



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره پانزدهم / پاییز ۱۳۹۴

بازارگردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت به روش عرضه و تقاضا و کاهش ریسک بازارگردانی

تقی ترابی

دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران
tttorabi@yahoo.com

پیمان ناتایی

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران

سمانه طریقی

دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران

عبداله دریابر

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۲

چکیده

نرخ سود اوراق بهادار با درآمد ثابت در ایران که در قالب بسته‌های سیاستی و نظارتی بانک مرکزی تعیین می‌گردد، عموماً ثابت و در حکم نرخ بهره کشور قلمداد می‌شود. بدیهی است که نرخ بهره بایستی شناور و بیش از نرخ تورم باشد، لیکن به دلیل ساز و کار موجود برای ابلاغ نرخ بهره، شناوری نرخ بهره در ایران بر خلاف اکثر کشورهای دنیا وجود ندارد و نرخ بهره ابلاغی نیز نرخ منصفانه نیست. از سوی دیگر با توجه به تورم بالا، عدم انعطاف و جذابیت سایر بازارهای موازی، حجم بازرخرد این اوراق افزایش یافته و بازارگردان را مجبور به بازرخرد حجم بالایی از اوراق غیر جذاب نموده است. در این مقاله شیوه جدید بازارگردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت معرفی می‌گردد. در این شیوه قیمت اوراق بهادار که به یکی از روش حراج و با قیمت منصفانه عرضه گردیده است، متغیر و بدون دامنه نوسان و معاملات اوراق به صورت چندین حراج تک قیمتی در طی یک جلسه معاملاتی می‌باشد و بازارگردان موظف است با رعایت یک دامنه مظنه، سفارش‌های خرید و فروش خود را همزمان وارد نماید. پس از تشریح مدل حالات ممکن و حالات خاص با استفاده از راه حل گوشه ای و در نظر گرفتن شدیدترین حالت ممکن بررسی و کارایی آن مورد سنجش قرار گرفت. با تایید کارایی مدل می‌توان انتظار داشت که با عرضه اوراق به شیوه حراج سپردن فرایند بازارگردانی به سازوکار بازار کشف قیمت بهینه،

افزایش بازدهی، افزایش جذابیت و میزان استقبال از اوراق بهادار، کاهش ریسک بازارگردان، کشف نرخ بهره و کاهش نرخ تامین مالی در کشور اتفاق افتد.

واژه‌های کلیدی: بازارگردانی (بازارسازی)، نرخ بهره، عرضه و تقاضا، حراج.

۱- مقدمه

رفع موانع مختلف اقتصادی کشور، یا حداقل کاهش آثار آن‌ها طلب می‌کند که منابع و امکانات کشور به سوی فعالیت‌های مولد و صنعتی هدایت شوند. برای گسترش این فعالیت‌ها ضروری است که وجوه موجود در جامعه و پس‌اندازهای سرگردان خانوارها به سمت سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر هدایت شوند. بی تردید، این مهم را نمی‌توان به انجام رساند، مگر این که بازارهای پول و سرمایه و امکانات مرتبط با آن‌ها گسترش پیدا کند (رادفر، ۱۳۸۵). در حال حاضر، اقتصاددانان توسعه تفاوت میان توسعه یافتگی کشورها را در برخورداری از بخش مالی قوی، کارا و سازمان یافته می‌دانند (رنانی، ۱۳۷۶).

