورد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار راهنمایی و به آنها کمک می‌کنند که با راحتی و با اطمینان بیشتری به خرید یا فروش اوراق بهادار اقدام کنند.^(۲) علاوه بر مؤسسات فوق، در بورس‌های معتبر جهان تعداد کثیری تحلیلگر سرمایه‌گذاری وجود دارد که یا برای خود یا برای دیگران اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. تمام این تحلیلگران به امید این که بازده هر چه بالاتری از سرمایه‌گذاری‌های خود یا دیگران به دست آورند، اقدام به فعالیت در بورس می‌کنند. بر این اساس آنها به طور مستمر در جستجوی اوراق بهاداری هستند که زیر قیمت، قیمت‌گذاری شده است. بدیهی است در تلاش برای یافتن این گونه اوراق، به حجم وسیع و قابل ملاحظه‌ای از اطلاعات در مورد اوراق و چشم‌انداز آنها دسترسی می‌یابند. البته به همین دلیل وجود این تحلیلگران در بورس در نهایت امر، با وجود شرایط رقابتی در بازار، سبب می‌شود که قیمت اوراق به طرف قیمت واقعی آنها سوق داده شود. زیرا رقابت شدید بین این گروه برای دستیابی به اوراق مذکور، در نهایت باعث افزایش قیمت و تطابق آنها با قیمت واقعی‌شان می‌شود.

● واسطه‌های مبادله و انواع آن^(۳)

به طور کلی واسطه‌های مبادله به اشخاص حقیقی و یا حقوقی گفته می‌شود که وسیله‌ی تسهیل ارتباط

1- Fidelity Fund

۲- مرکز پژوهشهای مجلس، نشریه مجلس و پژوهش، شماره ۲۱ صفحه ۵۵

3- Intermediaries

بین عرضه‌کننده و تقاضاکننده را فراهم می‌آورند. وساطت مبادله تنها به مبادلات کالاها و خدمات ختم نمی‌شود و در بازارهای مالی نیز تأثیر شایانی دارد. عملکرد کارآمد این واسطه‌ها می‌تواند در تسریع معاملات و بالا بردن حجم مبادلات انجام شده تأثیر بسزایی بگذارد.^(۱)

در بازار مالی وجود انواع واسطه‌های مالی، ضمن تسهیل امر مبادله و افزایش حجم معاملات، درجه‌ی نقدینگی بازار و مدت زمان انتظار برای خرید و فروش اوراق را کاهش می‌دهد.

تحولاتی که در بازارهای سرمایه در سطح جهان رخ داده است، تغییرات مشهودی در ساخت بورس‌ها بوجود آورده است. به طوری که متنوع و تخصصی شدن مبادلات در بورس‌ها سبب شده است که واسطه‌های لازم برای انجام این مبادلات نیز به وجود بیاید و به این ترتیب مبادلات با کارایی بیشتر انجام پذیرد.^(۲)

1-15/11/1391: قدیمی‌ترین نوع واسطه‌های مبادله در بورس‌های جهان، کارگزاران هستند. کارگزار به

حساب مشتری‌اش وارد بازار می‌شود و به نام وی معامله انجام می‌دهد.^(۳)

کارگزاری‌ای که در تالار بورس حضور دارند به کارگزاران تالار^(۴) یا کارگزاران گود^(۵) معروفند.

در مواردی در بورس‌های دنیا به کارگزاران اجازه داده می‌شود که به نام و حساب خود نیز معامله کنند. برای مثال در انگلستان کارگزاری وجود دارند که نقش دوگانه‌ای دارند و می‌توانند مستقیماً با سرمایه‌گذاران وارد معامله شوند و اوراق بهادار را از دفاتر آنها بخرند یا بفروشند، همچنین می‌توانند به عنوان یک واسطه یا کارگزار از طرف مشتری دیگری عمل کنند.^(۶)

کارگزاری که حق دارد معاملات را فقط به نام خودش انجام دهد، کارگزار به حساب خود^(۷) نامیده می‌شود. این گروه می‌توانند با یکدیگر نیز مبادله کنند. کارگزاری‌ای نیز در محوطه‌ی بورس به انجام معاملات خود می‌پردازند که در اصطلاح به آنها محلی^(۸) می‌گویند. به طور کلی کارگزاری‌ای که به حساب خود معامله می‌کند و محلی‌ها به روند تغییرات قیمت کاری ندارند و بدنبال این هستند که از تفاوت بین نرخ خرید و فروش سود ببرند و به‌ندرت نیز موجودی هنگفتی از اوراق و سهام را نگهداری می‌کنند. در واقع وجود این گروه در بازار بورس به افزایش نقدینگی بازار کمک می‌کند.

