

شناخت ابعاد نظام مالی در انگلستان

دکتر محمد اسماعیل فدایی نژاد^۱

چکیده مقاله

در این مقاله اجزاء یک سیستم مالی پیشرفته شامل مشارکت کنندگان در سیستم، انواع اوراق بهادار، انواع بازارها، تنظیم داد و ستد و مقررات حاکم بر سیستم مالی مورد بررسی قرار گرفته است. به منظور بررسی دقیق و کاربردی تر موضوعات مطروحه نظام مالی کشور انگلستان مورد توجه قرار گرفته است و بازارهای مالی در این کشور شامل بازار پول، بازار اوراق قرضه و بازار سهام تشریح گردیده است.

واژه‌های کلیدی

سیستم مالی - اوراق بهادار - بازاری مالی.

مقدمه

مقاله زیر برداشتی از نوشته David Blake استاد دانشگاه لندن تحت عنوان تجزیه و تحلیل بازارهای مالی می‌باشد. نگرش آقای Blake بیشتر بر سیستم مالی موجود در بریتانیا

می باشد.

در این مقاله سعی شده است که علاوه بر ترسیم یک سیستم مالی پیشرفته تأکید ویژه‌ای بر بازارهای مالی در انگلستان داشته باشیم.

سیستم مالی^۱

در یک سیستم مالی پیشرفته ما شاهد وجود مشارکت کنندگان در سیستم^۲، انواع اوراق بهادار^۳، انواع بازارها^۴، تنظیم دادوستد^۵ و مقررات حاکم بر سیستم مالی^۶ خواهیم بود، البته باید به این مسأله توجه داشت که سیستم‌های مالی در جریان تغییرات هستند و امکان افزوده شدن اجزای جدیدی به سیستم دور از واقعیت نخواهد بود.

الف - مشارکت کنندگان

در یک سیستم مالی سه گروه مشارکت دارند که عبارتند از:

- ۷ - استفاده کننده گان نهایی
- ۸ - واسطه‌های مالی
- ۹ - بازار سازان

در سیستم مالی مورد نظر ما معمولاً دو گروه استفاده کننده نهایی وجود دارند. گروه اول وام‌دهندگان اولیه^{۱۰} و گروه دوم وام‌گیرندگان نهایی^{۱۱} می باشد. در انگلستان خانوارها و افراد و همچنین بخش‌های خارجی^{۱۲} وام‌دهندگان اولیه هستند و کارخانجات و واحدهایی

1- Financial System

2- Participants

3- Securities

4- Markets

5- Trading arrangements

6- Regulations

7- End - Users

8- Financial Intermediaries

9- Market Makers

10- Primary Lenders

11- Ultimate borrowers

12- Overseas Sectors

تجاری و دولت وام‌گیرندگان نهایی می‌باشند. گروه اول و دوم از طریق بازارهای مالی وجوه اضافی و کسری خود را رد و بدل می‌نمایند. به عبارت دیگر می‌توان گفت که گروه دوم اوراق بهاداری را انتشار می‌دهند که برای گروه اول نوعی دارایی‌های مالی محسوب می‌شود. بهترین سرمایه‌گذاری‌ها بیشترین پس‌انداز را جلب می‌نمایند و مبادله پول بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران انجام می‌گردد.

واسطه‌های مالی نیز به دو گروه تقسیم‌بندی می‌شوند. گروه اول واسطه‌هایی هستند که فعالیت غیر تخصصی دارند. فعالیت این گروه بیشتر جنبه عمومی دارد و تقریباً نقش ساده‌تری را نسبت به گروه دیگر بر عهده دارند.^۱ کارگزاران در بورس اوراق بهادار^۲ و مؤسسات کارگزاری از آن جمله می‌باشند. آنها به عنوان نمایندگان خریداران و فروشندگان وارد عمل شده و به خرید و فروش اوراق بهادار مبادرت می‌کنند. آنها جهت انجام خدمات خود، از طرفی که به عنوان نماینده او فعالیت می‌کنند مبلغی را دریافت می‌دارند. گروهی از این واسطه‌های مالی به حساب خود اوراق بهادار خرید و فروش می‌کنند که به آنها معامله‌گران^۳ می‌گویند.

نقش این واسطه‌های عمومی بیشتر از آن چیزی است که شرح داده شد. آنها معمولاً در موقعیتی هستند که می‌توانند کاستی‌های قانونی را که در معاملات خریداران و فروشندگان انفرادی مشاهده می‌شود حل نمایند. نقش عمده‌ای که این گروه دارند تغییر شکل دارایی‌ها می‌باشد.^۴ آنها بدهی‌های ریسک‌دار وام‌گیرندگان را تبدیل به دارایی‌های مطمئن برای وام‌دهندگان می‌نمایند. آنها بدهی‌های بلندمدت و ریسک‌دار را تبدیل به دارایی‌های مالی با درجه نقدینگی بسیار بالا می‌نمایند. بنابراین می‌توان گفت که واسطه‌های مالی نقش عمده‌ای در کاهش ریسک، تبدیل بدهی مدت‌دار به دارایی‌های قابل تبدیل به پول و کاهش هزینه‌های عملیاتی ناشی از مبادلات بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان دارند.

1- General Financial Intermediaries

2- Brokerage

3- Broker - Dealer

4- Asset Transformation

گروه دوم از واسطه‌های مالی، متخصصین مالی^۱ هستند که علاوه بر نقش واسطه‌های عمومی، وظایف دیگری نیز بر عهده دارند. این گروه برعکس گروه اول، بیشتر بر فعالیت‌های کوتاه‌مدت در بازار معتقد می‌باشند و بیشتر با سرمایه خود در بازار وارد می‌شوند و کمتر به عملیات کارگزاری می‌پردازند. این متخصصین عملیات مربوط به آربیتراژ^۲، مصون ماندن از ریسک^۳ و سفته بازی^۴ را انجام می‌دهند.

بازارسازان گروهی هستند که واسطه بین استفاده‌کنندگان نهایی و سیستم مالی می‌باشند. اما نقشی را که واسطه‌های عمومی بر عهده داشتند را ندارند. آنها به عنوان نماینده استفاده‌کنندگان نهایی عمل نمی‌کنند. آنها خرید و فروش اوراق بهادار را به حساب خود انجام می‌دهند. برای انجام این کار، آنها مجبور به نگهداری مقداری اوراق بهادار متنوع می‌باشند. اگر قیمت اوراق رو به افزایش باشد آنها فروشنده هستند و زمانی که قیمت رو به کاهش باشد آنها خریدار اوراق می‌باشند. به عبارت دیگر از افزایش و کاهش شدید قیمت‌ها جلوگیری می‌نمایند. درآمد بازارسازان معمولاً از دو طریق تأمین می‌شود:

۱- اختلاف قیمت پیشنهادی خرید^۵ و قیمت پیشنهادی فروش اوراق بهادار که از اختلاف قیمت خرید اوراق بهادار و بالاترین قیمتی که همان اوراق به فروش رفته است بدست می‌آید.

