

سیدعلی حسینی
عشر حیات مدیرعامل سازمان بورس و اوراق بهادار
محمودرضا خواجه نصیری
رئیس اداره بورس‌ها و بازارها

ضرورت راه‌اندازی بازار خارج از بورس

مقدمه

توسعه بازارهای مالی یکی از مهم‌ترین عوامل گسترش زمینه‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌آید. در این راستا نهادها و ابزارهای مالی به‌عنوان برقرارکننده ارتباط بین منابع و استفاده‌کنندگان پس‌اندازها، از عوامل مهم توسعه بازارهای مالی قلمداد می‌شوند. از این رو با توجه به نیاز توسعه بخش مالی و در پاسخ به نیازهای سرمایه‌گذاران همسواره نوآوری در ابزارها و بازارهای مالی با استقبال از جانب مسئولان، نهادها و سرمایه‌گذاران رویرو شده‌است.

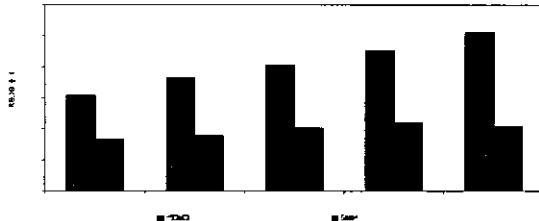
امروزه تعداد زیادی از شرکت‌ها وجود دارند که از توانایی رسیدن و برآورده کردن الزامات پذیرشی بورس‌ها بر نمی‌آیند. آمارها حاکی از وجود بیش



پژوهش علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
مجله علمی-پژوهشی علوم انسانی

۱۰/۵۷ درصدی بین پس انداز و سرمایه گذاری خواهیم بود؛ این امر باعث شده تا نرخ رشد اقتصادی کم تر از حد پتانسیل های موجود در کشور باشد که دلیل اصلی آن را می توان عدم انتقال مطلوب پس انداز به سرمایه گذاری دانست. روند تشکیل سرمایه در دو بخش خصوصی و دولتی نشان می دهد که بخش خصوصی سهم بیشتری را در تشکیل سرمایه به خود اختصاص داده و افزایش سرمایه گذاری در این سمت کاملاً مشهود است. به طوری که سهم بخش خصوصی در تشکیل سرمایه در سال ۱۳۸۳، ۷۱ درصد است.

نمودار (۱) روند سرمایه گذاری به تفکیک بخش های خصوصی و دولتی (قیمت ثابت ۱۳۷۶)



ماخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی

(۲-۱) جایگاه بازار سرمایه در اقتصاد کشور

اقتصاد داخلی یک کشور را می توان مرکب از دو بخش واقعی و بخش مالی در نظر گرفت. بخش واقعی جریان کالا و خدمات را از تولید کنندگان به مصرف کنندگان و جریان نهاده ها را از طرف مصرف کنندگان به سمت تولید کنندگان در قالب بازارهای گوناگون هدایت می کند. بخش مالی نیز از جریان وجوه و سرمایه از طرف پس انداز کنندگان و صاحبان سرمایه به سمت تولید کنندگان تشکیل می شود. تعامل این دو بخش موجب تأمین وجوه بلند مدت و میان مدت از طریق بازارهای مالی - یعنی بازار پول و سرمایه - به ویژه بازار سرمایه برای واحدهای اقتصادی شده و از این طریق بستر لازم برای توسعه و رشد اقتصادی فراهم خواهد آمد.

بازار سرمایه به عنوان یکی از اجزاء بخش مالی در اقتصاد در برقراری ارتباط بین مردم و بنگاه های اقتصادی نقش مهمی ایفا می کند. با در نظر گرفتن این واقعیت که پس انداز و سرمایه گذاری برای رشد اقتصادی حیاتی هستند و این که در یک اقتصاد پیشرفته تجمع پس انداز ها از طریق بازار سرمایه صورت می گیرد، در اینصورت بازار سرمایه به مثابه پلی، پس انداز مردم و بنگاه های اقتصادی را به بنگاه هایی که نیازمند منابع مالی هستند انتقال می دهد. بدین ترتیب علت اصلی وجود بازار سرمایه در هر اقتصاد را می توان به برقراری ارتباط بین مردم و بنگاه ها، بخش خصوصی و عمومی و حتی واحدهای داخلی و خارجی دانست. بازارهای اوراق بهادار، اوراق تعداد زیادی از بنگاه ها را جهت سرمایه گذاری فراروی مردم قرار می دهند. از سوی دیگر، بازارها به مالکان اولیه اجازه می دهد تا سهام خود را در اختیار سایر سرمایه گذاران قرار داده و از این طریق تأمین مالی پروژه های بزرگی را که از عهده مالکان خارج است را امکان پذیر می سازند.

