

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

شناسایی ابزارهای مالی کاربردی در بازار سرمایه ایران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

شناسایی ابزارهای مالی کاربردی‌پذیر در بازار سرمایه ایران

اشاره

وجود ابزارهای مالی گوناگون در بازار اوراق بهادار، انگیزش و مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیتهای اقتصادی درازمدت به همراه می‌آورد. تنوع ابزارهای مالی از نظر ترکیب ریسک و بازده، ماهیت سود، و شیوه مشارکت در ریسک، گروههای مختلفی را به سوی خود می‌کشاند. با وجود این، رویکرد گوناگونی ابزارهای مالی بدون شناسایی گونه‌ها و زمینه‌های به کارگیری آنها چاره‌ساز نیست.

در گزارش پیش رو، گونه‌های مختلف ابزارهای مالی کاربردی‌پذیر در بازار سرمایه ایران شامل انواع سهام، ابزارهای بدهی، ابزارهای مشتقه و گواهیهای سپرده از نظر ویژگیها، زمینه‌های کاربرد، و وجوه همسانی یا ناهمسانی آنها با یکدیگر بررسی شده است.

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- انواع ابزارهای مالی در بازار دست دوم	۱
۱-۲ اوراق سهام	۱
۲-۲ ابزارهای بدهی	۴
۳-۲ ابزارهای مشتقه	۹
۴-۲ اوراق بهادار ترکیبی	۱۴
۳- ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه ایران	۱۴
۱-۳ اوراق سهام عادی	۱۵
۲-۳ اوراق مشارکت	۱۶
۳-۳ واریزنامه‌های ارزش صادراتی	۲۰
۴- ابزارهای مالی کاربردی‌پذیر در بازار سرمایه ایران	۲۳
۵- سخن آخر	۲۴
۶- فهرست منابع	۲۵

۱- مقدمه

بهترین شکل تأمین مالی سرمایه‌گذاریهایی درازمدت، از محل پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و از طریق بورس اوراق بهادار محقق می‌شود. بورس اوراق بهادار در هدایت پس‌اندازهای کوچک به سرمایه‌گذاریهایی مولد، جذب پس‌اندازهای راکد در تولید، اصلاح ساختار بخشهای اقتصاد، افزایش درآمد ملی، افزایش درآمد دولت و ... نقش مهمی می‌تواند ایفا کند. دستیابی به این هدفها مستلزم گسترش بازار اوراق بهادار است که این نیز به نوبه خود در گرو تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی است. وجود تنوع در اوراق بهادار به کارآمد شدن بازار سرمایه و تخصیص بهینه سرمایه می‌انجامد و امکان مشارکت طیف وسیعی از آحاد جامعه را در امر سرمایه‌گذاری فراهم می‌سازد. بدیهی است نخستین گام در متنوع ساختن اوراق بهادار، دستیابی به شناخت کامل و دقیق از انواع آن است. در گزارش پیش رو در بخش نخست به انواع ابزارهای مالی موجود در بازارهای بورس جهان اشاره می‌شود و ضمن آن ویژگیها، زمینه‌های، کاربرد، وجوه افتراق و اشتراك ابزارها و ... تبیین می‌شود. در بخش بعدی اوراق بهادار موجود در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس با توجه به ویژگیهای ابزارهای مالی اسلامی، ابزارهای پیشنهادی برای بورس اوراق بهادار تهران به اجمال معرفی می‌شوند.

۲- انواع ابزارهای مالی در بازار دست دوم

۲-۱ اوراق سهام

به طور کلی سهام نشان‌دهنده منافع مالک در یک واحد تجاری است. منافع ناشی از مالکیت اغلب به عنوان "منفعت باقیمانده" نامیده می‌شود. زیرا طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی شرکت، در مرحله آخر تمام طلبها قرار دارد.

۲-۱-۱ گونه‌های اصلی سهام

- **سهام عادی:** بیانگر سهام یک واحد تجاری است که طبق قانون به عنوان شرکت نامیده می‌شود.
- **سهام ممتاز:** به سهامی گفته می‌شود که حق امتیاز دارد و نسبت به سهام عادی شرکت از نظر دریافت سود سهام و دریافت هرگونه وجهی در زمان انحلال شرکت یا توزیع داراییها برتری دارد. پیش از آنکه سود سهام عادی

پرداخت شود، سهام ممتاز باید تمام سود تعلق یافته به خود را دریافت کند.

– **مشارکت:** بیانگر مالکیت در یک واحد تجاری است که به عنوان مشارکت محدود یا کلی تشکیل شده است.

– **اسناد مالکیت:** نشان دهنده مالکیت واحدهای تجاری است که به عنوان مالکیت محض تشکیل شده است.

۲-۱-۲ اوراق بهادار وابسته به سهام^(۱)

اوراق بهادار وابسته به سهام، اوراق بهاداری است که بیانگر ادعا و طلب بر سهام است یا آنکه ارزش آن به طریقی به آن سهام مربوط شود. انواع مختلفی از ابزارهای وابسته به سهام وجود دارند که عبارتند از: اسناد بدهی قابل تبدیل،^(۲) اختیار معامله سهام،^(۳) حق خرید اضافی سهام،^(۴) حق تقدم،^(۵) ابزارهای سرمایه گذاری مشترک،^(۶) قراردادهای آتی شاخص بندی شده،^(۷) اختیار معامله شاخص بندی شده،^(۸) گواهیهای سپرده آمریکایی^(۹)

اسناد بدهی قابل تبدیل

به اوراق بهادار منتشر شده از طرف یک شرکت گفته می شود که دارنده آن اوراق می تواند آنها را طی دوره ای مشخص به سهام شرکت تبدیل نماید. قیمت تبدیل از بدو امر مشخص است.

اختیار معامله سهام

اختیار معامله سهام، شامل اختیار معامله خرید و فروش بر سهام عادی است. این ابزار از این جهت جزء ابزارهای وابسته به سهام است که قیمت آن تابعی از سهام مربوطه است. به رغم رابطه آن با سهام مورد نظر، اختیار معامله سهام به وسیله منتشرکننده سهام به وجود نمی آید. در واقع هر فرد می تواند اختیار معامله سهام را با فروش آن ایجاد کند. از آنجایی که استفاده از یک نوع اختیار معامله احتمال خطر زیادی دارد، ترکیبی از اختیار فروش و اختیار خرید می تواند ویژگی احتمال خطر بسیار کمی را داشته باشد.

حق خرید اضافی سهام

حق خرید اضافی سهام شبیه اختیار معامله خرید سهام است. به این مفهوم که دارنده آن بدون آنکه تعهدی برای خرید سهام مربوطه از ارائه کننده آن داشته باشد، حقی بدست می آورد.

1- Equity - Related Instruments

2- Convertible Security

3- Equity Options

4- Equity Warrants

5- Subscription Rights

6- Pooled Investment Vehicle

7- Index Futuers

8- Index Options

9- American Depository Reeipts

حق خرید اضافی سهام انواع مختلف دارد که از آن جمله می‌توان به:

حق خرید اضافی بی‌خطر،^(۱) حق خرید اضافی پولی،^(۲) حق خرید اضافی مهلک،^(۳) حق خرید اضافی شاخص‌بندی شده،^(۴) حق خرید اضافی عریان،^(۵) حق خرید اضافی پوشش‌داده شده،^(۶) حق خرید اضافی بدهی،^(۷) حق خرید اضافی درآمدی،^(۸) حق خرید اضافی به پشتوانه نقد،^(۹) اشاره کرد.

حق تقدم

شرکتها از نظر قانونی باید چنان عمل کنند که انتشار سهام سبب تضعیف منافع سهامداران موجود نشود. در این شرایط، شرکت به سهامداران موجود حق خرید درصدی از سهام جدید به تناسب درصدی از سهام که در حال حاضر دارند، را می‌دهد و سپس سهام جدید را به خریداران جدید عرضه می‌کند. برای آنکه خرید سهام جدید برای سهامداران موجود جالب توجه باشد، شرکت حق تقدم انتشار می‌دهد.

حق تقدم به مالک آن حق (و نه تعهد) خرید تعدادی از سهام جدید را در قیمت ثابت - که به آن قیمت حق تقدم می‌گویند - می‌دهد. از این تعریف کاملاً روشن است که این حق مبین اختیار معامله است.

ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک

ابزار سرمایه‌گذاری مشترک به ترتیباتی گفته می‌شود که در آن داراییها انباشت شده و سهام آنها به سهامداران فروخته می‌شود. صندوقهای مشترک که نمایانگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری باز هستند معروفترین و رایج‌ترین واسطه برای بدست آوردن سهام شرکتها محسوب می‌شوند. در این صندوقها ارزش هر سهم صندوق به تناسب ارزش خالص دارایی آن - ارزش بازاری شرکت منهای بدهیهای آن - تعیین می‌شود. شکلهای دیگری از ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک وجود دارند که شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسته و واحدهای تراکمی هستند.^(۱۰)

معاملات آتی شاخص‌بندی شده

معاملات آتی شاخصی قراردادهای آتی هستند که برای شاخص سهام، شاخص اوراق قرضه و دیگر شاخص‌ها نوشته شده‌اند. به بیان دیگر این قراردادها، قراردادهای آتی هستند که بر حسب تعدادی از شاخص‌های سهام نوشته شده‌اند.

1- Hamless Warrant

2- Carrency Warrant

3- killer Warrant

4- Index - Linked Warrant

5- Naked Warrant

6- Covered Warrant

7- Debt Warrant

8- Income Warrant

9- Money - Back Warrant

10- Accumulation Unit

اختیار معامله شاخص بندی شده

اختیار معاملات شاخصی دو نوعند: اولین نوع، اختیار معامله بر قراردادهای آتی شاخصی است. این اختیار معامله، قابل تحویل است و دارایی قابل تحویل نیز معامله آتی شاخصی است. دومین نوع، اختیار معامله شاخصی است.

گواهیه های سپرده آمریکایی

در طول دهه های متمادی به دلایل متعددی مدیران پرتفوی در بازارهای پیشرفته فقط سهام شرکتهای ملی را خریداری می کردند.

با گسترش بازار سهام خارجی و جهانی شدن صنعت مالی، مهندسان مالی در جستجوی راههایی برآمدند تا اوراق بهادار خارجی را برای سرمایه گذاران قابل دسترس نمایند.