۲- بازارسازان سهامی را که امید دارند در آینده نزدیکی افزایش قیمت داشته باشد می‌خرند و به موجودی اوراق بهادار خود اضافه می‌کنند و برعکس سهامی را که پیش‌بینی می‌کنند با کاهش قیمت همراه باشد از موجودی خود حذف می‌کنند.

ب - اوراق بهادار

دومین جزء از اجزای تشکیل دهنده سیستم مالی اوراق بهادار می‌باشد. این اوراق به

1- Specialist Financial Intermediaries

2- Arbitrage

3- Hedging

4- Speculation

5- Bid - Offer Spread

ابزارهای سرمایه‌گذاری نیز معروف هستند. اوراق بهادار یک دارایی مالی برای دارنده آن و یک بدهی مالی برای انتشار دهنده آن محسوب می‌شود. اوراق بهادار را می‌توان بر حسب ویژگی‌هایی که دارند به شرح ذیل طبقه‌بندی نمود:

۱- بر حسب سازمان انتشار دهنده آن - طبقه‌بندی به این طریق کمک می‌کند تا ریسک این اوراق درجه‌بندی شود.

۲- بر حسب نوع ارزی که اوراق منتشر می‌شوند - در انگلستان اوراق قرضه به دو صورت انتشار می‌یابد. اوراق قرضه داخلی که قیمت آنها بر اساس پوند استرلینگ تعیین می‌شود و اوراق قرضه خارجی که قیمت آنها بر اساس ارزهای دیگری مانند مارک آلمان و دلار آمریکا مشخص می‌گردد.

۳- اوراق بهادار بر حسب ماهیت آن که ممکن است سرمایه یا بدهی محسوب شوند. سهام عادی از نوع اول (سرمایه) می‌باشد که هم سهامدار در سود شریک است و هم در تصمیم‌گیری مشارکت می‌نماید. اما اوراق قرضه از نوع دوم (بدهی‌ها) محسوب می‌شوند و فاقد حقوق مالکیت می‌باشند و فقط سود معینی را تا روز سررسید دریافت می‌دارند.

۴- برخی از انواع اوراق بهادار بر حسب میزان اعتباری و تضمینی که در ازای آن وجود دارد طبقه‌بندی می‌شوند. این نوع اوراق بهادار را اوراق بدون ریسک می‌نامند. مانند اوراق قرضه دولتی.

۵- اوراق بهادار ممکن است بر حسب مدت سررسید آنها طبقه‌بندی شود. مثلاً برخی دارای سررسید ثابت و برخی دیگر سررسید متغیر دارند و تعدادی نیز بدون سررسید هستند.

۶- اوراق بهادار ممکن است بر حسب زمان پرداخت درآمد آنها طبقه‌بندی شوند و مثلاً درآمد برخی از آنها ماهیانه و برخی دیگر سه ماهه، شش ماهه و یکساله پرداخت می‌شود.

۷- طبقه‌بندی دیگر براساس پیش‌بینی ارزش سرمایه‌ای آنها می‌باشد. مثلاً می‌توان عنوان نمود که کدامیک از اوراق دارای بازار بهتر و کدامیک بازار بدتری هستند.

۸- یکی از راه‌های طبقه‌بندی اوراق بهادار، توجه به درجه نقدینگی آنها می‌باشد. قابلیت تبدیل اوراق بهادار به وجه نقد به میزان مقبولیت اوراق بهادار بستگی دارد.

نقدینگی^۱ و قابلیت برگشت^۲ متفاوت از یکدیگر می‌باشند اما هر دو جنبه‌های مختلف مقبول بودن اوراق بهادار در بازار هستند.

در یک بازار ما به کارگزاران و بازار سازان نیازمندیم. میزان حق‌عملی که کارگزار دریافت می‌کند نشان دهنده درجه نقدینگی اوراق بهادار است در حالی که میزان تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازارسازان^۳ درجه قابلیت تبدیل اوراق بهادار به وجه نقد را نشان می‌دهد. اگر ما اوراق بهاداری با هر دو مشخصه (نقدینگی و قابلیت برگشت) داشته باشیم مقبولیت آن در بازار در حد بسیار بالایی خواهد بود و قابلیت فروش خواهد داشت^۴.

۹- اوراق بهادار را می‌توان بر اساس میزان مالیاتی که برای دارنده ایجاد می‌کنند طبقه‌بندی نمود. البته باید توجه داشت که مالیات را افراد و شرکت‌ها پرداخت می‌کنند و ممکن است چنین برداشت شود که اوراق بهادار نباید بر اساس مالیات طبقه‌بندی شوند زیرا که میزان پرداخت مالیات به شرایط افراد و شرکت‌ها بستگی دارد. برای اینکه مشخص شود اوراق بهادار را می‌توان بر اساس میزان مالیات آنها طبقه نمود به مثال‌های زیر توجه نمایید:

سازمان‌هایی که از مالیات معاف هستند مانند صندوق‌های بازنشستگی^۵ اصولاً مالیاتی بر روی درآمد و افزایش ثروت خود نمی‌دهند و سود سرمایه‌ای آنها^۶ نیز معاف از مالیات است. این شرکت‌ها اوراق بهاداری را انتخاب می‌کنند که مالیات بالایی را داشته باشد. اوراق قرضه‌های معتبر در بازار انگلستان^۷ معاف از مالیات بر روی سود سرمایه‌ای هستند. برخی از انواع اوراق بهادار برای افرادی که مقیم خارج هستند بدون مالیات محسوب می‌شود و اصطلاحاً به این نوع اوراق بهادار FOTRA^۸ می‌گویند.

۱۰- اوراق بهادار مشتقی^۹ گونه‌ای دیگر می‌باشد. بر این اساس نیز می‌توان اوراق بهادار

1- Liquidity

2- Reversibility

3- Market Maker's Spread

4- Marketability

5- Pension Funds

6- Capital Gains

7- Gilt - Edged

8- Free of Tax to Resident Abroad

9- Derivative Securities

را طبقه‌بندی نمود. اوراق مشتقی مانند حق اختیار معامله^۱ و قراردادهای آتی^۲.
 اختیار معامله برگه اختیار خرید یا فروش سهام عادی خاصی به قیمت مشخص و زمانی
 از قبل تعیین شده می‌باشد.