۱- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، "نقش واسطه‌های مبادله در کارایی بورس اوراق بهادار" گزارش تحقیقی، شماره ۲۶ آذرماه

۲- همان مأخذ

۱۳۷۱، صفحه ۱

3- Broker

4- Floor Brokers

5- Pit Brokers

6- Frank Livesey; Study & Revision Pack, Stag 1 Economics, Pitman Publishing 1987 P.158

7- Jobber

8- Local

۲- بازارسازان: ^(۱) در بورس‌های معتبر جهان علاوه بر واسطه‌های مبادله، معامله‌گرانی وجود دارند که به آنها بازارساز می‌گویند. بازارساز در واقع بانک یا دلالی است که پیوسته آماده‌ی ارائه‌ی قیمت برای خرید و فروش یک نوع اوراق بهادار است. ^(۲) امکان بازارسازی عاملی است که بر ثبات و نقدینگی بورس می‌افزاید و در نهایت بازار را برای متقاضیان مطلوب‌تر و مقبول‌تر می‌سازد. به این ترتیب درصد بزرگتری از منابع مالی عموم به بازارهای سرمایه و به ویژه بورس راه می‌یابد. در واقع بازارسازان به منظور کاهش عدم توازن بین عرضه و تقاضا که به دلایل گوناگون ممکن است بروز کند، در بازار حضور دارند. در موارد عدم توازن بین عرضه و تقاضا، بازارسازان می‌توانند با مداخله در بازار از بروز نابسامانی‌های مختلف جلوگیری کنند. برای مثال، اگر در موردی عرضه‌ی یک یا چند سهم در بازار بیش از تقاضای آن باشد یا بعکس تقاضای یک یا چند سهم بیش از عرضه‌ی آن باشد، بازارساز در مورد اول با اقدام به خرید آن سهام و در مورد دوم با فروش آنها در بازار دخالت می‌کند و از بروز بحران در بازار جلوگیری می‌کند. البته بازارسازان نمی‌توانند در تغییر روند درازمدت قیمت در بازار بورس تأثیر شایانی داشته باشند.

تخصص خرده سهام: ^(۳) تشریفات که برای برخورداری از اجازه‌ی معامله و ذکر قیمت در بورس انجام می‌گیرد معمولاً بسیار پیچیده است، به طوری که اجرای آن برای مبادلات بسیار کوچک از کارایی عملیاتی بورس می‌کاهد. به همین دلیل در بورس‌های مختلف اغلب کمترین تعداد سهامی که مبادله‌ی آنها مجاز است، از طرف مقامات اجرایی بورس تعیین می‌شود. این مقدار در اصطلاح "مجموعه سراسر" ^(۴) گفته می‌شود و میزان آن به نوع بورس و امکانات آن بستگی دارد. مقادیر کمتر از این مجموعه را خرده سهام ^(۵) می‌گویند. در بورس‌های دنیا معامله روی خرده سهام توسط واسطه‌های ویژه‌ای انجام می‌گیرد که در اصطلاح عام به آن متخصص و بطور خاص متخصص خرده سهام گفته می‌شوند. افرادی که قصد معامله‌ی تعداد کمی سهم را دارند، به این متخصصان مراجعه می‌کنند. در واقع وجود متخصصان خرده سهام سبب می‌شود، افرادی که منابع محدود دارند نیز به بورس وارد شوند و سهام خریداری شده توسط این گروه نیز از نقدینگی کافی برخوردار باشد. متخصصان نیز همان قانون و قاعده‌ای را می‌پذیرند که در مورد کارگزاران عادی مصداق دارد. در بورس‌های بزرگ دنیا چندین شرکت متخصص خرده سهام وجود دارد که کارگزاران

1- Market Maker

۲- خلعت‌بری فیروزه، "مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی" انتشارات شباویز صفحه ۷۲۴.