در حال حاضر بورس اوراق بهادار تهران به عنوان بازاری متمرکز، منسجم

از سیصد هزار شرکت ثبت شده در کشور است؛ این در حالی است که از این میزان شرکت تنها ۴۰۹ شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرش شده اند. بنابراین با توجه به موارد بیان شده و در راستای ایجاد بسترهای لازم برای برخورداری شرکت ها و موسسات جدیدالتاسیس و نوپا از منابع مالی و گردش بیشتر و استفاده بهینه از پس انداز ها، شکل گیری و ایجاد بازار های خارج از بورس ضروری به نظر می رسد.

(۱) بررسی تشکیل سرمایه و جایگاه بازار سرمایه در ایران (۱-۱) روند پس انداز و تشکیل سرمایه

بی شک بازار سرمایه ایران از توانایی های بالقوه ای برای جذب و تمرکز سپرده ها و پس انداز های مردم برخوردار است. سیطره بازار پول و نماد مشخص آن «نظام بانکی» بر بازار مالی کشور در سال های اخیر، علی رغم برخورداری از کارایی بالا و جذابیت ها، انزوای بازار سرمایه را در پی داشته است. از طرفی لزوم متنوع سازی ابزار های مالی جهت پوشش سلاقی و انتظارات تمامی آحاد جامعه، از موارد مهم در جذب پس انداز های مردم برای به کار گیری در امر تولید محسوب می شود.

تشکیل سرمایه یکی از اجزا مهم تولید ناخالص داخلی و سرمایه یکی از نهاده های اساسی در تولید بر شمرده می شوند، از این رو بحث سرمایه و تجمع آن در رشد و توسعه اقتصادی از جایگاه ویژه ای برخوردار است. تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می دهد که همراه با رشد اقتصادی، سهم نسبی سرمایه در فرآیند تولید افزایش یافته است. جدول (۱)

روند نسبت تشکیل سرمایه به تولید ناخالص داخلی در ایران را برای ۵ سال گذشته نشان می دهد. این شاخص از ۲۹/۵ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۳۵/۷ درصد در سال ۱۳۸۳ و ۳۶/۲ درصد در سال

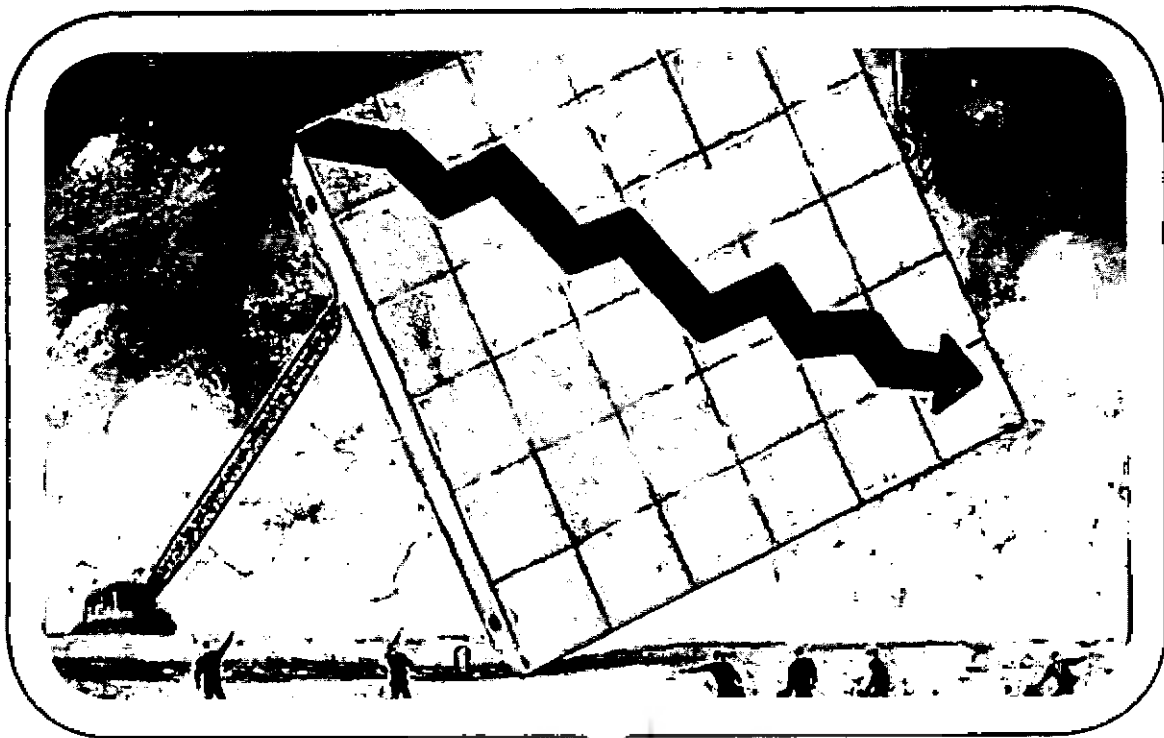
۱۳۸۴ رسیده است. رشد این شاخص در ۵ ساله منتهی به سال ۱۳۸۴ معادل ۳/۱۶ درصد بوده که حاکی از رشد اندک سهم سرمایه گذاری در تولید ناخالص داخلی ایران است. میانگین این شاخص طی این مدت ۳۴/۷ درصد بوده است.