قراردادهای آتی، پیمان‌هایی هستند که در رابطه با دادوستد انواع کالا، خرید و فروش
 می‌شوند. در این پیمان‌ها تحویل کالا و پول در تاریخ معینی در آینده صورت می‌گیرد.
 در تقسیم‌بندی‌های انجام شده در مقابل این اوراق بهادار مشتقی ما اوراق بهادار اصلی
 مانند سهام عادی و سهام ممتاز و اوراق قرضه و امثال آن را خواهیم داشت.

۱۱- اوراق بهادار ترکیبی^۳: اوراق بهادار را می‌توان بر اساس ترکیبی بودن آنها طبقه‌بندی
 نمود. این نوع اوراق بهادار معمولاً از ترکیب دو و یا چند اوراق بهادار بوجود می‌آیند، مانند
 اوراق بهادار قابل تبدیل^۴ که از ترکیب اوراق قرضه و اختیار خرید سهام بوجود می‌آید.
 قراردادهای معاوضه^۵ از ترکیب اوراق قرضه با نرخ سود ثابت و اوراق قرضه با نرخ بهره شناور
 حاصل می‌شود و یا از ترکیب دو نوع اوراق بهادار با قرارداد آتی نرخ ارز بوجود می‌آید.

ج - بازارهای مالی

سومین جزء سیستم مالی انواع بازارها می‌باشند که در این بازارها اوراق بهادار معامله
 می‌شوند. به عبارت دیگر نمی‌توان گفت که در این بازارها اوراق بهادار ایجاد و معامله می‌شوند.
 این بازارها به بازارهای سازمان یافته مشهورند. بازارهای مالی را می‌توان به طریقه ذیل
 طبقه‌بندی نمود:

1- Option

2- Futures

3- Composite Securities

4- Convertible Securities

5- Swap Contract

۱- بازارهای اصلی در مقابل بازارهای خارج از بورس^۱:

یک بازار مالی الزاماً نباید محل فیزیکی مشخصی داشته باشد اما اکثر بازارهای مالی در جهان محل خاصی را برای خود در نظر گرفته‌اند و معاملات در این مکان خاص انجام می‌شود. در مقابل این بازارهای سازمان یافته بازارهای دیگری خارج از محل بازار اصلی تشکیل و مبادرت به خرید و فروش سهام و اوراق بهادار می‌نمایند.

در اکتبر ۱۹۸۶ تحولی بزرگ در بورس اوراق بهادار انگلستان بوجود آمد.^۲ از این زمان به بعد قسمت اعظم اوراق بهادار در خارج بورس معامله گردید و این معاملات با استفاده از کامپیوترها و خطوط تلفنی انجام می‌شود. فقط قراردادهای آتی و اختیار معامله هنوز در محل فیزیکی بورس مورد معامله قرار می‌گیرند. بازارهایی که اوراق بهادار در آن معامله می‌شوند عبارت‌اند از بورس بین‌المللی قراردادهای آتی لندن^۳ که به اختصار LIFFE نامیده می‌شد و بازار اختیار معامله لندن^۴ که به اختصار LTOM نامیده می‌شود. این بازار در محل (ISE) بورس بین‌المللی اوراق بهادار تشکیل گردیده است. در آوریل ۱۹۹۰ اعلام گردید که LIFFE و LTOM درهم ادغام شده و معاملات پیمان‌های آتی و پیمان‌های مالی^۵ و حق اختیار معامله تماماً در همان محل فیزیکی بازار انجام خواهد گردید.

در ۲۷ اکتبر ۱۹۸۶ بورس لندن مقررات مربوط به ثابت بودن کمیسیون کارگزاری اوراق بهادار را لغو کرد و به شرکت‌های جدید نیز اجازه فعالیت کارگزاری در بورس لندن را داد.

۲- بازارهای پیوسته در مقابل بازارهای ناپیوسته:^۶

بازارهای پیوسته در طول ساعات کاری روز باز بوده و در طی این ساعات به طور دائم به

1- Physical Versus Over - The - Counter Markets

2- Big Bang

3- The London International Financial Future Exchange

4- The London Traded Options Market

5- Financial Future

6- Continuovs Versus Call Markets

خرید و فروش اوراق بهادار مشغول هستند. اما برخی دیگر از بازارها به طور پیوسته به معاملات مبادرت می‌ورزند و هر زمان که معامله‌ای در جریان باشد این بازارها باز خواهند بود.

۳- بازارهای پولی در مقابل بازارهای سرمایه:^۱

بازارهای پولی اوراق بهاداری با سررسید کمتر از یک سال را معامله می‌کنند در حالی که در بازار سرمایه اوراق بهادار با سررسید طولانی‌تر مورد معامله قرار می‌گیرد. از انواع اوراق بهاداری که در بازار پولی معامله می‌شوند می‌توان به اوراق خزانه (Treasury Bill)، انواع اوراق تجاری (Commercial Paper)، گواهی سپرده بانکی قابل معامله (Negotiable Certificate of Deposit) اشاره نمود. از انواع اوراق بهاداری که در بازار سرمایه معامله می‌شوند می‌توان به اوراق قرضه با سررسید بیشتر از یک سال و سهام اشاره کرد.

۴- بازارهای اولیه در مقابل بازارهای ثانویه:^۲

اوراق بهاداری که برای اولین بار منتشر می‌شوند در بازار اولیه معامله می‌شوند. این اوراق معمولاً توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری از طریق بازارهای اولیه منتشر می‌شوند. اولین عرضه عمومی اوراق بهادار همیشه از طریق بازار اولیه صورت می‌گیرد.^۳ اگر شرکت در مرتبه‌های بعدی اقدام به عرضه اوراق بهادار به طور عمومی کند^۴ باز هم این اوراق در بازارهای اولیه به فروش خواهد رسید. مهمترین مسأله‌ای که بانک‌های سرمایه‌گذاری با آن مواجه هستند، قیمت‌گذاری اولیه این سهام برای عرضه اولیه می‌باشد. اگر قیمت پایینی در عرضه و فروش اوراق بهادار در نظر گرفته شده و تقاضای خرید بیش از عرضه باشد، شرکت انتشار دهنده از این بابت ضرر عمده‌ای را متحمل خواهد شد. اگر قیمت عرضه اولیه بالا باشد و تقاضا کمتر از