3- Specialist

4- Round Lot

5- Odd Lot

با آنها معامله می‌کنند. معمولاً هر متخصص تعدادی کارگزار پیوسته^(۱) به خود دارد که معاملات خرده سهام آنها را انجام می‌دهند.^(۲)

۴- اتاق واگذاری:^(۳) انجام معاملات اوراق بهادار از لحاظ مکانی نیز باید در تالار بورس صورت پذیرد. چون بورس‌ها در تمام شهرهای یک کشور شعبه ندارند، و بورس باید خدماتش را به کلیه شهروندان ارائه دهد، مؤسساتی بنام اتاق واگذاری به وجود می‌آید. وظیفه اتاق واگذاری این است که دستورات خرید و فروش اوراق بهادار را برای اجرا از متقاضیان یا دارندگان اوراق دریافت کند. اتاق‌های واگذاری با تأسیس شعبه در شهرها و محل‌های مختلف به اشخاص اجازه می‌دهند تماس نزدیکی با بازار بورس برقرار کنند. به این ترتیب نیازی نیست که شعبه‌های بورس در شهرهای مختلف تأسیس شود. دستورات دریافت شده از مشتریان با استفاده از خطوط ارتباطی تلفن، تلگراف، فاکس و ... به دفتر مرکزی اتاق واگذاری انتقال می‌یابد و از آن جا برای اجرا شدن وارد بورس می‌شود.^(۴)

به این ترتیب وجود مجموعه‌ای از کارگزاران تالار و اتاق‌های ارتباطی سبب می‌شود که افراد در گوشه و کنار کشور بتوانند از تسهیلات بازار بورس استفاده کنند و مجموعه‌ی بزرگتری از پس‌اندازهای مردم به جانب بازار بورس راه یابد.

• شرکت سرمایه‌گذاری^(۵)

شرکت سرمایه‌گذاری به شرکتی گفته می‌شود که بین مردم و بازارهای سرمایه نقش واسطه را بازی می‌کند. وظیفه‌ی اول هر شرکت سرمایه‌گذاری فعالیت در تجارت اوراق بهادار است.^(۶) البته واژه شرکت سرمایه‌گذاری برای نمایش مجموعه‌ای از شرکت‌های تجهیز منابع در بازار سرمایه نیز به کار می‌رود که شامل شرکت‌های زیر است:^(۷)

- شرکت‌های سرمایه‌گذاری ناب، شامل صندوق سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری امانی^(۸)

1- Associate Broker

۲- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، نقش واسطه‌های مبادله در کارایی بورس اوراق بهادار، گزارش تحقیقی شماره ۲۶، ص ۷

3- Commission House

۴- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، نقش واسطه‌های مبادله در کارایی بورس اوراق بهادار، گزارش تحقیقی شماره ۲۶، ص ۸

5- Investment Company

۶- خلعت‌بری، فیروزه، مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی، انتشارات شبانویز ص. ۷۴۳.

۷- مرکز پژوهش‌های مجلس، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، معاونت پژوهشی آبان ۱۳۷۵. کد گزارش ۲۴۰۱۷۵۱

8- Unit Trust

- شرکت‌های سرمایه‌ای

- شرکت‌های تأمین مالی^(۱)

- شرکت‌های دارنده (کنترل‌کننده)^(۲)

در واقع با گسترش و پیچیدگی بازار سرمایه و تخصصی شدن حرفه‌ی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، افراد ترجیح می‌دهند که پس‌اندازهای خود را در اختیار مؤسسات مالی مختلف از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری قرار دهند و از طریق این شرکتها در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند. این شرکتها نیز می‌توانند با جذب پس‌اندازها سرمایه‌ی کلانی به دست آورند و با تمرکز اطلاعات، مدیریت و تخصص از این وجوه به بهترین شکل استفاده کنند. این شرکتها قادرند وجوه جمع‌آوری شده را هم در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند و هم قسمتی از آن را به سرمایه‌گذاری در طرحها و شرکت‌های خارج از بورس اختصاص دهند. در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، این شرکتها با استخدام و بکارگیری افراد متخصص مالی و جمع‌آوری و پردازش اطلاعات با انتخاب صحیح اوراق بهادار و تنوع بخشیدن به این اوراق، ریسک سرمایه‌گذاری خود را در بورس کاهش می‌دهند. این شرکتها می‌توانند از طریق فروش سهام خود و یا اوراق قرضه اقدام به افزایش سرمایه کنند و از این طریق ضمن گسترش فعالیت خود در بازار سرمایه، دخالتشان را نیز در این بازار توسعه دهند. همچنین این شرکتها می‌توانند با فروش سبد سهام گوناگون به سرمایه‌گذاران، ریسک آنها را به حداقل برسانند و منافع خوبی را نصیب آنها کنند. این شرکتها با امکانات زیاد خود، اطلاعات کافی و لازم را به موقع در اختیار علاقمندان به سرمایه‌گذاری قرار می‌دهند و توصیه‌های مورد نیاز را به شرکتها و سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. از طرف دیگر این شرکتها با امکانات مالی و مدیریتی مطلوب قادرند به ارتقای کمی و کیفی شرکت‌های کوچک و متوسط کمک کرده و زمینه‌ی ورود این شرکتها به بازار سرمایه را فراهم آورند. بنابراین با توجه به این اوصاف باید گفت وجود این شرکتها ضمن اینکه سبب افزایش اعتماد عمومی سرمایه‌گذاران می‌شود، نقش مؤثری نیز در ثبات و گسترش بازار سرمایه دارد.