جدول (۱) تشکیل سرمایه و سهم آن در تولید ناخالص داخلی (به قیمت ثابت ۱۳۷۶، میلیارد ریال و درصد)

سال	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به GDP
۱۳۸۰	۴۱۰۸۷۶۲	۳۲٫۶
۱۳۸۱	۵۱۳۱۸۲۶	۳۳٫۹
۱۳۸۲	۵۱۳۴۹۷۲	۳۵٫۱
۱۳۸۳	۵۴۳۳۱۰۰	۳۵٫۷
۱۳۸۴	۵۲۲۷۶۱۰	۳۶٫۲

ماخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی

آمارها نشان می دهد متوسط نسبت پس انداز داخلی به تولید ناخالص داخلی (به قیمت ثابت) برای سال های ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۳ معادل ۲۷/۲ درصد بوده در حالی که متوسط نسبت سرمایه گذاری دولتی و خصوصی به تولید ناخالص داخلی در همین دوره به ترتیب ۱۰/۱۷ و ۱۶/۴ درصد بوده است. اگر رفتار میانگین این متغیرها را در دوره مورد بررسی مد نظر قرار دهیم شاهد شکاف



نسبت آنها به تولید ناخالص داخلی

۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲
۶۷۹۹.۱	۱۱۱۱۳	۱۱۳۷۹	۵۰۶۱۸	۳۷۵۸۸	۲۷۹۷۳
۲۳۳۲۱	۳۳۲۰۵	۳۳۳۰۲	۸۸۶	۸۲۷۸	۶۳۷۳
۷۵۶۲	۹۲۱۵	۱۰۰۶۱	۲۶۲۱۸	۳۲۵۱۸	۲۶۲۱۸
۵۶۵	۱۰۳۲۷	۶۶۸۶	۲۲۷۷	۷۸۲	۹۰۱۷
۲۳۲	۷۳۷	۶۰۳	۱۲۶	۱۰۱۷	۱۶۱
۳۱۵۷۲	۳۸۷۵۲	۳۰۹۶۹	۱۱۷۷۷	۸۱۶۸	۶۲۳۸
۱۹۵۲	۲۷۵۶	۱۷۸۱	۱۲۰۱	۱۲۰۶	۱۰۸۹
۲۰۹	۲۲	۲۷۰	۳۲	۲۱۸	۲۰۷

مخازن: نامرکهای اقتصادی بانک مرکزی

از این رو برای تداوم بخشیدن به روند و حرکت ایجاد شده برای مشارکت هر چه بیشتر بخش خصوصی و تجمیع سرمایه‌های آنان گسترش بازارهای مالی امری اجتناب ناپذیر به نظر می‌رسد. توجه به آمارهای تشکیل سرمایه کل کشور و میزان تشکیل سرمایه شرکت‌های بورسی نیز نشان می‌دهد که این شرکت‌ها سهم ناچیزی از آن را در اختیار دارند.

به عنوان یکی از گزینه‌های پیش رو برای توسعه بازارهای مالی، می‌توان ایجاد و توسعه بازارهای خارج از بورس را مدنظر قرار داد. این بازارها در قالب شبکه‌های ارتباطی الکترونیک یا غیر الکترونیک، بستری برای ارتباط سرمایه‌گذاران و معامله‌گران اوراق بهادار را فراهم می‌کنند. با ایجاد بازارهای خارج از بورس، معاملات سهام بین معامله‌گران و سرمایه‌گذاران با استفاده از ابزارهای مالی به سادگی امکان پذیر خواهد شد.

(۲) ضرورت و اهمیت بازارهای خارج از بورس از آنجایی که یکی از نمادهای توسعه اقتصادی، گسترش فرهنگ سهامداری، سرمایه‌گذاری و نیز ارتقای میل نهایی پس‌انداز در بین افراد جامعه است، غنا بخشیدن به بازار معاملات سهام می‌تواند موجب

و سازمان یافته که در آن موسسات و بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند از پس‌اندازها و سرمایه‌های راكد در قالب عرضه سهام و اوراق مشاركت برای تامین مالی خود استفاده کنند، عضو بلامنازع بازار سرمایه ایران قلمداد می‌شود. بورس اوراق بهادار از طریق ایجاد بازار عرضه و تقاضا برای اوراق بهادار باعث جذب نقدینگی شده و آن را برای تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی و دولت، در اختیار آنها قرار می‌دهد.