1- Money Versus Capital Markets

2- Primary Versus Secondary Markets

3-Initial Public Offer

4- Secondary public offer

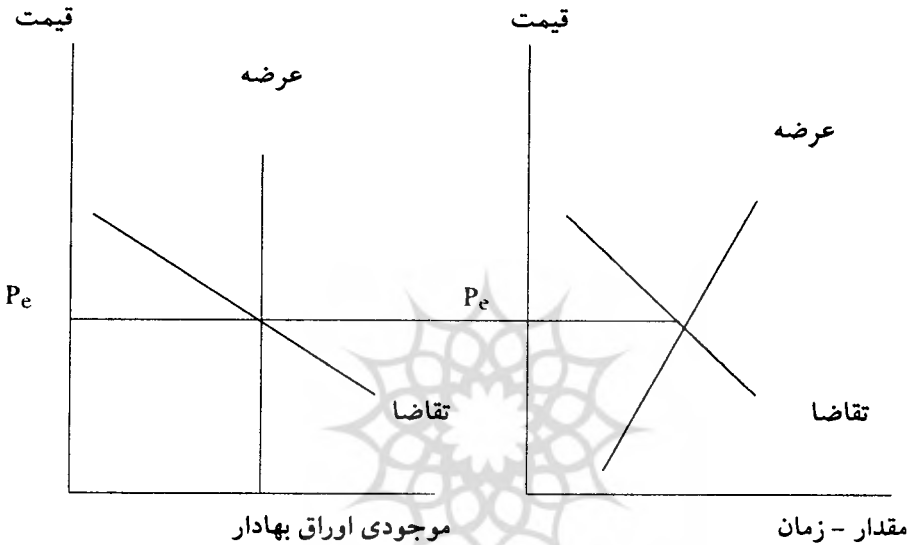
عرضه باشد، بانک سرمایه‌گذار به عنوان تضمین‌کننده فروش اوراق بهادار دچار زیان خواهد شد. در بازارهای ثانویه، اوراق بهادار موجود بین خریداران و فروشندگان مورد معامله قرار می‌گیرد. به دو دلیل افراد وارد معامله در بازار ثانویه می‌شوند: اول اینکه بر اساس اطلاعات از وضعیت آینده شرکت، افراد اقدام به خرید یا فروش آنها می‌کنند. دوم به دلیل نیاز به نقدینگی یا داشتن پس‌انداز مبادرت به معامله اوراق بهادار در بازار ثانویه می‌کنند. قیمت اوراق بهادار در بازار ثانویه توسط بازارسازان تعیین می‌شود. با بالا رفتن قیمت این گروه شروع به فروش و با پایین آمدن قیمت، شروع به خرید آن می‌کنند.

۵ - بازار موجودی اوراق بهادار در مقابل بازار جریان اوراق بهادار:^۱

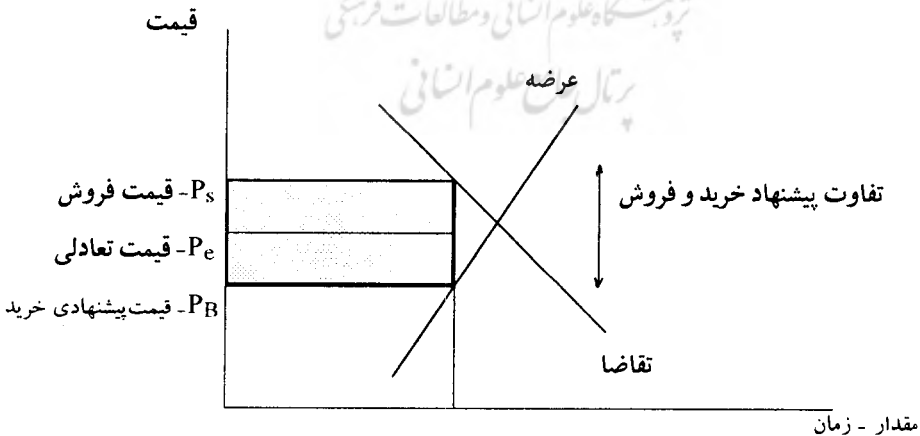
این نوع طبقه‌بندی بازار ما را به سوی تعریف واژه تعادل در بازار راهنمایی می‌کند. زمانی که اوراق بهادار انتشار می‌یابند به موجودیت خود در بازار ادامه می‌دهند تا بازخرید و یا به سررسید پرداخت برسند. اما برخی دیگر از انواع اوراق بهادار را گروهی فروخته و گروه دیگری خریداری می‌کنند. بنابر این ما دو نوع بازار خواهیم داشت، نوع اول بازاری است که برای تمامی موجودی اوراق بهادار بخصوصی وجود دارد و نوع دوم بازاری است که جریان خرید و فروش همان اوراق بهادار در طی زمان پیگیری می‌کند. در نمودار شماره ۱ این دو بازار و نحوه به تعادل رسیدن عرضه و تقاضا در آنها نشان داده شده است.

نمودار سمت چپ که بازار موجودی را نشان می‌دهد، نمایانگر یک عرضه ثابت و تقاضایی به شکل اریب و رو به پایین با توجه به قیمت اوراق می‌باشد. هر چه قیمت اوراق بهادار کمتر باشد تقاضا برای آن بیشتر خواهد بود. نمودار سمت راست بازار در جریان را در هر واحد زمان نشان می‌دهد. اگر واحد زمان یک روز باشد این نمودار نمایانگر تقاضایی رو به پایین است. در این نمودار عرضه دیگر ثابت نمی‌باشد و به صورت اریب و رو به بالا می‌باشد. تعادل در نمودار سمت چپ زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت ما P_e می‌باشد. در نمودار سمت

راست جریان عرضه و تقاضا در نقطه‌ای یکدیگر را قطع می‌کند آن نقطه جایی است که عرضه اوراق بهادار با تقاضای آن به تعادل رسیده است و این تعادل نیز در قیمت P_e تشکیل شده است. اگر هر دو بازار به تعادل برسند، تعادل کلی ایجاد خواهد شد. در تعادل کلی قیمت اوراق بهادار در هر دو بازار مساوی و یکسان خواهد بود.