به عنوان مثال، در آمریکا یک بانک تجاری تعداد زیادی از سهام خارجی را خریداری و این اوراق را در تراستی که به همین منظور تأسیس شده بود سپرده گذاری کرد. آنگاه بانک نوعی اوراق بهادار منتشر کرد که بیانگر منافع در آن تراست بود. این اوراق بنام گواهی های سپرده آمریکایی خوانده می شود. گواهیها خود اوراق بهادار آمریکایی بوده و در بازارهای آمریکا به شیوه معمول و رایج معامله می شوند. ذکر این نکته ضروری است که مالکیت گواهی سپرده به منزله مالکیت اوراق بهادار خارجی نیست. در عوض گواهی سپرده بیانگر مالکیت سهام در تراست است. از سوی دیگر، تراست مالک اوراق بهادار مربوطه است. از این رو ادعای سرمایه گذاران روی اوراق بهادار خارجی یک ادعای غیرمستقیم است. در حال حاضر اوراق بهادار را از لحاظ ملیت می توان به پنج گروه تقسیم کرد. طبقه بندی این گروهها در جدول شماره یک آورده شده است.

جدول شماره ۱-۱ انواع اوراق بهادار بر حسب تقسیم جغرافیایی بازار و ویژگیهای آنها

محل بازار	نوع پول	ناشر	بازار اصلی	سندیکای مربوط	سرمایه گذاران اصلی
ملی	ملی	ملی	ملی	ملی	ملی
خارجی	ملی	خارجی	ملی	ملی	ملی
بین المللی	ملی و سبد	فرق نمی کند	بین المللی و ملی	ملی	بین المللی
اروپایی	پول اروپایی	فرق نمی کند	بین المللی	بین المللی	بین المللی
کیهانی	پول اروپایی	فرق نمی کند	بین المللی و ملی	بین المللی	بین المللی

۲-۲ ایز ارهای بدهی

۲-۲-۱ مبانی طبقه بندی اوراق قرضه

اوراق قرضه را می توان براساس مبانی گوناگون دسته بندی کرد. مهمترین مبانی دسته بندی به شرح زیر است:

یکم: براساس نرخ بهره، دوم: براساس سررسید، سوم: براساس نوع پولی که اوراق به آن پول انتشار می‌یابد. چهارم: براساس ماهیت وام‌گیرنده، پنجم: براساس میزان انتشار، ششم: براساس نوع وثیقه، هفتم: براساس شدت قابلیت تبدیل و تسعیر، هشتم: براساس نوع وابستگی وام‌گیرنده یا بدهی، نهم: براساس هدف ناشر. هر یک از این مبانی ویژگیهایی را در اوراق به وجود می‌آورند که سبب می‌شوند آنها را در نظر گروهی خاص از دست‌اندرکاران در بازار سرمایه جذاب نمایند. اگر چه این مبانی در اوراق قرضه بسیار بااهمیت است، در این گزارش، انواع اوراق قرضه با در نظر گرفتن شناخته‌شدن آنها و همچنین بزرگی گروههای این اوراق، ذکر شده‌اند.

الف - اوراق بهادار با درآمد ثابت

اوراق بهادار با درآمد ثابت اوراقی هستند که به وسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر می‌شوند و دارای ویژگیهای زیر هستند:

- (۱) در هر دوره مبلغ ثابتی را پرداخت می‌کنند.
 - (۲) مبلغ پرداختی با استفاده از رابطه‌های مشخص تعیین می‌شود.
 - (۳) مبلغ ثابتی (یا مبلغی براساس فرمول خاص) را در سررسید تضمین می‌کنند.
- بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت یکی از زمینه‌های مناسب مهندسی مالی است و در دهه گذشته ابداعات و نوآوریهای بسیار زیادی در آن ایجاد شده است.

ب - ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت^(۱)

ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت کوتاه‌مدت شامل اوراق تجاری و گواهیهای سپرده‌اند. ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت میان و درازمدت شامل اسناد و اوراق قرضه است. سررسید اسناد در بیشتر موارد یکسال یا کمتر است و اوراق قرضه سررسید ۲۰ تا ۳۰ ساله دارند.

اوراق قرضه با بهره ثابت براساس بعضی ویژگیها و خصوصیات دسته‌بندی می‌شوند. این ویژگیها شامل منتشرکننده، هدف از انتشار، نوع اوراق بهادار که بر روی برگه منعکس شده، روش پرداخت بهره و روش بازپرداخت اصل آن است.

اوراق قرضه همچنین براساس نوع وثیقه نیز طبقه‌بندی می‌شوند؛ وثیقه اوراق بهادار می‌تواند شکل دارایی اصلی یا دارایی شخصی یا تضمین به وسیله واحدی دیگر را به خود بگیرد:

■ **اوراق قرضه رهنی^(۲)** - اوراق قرضه‌ای است که به وسیله دارایی حقیقی تضمین می‌شود. در اوراق قرضه رهنی ناشر دارایی‌اش را در رهن دارندگان اوراق قرضه می‌گذارد. دارندگان اوراق قرضه رهنی به هنگام ورشکستگی شرکت، نسبت به دارایی رهنی ادعای یکسانی دارند. همه اوراق قرضه رهنی سررسید یکسان ندارند.

1- Fixed Rate Security

2- Collateral Trust Bonds

■ **اوراق قرضه تضمین‌شده**^(۱) - بعضی از اوراق قرضه به وسیله نهاد دیگری تضمین می‌شود. مثلاً شرکتی که سهامش از درجه اعتبار پایینی برخوردار است ممکن است از بنگاهی که درجه اعتباری بالایی دارد بخواهد که بدهی وی را تضمین کند. به این ترتیب رتبه سهام از نظر اعتباری به وسیله پشتوانه اعتباری واحد تضمین‌کننده تعیین می‌شود. وقتی هیچ تضمینی وجود نداشته باشد، اوراق قرضه بدون تضمین نامیده می‌شود. بعضی موارد نیز منتشرکننده، اوراق قرضه تراز دوم را می‌فروشد.

■ **اوراق قرضه قابل تبدیل** - به منظور کاهش کوپن ضروری برای فروش اوراق قرضه بدون تضمین و اوراق قرضه تراز دوم، ناشران در بیشتر موارد این ابزارها را قابل تبدیل به دیگر داراییها - عمدتاً سهام عادی - می‌کنند. به این قبیل اوراق قرضه، اوراق قرضه قابل تبدیل می‌گویند.

اوراق قرضه ممکن است اوراق قرضه بانام یا اوراق قرضه بی‌نام باشند. گاهی اوقات به اوراق قرضه بی‌نام اوراق قرضه کوپنی نیز می‌گویند.

■ **اوراق قرضه درآمدی** - اوراق قرضه درآمدی نرخ بهره ثابتی دارند؛ اما می‌توانند تحت شرایط خاصی از پرداخت بهره اجتناب ورزند این عمل در صورت وقوع حوادث و وجود شرایط خاص امکان‌پذیر است. عدم پرداخت بهره ممکن است تراکمی یا غیرتراکمی باشد. اوراق قرضه درآمدی، تراکمی است چنانچه بهره در فاصله زمانی بعد پرداخت شود. در غیر این صورت آن را اوراق قرضه درآمدی غیرتراکمی می‌گویند.

■ **اوراق قرضه مسلسل** - اوراق قرضه‌ای است که به تعدادی سری تقسیم می‌شود که هر کدام زمان سررسید خاص و بهره خاصی دارند.

بانکها به منظور کسب درآمد و افزایش عایدی، اوراق قرضه میان و درازمدت منتشر می‌کنند. مقامات بانکی معمولاً سرمایه مبتنی بر سهام^(۲) را به سرمایه مبتنی بر بدهی^(۳) ترجیح می‌دهند. اوراق بدهی کوتاه‌مدت بانکها و دیگر مؤسسات سپرده‌پذیر، گواهی سپرده نامیده می‌شوند. در حالی که اوراق بدهی کوتاه‌مدت شرکتها اوراق تجاری خوانده می‌شود. به این دو ابزار مجموعاً ابزارهای بازار پول می‌گویند.

■ **اوراق تجاری** - برگه تعهد بدون پشتوانه‌ای است که سررسید آن ۲۷۰ روز یا کمتر است. مدت مدیدی اوراق تجاری مانند اسناد خزانه با تنزیل قیمت اسمی به فروش می‌رسید. امروزه به بعضی از اوراق تجاری نرخ بهره نیز تعلق می‌گیرد. اوراق تجاری برای شرکتهایی که در کوتاه‌مدت به وجه نقد نیاز دارند، ابزار مالی مؤثری هستند. گفتنی است که اوراق تجاری می‌تواند به عنوان راهکارهای تأمین مالی میان و درازمدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در اینگونه مواقع، شرکت اوراق تجاری جدید را با این قصد منتشر می‌کند که بتواند بدهیهای قبلی خود (اوراق قبلی) را - که مدت آنها به پایان رسیده - با به گردش درآوردن اوراق جدید بپردازد. مثلاً شرکتی که به وجوه نقد برای مدت ۴ سال نیاز دارد بجای اینکه اوراق چهارساله منتشر کند، می‌تواند به عنوان یک استراتژی، انتشار اوراق تجاری شش‌ماهه را انتخاب نموده و سپس این برگه را هفت بار با سررسیدهای شش‌ماهه به گردش درآورده تا اینکه دوره مالی وی به پایان رسد.