● بانک سرمایه‌گذاری^(۳)

این بانکها علاوه بر سپرده‌پذیری، اقدام به خرید و فروش اوراق می‌کنند و عمل تعهد خرید را نیز انجام می‌دهند.^(۴) این بانکها همچنین قیمت‌گذاری، فروش و بازاریابی اوراق بهادار تازه انتشار یافته‌ای را که شرکتها به مردم عرضه می‌کنند به عهده دارند. این بانکها با شناخت کامل از بازار سرمایه و تغییر و تحولات آن و آشنایی با نیازهای سرمایه‌گذاران - در رابطه با ریسک و بازده - می‌توانند با تجزیه و

1- Financing Company

2- Holding Company

3- Investment Bank

۴- خلعت‌بری، فیروزه، "مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی" انتشارات شباهیز ص ۶۲۴

تحلیل کامل یک شرکت از جنبه‌های مالی، فنی، سرمایه‌گذاری، بازار محصول، کیفیت مدیریت و غیره قیمت سهام آن را که برای اولین بار به عموم عرضه می‌شود تعیین کنند. قیمت تعیین شده معمولاً متناسب با ریسک و بازدهی سهام است. بنابراین، وجود اینگونه بانکها نیز نقش مؤثری در کیفیت و گسترش بازار سرمایه و عادلانه‌تر شدن قیمت سهام شرکتها دارد.^(۱)

۱- مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، محدودیت‌های بورس اوراق بهادار تهران و طرق رفع آنها، گزارش سومین سمینار سیاستهای پولی و ارزی،

اردیبهشت ۱۳۷۲ ص ۲۶۲

۶ - کلام نهایی

نهادهای و ابزارهای موجود در بورس اوراق بهادار و تسهیلاتی که در این بازار در اختیار مشارکت‌کنندگان قرار می‌گیرد، عامل مؤثری در ایجاد تقاضا برای ورود به بورس اوراق بهادار و تحکیم و ثبات آن است. بدین وسیله بورس می‌تواند جایگاه مستحکمی در اقتصاد پیدا کند. ثمره‌ی این ثبات و استحکام، در کنار کارکرد مناسب سایر بخشهای بازار مالی هر کشور، از یک سو افزایش حجم سرمایه‌گذاری‌ها و از سوی دیگر بهبود کیفیت سرمایه‌گذاریها خواهد بود، در نهایت در این چهارچوب است که امکان افزایش رشد اقتصادی فراهم می‌شود.

۷ - فهرست منابع

- ۱- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، نقش واسطه‌های مبادله در کارایی بورس اوراق بهادار، گزارش تحقیقی شماره ۲۶، آذرماه ۱۳۷۱.
- ۲- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، نقش سازمان‌های مالی در توسعه اقتصادی، گزارش تحقیقی شماره ۲۰، تیرماه ۱۳۷۱.
- ۳- شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران، بازار پول از دیدگاه نظری، گزارش تحقیقی شماره ۳۳، شهریور ۱۳۷۲.
- ۴- جهانخانی، علی، محدودیتهای بورس اوراق بهادار تهران و طرق رفع آنها، سومین سمینار سیاستهای پولی و ارزی، مؤسسه‌ی تحقیقات پولی و بانکی، اردیبهشت ۱۳۷۲.
- ۵- خلعت‌بری، فیروزه، مجموعه مفاهیم پولی، بانکی و بین‌المللی، انتشارات شباویز، ۱۳۷۱.
- ۶- مرکز پژوهشهای مجلس، نشریه‌ی مجلس و پژوهش، شماره‌ی ۲۱، ۱۳۷۵.

- 7 - Frank Livesey, Study & Revision Pack, Stag 1 Economics, Pitman Publishing, 1987.
- 8 - Federal Reserve Bank Board Of Government, Annual Report, 1992.
- 9 - Rob Dixon and Phil Holmes, Financial Markets : An Introduction, Chapman and Hall, 1995.
- 10 - Robert O . Edmister, Financial Institution Market & Mangement, MCGRAW HILL, Second Edition, 1986.