یکی از مهمترین ابزارهای کارآمد در سیاستگذاری اقتصاد کلان و ایجاد ثبات و رشد اقتصادی، نرخ سود است. در تعیین نرخ سود بانکی، سه دیدگاه متفاوت در کشور وجود دارد. که هر یک، استدلال‌های منحصر به فردی دارند. طرفداران نظریه افزایش نرخ سود بانکی معتقدند که به دلیل وجود تورم بالا در کشور و نرخ زیاد سود در بازار غیر رسمی پول که برآیند عرضه و تقاضای پول است، نرخ سود بانکی باید افزایش یابد. گروه دیگر، طرفدار کاهش نرخ سود بانکی هستند. آنها اعتقاد دارند که متوسط سود کسب شده در بخش‌های مختلف اقتصادی (به ویژه بخش مولد) رقم کمی است و برای اینکه بخش‌های مولد کشور، بتوانند به فعالیت خود ادامه دهند و سود بانکی را پرداخت کنند، باید نرخ‌های سود بانکی کمتر باشد. سومین گروه نیز طرفدار شناور کردن نرخ سود بانکی هستند. برخی از اندیشمندان اقتصادی به ویژه متفکران بانکداری اسلامی، نرخ سود دستوری را با مبانی بانکداری بدون ربا مغایر دانسته و اعتقاد دارند که باید نرخ سود، بر اساس قرارداد مشارکتی بین بانک و مشتری تعیین شود (کشاورزبان پیوستی، ۱۳۸۹). بانکها یکی از مهمترین واسطه‌های مالی در نظام اقتصادی‌اند که جذب منابع و تبدیل آن به وجوه برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در بخش‌های اقتصادی را بر عهده دارند. از این رو، نظام بانکی کارآمد رونق و رشد اقتصادی را سبب خواهد شد. امروزه بحث اصلاحات مالی، به ویژه در کشورهای در حال توسعه، بسیار مطرح است و اصلاحات مالی جزء اصلی برنامه‌های تعدیل ساختاری در این کشورهاست. یکی از اصلاحات مالی، پایین آوردن تفاوت میان نرخ بهره یا بهره دریافتی و پرداختی بانکی است که از اصلاحات مرتبط با نظام بانکی است، زیرا بهره نشان دهنده بهره و کارایی نظام بانکی نیز هست (اتابکی، ۱۳۸۶).

همچنین نرخ سود بانکی در کشور به منزله نرخ بهره قلمداد می‌شود و نرخ بهره سایر ابزارهای مالی نظیر اوراق مشارکت و انواع صکوک بر مبنای این نرخ تعیین می‌گردد. اغلب اوراق قرضه بطور ادواری کوپن پرداخت می‌کنند. ارزش پایه^۱ ورق قرضه (که به ارزش اسمی^۲ نیز معروف است) در سررسید ورق قرضه دریافت می‌شود.

قیمت ثنوری یک ورق قرضه برابر ارزش حال تمامی جریان وجوه نقدی که بوسیله دارنده آن دریافت می‌شود، تعریف می‌گردد. دقیق‌ترین رویکرد قابل تصور برای تنزیل جریان وجوه نقد حاصل از ورقه قرضه تنزیل هر کدام از جریانهای وجوه نقد با استفاده از نرخ صفر متناظر است (هال، ۲۰۰۷). با توجه به خرید و فروش اوراق بهادار با درآمد ثابت به بهای اسمی، عملاً نرخ بازدهی این اوراق نیز ثابت و متناسب با نرخ سود بانکی تعیین می‌گردد. هدف اصلی این پژوهش طراحی یک مدل جدید بازارگردانی برای اوراق بهادار با درآمد ثابت است که بتواند ضمن تطبیق با شرایط روز بازار ایران، موجب افزایش جذابیت اوراق بهادار با درآمد ثابت شده و همراه با استقبال بازار از این اوراق موجب کاهش ریسک بازارگردان گردد. سوال اصلی این پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

آیا مدل تبیین شده در این پژوهش می‌تواند به افزایش نقد شوندگی اوراق بهادار با درآمد ثابت کمک نموده و با کشف قیمت بهینه و در نتیجه تغییر بازده تا سررسید اوراق به حفظ جذابیت اوراق متناسب با شرایط روز بازار منجر گردد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- نرخ بهره و نحوه تعیین آن در سایر کشورها

نرخ بهره بدون کوپن n ساله، نرخ بهره حاصل از یک سرمایه‌گذاری است که از امروز شروع می‌شود و به مدت n سال به طول می‌انجامد. کل بهره و اصل مبلغ سرمایه‌گذاری در پایان n سال پرداخت می‌گردد. هیچ‌گونه پرداختی در طول مدت سرمایه‌گذاری صورت نمی‌پذیرد. به نرخ‌های اسپات اصطلاحاً نرخ بازده تا سررسید اوراق نیز گفته می‌شود. (هال، ۲۰۰۷). بر طبق اصول مالی، نرخ بهره اسمی برابر است با نرخ واقعی بهره^۳ به علاوه صرف ریسک (تورم، نکول و ...) در این صورت و در صورتی که هر یک از فاکتورهای تعیین کننده نرخ بهره تغییر نماید، بایستی نرخ بهره نیز تغییر نماید (شارپ، گوردون، & بیلی، ۱۹۹۵).