1- Subordinated Debentures

2- Equity Capital

3- Debt Capital

پ - ابزارهای مالی با نرخ شناور

گرچه هر ابزار کوتاه مدت نرخ ثابتی را پرداخت می کند؛ اما در هر گردش نرخ مورد تجدیدنظر قرار گرفته و به این ترتیب این نوع استراتژی تأمین مالی ویژگی نرخ شناور را دارد. راه دیگر تأمین مالی آن است که ابزار مالی میان مدت و بلندمدت با نرخ شناور منتشر شود. بدهی با نرخ شناور که گاهی اوقات بنام بدهی با نرخ متغیر یا بدهی با نرخ قابل تبدیل نیز خوانده می شود تعهدی است که در آن در هر دوره نرخ بهره خود را به تغییرات شرایط بازار تطبیق می دهد. به طور کلی این ابزارها "اوراق با نرخ شناور"^(۱) خوانده شده و به نام اختصاری "شناورها"^(۲) معروفند. اوراق با نرخ شناور از جمله ابزارهای بدهی از نوع اوراق قرضه اند که نرخ آنها بجای اینکه ثابت باشد شناور است و بیشتر ابزارهای بدهی بلندمدت سنتی را تشکیل می دهند. بانکها نیز اوراق بهادار با نرخ شناور منتشر کرده که به آن گواهی های سپرده با نرخ شناور می گویند. با عرضه اوراق بدهی با نرخ بهره شناور، شرکت می تواند همان نتایج بکارگیری استراتژی گردش اوراق تجاری را بدست آورد.

ت - اوراق بهادار با نرخ بهره صفر

این ابزارها، اهرم مفیدی برای تحقق اهداف بازده پرتفوی، مصونیت در مقابل احتمال خطر و ایجاد ابزارهای ترکیبی متنوع هستند.

ج - اوراق قرضه با بهره صفر

یک ابزار بدهی است که با تنزیل ارزش اسمی فروخته می شود. چنانکه از نام آن پیداست، به این ابزارها هیچ نرخ بهره ای تعلق نمی گیرد. در عوض، به مرور که به سررسید نزدیک می شوند، ارزش آن تدریجاً افزایش می یابد. در سررسید، ارزش اسمی این اوراق بازپس داده می شود. به طور کلی دارندگان اوراق قرضه با درآمد ثابت و به طور خاص دارندگان اوراق بهادار با نرخ بهره صفر در معرض اشکال مختلف احتمال خطر قرار دارند که عبارتند از:

- **احتمال خطر نرخ بهره** - احتمال کاهش ارزش اوراق بهادار در واکنش به نرخ بهره و عایدی آن؛
- **احتمال خطر قصور و کوتاهی** - احتمال کوتاهی صادرکننده اوراق بهادار در تعهدات مالی خود به گونه ای که دارنده این ابزار نتواند اصل و فرع سرمایه خود را دریافت کند؛
- **احتمال خطر خرید** - یا احتمال خطر پیش پرداخت، احتمال خطری است که سرمایه گذار، جزیی از اصل وام یا کل آن را قبل از پایان تاریخ مورد انتظار بپردازد؛
- **احتمال خطر قدرت خرید** - خطری است که در آن قدرت خرید عایدی کمتر از آنچه انتظار می رود، است که این امر به لحاظ تورم است.

علیرغم وجود خطرات فوق، هنوز دارندگان اوراق بهادار سنتی - ابزارهای خزانه داری - برای مدیریت احتمال خطر

1- Floating Rate Notes (FRN س)

2- Floaters

نرخ بهره، خطر ورشکستگی و خطر قدرت خرید مطلوب هستند. به این ترتیب که:

برای مدیریت احتمال خطر نوسان نرخ بهره، اولین شیوه آن است که سررسید ابزار با افق سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار منطبق شود. دومین شیوه، آن است که صرفاً در ابزارهایی سرمایه‌گذاری شود که سررسید کوتاهتری از افق زمانی سرمایه‌گذار داشته باشد. شیوه سوم آن است که ابزاری با سررسید طولانی‌تر از افق سرمایه‌گذاری خریداری شود. آنگاه با استفاده از ابزارهایی نظیر معاملات آتی، سلف و دیگر ابزارهای مشتقه، در برابر احتمال خطر نرخ بهره ایجاد مصونیت کرد.

مشکل احتمال خطر قصور نیز از چندین راه مدیریت می‌شود. آسانترین راه آن است که در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری شود که به طور انفرادی کمترین میزان احتمال خطر را داشته باشد. این اوراق مطمئن شامل تعهدات خزانه‌داری، شهرداریها و شرکت‌های معتبر است. راه دیگر آن است که ترکیب متنوعی از سهام انتخاب شود. از نظر مهندسی مالی برای مدیریت احتمال خطر قدرت خرید، می‌توان ارزش‌نهایی اوراق قرضه را با نرخ تورم شاخص‌بندی کرد. اوراق بهادار با کوپن صفر علاوه بر مدیریت احتمال خطرات گوناگون، ویژگی‌هایی نیز از لحاظ مالیاتی دارند.

■ **اوراق بهادار با کوپن صفر و آربیتراژ تبدیل** – ایجاد اوراق قرضه با کوپن صفر از اوراق سنتی مثال کلاسیک آربیتراژ تبدیل است. در آربیتراژ تبدیل یک ابزار یا گروهی از ابزارها، با مجموعه‌ای از ویژگی‌های مفروض، به ابزار دیگر یا گروهی از ابزارها که ویژگی‌های سرمایه‌گذاری متفاوتی دارد، تبدیل می‌شود.

■ **بازار باز خرید اوراق بهادار و معکوس آن**^(۱) – قرارداد باز خرید، به فروش و باز خرید همزمان اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف اطلاق می‌شود. قرارداد باز خرید معکوس^(۲) نقطه مقابل قرارداد باز خرید است. به این مفهوم که قرارداد، خرید و فروش همزمان یک اوراق بهادار با سررسیدهای مختلف است. گفتنی است که باز خرید و معکوس آن دو روی یک معامله‌اند. نام آن بستگی به این دارد که در اولین قرارداد، فرد خریدار است یا فروشنده. از این اوراق برای تأمین مالی وجوه کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری نقدی کوتاه‌مدت و بدست آوردن اوراق بهادار و فروش‌های کوتاه‌مدت استفاده می‌شود.

■ **اوراق قرضه بنجل**^(۳) – اوراق قرضه بنجل که به آن اوراق قرضه "نوع پرخطر"^(۴) می‌گویند؛ اوراق قرضه‌ای هستند که درجه و اعتباری کمتر از سرمایه‌گذاری دارند. این سهام اغلب به نام از آسمان افتاده‌ها^(۵) نامیده می‌شوند.

■ **سهام ممتاز با نرخ شناور** – سهام ممتاز با نرخ شناور، سهامی است که در آن نرخ سود سهام به شکل دوره‌ای و براساس قانون خاصی تعدیل می‌شود. این سهام عبارتند از:

– **سهام ممتاز با نرخ قابل تعدیل**^(۶) – سهامی است که در آن نسبت تبدیل ثابت است.

1- The Repo / Reverse Market

2- Reverse Repurchase Agreements

3- Junk Bond

4- Speculative Grade

5- Fallen Angels

6- ARPs

- سهام ممتاز با نرخ قابل تعدیل و تبدیل^(۱) - در این سهام نسبت تبدیل هر فصل تعیین می‌شود تا با ارزش اسمی برابر شود.

- سهام ممتاز با نرخ قابل تبدیل نقطه‌ای^(۲) - مانند سهام ممتاز قابل تعدیل در هر دوره تعدیل می‌شود اما نرخ سود سهام با نرخ معیار مثلاً اوراق خزانه سه ماهه یا لیبور^(۳) سه ماهه تعیین می‌شود.

■ **اوراق بدهی با نرخ شناور معکوس^(۴)** - به این اوراق شناورهای معکوس نیز می‌گویند. نرخ تعدیل این اوراق به طور دوره‌ای براساس نرخ معیار تعیین می‌شود. اما در این مورد، نرخ تعدیل بر عکس جهت حرکت نرخ معیار است.

۲-۳ ابزارهای مشتقه^(۵)

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

قراردادهای آتی،^(۶) قراردادهای سلف،^(۷) اختیار معامله^(۸) (یک دوره‌ای و چند دوره‌ای) و معاوضه.^(۹)

۲-۳-۱ قراردادهای آتی و سلف

قراردادهای آتی و سلف قراردادهایی هستند که به منظور تحویل دارایی‌های مورد نظر در زمانهای مختلف بسته می‌شوند. به همین دلیل است که گاهی اوقات به این قراردادها، قرارداد تحویل تعویقی نیز می‌گویند. در این تعریف، بین قرارداد برای تحویل تعویقی و قرارداد برای تحویل فوری تمایز گذاشته می‌شود. قرارداد تحویل فوری، شامل قراردادهای قیمت نقدی است. در حقیقت قراردادهای آتی و سلف برای افراد این امکان را به وجود می‌آورند که از احتمال خطر قیمت - خطر قیمت سهام و کالا - خود را حفظ کنند. این کار نیز از طریق قفل کردن قیمت ابزارهایی که در معامله مورد استفاده قرار می‌گیرند انجام می‌شود.

الف - معاملات آتی

نوعی معاملات استاندارد است که در آن، به فروشنده قرارداد کوتاه^(۱۰) و به خریدار آن بلند^(۱۱) اطلاق می‌شود. هر دو طرف، رسید حسن انجام معامله را بنام "ودیعہ"^(۱۲) نزد نهاد پایاپای (نهاد تسویه) می‌سپارند. هر قرارداد آتی یک تاریخ (به ماه) دارد که بیانگر ماه تحویل قرارداد یا پایان آن است. معاملات آتی مالی که بر ابزارهای بدهی صورت

1- CAP_S

2- SPAR_S

3- LIBOR

4- Reverse Floating Rate Delt

5- Derivative Instruments

6- Futures

7- Forwards

8- Options

9- Swaps

10- Short

11- Long

12- Margin

می‌گیرد بنام معاملات آتی بهره‌دار نامیده می‌شود. معاملات آتی مالی بر ارزشهای خارجی نیز به نام معاملات آتی ارزشهای خارجی خوانده می‌شود. معاملات آتی بر شاخص بازار سهام نیز انجام می‌شود که به نام معاملات آتی شاخص سهام^(۱) نامیده می‌شود.

ب - معاملات سلف

از آنجایی که معاملات سلف استاندارد نیستند، طرفین می‌توانند قرارداد را به نحو دلخواه و با توجه به نیاز خود تنظیم کنند. معاملات معاوضه^(۲) به هر شکل که باشند - معاوضه نرخ بهره، ارز یا کالا - بخشی از معاملات سلف هستند. نوع دیگری از معاملات سلف، معاملات آتی دلار اروپایی^(۳) است که اخیراً، سال ۱۹۸۳، معرفی شده است. در این نوع قرارداد، دو طرف در مورد نرخ بهره پرداختی بر سپرده در موعد معین به توافق می‌رسند.