نمودار شماره ۱ - نحوه تعادل در دو بازار



نمودار شماره ۲ - تفاوت پیشنهاد خرید و فروش

در نمودار شماره ۲ نیز همچنان قیمت تعادلی نشان داده می‌شود اما این قیمت هیچگاه در بازار نشان داده نمی‌شود و بیشتر قیمت‌های معاملاتی است که مطرح می‌باشند. این قیمت‌ها تفاوت پیشنهاد خرید و فروش بازارسازان است. قیمتی که بازارساز اوراق قرضه را می‌خرد، قیمت پیشنهادی خرید^۱ و قیمتی که با آن قیمت اوراق بهادار را می‌فروشد، قیمت پیشنهادی فروش^۲ می‌باشد. اختلاف بین دو قیمت شکاف قیمت خرید و فروش^۳ نامیده می‌شود. اگر بیشتر از یک بازارساز وجود داشته باشد، تفاوت بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و پایین‌ترین قیمت فروش را شکاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش بازار می‌نامند. نقطه تعادلی جایی بین قیمت پیشنهاد خرید و فروش بازار قرار می‌گیرد. در یک بازار مالی سازمان یافته نقش بازارسازان ایجاد جریان دو طرفه قیمت برای پیشنهاد خرید و پیشنهاد فروش در تمام شرایط می‌باشد. به طور خلاصه بازارسازان مسوولیت تنظیم بازار را به عهده خواهند داشت و برای اجرای این وظیفه آنان باید موجودی مناسبی از اوراق بهادار داشته باشند تا بتوانند نوسانات قیمت‌ها را کنترل نمایند. نگهداری این موجودی برای این گروه هزینه‌هایی در برخواهد داشت که از طریق اختلاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش این هزینه را جبران می‌نمایند. در نمودار شماره ۲ (PS-PB)Q درآمد بازارسازان را به صورت قسمت هاشور زده نشان می‌دهد.

هزینه‌ها و ریسک عملیات بازارسازان به ویژگی‌های خاصی مانند افت و خیز بازار و یا وسعت بازار^۴، عمق بازار^۵ و جهندگی بازار^۶ بستگی دارد. ضمناً ریسک عملیات بازارسازی به تعداد افرادی که معاملات آنها بر اساس انگیزه اطلاعاتی است و نه انگیزه نقدینگی بستگی دارد. به نمودار شماره ۳ در این رابطه توجه شود.

1- Bid Price

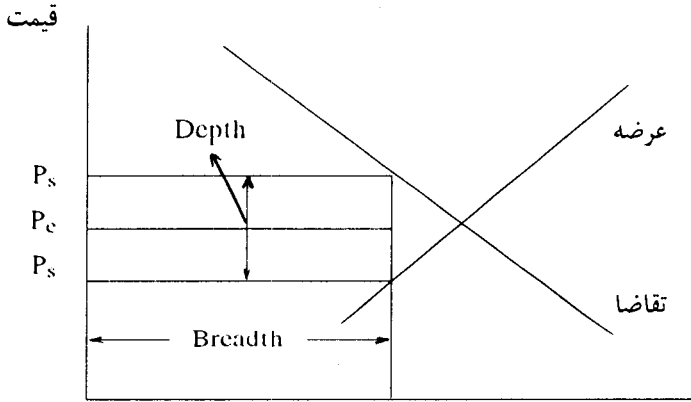
2- Offer Price

3- bid- offer spread

4- Breadth of Market

5- Depth of Market

6- Resilience



نمودار شماره ۳ - یک بازار پرافت و خیز

اگر در بازار به حد کافی برای اوراق بهادار خاصی حجم خرید و فروش به قیمت تعادلی وجود داشته باشد می‌توانیم بگوییم که این بازار دارای وسعت کافی است و روان می‌باشد.^۱ بازارهایی که تعداد خریداران و فروشندگان در آن کم است به بازارهای کم رفق^۲ معروف می‌باشند. نقدینگی اوراق بهادار بستگی به درجه روان بودن بازار دارد. شکاف قیمت خرید و فروش بازارسازان در یک بازار روان کمتر از شکاف قیمت خرید و فروش نسبت به بازار کم رفق می‌باشد زیرا در بازارهای روان حجم معاملات بالاتر و ریسک آن کمتر است.

بازاری دارای عمق^۳ است که قیمت پیشنهاد خرید و فروش بازارساز نزدیک به قیمت تعادلی باشد. تغییرات قیمت در چنین بازاری پیوسته می‌باشد. اما در بازار کم عمق^۴ تغییرات قیمت به صورت جهشی و ناپیوسته می‌باشد. تغییر قیمت‌ها در بازارهای عمیق پایین‌تر از قیمت‌ها در بازار کم عمق می‌باشد. بنابر این ریسک بازارسازان در بازارهای عمیق کمتر از بازارهای کم عمق است. اگر بازار عمیق باشد، اوراق بهادار دارای قابلیت برگشت^۵

1- Breadth

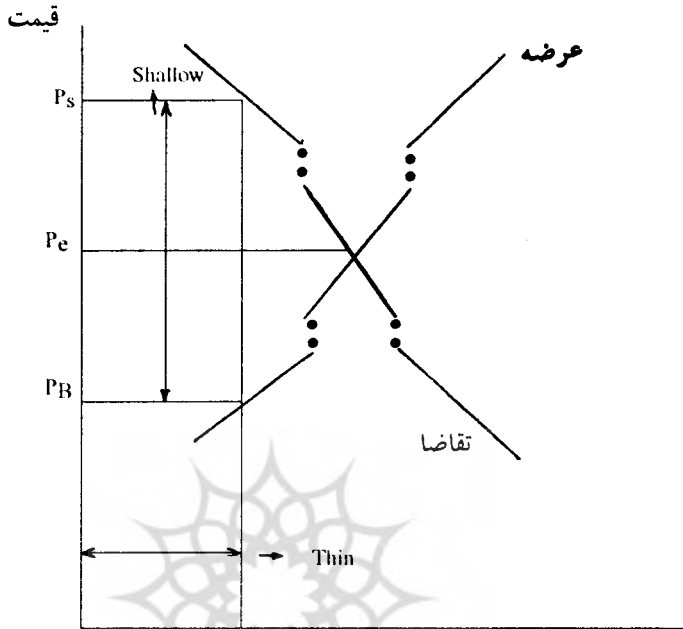
2- Thin

3- depth

4- Shallow

5- Revesibility

زیاد خواهد بود. نمودار شماره ۴ یک بازار کم رمتق و کم عمق را نشان می‌دهد.



نمودار شماره ۴ - یک بازار کم رمتق

بازارهای مالی در بریتانیا

برای جمع‌بندی این بخش بهتر است به بازارهای مالی در بریتانیا اشاره مختصری شود.

این بازارها عبارتند از:

- ۱ - بازار پول
- ۲ - بازار اوراق قرضه
- ۳ - بازار سهام

البته باید توجه داشت که بازار اوراق مشتقی مانند بازار اختیار معامله و بازار پیمان

معاملات آتی نیز وجود دارد، که این نوع بازارها در بحث‌های آینده مورد توجه قرار خواهند گرفت.