نرخ‌های خزانه‌داری نرخ‌هایی هستند که از سرمایه‌گذاری در اسناد قرضه خزانه‌داری و اوراق قرضه خزانه‌داری^۴ حاصل می‌گردند. اسناد قرضه خزانه‌داری^۵ و اوراق قرضه خزانه‌دای ابزارهایی هستند که بوسیله دولت به منظور استقراض پول رایج کشور، مورد استفاده قرار می‌گیرند. برای مثال، نرخ‌های خزانه‌داری ژاپن، نرخ‌هایی هستند که دولت ژاپن در آن نرخ‌ها اقدام به استقراض پول رایج ژاپن، یعنی ین، می‌نماید. نرخ‌های خزانه‌داری آمریکا نرخ‌های هستند که دولت آمریکا در آن نرخ‌ها اقدام به استقراض پول رایج آمریکا، یعنی دلار، می‌نماید؛ و به همین ترتیب. معمولاً فرض می‌شود که احتمال نکول تعهدات برحسب پول رایج کشور، از جانب دولت صفر است^۶. بنابراین نرخ‌های خزانه‌داری، نرخ‌هایی کاملاً بدون ریسک هستند، از این نظر که سرمایه‌گذاری که اسناد قرضه و یا اوراق قرضه را خریداری می‌نماید، مطمئن است که اصل و فرع پول، طبق تعهد پرداخت خواهد شد (هال، ۲۰۰۷).

لایبور مخفف "نرخ وام‌دهی بین بانکی لندن است"^۷. یک نرخ لایبور که بوسیله یک بانک خاص اعلام می‌گردد، نرخ بهره‌ای است که در آن نرخ، بانک حاضر به انجام یک سپرده‌گذاری عمده و بزرگ در یک بانک

دیگر است.^۸ بانکهای بزرگ و دیگر موسسات مالی، لایبوره‌های یک ماهه، سه ماهه، شش ماهه و دوازده ماهه را برای تمامی ارزهای رایج اعلام می‌نمایند. منحنی بازدهی لایبور^۹ می‌تواند به دوره‌های فراتر از یک سال نیز گسترش یابد. دو راه برای انجام این عمل وجود دارد:

- (۱) یک منحنی بازدهی بسازیم که نشان دهنده نرخ‌هایی است که در آن نرخ‌ها، شرکت‌های دارای رتبه بندی اعتباری AA می‌توانند وام‌هایی با سررسید بیش از یک سال دریافت کنند.
- (۲) یک منحنی بازدهی بسازیم که نشان دهنده نرخ‌های استقراض کوتاه مدت آتی برای شرکت‌های دارای رتبه AA باشد.

در عمل، منحنی بازدهی لایبور بوسیله روش دوم ساخته می‌شود. در آمریکا، به این منظور، از قرارداد آتی‌های سه ماهه یورو-دلار استفاده می‌شود. اینها قراردادهایی بر روی ارزش آتی لایبور سه ماهه هستند و بطور فعال مورد معامله قرار می‌گیرند. برای مثال در ژاپن، به منظور گسترش ساختار سازمانی نرخ بهره لایبور ژاپن به فراتر از یک سال، از قرارداد یورو-ین^{۱۰} استفاده می‌شود (هال، ۲۰۰۷). نرخ بهره در کشورهای پیشرفته توسط بانک‌های مرکزی و با استفاده از نرخ اوراق خزانه و یا بر اساس نرخ لایبور تعیین می‌گردد لیکن نرخ تعیین شده دستوری و ثابت نیست بلکه به صورت شناور بر اساس شرایط بازار تغییر می‌نماید.

همانگونه که مذکور افتاد نرخ بهره در سایر کشورها و اقتصادهای پیشرفته به صورت شناور و توسط بازار تعیین می‌گردد و نرخ‌های اوراق خزانه نیز متناسب با نرخ بهره در نظر گرفته می‌شود تا بازدهی متناسب با ریسک خود را ایجاد نموده و مانع ایجاد فرصت آربیتراژ^{۱۱} شود، لیکن دلیل آنکه عرضه اوراق بهادار به ویژه اوراق بهادار با درآمد ثابت در ایران، به روش حراج مرسوم نبوده و این اوراق تا کنون به کسر از ارزش اسمی نیز معامله نگردیده‌اند، به نظر می‌رسد نرخ این اوراق که در قالب بسته‌های سیاستی و نظارتی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تعیین می‌گردد، ثابت و در حکم نرخ بهره کشور قلمداد می‌شود. این در حالی است که بر اساس نتایج تجربی تحقیق بخشی دستجردی و محمودی نیا، نرخ طبیعی بهره در اقتصاد ایران، پایین‌تر از نرخ بهره پولی بوده است که این موضوع حاکی از بالاتر بودن بیکاری موجود از اندازه طبیعی‌اش می‌باشد. همچنین نرخ سود بهینه در نظام بانکی ایران، شناور کردن تعیین آن بر اساس مبانی بانکداری بدون ربا و ارتباط آن با قدرت خرید پول (لحاظ کردن تورم) است (بخشی دستجردی & محمودی نیا، ۱۳۹۲). بدیهی است که نرخ بهره در کشور بایستی بیش از نرخ تورم سالانه باشد، لیکن به دلیل ساز و کار موجود برای ابلاغ^{۱۲} نرخ بهره، شناوری نرخ بهره در ایران وجود ندارد و یا از انعطاف پایینی برخوردار می‌باشد.