پ - معاوضه

در تاریخ بازارهای مالی، هیچکدام از بازارها به سرعت و وسعت معاملات معاوضه گسترش نیافته‌اند. امروزه شرکت‌های صنعتی، شرکت‌های مالی، پس‌اندازکنندگان، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، سازمان‌های جهانی و دولتهای مقتدر و مستقل از معاملات معاوضه استفاده می‌کنند. از معاملات معاوضه در جهت کاهش هزینه تأمین سرمایه، مدیریت احتمال خطر، استفاده از صرفه‌جوییهای مقیاس، آربیتراژ بازارهای جهانی سرمایه، ورود به بازارهای جدید و ابداع و خلق ابزارهای ترکیبی استفاده می‌شود.

■ ساختار معاملات معاوضه

کم‌وبیش تمام قراردادهای معاوضه با ساختار مشابهی تنظیم می‌شوند. دو طرف بر تبادل مقادیر خاصی از یک دارایی موافقت می‌کنند. در معاملات معاوضه به تبادل مقادیر خاص، مقادیر فرضی یا ذهنی^(۴) گفته می‌شود تا از مبادله فیزیکی در بازارهای نقدی که به آنها مقادیر واقعی گفته می‌شود تمیز داده شوند. معامله معاوضه ممکن است حاوی یک یا تعدادی مبادلات ذهنی و یا فاقد آن باشد. براساس مبادلات فرضی دو طرف برای استفاده از دارایی پرداختهای دوره‌ای به یکدیگر دارند. طرف اول برای استفاده از دارایی به طرف دوم در قیمت ثابت مبلغی می‌پردازد. این قیمت ثابت کوپن معاوضه نامیده می‌شود. همزمان طرف دوم نیز برای استفاده از دارایی پرداختهای دوره‌ای در قیمت شناور (قیمتی که بازار تعیین می‌کند) می‌پردازد. گفتنی است که با تعریف مناسب واژه‌ها و یا اضافه کردن بندهای خاص، ساختار ساده معاملات معاوضه تغییرات زیادی می‌کند به گونه‌ای که می‌تواند برای نیازهای نهایی طرفین بکار رود.

۱- Stock Index Futures: نوعی پیمان آتی یا قرارداد پیش‌خرید یا پیش‌فروش است که بر مبنای عملکرد شاخص قیمت سهام بورس نیویورک یا بر مبنای شاخص قیمت ۱۰۰ سهم S&P تنظیم می‌شود.

2- Swap

3- Forward Rate Aggrement

4- Notional

۱- معاملات معاوضه نرخ بهره

معامله معاوضه نرخ بهره، اغلب بخاطر تمایل به کاهش هزینه تأمین مالی، مورد توجه است. در این موارد، یک طرف معامله به منابع مالی با نرخ ثابت نسبتاً ارزان دسترسی دارد؛ اما مایل است که از نرخ شناور برای تأمین مالی استفاده کند. در حالیکه طرف دیگر به منابع با نرخ شناور نسبتاً ارزان دسترسی دارد، اما تمایل به تأمین مالی با نرخ ثابت دارد. با ورود به معاملات معاوضه هر دو طرف می‌توانند شکل دلخواه تأمین مالی را باز یافته و بطور همزمان از مزایای نسبی وام‌گیری بهره‌مند شوند.

۲- معاملات معاوضه ارز

در معامله معاوضه ارز، ارزهایی که در قرارداد نوشته شده، متفاوت است. به این دلیل، معمولاً (و نه همیشه) باید تسعیر شوند. هر گاه یکی از طرفین نسبت به طرف دیگر دسترسی نسبتاً ارزانتری به ارز داشته باشد، از معاوضه نرخ ارز استفاده می‌شود.

۳- معاملات معاوضه کالا

در معامله معاوضه کالا، طرف اول در ازای استفاده از کالا، پرداختهای ادواری با قیمت ثابت می‌پردازد. طرف دوم برای استفاده از کالا با نرخ شناور مبلغی با نرخ شناور می‌پردازد. کالاها ممکن است یکسان یا متفاوت باشند. چنانچه کالاها یکسان باشند نیازی به مبادله فرضی نیست و چنانچه متفاوت باشند، مبادله فرضی لازم است.

۲-۳-۲ اختیار معامله^(۱)

اختیار معامله، قراردادی است که بین دو نفر بسته می‌شود که در آن یک طرف حق انجام معامله را دارد اما تعهد و الزامی نسبت به انجام آن ندارد. مفهوم اختیار معامله مفهومی عام است. و شامل اختیار خرید^(۲) و اختیار فروش^(۳) است. اختیار خرید به خریدار حق خرید (و نه تعهد خرید) دارایی خاصی را می‌دهد. اختیار فروش به خریدار حق فروش (و نه تعهد فروش) دارایی مورد نظر را می‌دهد. از آنجائیکه اختیار (حق) بدون تعهد و الزام دارای ارزش است، خریدار اختیار معامله باید در ازای خرید اختیار معامله به فروشنده پرداختی داشته باشد. قیمتی که برای اختیار معامله پرداخت می‌شود، قیمت برگ اختیار خرید و فروش^(۴) نام دارد.

1- Option

2- Call Option

3- Put Option

4- Premium

۱- اختیار معامله یک دوره‌ای

اختیار معامله یک دوره‌ای، معامله‌ای است که یک دوره تعریف شده را پوشش می‌دهد. تاریخ دقیقی که حق اختیار معامله منقضی می‌شود را تاریخ انقضا می‌نامند. قیمتی که خریدار ممکن است به فروشنده اختیار معامله بپردازد تا دارایی را خریداری کند، قیمت توافق شده یا قیمت توافقی^(۱) می‌گویند.

فروشنده برگ اختیار خرید را فروشنده استقراضی اختیار معامله و خریدار را مالک اختیار معامله گویند. دو نوع اختیار خرید و فروش وجود دارد: اختیار خرید و فروش آمریکایی و اروپایی. آمریکایی بودن اختیار معامله، بیانگر منشأ آن نیست به عبارت دیگر از نظر جغرافیایی معنی‌دار نیست.

■ اختیار معامله اروپایی - اختیار معامله‌ای است که فقط در طول یک دوره کوتاه نزدیک به پایان عمر اختیار معامله انجام می‌شود.

■ اختیار معامله آمریکایی - در هر دوره‌ای از زمان یعنی از لحظه‌ای که به وجود آمده تا لحظه انقضا انجام می‌گیرد. برای شناسایی و معرفی کامل اختیار معامله موارد متعددی باید مشخص شود که شامل موارد زیر است: دارایی مورد نظر، نوع اختیار معامله (خرید یا فروش)، قیمت توافقی، تاریخ انقضا، نام بازار بورس. گفتنی است که بعضی از مهمترین انواع اختیار معامله در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند. ارزش جاری یا قیمت جاری برگ اختیار خرید و یا اختیار فروش متشکل از دو جزء است: ارزش ذاتی و ارزش زمانی. اختیار معامله می‌تواند "در حدود"^(۲)، "درست در حد"^(۳) و "خارج از حد"^(۴) باشد. اگر قیمت دارایی موردنظر بیشتر از قیمت توافقی باشد، اختیار معامله خرید "در حدود" است. اگر قیمت دارایی دقیقاً برابر قیمت توافقی باشد به آن "درست در حد" گفته می‌شود و دست آخر به آن "خارج از حد" می‌گویند چنانچه قیمت دارایی از قیمت توافقی کمتر باشد. این رابطه برای اختیار فروشها برعکس می‌شود. تفاوت بین ارزش کل اختیار معامله و ارزش ذاتی را ارزش زمانی می‌گویند.

■ استراتژیهای ترکیبی اختیار معامله

انواع استراتژیهای ترکیبی اختیار معامله که بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرند به قرار زیر هستند:

- ۱- خرید همزمان برگ اختیار خرید و برگ اختیار فروش سهام عادی؛^(۵)
- ۲- خرید یک برگ اختیار خرید سهام و فروش همزمان یک برگ اختیار خرید همان سهم که قیمت توافقی دارد؛
- ۳- خرید و فروش همزمان تعداد معینی از یک نوع برگ اختیار خرید سهام با قیمت توافقی مشابه و سررسیدهای متفاوت؛

1- Strik Price - Exercise Price

2- In The Money

3- At The Money

4- Out of The Money

5- Straddle

۴- خرید و فروش همزمان برگ اختیار خرید یا فروش سهام یک شرکت با قیمت‌های توافقی و سررسیدهای متفاوت؛

۵- خرید دو برگ اختیار خرید سهام و به صورت همزمان فروش دو برگ اختیار خرید همان سهام با قیمت‌های توافقی متفاوت.

۲- اختیار معامله‌های چند دوره‌ای

اختیار معامله چند دوره‌ای، محصول جدیدی در مهندسی مالی است. با این حال این ابزارها بسیار موفق بوده‌اند و ویژگی‌های بارزی دارند. آنها به سادگی با ابزارهای دیگر مانند معاوضه تلفیق و ترکیب شده و پاسخهای تخصصی مناسبی را برای مشکلات مالی فراهم می‌کنند.

■ **اختیار معامله با حداکثر نرخ بهره^(۱)** - در اختیار معامله با حداکثر نرخ بهره، فروشنده در هر زمان به دارنده اختیار معامله بهره‌ای می‌پردازد. نرخ بهره مورد نظر بیش از نرخ بهره کف در تاریخ عقد قرارداد است. به این صورت در مقابل نرخهای بهره مصونیت ایجاد می‌شود. گفتنی است که گرچه این نوع معامله جزء اختیار معامله‌های چند دوره‌ای است با این حال کل حق فروش و حق خرید قبلاً پرداخت می‌شود. دلالت معمولاً آنها را خرید و فروش کرده و از مابه‌التفاوت قیمت استفاده می‌برند. مهندسی مالی اغلب اختیار معامله بهره‌دار را با معاوضه بهره‌دار یا معاوضه ارزی ترکیب می‌کند. به این ترتیب معاملات معاوضه‌ای متکی به سقف نرخ بهره^(۲) بوجود می‌آید.