۱- بازار پول

در این بازار اوراق بهاداری مانند اوراق خزانه^۱ و اوراق تجاری^۲ مورد معامله قرار می‌گیرند. یکی از اجزاء مهم بازار پول، بازار تنزیل^۳ است که به معاملات اوراق خزانه و اوراق تجاری که مناسب برای تنزیل دوباره در بانک انگلستان^۴ هستند مبادرت می‌نماید. این بازار توسط اعضای انجمن بازار تنزیل لندن^۵، بازار اینتر بانک^۶، بازار گواهی پس‌انداز^۷، بازار نهادهای دولتی محلی^۸ که این بازار به معاملات اوراق قرضه نهادهای دولتی مشغول است و بازار اینترکمپانی سازمان یافته است. معاملات در این بازار بوسیله تلفن که بعداً از طریق تلکس یا فاکس تأیید می‌گردد انجام می‌شود. برای تسویه حساب کردن در این بازار معمولاً یک روز وقت داده می‌شود و این بدان معنی است که اوراق بهادار خریداری شده حداکثر تا روز اداری بعد توسط فروشنده به خریدار تحویل گردد.

۲- بازار اوراق قرضه

این بازار به معاملات اوراق قرضه دولتی^۹، اوراق قرضه سازمان‌هایی که توسط دولت ضمانت شده است، اوراق قرضه شرکتی^{۱۰}، اوراق قرضه خارجی^{۱۱} و اوراق قرضه اروپایی^{۱۲}

1- Treasury Bills

2- Commercial Bills

3- Discount Market

4- The Bank of England

5- The London Discount Market Association

6- Inter - Bank Market

7- Certificate of Deposit Market

8- Local Outhority Market

9- Government Bonds

10- Corporate Bonds

11- Foreign Bonds

12- Eurobonds

مشغول می‌باشد. تسویه حساب بین خریداران و فروشندگان در این بازار بر حسب نوع اوراق قرضه مختلف می‌باشد. مهمترین بازار اوراق قرضه در بریتانیا، بازار اوراق قرضه دولت انگلستان (Gilts) و یا اوراق قرضه‌هایی است که سود آن تضمین شده است^۱. این بازار از سال ۱۶۹۴ در زمان پادشاهی ویلیام سوم با مبلغ یک میلیون لیره جهت تأمین مالی جنگ با فرانسه افتتاح گردید. این واقعه منجر به شروع کار بانک انگلیس نیز شد، زیرا این بانک متعهد بازپرداخت وام گرفته شده بود. این بانک، بانک مرکزی انگلستان هم نامیده می‌شود.

دو روش برای انتشار اوراق قرضه دولت انگلستان وجود دارد که عبارتند از:

- دریافت پیشنهاد خرید (مزایده)^۲

- حراج^۳

قسمت اعظم اوراق قرضه دولت از طریق دریافت پیشنهاد خرید به فروش می‌رسد. معمولاً اعلان مزایده در ساعت ۱۵/۳۰ روز جمعه در اختیار علاقمندان قرار می‌گیرد و آنها تا روز چهارشنبه مهلت خواهند داشت که پیشنهادات خود را ارسال نمایند.

حراج روش جدیدتری است که از کشور آمریکا اقتباس شده است و معمولاً در بازار اوراق قرضه خزانه در آمریکا از این روش جهت انتشار استفاده می‌شود.

اولین حراج اوراق قرضه دولتی در انگلستان در تاریخ ۱۳ مه ۱۹۸۷ و به ارزش یک میلیارد پوند بوده است.

اوراق قرضه شرکتی در بورس اوراق بهادار (ISE) معامله می‌شود. بازار اوراق قرضه شرکتی بسیار کوچکتر از بازار اوراق قرضه دولتی می‌باشد. البته این بازار در آمریکا بازار بزرگی را تشکیل می‌دهد. در انگلستان شرکت‌ها نیازهای مالی خود را در درجه اول از طریق سیستم بانکی تأمین می‌کنند و سپس به بازار اوراق قرضه شرکتی رو می‌آورند.

در این بازار، بازارسازان فقط در اوراق قرضه خاصی که در آن ثبت نام کرده‌اند به معاملات مشغول می‌شوند و الزامی ندارند که در تمامی انواع اوراق قرضه شرکتی فعال باشند.

1- Gilts - Edged

2- Tender

3- Auction

بازار اوراق قرضه خارجی (دولتی و شرکتی) دقیقاً مشابه بازار اوراق قرضه شرکتی عمل می‌کند. بازار اوراق قرضه اروپایی تقریباً با آن چیزی که در بالا گفته شد متفاوت است. بهره و سرمایه این قرضه‌ها به واحد پولی غیر از واحد پول کشور انتشار دهنده قرضه می‌باشد. این اوراق می‌تواند به هر کشوری متعلق باشد. این نوع اوراق قرضه از اوایل سال ۱۹۶۰ به جریان افتاده است. برخی از انواع اوراق قرضه اروپایی در بورس‌های اوراق بهادار لندن، زوریخ و لوگزامبورگ معامله می‌شوند ولی قسمت اعظم این نوع اوراق در بازارهای خارج از بورس (OTC) معامله می‌شوند.

۳ - بازار سهام

مسئولیت بازار سهام در بریتانیا که به بازار داخلی سرمایه^۱ معروف است به عهده بورس بین‌المللی سهام (ISE) می‌باشد که نظارت بر بازار اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس^۲، بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده^۳ را بر عهده دارد. خارج از کنترل ISE بازار دیگری به نام OTC می‌باشد. بازار کناری دیگری که خارج از بورس بین‌المللی است بازار سرمایه شرکت‌های جدیدالتأسیس می‌باشد^۴. بازار اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس کار خود را از سال ۱۷۷۳ شروع نموده است.

بازار اولیه اوراق بهادار پذیرفته شده توسط ISE کنترل می‌شود و فقط شرکت‌های سهامی عام^۵ (PLC) با حداقل سرمایه‌ای معادل ۵۰۰۰۰ پوند و داشتن دو مدیر اجرایی پس از کسب مجوز می‌توانند در این بازار وارد شوند.

بازار خارج از بورس (OTC) در سال ۱۹۷۱ شروع و شرکت‌هایی که سوابق آنها برای ورود به ISE کافی نبود به فعالیت در این بازار مشغول گشتند.

بازار اوراق بهادار پذیرفته نشده (USM) نیز کار خود را در سال ۱۹۸۰ شروع و

1- Domestic Equitymarket

2- Listed securities Market

3- Unlisted Securities Market

4- Venture Capital Market

5- Public Limited Co.

شرکت‌های کوچک فعالیت خود را در این بازار دنبال نمودند.

یکی از بازارهایی که توسط ISE در سال ۱۹۸۷ معرفی گردید، بازار سرمایه شرکت‌های جدید^۱ بود که فعالیتی شبیه OTC دارد. این بازار نیز خارج از کنترل ISE می‌باشد. شرکت‌های جوان و کوچک که نیاز به وجوه نقد جهت تأمین مالی دارند از امکانات این بازار استفاده می‌کنند. این بازار در سال ۱۹۹۱ به دلیل عدم موفقیت بسته شد و شرکت‌های آن به بازار USM منتقل گشتند.