۲-۲- حراج اوراق بهادار

با توجه اینکه می‌توان قیمت کشف شده برای یک دارایی در ساز و کار حراج را به عنوان یک نماینده از ارزش منصفانه دارایی قلمداد نمود، لذا عرضه عمومی اولیه اوراق به شیوه حراج و کشف یک ارزش منصفانه برای آن به عنوان مبنای بازارگردانی به شیوه عرضه و تقاضا محسوب می‌شود.

لغت‌نامه دهخدا حراج را به شرح ذیل تعریف نموده است:

"به معرض بیع گذاشتن متاع در میان جماعتی، تا آنکه بها بیشتر دهد بدو فروشند، و نام دیگر این نوع فروش مزایده است و لفظ حراج عربی نیست، چه در عربی حرج به معنی گناه و تنگی است که با این معنی مناسبت ندارد، و در اول این لفظ را مردم مصر اصطلاح کردند."

حراج را به ویژه در بازار اوراق بهادار می‌توان به شرح ذیل تعریف نمود:

حراج را می‌توان یک ساز و کار شبیه بازار دانست که در آن قواعد صریح و مشخصی وجود دارد. این قواعد نحوه اختصاص منابع و قیمت‌ها را بر اساس پیشنهاد^{۱۳} هر یک از افراد درگیر در بازار تعیین می‌کنند (صادقی‌پور، ۱۳۹۰).

حراج را می‌توان یک ساز و کار شبیه بازار دانست که در آن قواعد صریح و مشخصی وجود دارد. این قواعد نحوه اختصاص منابع و قیمت‌ها را بر اساس پیشنهاد^{۱۴} هر یک از افراد درگیر در بازار تعیین می‌کنند (صادقی‌پور، ۱۳۹۰).

عرضه‌های عمومی اوراق بهادار عمدتاً در سه قالب حراج، عرضه با قیمت ثابت و روش ثبت دفتری انجام می‌شود. در روش حراج، دارایی به شخصی تعلق می‌گیرد که بالاترین قیمت را برای آن پیشنهاد می‌دهد (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸). ویلیام ویکری^{۱۵} سه نوع اصلی را برای حراج تعیین کرده است:

(۱) صعودی^{۱۶} (انگلیسی)،

(۲) نزولی^{۱۷} (حراج هلندی)،

(۳) با مهر و موم^{۱۸} (مخفی)،

ناشر اوراق بهادار با درآمد ثابت اوراق خود را با ارزش اسمی منتشر و متعهد پذیرهنویس تمامی اوراق با ارزش اسمی از ناشر خریداری می‌نماید. بدین ترتیب ناشر می‌تواند با رعایت تمامی قوانین و مقررات و همچنین اصول شرعی تمامی وجوه حاصل شده را برداشت و در طرح مورد نظر خود استفاده نماید. سپس متعهد پذیرهنویس/بازارگردان نه به عنوان ناشر که به عنوان مالک اوراق، می‌تواند اوراق خود را به ارزشی متفاوت از ارزش اسمی عرضه نماید. در این صورت و با واسطه‌گری متعهد پذیرهنویس، اوراق با ارزش اسمی منتشر گردیده است و با ارزش منصفانه عرضه خواهد شد و عملیات تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی کاملاً منطبق بر اصول اقتصاد اسلامی می‌باشد.

۲-۳- مروری بر پژوهش‌های انجام شده

با توجه به این موضوع که بازارگردانی اوراق بهادار به ویژه اوراق بهادار با درآمد ثابت به شکل رایج در ایران در سایر نقاط دنیا اجرایی نمی‌گردد لذا پژوهش‌های مرتبط خارجی بیشتر در زمینه آزادسازی نرخ سود(نرخ بهره) در کشورهای در حال توسعه می‌باشد. از طرفی با توجه به غالب بودن وجهه کاربردی بازارگردانی بر وجهه تئوریک آن پژوهش مرتبط چندانی در ایران صورت نگرفته است و بازارگردانی با ظهور شرکت‌های تامین سرمایه

و بر اساس یک مدل ابداعی ادامه یافته است. لذا می‌توان مدل پیشنهادی این مقاله را به عنوان یک مدل جایگزین برای مدل رایج بازارگردانی در نظر گرفت.