■ **اختیار معامله با حداقل نرخ بهره^(۳)** - فروشنده اختیار معامله با حداقل نرخ بهره، به خریدار نرخ بهره‌ای می‌پردازد. یعنی زمانی که نرخ بهره معیار، از نرخ بهره قرارداد یعنی نرخ بهره کف کمتر می‌شود، بهره‌ای پرداخته می‌شود.

■ **اختیار معامله ترکیبی^(۴)** - این اختیار معامله، ترکیبی از اختیار معامله با حداکثر نرخ بهره و اختیار معامله با حداقل نرخ بهره است که در آن خریدار، یک اختیار معامله با حداکثر نرخ بهره را خریده و همزمان یک اختیار معامله با حداقل نرخ بهره را می‌فروشد.

به همین ترتیب، مهندسان مالی می‌توانند اختیار معامله ترکیبی را نیز با سوآپ ترکیب نمایند. این ترکیب بنام معاوضه حداقل - حداکثر^(۵) نامیده می‌شود.

انواع دیگر اختیار معاملات بهره‌دار شامل اختیار معامله با حداکثر نرخ بهره مشارکتی،^(۶) کاپشن^(۷) و سوآپشن^(۸) است.

1- Interest Rate Caps

2- Rate capped Swaps

3- Interest Rate Floors

4- Interest Rate Collars

5- Min - Max Swaps

6- Participating Caps

7- Capton

8- Swaption

۲-۴ اوراق بهادار ترکیبی^(۱)

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

۲-۴-۱ ابزار ترکیبی نرخ بهره - نرخ ارز^(۲)

بهترین مثال برای یک ابزار ترکیبی نرخ بهره - نرخ ارز، اوراق قرضه با ارز دوگانه است. در ساده‌ترین شکل آن می‌توان گفت یک اوراق قرضه با ارز دوگانه، اوراق قرضه با نرخ بهره ثابتی است که در آن نرخ بهره پرداختی بر حسب یک ارز و بازخرید اصل آن اوراق در تاریخ سررسید، بر حسب ارز دیگر است.

۲-۴-۲ ابزار ترکیبی نرخ بهره - سهام^(۳)

ابزار ترکیبی نرخ بهره - سهام، عامل نرخ بهره را با عامل سهام در بازده و عایدی نهایی اوراق بهادار، ترکیب می‌کند. مهندسان مالی در بیشتر موارد از شاخص اصلی بازار به عنوان مبنایی برای ابزارهای ترکیبی سهام استفاده می‌کنند زیرا شاخص، نقدینگی زیادی داشته و مبتنی بر سرمایه است.

۲-۴-۳ ابزار ترکیبی ارز - کالا^(۴)

در ابزار ترکیبی ارز - کالا کل بازده اوراق بهادار ترکیبی، تابعی از بازده اصلی نرخ ارز خارجی و بازده اصلی قیمت یک کالا مانند نفت است.

۳- ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه ایران

تأمین منابع مالی درازمدت به شکلهای مختلف امکان‌پذیر است. عمده‌ترین روشهای تأمین منابع مالی از بازارهای سرمایه برای شرکتهای صنعتی و بازرگانی، انتشار اوراق بهادار است. پس از پیروزی انقلاب اسلامی، به دلیل تصویب قانون بانکداری بدون ربا، آن دسته از ابزارهای مالی که دارای نرخ بهره ثابت بودند از فهرست اوراق بهادار مجاز حذف شدند. در نتیجه از بین ابزارهای موجود سهام عادی مورد توجه قرار گرفت. افزون بر این، به دلیل وجود تبصره‌های تکلیفی و سیاستهای انقباضی دولت و افزایش نرخ ارز، استقراض از

1- Hybrid Securities

2- Interest Rate / Foreign Exchange Hybrid

3- Interest Rate / Equity Hybrid

4- Currency / Commodity Hybrid

شبکه بانکی جوابگوی تأمین نیازهای مالی و نقدینگی مورد نیاز شرکتها و مؤسسات تولیدی نبود. از این رو بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۶۸ دوران جدیدی از فعالیت را آغاز نمود. به نحوی که از سال ۱۳۶۸ ارزش و حجم معاملات سهام و حق تقدم افزایش چشمگیری یافت.

به مرور و بنا به ضرورت ابزارهای مالی دیگری (به جز سهام عادی و حق تقدم) در بورس اوراق بهادار تهران معرفی و مورد معامله قرار گرفتند. این ابزارها عبارتند از اوراق مشارکت و واریزنامه‌های صادراتی. به این ترتیب در حال حاضر ابزارهای مالی موجود در بورس اوراق بهادار تهران بشرح زیر می‌باشند:

سهام عادی، حق تقدم، اوراق مشارکت، واریزنامه‌های صادراتی.

۳-۱ اوراق سهام عادی

ورقه سهم، سند قابل معامله‌ای است که مبین میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در یک شرکت سهامی است. امروزه انتشار سهام برای تأمین منابع لازم در سرمایه‌گذاری‌های بزرگ، روش متداول و متعارفی است که مستقیماً از پس‌اندازهای افراد تغذیه می‌شود.

متداولترین نوع سهام، سهام عادی یا سهام معمولی است که دارندگان آن به مبلغ مساوی از حقوق و امتیازات واحدی برخوردارند. اکثریت سهام شرکتها به صورت سهام عادی منتشر می‌شود. از این رو کنترل مدیریت شرکت در دست صاحبان سهام عادی است.

سهام عادی انواع گوناگونی دارد. از جمله به سهام عادی دارای حق رأی و سهام عادی بدون حق رأی می‌توان اشاره کرد. از نظر تملک نیز سهام را می‌توان به دو دسته کلی سهام بانام و سهام بی‌نام تقسیم کرد.

براساس ماده ۲۵ قانون تجارت ایران، اوراق سهام باید متحدالشکل، چاپی و دارای شماره ترتیب باشند. اوراق سهام باید به امضای دست کم دوف نفر که براساس مقررات اساسنامه تعیین می‌شوند برسند. بروی برگه سهم باید موارد زیر درج شود:

نام شرکت و شماره ثبت آن، مبلغ سرمایه ثبت شده و سرمایه پرداخت شده، تعیین نوع سهم، مبلغ اسمی سهم و مقدار پرداخت شده آن با حروف و با عدد.

در انتشار سهام باید نکاتی را از جمله: تعیین بهای اسمی، یکسان بودن بهای اسمی و بانام بودن سهام رعایت شود. گفتنی است به منظور ایجاد سهولت در معامله بهتر است بهای اسمی سهام مضربی از ۱۰۰ یا ۱۰۰۰ واحد پولی کشور باشد.

با شروع فعالیت مجدد بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۶۸، آمار حجم معاملات سهام بطور چشمگیری افزایش یافت (جدول شماره ۲).

جدول شماره ۲- حجم عملیات بورس از آبان ۱۳۶۸ تا پایان شش‌ماهه اول سال ۱۳۷۷

سال	تعداد سهام معامله شده [هزار سهم]	حجم معاملات [میلیارد ریال]	تغییرات حجم معاملات نسبت به سال قبل [درصد]
۱۳۶۸	۳،۹۸۴	۱۱/۱	—
۱۳۶۹	۱۳،۳۱۴	۶۴/۷	+۴۸۲/۹
۱۳۷۰	۶۲،۵۹۴	۴۷۸/۳	+۶۳۹/۲
۱۳۷۱	۴۹،۷۵۶	۳۵۲/۱	-۲۶/۴
۱۳۷۲	۹۷،۳۲۸	۵۱۵/۷	+۴۶/۵
۱۳۷۳	۱۴۹،۲۳۷	۷۹۳/۴	+۵۳/۸
۱۳۷۴	۴۳۲،۱۳۸	۱،۸۸۰/۶	+۱۳۷
۱۳۷۵	۸۰۱،۷۶۷،۶۵۶	۴،۳۸۱/۶	+۱۳۳
۱۳۷۶	۵۵۶،۱۵۷،۸۵۴	۲،۰۱۷/۶	-۵۴
شش‌ماهه اول ۱۳۷۷	۳۱۴،۳۴۷،۸۱۱	۸۲۶/۴	—

۳-۱-۱ حق تقدم خرید سهام

صاحبان سهام عادی علاوه بر دریافت سود سهام و حق دادن رأی، حق دیگری هم دارند که آن را حق تقدم خرید سهام می‌نامند. حق تقدم حقی است که به موجب آن دارندگان فعلی سهام عادی در خرید سهام جدید انتشار اولویت خواهند داشت. داشتن چنین حقی به سهامداران این امکان را می‌دهد تا درصد مالکیت خود را ثابت نگهدارند.

هدف از اعطای حق تقدم دو چیز است:

- حفظ کنترل سهامداران موجود بر اداره امور شرکت؛

- حفظ حقوق حقوق سهامداران موجود در مقابل کاهش بهای سهام در نتیجه انتشار سهام جدید.

۳-۲ اوراق مشارکت

اوراق مشارکت نوعی ابزار مالی است که اخیراً به منظور تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی دولت، شهرداریها، شرکت‌های دولتی و خصوصی در کشور منتشر می‌شود.

پس از انقلاب و تصویب قانون بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۳، انتشار اوراق قرضه در کشور متوقف شد. اقدام به توقف انتشار اوراق قرضه در شرایطی انجام شد که بانکها از یک سو به لحاظ اجرای سیاست‌های پولی خاص در تأمین اعتبار بخشهای اقتصادی مشکلاتی داشته و از سوی دیگر دولت نیز با گسترش دامنه فعالیت‌های اقتصادی خود تعهدات مالی هنگفتی را برای خود ایجاد نموده و دچار کسری بودجه شدیدی بود. همچنین، اجرای برنامه‌های بازسازی کشور در قالب برنامه‌های عمرانی اول و دوم، مستلزم حجم بسیار وسیعی از سرمایه‌گذاری بود. از این رو با

توجه به توقف انتشار اوراق قرضه، فکر ایجاد ابزاری مشابه اوراق قرضه که منع قانونی نداشته و در عین حال بتواند در حجم وسیع نیز منتشر و مورد استفاده قرار گیرد مطرح شد.