در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، بورس

اوراق بهادار در ایران بخش نه چندان بزرگی از اقتصاد را به خود اختصاص داده است. بر اساس اطلاعات سال ۱۳۸۳، بازار سرمایه کشور ۲۷ درصد از تولید ناخالص داخلی را به خود اختصاص داده است. البته روند رشد بازار سرمایه در سال‌های اخیر قابل توجه بوده، به گونه‌ای که سهم بورس از اقتصاد در سال ۱۳۶۸ با ۲۶۳ شرکت حدود ۴ درصد بوده است. روند رو به رشد پذیرش شرکت‌ها در بورس را می‌توان دلیلی بر تمایل حضور آنها در بازار سرمایه دانست، به طوری که بر اساس اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار در حال حاضر ۴۰۹ شرکت در قالب ۳۶ گروه صنعتی در بازار سرمایه ایران حضور دارند.

با نگاهی به شاخص‌های بازار سرمایه طی سال‌های اخیر روند تقویت و گسترش آن در اقتصاد کاملاً مشهود است. جدول (۲) روند حجم معاملات بورس و ارزش جاری بازار سهام و نسبت آنها به تولید ناخالص داخلی را برای سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ نشان می‌دهد.

جدول (۲) روند حجم معاملات بورس و ارزش جاری بازار سهام و

تشکیل
سرمایه یکی از اجزای مهم تولید ناخالص داخلی و سرمایه یکی از نهاده‌های اساسی در تولید بر شمرده می‌شوند. از این رو بحث سرمایه و تجمیع آن در رشد و توسعه اقتصادی از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است

بازار سرمایه به عنوان یکی از اجزای بخش مالی در اقتصاد در برقراری ارتباط بین مردم و بنگاه‌های اقتصادی نقش مهمی ایفا می‌کند

بهبود فرآیند تشکیل سرمایه و از میان برداشتن شکاف بین تشکیل پس انداز و تشکیل سرمایه شود. از این رو بحث اهمیت و ضرورت ایجاد بازارهای خارج از بورس از دو منظر الزامات موجود در قوانین و برنامه‌های توسعه کشور و نیازهای فرا روی بازار سرمایه کشور بررسی خواهد شد. در انتها با توجه به نیازهای بازار سرمایه کشور، دستاوردهای حاصل از ایجاد بازارهای خارج از بورس نشان داده می‌شود.

۱-۲) الزامات

۱-۱-۲) الزامات برنامه‌های توسعه سوم و چهارم

ضرورت ایجاد بازارهای خارج از بورس در برنامه‌های سوم و چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور و همچنین قانون جدید بازار اوراق بهادار کشور مورد توجه قرار گرفته است. ماده ۹۴ قانون برنامه سوم توسعه کشور به صراحت ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه را جهت انجام داد و ستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی و پوشش خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی و بین‌المللی متذکر شده است.

در برنامه چهارم توسعه نیز در ماده ۱۵ به بازار سرمایه اشاره شده است و شورای بورس را مکلف کرده تا در وهله نخست بازار سرمایه را از طریق راهاندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی، ایجاد شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی از نظر جغرافیایی گسترش دهد و به مقولاتی نظیر ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی، بازارهای خارج از بورس، ارتباط با بورس‌های جهانی برای تبادل اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار اشاره شده است. در این ماده شورای بورس موظف شده تا برای تسهیل در امر داد و ستد اوراق بهادار، شبکه الکترونیک داد و ستد اوراق بهادار را طراحی و راهاندازی کند.

هم‌چنین در جهت تعامل با اقتصاد جهانی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز مکلف شده‌اند تا راه‌کارهای مناسب برای سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار را بررسی و ارایه کند. بدین ترتیب قابل ملاحظه است که در دو برنامه توسعه اقتصادی کشور،

مقوله بازارهای اوراق بهادار و لزوم الکترونیکی شدن آنها مورد توجه خاص قرار گرفته است.