علاوه بر بازارهای فوق که به طور خلاصه به آن اشاره شد، بازار دیگری که فعال می‌باشد بازار سرمایه بین‌المللی می‌باشد^۲. سرمایه‌گذارانی که تمایل به سرمایه‌گذاری بین‌المللی دارند مشتریان این بازار هستند. در این بازار سهام ارزشمند و شناخته شده^۳ معامله می‌شوند. به طور خلاصه می‌توان گفت که بازارهای دیگری نیز در کنار بازارهای نامبرده در بالا وجود دارند که بحث در مورد آنها به مقاله دیگری واگذار خواهد شد.

د - ترتیب معاملات

چهارمین جزء یک نظام مالی برای بازارهای مالی سازمان یافته ترتیب معاملات می‌باشد که شامل انواع سفارشات که توسط کارگزاران دریافت می‌شود، انواع حساب‌هایی که توسط سرمایه‌گذاران نگهداری می‌شود و انواع توافق‌هایی که سرمایه‌گذار برای وام گرفتن و وثیقه گذاشتن سهام انجام می‌دهد، خواهد بود.

۱ - انواع سفارشات

این سفارشات به شرح ذیل طبقه‌بندی می‌شوند:

۱-۱ - سفارش به قیمت بازار^۴ که خرید یا فروش اوراق بهادار خاصی به بهترین قیمت بازار توسط کارگزار خواهد بود. مثلاً سفارش خرید با کمترین قیمت و سفارش فروش با

1- Venture Capital Market

2 -International Equities Market

3- Blue - Chip Shares

4- Market Order

بیشترین قیمت ممکن.

۱-۲- سفارش مشروط^۱ که دستورالعمل خاصی است برای خرید یا فروش اوراق بهادار مشخصی که قیمت آن از سطح مشخصی کاهش یا افزایش یافته است.

۱-۳- سفارش به قیمت معین^۲ دستورالعملی است برای خرید و فروش اوراق بهادار به قیمتی بهتر از قیمت تعیین شده. مثلاً مشتری به کارگزار دستور می‌دهد که اوراق بهادار مشخصی را به قیمت ۲/۵ دلار یا کمتر خریداری نماید.

۱-۴- سفارش محدود تضمینی^۳: سفارشی برای خرید یا فروش نوعی اوراق بهادار و تنها زمانی به اجرا در می‌آید که قیمت سهام مزبور به قیمت تعیین شده (به وسیله مشتری) برسد.

۱-۵- سفارش روز^۴: این سفارش سبب می‌شود که سفارش‌های نوع ۱-۲ و ۱-۳ و ۱-۴ اگر در روزی که سفارش داده شده است عمل نشوند باطل گردد.

۱-۶- سفارش باز^۵: این نوع سفارش تا زمانی که باطل نگردد به قوت خود باقی می‌ماند.

۱-۷- سفارش اجرا یا ابطال^۶: این نوع سفارش اگر فوراً اجرا نشود، ابطال می‌گردد.

۱-۸- سفارشات روند^۷: این نوع سفارش دستورالعملی برای خرید و فروش اوراق بهادار در تعداد مشخص معاملاتی می‌باشد. در ISE تعداد مشخص معاملاتی^۸ برای سهام ۱۰۰۰ سهم می‌باشد و در اکثر بورس‌های دیگر این تعداد معادل صد سهم است.

۱-۹- سفارش ریز^۹: هرگونه سفارشی به جز سفارشات روند را شامل می‌شود.

1- Stop Order

2- Limit Order

3- Stop Limit Order

4- Day Order

5- Open Order

6- Fill - or Kill Order

7- Round lot Order

8- Round Lot

9- Odd Lot Order

۲- انواع حساب

معمولاً سرمایه‌گذار دو نوع حساب خاص نزد کارگزار خود خواهد داشت:

- ۱-۲- حساب نقدی^۱: که دقیقاً شبیه حساب‌های استاندارد بانکی می‌باشد؛ مانند حساب پس‌انداز و خرید فروش اوراق بهادار در این حساب انعکاس می‌یابد.
- ۲-۲- حساب اعتباری^۲: این حساب نیز مانند حساب‌های بانکی با حق اضافه برداشت است. این اضافه برداشت محدود و خاص هر یک از سرمایه‌گذاران می‌باشد. این نوع حساب به سرمایه‌گذار اجازه می‌دهد اوراق بهادار را از طریق اعتبار کارگزار خود خریداری کند. کارگزار نیز برای این حساب بهره مشخصی را در نظر می‌گیرد و به حساب سرمایه‌گذار می‌گذارد. اوراق بهادار نزد کارگزار وثیقه اعتبار خواهد بود.

۳- قرارداد استقراض سهام^۳

معاملات اعتباری مانند قرض کردن وجه نقد می‌باشد، اما ترتیبات دیگری برای معاملات وجود دارد که آنها نیز چیزی شبیه به قرض گرفتن اوراق بهادار می‌باشد که مهمترین آنها قرارداد فروش استقراضی^۴ و توافق بازخرید اوراق بهادار^۵ می‌باشند.

۱-۳- قرارداد فروش استقراضی^۶

اگر سرمایه‌گذاری پیش‌بینی کند که قیمت اوراق بهادار خاصی افزایش می‌یابد، اقدام به خرید آن اوراق به صورت اعتباری می‌کند و اگر پیش‌بینی کند که قیمت کاهش می‌یابد، اقدام به فروش استقراض^۷ می‌کند. در این نوع معامله اوراق بهادار فروخته شده متعلق به فروشنده نمی‌باشد و از کارگزار مربوطه قرض گرفته می‌شود و به عبارت دیگر از محل موجودی‌های اوراق بهادار وثیقه گذاشته شده نزد کارگزار آن اوراق به خریدار تحویل داده می‌شود. فروش

1- Cosh Account

2- Margin Account

3- Stock Borrowing Agreement

4- Short Sale Agreements

5- Repurchase Agreement

6- Short Sale Agreement

7- Short Sale

اوراق بهادار به صورت استقراض سبب می‌شود که فروشنده از کاهش قیمت این اوراق در آینده سود ببرد. فروشنده مجبور است در آینده این اوراق را خریداری و بدهی خود را به کارگزار بپردازد.

باید توجه داشت که قرارداد فروش استقراضی دارای ریسک بسیار بالایی است، زیرا ممکن است پس از انجام معامله قیمت اوراق بهادار در بازار بالا رفته و از این بابت زیان زیادی به فروشنده وارد شود.