در همین راستا به منظور توسعه مالی و افزایش ابزارهای مالی جهت تأمین مالی طرحهای بخش خصوصی و دولتی شورای پول و اعتبار مصوبه‌ای در مورد انتشار اوراق مشارکت صادر نمود و در چهارم تیرماه سال ۱۳۷۳، مقررات ناظر بر انتشار "اوراق مشارکت" در هشتصد و بیست و پنجمین جلسه‌ی شورای پول و اعتبار به تصویب رسید. بر این اساس تهیه دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت به عهده‌ی بانک مرکزی گذاشته شد. بانک مرکزی در تاریخ ۱۳۷۳/۶/۱۴ دستورالعمل فوق را در ۵۹ ماده تصویب کرد. دستورالعمل مذکور، انتشار اوراق مشارکت را در چارچوب عقد مشارکت مدنی قرار می‌دهد. بر این اساس بهای هر ورقه مشارکت سهم‌الشرکه دارنده آن است. طبق ماده ۱ دستورالعمل بانک مرکزی، "اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرحهای سودآور تولیدی و خدماتی (باستثنای امور بازرگانی) در چارچوب عقد مشارکت مدنی توسط سازمان مجری طرح که مالکیت آن را دارد منتشر می‌شود. هر ورقه نشاندهنده‌ی میزان سهم‌الشرکه دارنده‌ی آن در مشارکت است. با فروش اوراق مشارکت رابطه وکیل و موکل بین سازمان و خریدار اوراق مشارکت محقق می‌شود. سازمان به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خرید و فروش هر گونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید. انتقال اوراق در رابطه وکالت موجود خدشه‌ای وارد نمی‌نماید و این رابطه تا سررسید اوراق بین سازمان و دارندگان اوراق نافذ و معتبر است."

۳-۲-۱ مقررات حاکم بر انتشار اوراق مشارکت

در سال ۱۳۷۳ دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت، از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران صادر شد.

در بهمن ماه سال ۱۳۷۴ وزارت مسکن و شهرسازی در اجرای تبصره ۸۴ قانون بودجه سال ۱۳۷۴ کل کشور اقدام به انتشار اوراق مشارکت پروژه‌ی بیمارستانی با حجم ۳۰ میلیارد ریال کرد. این اوراق بر مبنای تبصره مذکور، قابلیت معامله در بورس را داشت.

در سال ۱۳۷۵ در قانون بودجه، اجازه انتشار ۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت به دولت داده شد. و در تاریخ ۱۳۷۵/۵/۸ "لایحه‌ی نحوه انتشار اوراق مشارکت" به مجلس شورای اسلامی تقدیم شد. هدف از این لایحه، تلفیق امور مربوط به انتشار اوراق مشارکت توسط دستگاههای دولتی و بخش خصوصی و اعمال نظارت دولت بر نحوه انتشار، شرایط و میزان انتشار، صلاحیت ناشر و تضمین بازپرداخت مبالغ اسمی و سود تحقق یافته و مشخصات طرحهای مشمول به منظور اعمال سیاستهای پولی و تضمین حقوق خریداران اوراق مزبور است. براساس بند ۵ تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۶ کل کشور، دولت مجاز است که مبلغ ۲،۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر نماید. بر روی هم فهرست مجموعه قوانین و آئین‌نامه‌ها و مقررات پراکنده حاکم بر انتشار اوراق مشارکت به شرح زیر

است:

- ۱- دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۷۴/۶/۱۴ بانک مرکزی.
- ۲- تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران.
- ۳- آئین نامه اجرایی تبصره ۸۵ قانون فوق مصوب ۷۴/۵/۱۸ هیأت وزیران.
- ۴- تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۵ کل کشور که مجوز انتشار ۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت را به دولت داده است.
- ۵- بند ه تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۶ کل کشور که در آن به دولت اجازه انتشار ۲،۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت داده شده است.
- ۶- تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۶ کل کشور (ماده ۱۳)، که بانک مرکزی را کارگزار انتشار و فروش اوراق مشارکت قرار داده است.

۳-۲-۲ انتشار اوراق مشارکت: ابهامهای موجود

اوراق مشارکت به منظور ایجاد تنوع در اوراق بهادار در بازار سرمایه کشور طراحی و معرفی شده است. گرچه مقررات و آیین نامه هایی برای نظارت بر انتشار اوراق مشارکت وجود دارد، به نظر می رسد که هنوز مسائل فنی انتشار اوراق مشارکت (اوراق مشارکت چگونه و توسط چه کسی منتشر شود؟) مبلغ، نحوه فروش، ابعاد اجرایی کار (چه کسی بر جریانهای اجرایی آن نظارت خواهد کرد؟) روشهای برآورد نرخ سود (تعیین سودآوری اوراق و نحوه پرداخت سود آنها با چه کسی و چگونه خواهد بود؟)، ضوابط تعدیل سود و اینکه متعهد خرید کیست؟ عرضه عمومی و دادوستد آنها چگونه است؟ مطالعات فنی و مالی طرحها را چه کسی انجام خواهد داد و چه کسی اعتبار آن را تضمین خواهد کرد؟ روابط فنی، مالی و حقوقی سرمایه گذاران با مجریان و بهره برداران طرحها چگونه خواهد بود؟ آیا امکان تبدیل اوراق مشارکت به اسناد مالکیت وجود دارد؟ و ... دارای ابهام و پیچیدگیهایی است.

اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مالی باید متنوع باشد و با توجه به منتشرکننده، نرخ سود، مدت اعتبار و نحوه و قیمت فروش، قابلیت تبدیل آن به سهام و جمع شوندگی سود دارای تنوع بوده و بتواند خواسته های خریداران مختلف را برآورده نماید.

در حال حاضر تنوع اوراق مشارکت بسیار محدود است و آنهایی نیز که منتشر شده اند همه با نرخ سود یکسان ۲۰ درصد عرضه شده اند و عمدتاً سررسیدهای یکسانی دارند و از بین آنها فقط اوراق مشارکت بیمارستانی از سال ۱۳۷۵ در بورس پذیرفته شده و مورد معامله قرار می گیرد.

برای آنکه اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مالی بتواند در بورس رونق داشته باشد باید:

- متنوع باشد، - بازدهی و سررسیدهای متفاوتی داشته باشد، - بازدهی آن با دیگر انواع سرمایه گذاریها قابل مقایسه باشد. به عبارت دیگر جانشین مناسبی برای داراییهای مالی دیگر باشد، - بازدهی آن ریسک تورم را پوشش دهد، - قابل تبدیل به سهام باشد، - قابلیت نقد شوندگی زیادی داشته باشد، - عرضه آن باید زیاد باشد، - نرخ مناسبی

برای نقل و انتقال آن در نظر گرفته شود.

آمار معاملات اوراق مشارکت بیمارستانی که از مرداد ماه سال ۱۳۷۵ در بورس تهران، مورد معامله قرار گرفته، در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول شماره ۳- آمار ماهانه معاملات اوراق مشارکت بیمارستانی از سال ۱۳۷۵ لغایت شهریورماه ۱۳۷۷ (میلیون ریال)

سال	تعداد	ارزش	انباشته [تعداد]	انباشته [ارزش]
فروردین ۱۳۷۵	—	—		
اردیبهشت ۱۳۷۵	—	—		
خرداد ۱۳۷۵	—	—		
تیر ۱۳۷۵	—	—		
مرداد ۱۳۷۵	۷	۶		
شهریور ۱۳۷۵	—	—		
مهر ۱۳۷۵	۲۸۳	۱۱۸/۶		
آبان ۱۳۷۵	—	—		
آذر ۱۳۷۵	—	—		
دی ۱۳۷۵	۶۵۵	۲۴۶/۵		
بهمن ۱۳۷۵	۲۷۱	۱۲۷/۳		
اسفند ۱۳۷۵	۱,۴۸۲	—	۲,۷۸۶	۶۳۸/۷
فروردین ۱۳۷۶	۳۲	۱۶		
اردیبهشت ۱۳۷۶	۷۰	۱۵		
خرداد ۱۳۷۶	۲۸	۷		
تیر ۱۳۷۶	۱۳۴	۵۰		
مرداد ۱۳۷۶	۴۷۸	۹۰/۴		
شهریور ۱۳۷۶	—	—		
مهر ۱۳۷۶	۲	۱		
آبان ۱۳۷۶	۱	۱		
آذر ۱۳۷۶	—	—		
دی ۱۳۷۶	۲۳	۲/۳		
بهمن ۱۳۷۶	۴۴۶	۱۱۵/۵		
اسفند ۱۳۷۶	۷۴۴	۱۴۳/۲	۱,۹۵۸	۴۴۱/۴
فروردین ۱۳۷۷	—	—		
اردیبهشت ۱۳۷۷	—	—		
خرداد ۱۳۷۷	—	—		
تیر ۱۳۷۷	۱۷	۹/۵		
مرداد ۱۳۷۷	—	—		
شهریور ۱۳۷۷	—	—	۱۷	۹/۵*

* انباشته شش ماهه اول سال ۱۳۷۷

حجم معاملات اوراق مشارکت بیمارستانی بسیار اندک و در مقایسه با حجم معاملات سهام بسیار ناچیز و قابل چشم‌پوشی بوده است - جدول شماره ۳.

۳-۳ واریزنامه‌های ارز صادراتی

واریزنامه یا گواهی صادرات، ورقه‌ای است که نشان می‌دهد صادرکننده‌ای معین، کالایی مشخص را به خارج صادر کرده و ارز حاصله را با نرخ تعیین شده توسط بانک مرکزی به سیستم بانکی فروخته است. به بیان دیگر، واریزنامه‌ی صادراتی، سندی است که به موجب آن اجازه داده می‌شود معادل مبلغ معینی ارز - که در واریزنامه ذکر شده است - به وسیله‌ی صادرکننده خاصی، شخص حقیقی یا حقوقی که در واریزنامه نامش قید شده است، صرف واردات کالا (اقلام خاص) نماید و یا اینکه از طریق یکی از کارگزاران بانکها فقط در بورس اوراق بهادار تهران به فروش رساند. گرچه در ماده یک قانون بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۴۵، برگه واریز پیمان ارزی یا همان واریزنامه، از جمله اوراق بهادار قابل معامله در بورس تهران شناخته شده بود. اما از اوایل سال ۱۳۷۶، معامله واریزنامه‌ها در بورس به طور جدی مد نظر قرار گرفت.