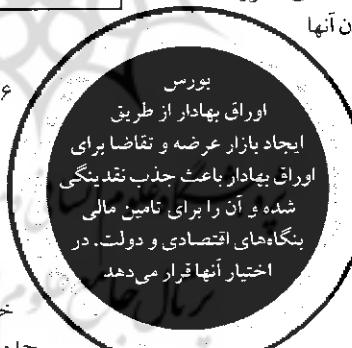
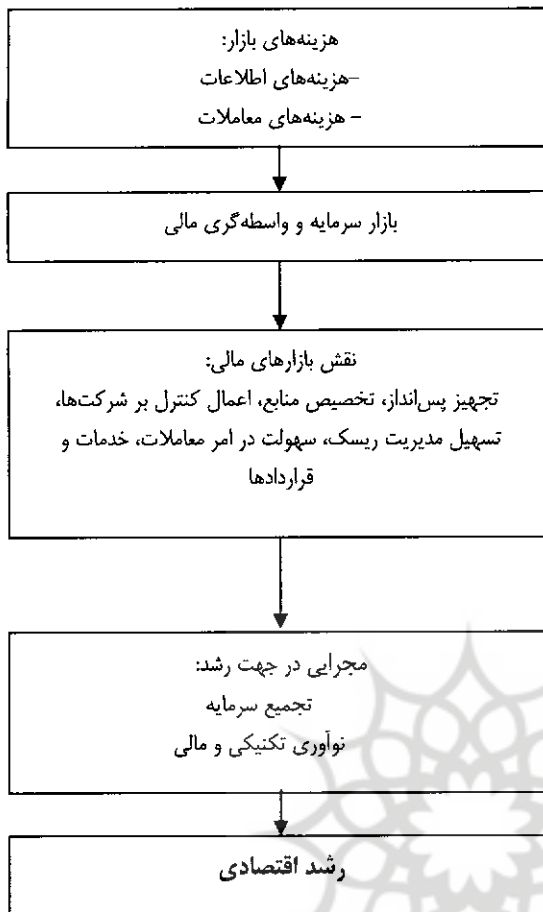
خلا موجود در قانون پیشین بورس اوراق بهادار در معرفی بازارهای تخصصی و بازارهای خارج از بورس نیز در قانون جدید بازار اوراق بهادار، مصوب آذر ماه ۱۳۸۴ مورد توجه قرار گرفته و بند ۸ از ماده ۱ این قانون به معرفی بازارهای خارج از بورس اختصاص یافته است.

۲-۱-۲) سند چشم‌انداز ۲۰ ساله

در سند چشم‌انداز ۲۰ ساله توسعه کشور نیز گسترش و تعمیق بازار سرمایه در حوزه الزامات رشد مستمر و پایدار، به چشم می‌خورد. بر پایه پیش‌بینی‌های صورت گرفته برای دستیابی به نرخ رشد ۸/۶ درصدی در سال‌های پیش‌رو، رشد تشکیل سرمایه ناخالص داخلی در سطح ۱۰/۹ درصد در نظر گرفته شده است.

بررسی روند تشکیل سرمایه و جایگاه بورس و شرکت‌های بورسی در تشکیل سرمایه ناخالص داخلی با توجه به اطلاعات مربوط به افزایش سرمایه شرکت‌ها از گزارش مجامع آنها نشان می‌دهد به طور میانگین در ۶ سال گذشته شرکت‌های بورسی ۴/۱ درصد از تشکیل سرمایه این بخش را در اختیار داشته‌اند. این میزان نشان‌دهنده توانایی شرکت‌های بورسی و در مجموع بورس، در جذب منابع مالی کشور برای گسترش طرح‌ها بوده و نشانگر توانمند شدن بازار سرمایه در جذب پس‌اندازهای مردم در سال‌های اخیر، به ویژه تا سال ۸۴ است. در این سال تجمع سرمایه شرکت‌های بورسی

نمودار (۲) فرآیند توسعه مالی - اقتصادی



۹/۶ درصد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص کشور بوده است. در این دوره شرکت‌ها از افزایش سرمایه قابل توجهی برخوردار بوده و توانسته‌اند تا سهم بیشتر از سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص دهند. سهم افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها نیز نشان می‌دهد که شرکت‌های بورسی بیشتر و جوه لازم برای تامین مالی طرح‌های خود را از منابع خارج از شرکت فراهم کرده‌اند.

جدول (۳) سهم شرکت‌های بورسی در تشکیل سرمایه ۱۳۸۳ -

۱۳۷۹ (قیمت جاری)

۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹
۴۱۳۷۴۳	۴۰۱۷۳۶	۳۱۸۸۲۰	۳۱۲۶۸۸	۱۸۷۹۹۹	۱۵۴۶۱۲
۱۸۵۲۹	۳۸۶۷۸	۱۱۲۸۴	۶۲۴۲۳	۳۸۰۹۶	۵۰۳۶۳
۳۰۴	۳۸	۳۷۶	۳۸	۴۰۴	۳۱۳
۴۱	۹/۶	۲/۹	۲/۶	۱/۴	۲/۴

ماخذ: نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی

با توجه به این که بورس و شرکت‌های بورسی سهم ناچیزی از تشکیل سرمایه کشور را در اختیار دارند، تمهیداتی در جهت گسترش بازار سرمایه و جذب شرکت‌های بیشتر در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، افاق‌های پیش‌بینی

مالی است که ماحصل آن افزایش سرعت و کاهش هزینه بوده است. از این رو جامعه اقتصادی ایران نیز باید با توجه به نیازهای توسعه‌ای و شرایط اقتصادی و فرهنگی، از روش‌ها و تجربیات سایر کشورهای جهان در امر توسعه مالی و در نهایت توسعه اقتصادی بهره‌مند شود.