مک کینون و شاو^{۱۹} اولین اقتصاددانانی بودند که به آزادسازی نرخ سود توجه نمودند. آنها با مطالعه چندین کشور در حال توسعه دریافتند که آزادسازی نرخ سود در جامعه، موجب رشد پس انداز، سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود. یوسف و پیترز^{۲۰} (۱۹۸۴) نیز به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت و معنی دار بین نرخ بهره واقعی سپرده‌های مدت دار و پس‌انداز وجود دارد. در ایران کشاورزبان پیوستی (۱۳۸۹) و بخشی دستجردی و محمودی نیا (۱۳۹۲) در تحقیقات جداگانه، نرخ بهره بهینه در ایران را به صورت شناور و ۴ درصد بیش از مقدار تورم پیشنهاد نمودند.

۲-۴- بازارگردانی به شیوه عرضه و تقاضا

در روش بازارگردانی به روش عرضه و تقاضا فرض بر آن است که اوراق بهادار طی یک حراج یا پذیره‌نویسی به قیمت منصفانه عرضه گردیده است. در این روش، بازارگردان ملزم به ورود سفارش‌های خرید و فروش خود بر اساس یک دامنه مظنه تعیین شده می‌باشد لیکن دامنه نوسانی برای قیمت اوراق وجود ندارد. به منظور ایفای هرچه بهتر نقش بازارگردانی رعایت نکات ذیل ضروری می‌باشد:

- در روش بازارگردانی به روش عرضه و تقاضا، بازارگردان ملزم به نگهداری درصد مشخصی از اوراق (مثلاً ۵ یا ۱۰ درصد) نزد خود به منظور اجرای عملیات بازارگردانی می‌باشد.
 - در طی ساعات معاملات بازارگردان ملزم به ورود سفارش‌های خرید و فروش بر اساس دامنه مظنه تعیین شده می‌باشد.
 - هرچند بازارگردان ملزم به رعایت حداقل حجم سفارش روزانه می‌باشد، لیکن اجباری وجود ندارد که بازارگردان تمام حجم سفارش خود را در یک قیمت خرید و فروش وارد نماید.
 - هنگامی که فشار فروش در بازار غالب می‌گردد، بازارگردان با کاهش نرخ خرید، ضمن افزایش نقدشوندگی بازار فروشنده را از فروش منصرف می‌نماید. همچنین به هنگام برتری فشار تقاضا، بازارگردان با افزایش نرخ فروش اوراق، عطش تقاضا را مهار می‌نماید.
 - به منظور جلوگیری از انحصارگرایی، بازارگردان موظف است حجم تعیین شده اوراق را حداکثر به قیمت پایانی روز قبل خریداری نماید.
 - معاملات یک ورقه بهادار با درآمد ثابت، شبیه به معاملات سهام در بازار پایه فرابورس صورت می‌گیرد و در طی ساعات معاملات به عنوان مثال ۶ حراج با فاصله ۳۰ دقیقه‌ای خواهیم داشت.
 - در این روش در صورتی که بازارگردان، قیمت غیر منصفانه‌ای برای مظنه خرید و فروش خود اعلام نماید، توسط دست‌های نامرئی آدام اسمیت به شدت تنبیه خواهد شد!
- استفاده از رویه‌های فوق در عملیات بازارگردانی موجب می‌گردد تا در صورتی که بازارگردان از نقش اصلی خود فاصله گرفته و سفارش خرید بسیار پایینی وارد نماید، ملزم است اوراق نزد خود را نیز به قیمت بسیار