ستاد پشتیبانی تنظیم بازار، زمینه‌ی اقدامات قانونی را فراهم ساخت و اداره سیاستها و مقررات ارزی بانک مرکزی دستورالعمل فروش و خرید واریزنامه‌های صادراتی در بورس اوراق بهادار تهران را تهیه کرد. معاملات واریزنامه در بورس از پنجم مرداد ماه سال ۱۳۷۶ آغاز شد.

براساس بخشنامه شماره ۶۰/۱۳۱۰ مورخ ۷۶/۴/۱۷ اداره سیاستها و مقررات ارزی بانک مرکزی صادرکنندگان، پس از واریز ارز حاصل از صادرات به شعبه بانکی که قبلاً "پیمان ارزی سپرده بودند، نسبت به ابطال آن پیمان اقدام و حداکثر ظرف یکماه از همان شعبه درخواست واریزنامه صادراتی می‌نمایند.

براساس این بخشنامه:

- معامله واریزنامه مجاز اما فقط در بورس اوراق بهادار انجام شود.

- صادرکننده موظف است حداکثر ظرف مدت یکماه از تاریخ تسویه کامل تعهدنامه، بانک را از قصد خود برای واردات از محل واریزنامه و یا انتقال آن به فرد دیگر به صورت کتبی آگاه کند.

- مهلت استفاده از واریزنامه به منظور ثبت سفارش در بانک و یا معامله در بورس نیز دو ماه از تاریخ صدور واریزنامه است.

- صادرکنندگانی که مایل به استفاده از واریزنامه خود نباشند می‌توانند کل مبلغ یا قسمتی از آن را با تکمیل برگه وکالتنامه و درخواست فروش واریزنامه و ارائه آن به بانک صادرکننده واریزنامه، فقط از طریق بورس اوراق بهادار برای استفاده واردکنندگان دیگر عرضه نمایند.

- واریزنامه فقط برای یکبار در بورس قابل معامله است.

کارگزاران بانکها در بورس اوراق بهادار سفارش‌های خرید و فروش واریزنامه‌ها را از متقاضیان دریافت کرده و معامله روی این اوراق در تالار بورس انجام می‌گیرد.

صادرکنندگان، پس از واریز ارز حاصل از صادرات به شعبه بانکی که در گذشته پیمان ارزی سپرده بودند، نسبت به ابطال آن پیمان اقدام و طبق بخشنامه می‌توانند حداکثر ظرف یکماه از همان شعبه درخواست واریزنامه صادراتی نمایند. مبلغ آن نیز در حال حاضر معادل ۱۰۰ درصد ارز حاصل از صادرات است.

حداقل نرخ فروش ارز واریزنامه به ازای هر دلار و نیز حداکثر زمانی که کارگزار، اجازه دارد واریزنامه را در آن مدت بفروشد، توسط صادرکنندگان کالا در فرم درخواست فروش واریزنامه قید می‌شود. چنانچه حداقل نرخ فروش تعیین نشده باشد، کارگزار واریزنامه را به حداکثر نرخ ممکن به فروش می‌رساند. مهلت استفاده از واریزنامه به منظور ثبت سفارش در بانک (در مواردی که صادرکننده می‌خواهد خود کالا وارد نماید) یا در معامله در بورس، دو ماه از تاریخ صدور واریزنامه تعیین شده است.

واریزنامه فقط یک بار قابل معامله در بورس است. صادرکننده، حق ابطال دستور فروش واریزنامه را ندارد اما نرخ و مدت پیشنهادی قابل تغییر است.

بانکی که فرم درخواست فروش واریزنامه را دریافت می‌کند باید حداکثر ظرف سه روز، درخواست را به کارگزار تسلیم نماید. کارگزار نیز حداکثر ۲۴ ساعت مهلت دارد تا درخواست فروش را در رایانه بورس ثبت نماید. چنانچه واریزنامه، متقاضی خرید داشت، آن را حداقل به نرخ تعیین شده از جانب فروشنده واریزنامه، می‌فروشد.

افرادی که اجازه واردات یکی از ۲۹ قلم کالا را از وزارت بازرگانی دریافت کرده یا بعضی از وزارتخانه‌ها و سازمانهای دیگر مجاز به خرید واریزنامه صادرات هستند. آنها باید معادل ریالی مبلغ واردات به ازای هر دلار ۳,۰۰۰ ریال در بانکی که تصمیم به گشایش اعتبار دارند، واریز کرده باشند. درخواست خرید که در آن حداکثر مدتی که کارگزار اجازه خرید دارد ذکر شده، ظرف سه روز از طرف بانک به کارگزار داده می‌شود. کارگزار نیز حداکثر ۲۴ ساعت مهلت دارد تا درخواست خرید را در رایانه بورس ثبت کند و ظرف مدت تعیین شده چنانچه پیشنهاد فروش با نرخ تعیین شده توسط خریدار یا پایین‌تر از این نرخ در بورس باشد، نسبت به خرید اقدام نماید. در صورتی که واردکننده انصراف حاصل نماید و یا اینکه از مبلغ واردات کاسته شود، مبلغ ۳,۰۰۰ ریال به ازای هر دلار به وی بازگردانده می‌شود. چنانچه به هر دلیلی خارج از اراده و اختیار خریدار، اعتبار باطل شود و از نظر بانک مرکزی موجه باشد، معادل ریالی مبلغ واردات به نرخ خریداری شده در بورس به وی پرداخت می‌شود.

خرید و فروش واریزنامه در بورس به دلار انجام می‌شود. از اینرو برای خرید و فروش واریزنامه، ابتدا ارز مربوط به وسیله بانک به دلار تبدیل می‌شود. اگر نرخ تبدیل آن ارز به دلار در زمان سررسید معامله اسناد تغییر کند، مقدار تغییر به حساب خریدار واریزنامه منظور خواهد شد.

براساس بند ۸ دستورالعمل معاملات واریزنامه صادراتی، به منظور تنظیم و نظارت بر حسن انجام امور اجرایی خرید و فروش واریزنامه، "کمیته نظارت" متشکل از نمایندگان بانک مرکزی، دبیر کل بورس و یک نماینده به انتخاب کارگزاران مجاز تشکیل می‌شود. این کمیته حق تعیین سقف و کف نرخ واریزنامه را دارد.

تسویه معاملات واریزنامه از طریق اتاق پایاپای بورس انجام می‌شود. همچنین بانک مرکزی مقدار ارز حاصل از صادرات که به بورس عرضه خواهد شد را پیش‌بینی کرده و بر پایه دوره‌های سه‌ماهه، مقدار ارز مربوط به عرضه واریزنامه‌های صادراتی در بورس برآورد می‌شود.

علاوه بر قانونمندی، ایجاد تمرکز و شفافیت اطلاعات از مزایای مهم دیگر معامله واریزنامه صادراتی در بورس اوراق بهادار است. با فراهم شدن امکان خرید و فروش واریزنامه در بورس مشکل عدم اطلاعات صحیح از عرضه و

تقاضای آن، تا حدودی رفع می‌شود. ضمن اینکه با معامله رسمی آن در بورس اوراق بهادار، خطری متوجه واردکننده نیست. زیرا زمانی که اقدام به معامله غیررسمی واریزنامه شود، تمام مراحل سفارش و ورود کالا به نام صادرکننده انجام پذیرد.

تعیین قیمت سقف و کف توسط کمیته نظارت بر معاملات واریزنامه در بورس اوراق بهادار، اصولاً با توجه به اینکه بورس یک بازار آزاد است، سبب کاهش اعتماد به این بازار می‌شود و انگیزه برای عرضه این اوراق در بازار را کاهش می‌دهد.

مشخص نبودن وضعیت مالیات بر درآمد حاصل از فروش واریزنامه در بورس اوراق بهادار، نیز عامل دیگری است که انگیزه ورود فروشنده واریزنامه به بورس را کاهش می‌دهد. بنابراین به منظور گسترش معامله واریزنامه در بورس اوراق بهادار باید جهت رفع نارسائیهای فوق قدمهایی برداشته شود.

جدول شماره ۴- نرخ خرید و فروش واریزنامه صادراتی از مردادماه ۷۶ لغایت مردادماه ۱۳۷۷

ماه	آخرین قیمت قبلی	پایین ترین قیمت	بالا ترین قیمت	آخرین قیمت	تغییر قیمت نسبت به آخرین معامله قبلی (ریال)
از ۷۶/۵/۵ تا ۷۶/۵/۳۱	۱۶۲۰	۱،۵۹۹	۱۶۵۰	۱۶۲۰	۰
از ۷۶/۶/۱ تا ۷۶/۶/۳۱	—	۱،۵۹۹	۱۶۵۰	۱۶۳	۰
از ۷۶/۷/۱ تا ۷۶/۷/۳۰	—	۱،۵۹۹	۱۶۵۰	۱۶۳۰	۰
از ۷۶/۸/۱ تا ۷۶/۸/۳۰	—	۱،۵۹۹	۱۶۵۰	۱۶۳	۰
از ۷۶/۹/۱ تا ۷۶/۹/۳۰	—	۱،۵۹۹	۱۶۵۰	۱۶۳۰	۰
از ۷۶/۱۰/۱ تا ۷۶/۱۰/۳۰	۱۶۳۰	۱،۶۲۷	۱۶۴۰	۱۶۳۲	۲
از ۷۶/۱۱/۱ تا ۷۶/۱۱/۳۰	۱۶۳۲	۱،۶۳۰	۱۶۵۶	۱۶۵۰	۱۸
از ۷۶/۱۲/۱ تا ۷۶/۱۲/۳۰	۱،۷۸۰	۱،۶۵۰	۱،۷۹۰	۱۶۵۰	۱۳۰
از ۷۷/۱/۱ تا ۷۷/۱/۳۱	۱،۷۸۰	۱،۷۸۰	۱،۸۱۹	۱،۸۱۵	۳۵
از ۷۷/۲/۱ تا ۷۷/۲/۳۱	۱،۸۱۵	۱،۷۹۰	۱،۸۱۹	۱،۷۹۱	۲۴
از ۷۷/۳/۱ تا ۷۷/۳/۳۱	۱،۸۳۵	۱،۸۱۶	۱،۸۳۶	۱،۸۱۵	۲۰
از ۷۷/۴/۱ تا ۷۷/۴/۳۱	۱،۸۳۵	۱،۸۳۶	۱،۹۳۶	۱،۹۰۰	۶۵
از ۷۷/۵/۱ تا ۷۷/۵/۳۱	۱،۹۸۰	۱،۹۰۱	۲،۰۰۰	۱،۹۰۰	۸۰

در بورس اوراق بهادار تهران، حجم عمده معاملات مربوط به سهام است. معاملات سایر ابزارها از قبیل حق تقدم، اوراق مشارکت و واریزنامه‌های صادراتی در مقایسه با معاملات سهام بسیار ناچیز است به گونه‌ای که بر روی اوراق مشارکت بیمارستانی، در بعضی از ماهها، اصولاً هیچ معامله‌ای انجام نشده است. از این رو توصیه می‌شود که ابزارهای مالی متنوعی که بتواند پاسخگوی نیاز سرمایه‌گذاران باشد، طراحی و ارائه شود تا بازار بورس تهران بیش از پیش تجهیز و فعال شود.