۲-۲-۲) توسعه بازار سرمایه

شاخص‌های بخش مالی ایران حاکی از توسعه یافتگی اندک این بخش است. آنچه که هم اکنون بر روی آن اتفاق نظر وجود دارد این است که هر چه نظام‌های مالی و پولی توسعه یافته‌تر باشند، اقتصاد مورد نظر می‌تواند نرخ‌های رشد بالاتری را تجربه کند. توسعه اندک بخش مالی و نقش کم‌رنگ بازار سرمایه در شبکه مالی ایران در پر تو شاخص‌های بازارهای کشورهای گوناگون نمود بیشتری می‌یابد.

بورس اوراق بهادار تهران در سال ۲۰۰۵ از ارزش جاری بازار به میزان ۳۷۴ میلیارد دلار برخوردار بود که نسبت به سال گذشته با ۱۴/۵ درصد کاهش مواجه شد. این در حالی است که بورس‌هایی چون بورس استانبول و کره جنوبی به ترتیب با ۱۶۱/۵ و ۷۱۸ میلیارد دلار ارزش جاری بازار از رشدی معادل ۶۴/۳ و ۸۴/۴ درصد نسبت به سال گذشته برخوردار بودند. از نظر رشد ارزش جاری بازار تنها بورس اسلونی با ۱۸/۴ درصد کاهش، رتبه بدتری از بورس تهران کسب کرد.

بورس تهران با مجموع ۷۸۵۰ میلیون دلار دادوستد، در رده چهل و یکم جای گرفت. بورس تهران از نظر رشد ارزش دادوستد در سال ۲۰۰۴ در جایگاه نخست قرار داشت، اما در سال ۲۰۰۵ با ۳۵/۳ درصد کاهش نسبت به سال قبل به رتبه پنجاهم تنزل کرد. میانگین سرعت گردش سهام که از تقسیم تعداد سهام دادوستد شده به کل تعداد سهام پذیرفته شده در بورس به دست می‌آید، متغیر مهمی برای مقایسه فعالیت بورس‌های اوراق بهادار است. سرعت گردش سهام در "تزدک" در سال ۲۰۰۵ حدود ۲۵۰ درصد گزارش شده است. به عبارت دیگر، هر سهم پذیرفته شده در این بورس طی سال یاد شده به طور میانگین ۲/۵ بار دست به دست شده است. سرعت گردش سهام در بورس اوراق بهادار تهران از ۳۳/۵ درصد در سال ۲۰۰۴ به ۱۸/۷ درصد در سال ۲۰۰۵ کاهش یافت. بدین ترتیب در هر سال تنها یک پنجم از سهام موجود در بازار مورد معامله قرار می‌گیرد.

شاخص قیمت نیز که نشان دهنده میانگین بازدهی سرمایه در بازار اوراق بهادار است نیز در سال گذشته با کاهش مواجه بوده است. از این منظر، بورس

اوراق بهادار تهران برخلاف آنکه در سال ۲۰۰۳ رده دوم رتبه‌بندی بورس‌ها بر اساس میانگین بازدهی سرمایه‌گذاری در بازار را به خود اختصاص داده بود، در سال ۲۰۰۴ با رشدی معادل ۲۴ درصد به رده شانزدهم و در سال ۲۰۰۵ با کاهشی معادل ۲۴/۳ درصد به رده آخر سقوط کرد.

سایر شاخص‌ها از جمله شاخص‌های نشان‌دهنده عمق، گستردگی و نقدینگی موجود در بازار سرمایه نیز از تعمیق اندک مالی، اندازه کوچک بازار و عدم توانایی بازار در جذب نقدینگی‌های موجود در کشور حکایت دارد. یکی از شاخص‌های بیانگر میزان عمق مالی، نسبت ارزش معاملات سهام به نقدینگی موجود در کشور است. این نسبت برای ایران در سال ۱۳۸۴ بیانگر این است که ۶/۱۳ درصد از نقدینگی موجود در کشور به معاملات اوراق بهادار راه یافته است؛ به عبارت دیگر پایین بودن این شاخص حاکی از اهمیت کم‌تر بازار سرمایه در مقابل سیستم بانکی است.



شده در سند چشم‌انداز را ملموس‌تر و قابل حصول‌تر خواهد کرد.

۲-۲) نیازها

۲-۲-۱) رشد اقتصادی

رشد فراگیر کاربرد فناوری اطلاعات در گستره بازارهای مالی، منافع زیادی برای بازار به ارمغان آورده و طراحان بازار نیز از این فناوری به منظور تکامل بازارهای مالی استفاده کرده‌اند. دور ماندن از قافله رشد و ترقی، عدم توان رقابت در صحنه را در پی خواهد داشت که برای دوری از آن باید تدابیر لازم اندیشیده شود. لذا می‌توان با استفاده از تجربیات سایر کشورها و بهره‌گیری از نتایج آنان به توسعه و گسترش خدمات مالی در کشور پرداخت. بدیهی است با عدم راه‌اندازی بازار خارج از بورس، جامعه سرمایه‌گذاری کشور از مزایای آنها بی‌بهره خواهد ماند.