پایین- قیمت سفارش خرید خود بعلاوه دامنه مظنه- به فروش برساند. از سوی دیگر بازارگردان ملزم به نگهداری میزان مشخصی از اوراق می‌باشد لذا ملزم است اوراق از دست رفته را به قیمت بالا بخرد. همچنین در صورتی که بازارگردان اوراق نزد خود را با قیمت بسیار بالا عرضه نماید ملزم است تا سفارش خرید خود را نیز به اندکی پایین تر وارد نماید. در نتیجه این عملیات در صورتی که هر یک از بازیگران بازار و بازارگردان به طریق اولی خواهان انحراف قیمت اوراق از ارزش‌های منصفانه خود باشند و توسط سایر بازیگران باهوش بازار تنبیه خواهند شد. در ادامه حالات متفاوت نحوه انجام بازارگردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت به شیوه عرضه و تقاضا به صورت عملی و به منظور سنجش کارایی مدل بررسی می‌گردد.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کاربردی می‌باشد و با استفاده از روش تحلیل داده‌ها و نیز استفاده از نظر خبرگان به طراحی مدل جدید بازارگردانی با توجه به شرایط بازار ایران می‌پردازد. انتخاب نوع روش پژوهش بستگی به هدف‌ها و ماهیت پژوهش و امکانات اجرایی آن دارد. پژوهش حاضر از نوع توصیفی است و از لحاظ ماهیت، کاربردی می‌باشد. از ویژگیهای پژوهش توصیفی این است که پژوهشگر دخالتی در موقعیت، وضعیت و نقش متغیرها ندارد و آنها را دستکاری یا کنترل نمی‌کند و صرفاً آنچه را وجود دارد مطالعه کرده، به توصیف و تشریح آن می‌پردازد. پژوهش کاربردی با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که از طریق تحقیقات بنیادی فراهم شده برای رفع نیازمندیهای بشر و بهبود و بهینه سازی ابزارها، روشها، اشیاء و الگوها در جهت توسعه رفاه و آسایش و ارتقای سطح زندگی انسان مورد استفاده قرار می‌گیرد. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز نیز از روش‌های کتابخانه‌ای و مصاحبه با نخبگان جمع‌آوری و مدل عملیاتی نیز پس از طراحی توسط نگارنده از طریق برگزاری جلسات تخصصی با نخبگان علمی ارائه گردیده است.

۴- یافته‌های پژوهش

در ادامه مدل عملیاتی بازارگردانی به روش عرضه و تقاضا با شبیه سازی شرایط بازار و بررسی سناریوهای گوناگون ارائه می‌گردد. ۱۰۰۰ برگ از اوراق مشارکت گل گهر با ارزش اسمی ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریال، نرخ سود علی‌الحساب ۲۰ درصد (هر سه ماه یکبار) و سررسید ۴ ساله در حراج اولیه به قیمت ۹۸۰,۰۰۰ ریال برای هر ورقه به فروش رسیده است. بازارگردانی این اوراق به روش عرضه و تقاضا بر عهده شرکت تامین سرمایه امید می‌باشد و این شرکت ملزم به نگهداری حداقل ۱۰ درصد اوراق نزد خود می‌باشد. دامنه مظنه بازارگردان ۲ درصد و اوراق فاقد دامنه نوسان می‌باشد. به منظور تسهیل شرایط فرض بر آن است که اوراق دوبار در روز معامله می‌گردد. ترکیب دارندگان اوراق به شرح ذیل می‌باشد:

ردیف	نام دارنده	تعداد اوراق	درصد
۱	بازارگردان (M)	۱۵۰	٪۱۵
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	٪۲۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۵۰	٪۲۵
۴	شخصیت حقیقی (C)	۵۰	٪۵
۵	صندوق مشترک D	۱۵۰	٪۱۵
۶	سایر (E)	۲۰۰	٪۲۰

جلسه معاملاتی ۱۱:

در جلسه معاملاتی ۱۱ (روز اول جلسه اول) سفارش‌های خرید و فروش به شرح ذیل می‌باشد. (شرایط عادی - سفارش خرید و فروش)

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۸۹,۴۰۰	۵۰	M	۹۸۱,۰۰۰	۶۰	E
۹۹۰,۰۰۰	۷۰	E	۹۷۰,۰۰۰	۵۰	M
۱,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰	B	۹۶۰,۰۰۰	۱۰۰	A

جلسه معاملاتی ۱۲:

در جلسه معاملاتی ۱۲ (روز اول جلسه دوم) سفارش‌های خرید و فروش به شرح ذیل می‌باشد. (شرایط عادی - انجام خرید و فروش)

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۸۱,۰۰۰	۶۰	D	۹۸۱,۰۰۰	۶۰	E
۹۸۹,۴۰۰	۵۰	M	۹۷۰,۰۰۰	۵۰	M
۹۹۰,۰۰۰	۷۰	E	۹۶۰,۰۰۰	۱۰۰	A

پس از معاملات روز ۱ شرایط مفروض به شرح ذیل می‌باشد:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۵۰	۱۵۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	۲۰۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۵۰	۲۵۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۵۰	۵۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۵	صندوق مشترک D	۱۵۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۰۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