۴- ابزارهای مالی کاربرپذیر در بازار سرمایه ایران

یک نظام مالی اسلامی، مجموعه‌ای از قراردادهاست. ماهیت و ویژگیهای این قراردادها نظام مالی مفروض را تعریف می‌کند. بدین ترتیب هر نظام مالی بر حسب نوع قراردادی که به بازار ارائه می‌دهد مشخص می‌شود. مهمترین ویژگی یک نظام مالی اسلامی تحریم کامل بهره است. در عین حال اسلام تجارت را که دربردارنده سود است جایز می‌شمارد. قانون اسلام به منظور تسهیل معاملات تجاری، اشکال مشخصی از ترتیبات مالی ایجاد نموده است که مهمترین آنها مضاربه و مشارکت است. اینها روشهای اصلی برای بدست آوردن سود بدون پرداخت و دریافت بهره است.

مشارکت ترتیب تجاری است که در آن تعدادی شریک، منابع مالی خود را برای دایرکردن یک فعالیت صنعتی-تجاری روی هم ریخته و در سود یا زیان ناشی از آن به نسبت سهم خود در سرمایه مالی آن فعالیت سهیم خواهند شد. این نوع ترتیبات مشارکت ممکن است در مورد کل بنگاه یا در مورد طرح بخصوصی بکار گرفته شود. به عبارت دیگر، قرارداد مالی اسلامی قراردادی است که حاوی شرط مشارکت در سود ناشی از فعالیت اقتصادی باشد که برای تأمین مالی آن از وام استفاده شده است.

اسلام کاربرد مشارکت در ریسک و سود را در سطح گسترده اقتصاد توصیه می‌کند. وقتی مشارکت در سود جایگزین نرخ بهره ثابت شود، هزینه ثابت هر واحد سرمایه استقراری برای بنگاهها از بین خواهد رفت. از آنجائی که در نظام مشارکت در سود بدهکارانی برای بنگاه وجود ندارد، یعنی بنگاه فقط شریک (سهامدار) دارد، لذا سرمایه‌گذاران و صاحبکاران اقتصادی همگی به صورت تحصیل‌کنندگان درآمد باقی مانده، در می‌آیند. بنابراین هیچگونه ادعایی از قبل نمی‌توان بر سود داشت.

سرمایه‌گذار فقط این را می‌داند که سهم معینی از سود بدست آمده از سرمایه‌گذاری، متعلق به اوست. پژوهشهای اخیر در نظریه اقتصادی چنین اظهارنظر کرده‌اند که مشارکت در سود برای تخصیص منابع و اقتصاد کلان آثار قابل ملاحظه‌ای دارد. به طور مثال، اخیراً، مارتین وایتزمن^(۱) اظهارنظر کرده است که نظام مشارکت در سود نسبت به سرمایه‌داری سنتی برتری دارد زیرا:

۱- ندیم الحق و عباس میرآخور، قراردادهای پهنه مشارکت و سرمایه‌گذاری در یک نظام اقتصادی بدون بهره، مطالعات نظری در بانکداری و مالیه

اسلامی، ترجمه دکتر محمد ضیائی بیگلدی، مؤسسه بانکداری ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۰، صفحه ۲۲۳.

"نظام مشارکت در سود پتانسیل برخورد متقابل خودکار را در مقابله با شوکهای انقباضی و تورمی داراست، و در عین حال، مزایای تصمیم‌گیری غیر متمرکز را هم دارد، و این ویژگیهای مطلوب در تمامی محیطهای اقتصادی متفاوت کاملاً حفظ می‌شوند. کمترین فایده مشارکت پیرامون این است که می‌تواند ملازم ارزشمندی در کنار سیاستهای پولی و مالی سنتی باشد."

بر این اساس برای گسترش و متشکل نمودن بازار سرمایه ایران و همچنین فراهم آوردن زمینه مشارکت آحاد مردم در فعالیتهای سرمایه‌گذاری و اقتصادی مولد، آندسته از ابزارهای مالی را می‌توان پیشنهاد نمود که بجای نظام سنتی نرخ بازده ثابت از پیش تعیین شده برای وام‌دهندگان، نظام مشارکت بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده مستقر شود. بدیهی است پیاده کردن چنین نظامی به مشارکت وام‌دهنده و وام‌گیرنده در ریسک نیز منجر می‌شود.

ابزارهای مالی که برای بازار سرمایه اسلامی به طور کلی و بازار سرمایه ایران پیشنهاد و توصیه می‌شود به قرار زیر است:

سهام عادی شرکتها، حق تقدم، سهام ممتاز، اوراق مشارکت با پرداخت سود علی‌الحساب، اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام، اوراق مشارکت با نرخ سود برابر با نرخ تورم، قراردادهای آتی، معاملات سلف، گواهی سپرده بانکی قابل معامله در بازار، اسناد پیش‌پرداخت مالیات، حق خرید اضافی سهام، انواع اوراق رهنی متکی به مشارکت در سود.

۵- سخن آخر

وجود ابزارهای متنوع در بازارهای بورس اوراق بهادار، عامل مؤثری در ایجاد تقاضا برای مشارکت آحاد افراد جامعه در بازار متشکل سرمایه است. این امر زمینه رشد، تحکیم و ثبات بازار بورس را فراهم می‌سازد و بدین وسیله بورس می‌تواند از جایگاه مستحکمی در اقتصاد برخوردار باشد. فقدان تنوع در اوراق بهادار در بورس تهران، از هر نظر مشهود است و از جمله موانع رشد آن محسوب می‌شود. در این راستا ایجاد تنوع در ابزارهای مالی بورس اوراق بهادار تهران به عنوان راهکاری که به رشد و پویای بازار سرمایه کشور به ویژه بورس اوراق بهادار، کمک خواهد نمود، توصیه می‌شود.

در بررسی نهایی لازم است به این نکته توجه شود که انواع اوراق بهادار از لحاظ درجه‌ی خطرپذیری و بازده، ماهیت پرداخت سود و نحوه‌ی مشارکت در خطر به گروههای مختلفی تقسیم می‌شوند. این تغییرها سبب به وجود آوردن متقاضیان گوناگون می‌شود و هر دسته از متقاضیان برحسب مورد به نوع خاصی از اوراق بهادار روی می‌آورد. تنوع بازارهای عرضه سبب می‌شوند که متقاضیان به میل خود بتوانند درجه‌ی خطرپذیری ویژه‌ای را بپذیرند. به عنوان مثال ابزارهایی که در بازارهای اصلی (یا دست اول ارائه می‌شوند)، هرچند از نظر ساخت ابزار مشابه ابزارهای ارائه شده در بازارهای دست دوم باشند، در نهایت از لحاظ درجه‌ی خطری که سرمایه‌گذار با آن مواجه می‌شود، یکسان نیستند. بنابراین تنوع بازار هم مانند تنوع ابزار می‌تواند سبب گسترده شدن طیف متقاضیان بازار شود.

● فارسی

- ۱- جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، بورس اوراق بهادار، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، آبانماه ۱۳۷۵.
- ۲- جهانخانی، علی، تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در بازارهای مالی، حسابدار، شماره ۱۱۱، دیماه ۱۳۷۴.
- ۳- جهانخانی، علی، ضرورت تنوع اوراق بهادار، مجموعه مقالات نخستین سمینار مدیریت مالی ایران، تهران، دانشگاه شهید بهشتی، زمستان ۱۳۷۵.
- ۴- خان، محسن، میرآخور، عباس، مجموعه مقالات مطالعات نظری در بانکداری و مالیه اسلامی، ترجمه محمد ضیایی بیگدلی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۰.
- ۵- گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، امیرکبیر، تهران، ۱۳۷۴.

● انگلیسی

- 1- Bourse de Luxembourg, Fact Book, 1997.
- 2- Central Securities Depository, S.A, Greek, 1997.
- 3- Dixon, Rob, and Phil Holmes, " Financial Markets: on Introduction", Chapman and Hall, uk, 1995.
- 4- Facts and Figures on the Italian Stock Exchange, Fact Book, 1997.
- 5- Fraser, D., " Financial Institution, 3rd edition, Business Publication, inc. Texas, 1988`
- 6- Istanbul Stock Exchange, Fact Book, 1993.
- 7- Istanbul Stock Exchange, Fact Book, 1994.
- 8- Jakarta Stock Exchange, Fact Book, 1992.
- 9- Keown, A, Basic FINANCE Management, NJ, Preint, inc., 1996.
- 10- Korea, Stock Exchange, Fact Book, 1993.
- 11- Korea, Stock Exchange, Fact Book, 1996.
- 12- Kualalumpur Stock Exchange, information Book, January 1996.
- 13- Marshal, J, F, Vipul, K.B, " Financial Engeniering, New York, Allyn and Bacon, inc., 1992.
- 14- Montreal Exchange, Fact Book, 1994.
- 15- Stapley, Neil,f., The Stock Market: a Guide for the Private Investor, Wood Head Faulkner, Ltd., 1986.
- 16- World Bank, The Islamic Republic of Iran Capital Market and Financial Institutions, Sep.28, 1994.
- 17- Zeinelabdin, Abdelrahman, Stock Markets in Selected OIC Countries, Journal of Economic Cooperation among Islamic Countries, 12, 1991.