۲-۳- قرارداد باز خرید اوراق بهادار^۱

این نوع قرارداد به طور خلاصه Repo نامیده می‌شود و قراردادی است برای قرض گرفتن اوراق بهادار اما بر خلاف قرارداد فروش استقراضی، قیمت باز خرید اوراق در شروع معامله تعیین می‌گردد. خریدار Repo اوراق بهادار را برای مدت ثابتی خریداری می‌کند با این توافق که فروشنده Repo در آینده مشخصی، اوراق بهادار را دوباره باز خرید نماید. قیمت باز خرید می‌تواند در شروع کار معین گردد یا از طریق فرمول خاصی که مورد توافق طرفین است مشخص گردد. معمولاً مدت این قرارداد بسیار کوتاه حتی روزانه خواهد بود. مثلاً خریدار Repo موافقت می‌کند که یک قرضه دولتی را به صورت شبانه خریداری کند و فروشنده موافقت می‌کند اوراق فوق را در روز بعد مجدداً باز خرید نماید. قیمت باز خرید روز بعد برابر قیمت خرید اولیه به اضافه بهره شبانه آن می‌باشد. در قبال این معامله فروشنده از وجه بدست آمده در طول روز استفاده می‌کند و خریدار از سود حاصل از سرمایه‌گذاری در طول شب استفاده خواهد کرد. معاملاتی که بر عکس عملیات Repo باشد را معاملات معکوس^۲ می‌گویند.

هـ- مقررات^۳

هر نظام مالی نیاز به یکسری مقررات خاص دارد. تمام افرادی که در نظام مالی در فعالیت

1- Repurchase Agreement

2- Reverse

3- Regulations

هستند علی‌الخصوص واسطه‌های مالی و بازارسازان باید در محیطی که مقررات بر آن حاکم است به فعالیت بپردازند. در این بخش مجموعه‌ای از مقررات که حاکم و ناظر بر عملیات بازار مالی انگلستان است مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

نمودار شماره ۵ ساختار مقرراتی بازار مالی انگلستان را نشان می‌دهد. قانون خدمات مالی^۱ و یا به طور اختصار FSA که در سال ۱۹۸۶ به تصویب رسیده است ناظر بر عملیات مالی در انگلستان می‌باشد. این قانون مسوولیت کلی نظام مالی را بر عهده وزیر بازرگانی و صنایع و بانک انگلیس و هیأتی به نام هیأت تصاحب و ادغام شرکت‌ها قرار داده است.

به عنوان مجری سیاست پولی، بانک انگلیس بر بازار پولی و انتشار اوراق قرضه دولتی نظارت می‌نماید. علاوه بر آن بانک فوق سیستم بانکی را زیر نظر دارد. این نظارت از طریق هیأت ناظر بر عملیات بانکی^۲ و یا به طور اختصاص BBS که در قانون بانکی سال ۱۹۸۷ پیش‌بینی شده است، انجام می‌شود.

هیأت تصاحب و ادغام دارای ساختاری است که احتیاج به قانون برای بوجود آمدن آن نیست و توسط مقامات محلی ایجاد می‌شود و مجری قانون مربوطه به تصاحب و ادغام و همچنین قانون مربوط به خرید سهام شرکت‌ها برای تصاحب آن شرکت می‌باشد. هیأت تصاحب و ادغام^۳ را به طور خلاصه (POTAM) می‌گویند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

1- Financial Services Act

2- Board of Banking Supervision

3- Panel an Takeover and Merger

RIE= Recognized Investment Exchanges

DIE= Designated Investment Exchanges

LAUTRO= Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization

IMRO= Investment Managers Regulatory Organization

SFA= The Securities and Future Authority

FIMBRA= Financial Intermediaries Manager and Brokers Regulatory Association

ISE= International Stock Exchange (LTD)

OTC= Over - The - Counter

AIBD= Association of International Bond Dealers

تغییرات در اروپا

دو فاکتور مهم دیگری که بر نظام مالی بریتانیا اثر گذاشته است عبارتند از:

۱- مسأله اروپای مشترک و وجود یک بازار در سطح اروپا که از سال ۱۹۹۲ به بعد مسائل مالی را در کشورهای عضو تحت تأثیر قرار داده و دامنه آن به کشورهای غیر عضو نیز کشیده شده است. بین کشورهای عضو مرزها برداشته و کالا و خدمات بین این کشورها بدون هیچ محدودیتی مبادله خواهد شود.

۲- اقتصاد و سیاست پولی مشترک (EMU) می‌باشد. مرحله شروع این سیاست مشترک مارس ۱۹۷۹ بود که صحبت‌های مقدماتی در آن تاریخ بین اعضاء شروع شد و سیستم پولی مشترک^۱ که به اختصار EMS نامیده می‌شود تصویب شد. EMS دارای چهار جزء می‌باشد که عبارتند از:

۱- مکانیزم نرخ تبدیل ارزها به یکدیگر

- ۲- واحد پول مشترک^۱ که به ECU معروف است.
- ۳- صندوق مشترک پولی اروپا^۲ (EMCF)
- ۴- امکانات مالی کوتاه مدت برای اعضا^۳

پیشنهاد

در مقاله‌ای که از نظر تان گذشت خلاصه‌ای از یک نظام مالی با نگرش بر نظام مالی انگلستان مورد بررسی قرار گرفت. این مقاله نظام مالی انگلستان را تا سال ۱۹۹۲ مدنظر قرار داده است. با توجه به اینکه نظام مالی جزء نظام‌های پویا و پرتحول می‌باشد پیشنهاد می‌شود علاقمندان رشته مالی علی‌الخصوص علاقمندان به نظام مالی، تغییرات بوجود آمده در نظام مالی انگلستان از سال ۱۹۹۲ به بعد را پیگیری و نتایج را به عنوان مقاله تکمیلی برای مجله تحقیقات مالی ارسال نمایند.

منابع و مأخذ

- 1- Blake, David, *Financial Market Analysis*, Mc Grow - Hill Book Company Europe, England, 1992.
- 2- Bain, A. D., *The Economics of Financial System*, Martin Rebertson Oxford, 1981.
- 3- Chapman, C., *How The Stock Market Work*, Hutchinson, London, 1988.
- 4- Cooper and Lyborand., *The Financial Jungle: A Guide to Financial Instruments*, Cooper and Lybrand, London, 1987.
- 5- Thomas, W. A., *The Securifies Market*, Philip Allan Oxford, 1989.
- 6- Her Majesty,s Treasury., *An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union*, HM Treasury, London 1989.

1- European Currency Unit

2- European Monetary Co-Operation Fund

3- Short Term Financing Facility