در تبیین نیاز به ایجاد بازارهای خارج از بورس ذکر این نکته ضروری است که توسعه و تنوع بازارها و ابزارهای مالی به عنوان زیرساخت‌های توسعه اقتصادی مطرح بوده و بدون بهره‌گیری از آنها هیچ اقتصادی به شکوفایی نرسیده است. نمودار (۲) فرآیند توسعه بخش مالی - توسعه اقتصادی را نشان می‌دهد.

این نمودار نشان می‌دهد که با توجه به نقش گسترده بازار مالی، نوآوری‌های فنی و مالی، هزینه‌های بازار متشکل از هزینه‌های اطلاعاتی و هزینه‌های مبادلاتی را کاهش داده و این امر نیز موجب بهبود فرآیند تجهیز پس‌اندازها، تخصیص منابع شده و از این طریق رشد اقتصادی را موجب خواهد شد. تغییرات به وجود آمده در حوزه‌های فناوری و مالی، باعث تغییرات عمده‌ای در گونه‌های مختلف بازارهای مالی و ابزارهای مورد استفاده در آنها شده است. از طرفی توسعه ابزارها و بازارهای مالی، نیازمند نوآوری، تغییر روش‌های پیشین، طراحی روش‌های جدید و دیگر گونی نحوه مبادلات سهام در بازارهای

هم‌چنین در جهت تعامل با اقتصاد جهانی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز مکلف شده‌اند تا راه کارهای مناسب برای سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار را بررسی و ارائه کنند

برای نشان دادن میزان گستردگی بازار سهام از نسبت ارزش جاری بازار در پایان سال به تولید ناخالص داخلی استفاده می‌شود. این شاخص برای بورس تهران در سال‌های ۸۳ و ۸۴ به ترتیب ۲۷/۵ و ۱۹۷/۴ درصد بوده است. این شاخص برای کشورهای با درآمد کم‌تر از متوسط، بالاتر از متوسط و کشورهای با درآمد بالا عضو OECD در سال ۲۰۰۳ به ترتیب ۳۸۳، ۳۷/۲ و ۹۷/۸ درصد را نشان می‌دهد. ملاحظه می‌شود که کشور ایران علی‌رغم قرار داشتن در گروه کشورهای با درآمد کم‌تر از متوسط از گستردگی کم‌تری در بازار سرمایه برخوردار است.

تمامی موارد بالا نشان از عدم بلوغ بازار سرمایه در کشور دارد. در راستای توسعه بخش مالی و با تمرکز بر بازار سرمایه، ایجاد و راه‌اندازی بازارهای خارج از بورس به عنوان یکی از راهکارهای پیش‌رو قابل طرح و بررسی است. این بازارها با جذب نقدینگی‌های سرگردان در کشور و هدایت آنها به شرکت‌ها و بنگاه‌هایی که از توانایی پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار برخوردار نیستند، موجب افزایش بهره‌وری استفاده از سرمایه در کشور شده و بالندگی کشور در فرآیند توسعه مالی و اقتصادی را به همراه خواهد داشت.

۲-۳) امکان معامله سایر اوراق بهادار و اعطاف پذیری هزینه معاملات
اوراق قرضه که در ایران از آنها به عنوان اوراق مشارکت یاد می‌شود، معمولاً به عنوان یکی از کم‌مخاطره‌ترین اوراق بهادار شناخته شده‌اند. همواره در بیشتر کشورهای دنیا یکی از ابزارهای مطمئن برای سرمایه‌گذاری اوراق قرضه منتشر شده توسط دولت بوده است. با توجه به گستردگی خدمات مالی در سال‌های اخیر امکان انتشار اوراق قرضه برای شرکت‌ها نیز مهیا شده است.

اوراق قرضه شرکتی از اوراق بهادار پذیرفته نشده در برخی بورس‌ها محسوب شده و بنابراین در بازارهای خارج از بورس مبادله می‌شوند. با وجود این که در کشورهای اروپایی اوراق قرضه شرکتی در بورس‌ها پذیرفته شده‌اند، اما با این حال بخش قابل توجهی از مبادلات آنها خارج از بورس صورت می‌گیرد. به عنوان نمونه بورس لوکزامبورگ علی‌رغم پذیرفتن بیش از ۲۰ هزار اوراق قرضه شرکتی، شاهد بخش عمده‌ای از معاملات در خارج از بورس است.