جلسه معاملاتی ۲۱:

جلسه معاملاتی ۲۱ (روز دوم جلسه اول - فشار خرید)

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۹۰,۰۰۰	۵۰	M	۹۹۰,۰۰۰	۱۰۰	C
۱,۰۰۰,۰۰۰	۱۰۰	E	۹۸۰,۰۰۰	۱۰۰	D
۱,۰۱۰,۰۰۰	۱۰۰	B	۹۷۵,۰۰۰	۵۰	M

پس از جلسه معاملاتی ۲۱ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۵۰	۱۰۰	۵۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	۲۰۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۵۰	۲۵۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۵۰	۱۰۰	۰	۹۸۵,۰۰۰
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

جلسه معاملاتی ۲۲:

روز دوم جلسه دوم - با وجود فشار خرید و افزایش قیمت فروش، بازارگردان سایر بازیگران بازار را به فروش و حذف فشار تقاضا تشویق می‌کند.

قیمت پایانی	فروش			خرید		
	قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۹۲,۵۰۰	۹۹۵,۰۰۰	۵۰	M	۹۹۵,۰۰۰	۵۰	C
		۵۰	A			
	۱,۰۰۰,۰۰۰	۱۰۰	E	۹۹۰,۰۰۰	۵۰	C
					۵۰	M
۱,۰۱۰,۰۰۰	۱۰۰	B	۹۸۰,۰۰۰	۱۰۰	D	

پس از جلسه معاملاتی ۲۲ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۰۰	۵۰	۱,۲۵۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	۲۰۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۵۰	۲۵۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۱۰۰	۱۵۰	۰	۹۸۸,۳۳۳
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

جلسه معاملاتی ۳۱:

روز سوم جلسه اول - بازارگردان موظف است حداقل ۵۰ ورقه حداکثر به قیمت ۹۹۲,۵۰۰ از بازار تهیه نماید. شرایط عادی

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۹۰,۰۰۰	۵۰	B	۹۹۰,۰۰۰	۵۰	M
۱,۰۰۹,۰۰۰	۵۰	M	۹۸۵,۰۰۰	۷۰	E
۱,۰۱۰,۰۰۰	۴۰	D	۹۷۹,۰۰۰	۱۰۰	A

پس از جلسه معاملاتی ۳۱ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۵۰	۱۰۰	۱,۲۵۰,۰۰۰	۹۸۵,۰۰۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	۲۰۰	۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۵۰	۲۰۰	۵۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۱۵۰	۱۵۰	۰	۹۸۸,۳۳۳
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

جلسه معاملاتی ۳۲:

روز سوم جلسه دوم - فشار فروش در بازار غالب می شود

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۷۰,۰۰۰	۵۰	A	۹۷۰,۰۰۰	۵۰	M
	۱۰۰				
۹۸۵,۰۰۰	۵۰	M	۹۶۰,۰۰۰	۱۰	E
۹۹۰,۰۰۰	۱۰۰	C			

پس از جلسه معاملاتی ۳۲ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۰۰	۱۵۰	۱,۲۵۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۲۰۰	۱۵۰	-۵۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۰۰	۲۰۰	۵۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۱۵۰	۱۵۰	۰	۹۸۸,۳۳۳
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

جلسه معاملاتی ۴۱:

روز چهارم جلسه اول - فشار فروش در بازار غالب می‌شود و اوراق مشارکت گهر زمین با قیمت منصفانه ۹۶۰,۰۰۰ ریال عرضه گشته است.

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۹۶۵,۰۰۰	۵۰	A	۹۶۵,۰۰۰	۵۰	M
	۱۰۰	A			
	۱۵۰	C			
	۱۰۰	B			
۹۷۰,۰۰۰	۹۰	D	۹۶۰,۰۰۰	۴۰	B
	۲۰۰	E		۵۰	M
۹۷۴,۱۰۰	۵۰	M	۹۵۵,۰۰۰	۱۰۰	E
				۵۰	M