اوراق قرضه شرکتی عموماً به روش دوجانبه و از طریق معامله‌گر به مشتری عرضه می‌شوند. بیشتر معاملات دوجانبه از طریق تلفن انجام می‌شوند، اما با پیشرفت تکنولوژی تعداد زیادی از معامله‌گران به دنبال به کارگیری تسهیلات قبول سفارش و انجام معاملات به صورت الکترونیکی هستند.

معاملات بخش عظیمی از اوراق قرضه در بازارهای خارج از بورس عمدتاً به علت تسهیلاتی است که بازارهای خارج از بورس در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. در معاملات اوراق قرضه، به‌طور معمول قیمت بر اساس توافق دوجانبه تعیین شده و معاملات بر

اساس مذاکرات دوجانبه صورت می‌گیرند. به علاوه قیمت‌هایی که سرمایه‌گذاران به معامله‌گران مختلف برای تعداد مشخصی اوراق قرضه پرداخت می‌کنند ممکن است از این طریق متفاوت باشد. این پدیده عموماً به علت مجزای بودن فرآیند قیمت‌گذاری در مذاکرات صورت می‌گیرد.

بدین ترتیب، بازارهای خارج از بورس به علت سازوکارهای معاملاتی خود توانسته‌اند در برخی اوراق مانند اوراق قرضه دولتی و شرکتی توانمندتر از بورس‌ها عمل کرده و با تحمیل هزینه معاملاتی کم‌تر، سرمایه‌گذاران بیشتری را به سوی خود جلب کنند.

۳) جمع‌بندی و نتیجه‌گیری:
در انتها و با توجه به الزامات موجود در برنامه‌های توسعه اقتصادی کشور و همچنین ضرورت‌های بیان‌شده برای ایجاد بازار خارج از بورس، دستاوردهای حاصل از شکل‌گیری بازارهای خارج از بورس بررسی می‌شود. پیشنهاد ایجاد و شکل‌گیری بازارهای خارج از بورس را می‌توان به دلایلی چون:

- عدم انعطاف پذیری بورس در برآورده کردن تمامی نیازها و سلاقی سرمایه‌گذاران؛
- ساماندهی بازارهای خارج از بورس غیر رسمی؛
- کاهش مخاطره سرمایه‌گذاری در بازار اولیه؛
- ارتقا بورس با استفاده از دستاوردهای حاصل از رقابت در بازار سرمایه؛
- تسریع در روند ایجاد زیرساخت‌های لازم برای دستیابی به بازارهای الکترونیکی،

را مطرح کرد.
به عنوان نخستین پیامد ظهور این بازارها در بازار سرمایه نوپای ایران می‌توان به تعدد بازارهای مالی برای سرمایه‌گذاری اشاره کرد. در باب گسترش شبکه‌های مالی یکی از مهم‌ترین مواردی که باید مورد عنایت قرار گیرد، گسترش بازارهای مالی در کنار گسترش و توسعه نهادها و ابزارهای مالی عنوان می‌شود. به عنوان نمونه‌ای از این دست می‌توان به کارگزار / معامله‌گران و فرآیند بازارسازی اشاره کرد. عملکرد بازارسازان در بازارهای گوناگون حاکی از نقش مثبت و موثر آنان در تعادل قیمت‌ها و افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار است. شاید بتوان یکی از مهم‌ترین دستاوردهای ایجاد بازارهای خارج از بورس را معرفی کارگزار / معامله‌گران و نقش محوری آنان در معاملات مبتنی بر مذاکره در این بازارها دانست.

در راستای اهداف توسعه‌ای کشور و با تمرکز بر بازار سرمایه به عنوان یکی از بخش‌هایی که از قابلیت‌ها و جذابیت‌های خاصی در امر تجمیع پس‌اندازها و تشکیل سرمایه برخوردار است، با تسهیل شرایط پذیرش اوراق بهادار شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و کاهش هزینه‌های معاملات اوراق بهادار و تسریع انجام مبادلات اوراق بهادار با بهره‌گیری از شبکه‌های الکترونیک که از دستاوردهای مستقیم بازارهای خارج از بورس به شمار می‌آیند، ساماندهی معاملات غیر رسمی اوراق بهادار، کاهش مخاطره سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و در مجموع افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را شاهد خواهیم بود.

منابع و مأخذ:

- Levine Ross, Financial Development and Economic
- SEC, 2006, In the Matter of the Application of The Nasdaq Stock Market LLC for Registration as a National Securities Exchange, Release No. 34-53128; File No. 10-131 Growth, Journal of Economic Literature, June 1997
- World Federation of Exchanges, Annual Report 2005

• اخباری، محمد "مروری بر وضعیت ژرفای (عمق) مالی ایران" مجله روند، سال شانزدهم - شماره ۴۸، بهار ۱۳۸۵

• تقش و جایگاه شرکت‌های بورسی در اقتصاد کشور، نشریه پیام سرمایه‌گذاری، شماره ۲۶، بهار ۱۳۸۵