بازارگردان در حالت فشار فروش، سفارش‌های خود را به صورت پلکانی وارد سیستم می‌نماید و با کاهش قیمت خرید اوراق منجر به جذاب‌تر شدن اوراق و حذف فشار فروش اوراق می‌گردد. لازم به ذکر است که سفارش فروش بازارگردان به قیمت ۹۷۴,۱۰۰ ریال مربوط به سفارش خرید ۹۵۵,۰۰۰ ریالی می‌باشد. فرض بر آن است که سفارش فروش متناظر با سفارش‌های خرید با قیمت‌های بالاتر قابل مشاهده نیستند. با توجه به عرضه اوراق مشابه با قیمت ۹۶۰,۰۰۰ ریال و با فرض منصفانه بودن آن! در صورتی که بازارگردان قیمت خرید خود را به ۹۵۹,۹۹۹ ریال نیز کاهش دهد، سایر بازیگران بازار به کمک وی می‌شتابند. این موضوع یا باعث حذف فشار فروش می‌گردد و یا غیر منصفانه بودن ارزش کشف شده برای اوراق مشابه را به رخ می‌کشد. به علاوه با کاهش قیمت خرید بازارگردان، فروشندگان در محدوده زیان قرار گرفته و از فروش منصرف خواهند شد. پس از جلسه معاملاتی ۴۱ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است.

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۵۰	۲۰۰	۱,۲۵۰,۰۰۰	۹۷۶,۲۵۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۱۵۰	۱۰۰	-۸۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۰۰	۲۰۰	۵۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۱۵۰	۱۵۰	۰	۹۸۸,۳۳۳
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

سود و زیان بازیگران بازار (به جز بازارگردان) به دلیل تغییرات نرخ بهره بوده و کاملاً قابل مدیریت می‌باشد. بازارگردان کارمزد ناچیزی (مثلاً ۰,۵ یا ۱ درصد) به صورت سالانه از ناشر بابت بازارگردانی دریافت خواهد کرد. با توجه به کاهش شدید ریسک و نرخ کارمزد بازارگردانی، نرخ موثر تامین مالی ناشر بسیار کاهش خواهد یافت.

جلسه معاملاتی ۴۲:

روز چهارم جلسه دوم - معاملات به کندی صورت می‌گیرد و در صورت عدم مداخله بازارگردان، نقدشونده نخواهد بود. حال با فرض اینکه بازارگردان قصد کاهش شدید قیمت و خرید به قیمت اغراق‌آمیز ۵۰۰,۰۰۰ ریال را داشته باشد:

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۵۱۰,۰۰۰	۵۰	M	۹۵۵,۰۰۰ ۵۱۰,۰۰۰	۵۰	C
۹۹۰,۰۰۰	۱۰۰	A	۹۶۰,۰۰۰	۵۰	E
۹۹۵,۰۰۰	۷۵	B	۵۰۰,۰۰۰	۵۰	M

بازارگردان در صورت وارد نمودن سفارش خرید ۵۰۰,۰۰۰ ریالی ملزم است سفارش فروش ۵۱۰,۰۰۰ ریالی نیز وارد نماید. هرچند که C قصد خرید به قیمت ۹۵۵,۰۰۰ ریال را داشته است لیکن با سخاوت بازارگردان روبرو شده و خرید خود را به قیمت ۵۱۰,۰۰۰ ریال انجام خواهد داد. پس از جلسه معاملاتی ۴۲ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۲۰۰	۱۵۰	-۲۳,۳۱۲۱۸,۲۸	۹۷۶,۲۵۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۱۰۰	۱۰۰	-۸۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۰۰	۲۰۰	۵۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۱۵۰	۲۰۰	۰	۸۶۸,۷۵۰
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۹۰	۶۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

زیان هنگفت بازارگردان نتیجه تخطی وی از قیمت‌گذاری منصفانه است و هرچه قیمت وی غیر منصفانه‌تر باشد زیان وی سنگین‌تر خواهد بود.

جلسه معاملاتی ۵۱:

روز پنجم جلسه اول - یکی از بازیگران بازار به هر قیمتی خواهان خرید اوراق می‌باشد. در صورتی که بازارگردان بخواهد با سود فراوان اوراق را به وی بفروشد:

فروش			خرید		
قیمت	تعداد	بازیگر	قیمت	تعداد	بازیگر
۱,۰۶۰,۰۰۰	۶۰	M	۱,۰۶۰,۰۰۰	۶۰	D
۱,۰۴۰,۰۰۰	۶۰	B	۱,۰۴۰,۰۰۰	۶۰	M
۹۸۰,۰۰۰	۱۰۰	C	۹۶۰,۰۰۰	۷۰	A

بازارگردان در صورت وارد نمودن سفارش فروش ۱,۰۶۰,۰۰۰ ریالی ملزم است سفارش خرید ۱,۰۴۰,۰۰۰ ریالی نیز وارد نماید. در این صورت B از فرصت استفاده نموده و با فروش اوراق به بازارگردان، سود بسیار مناسبی کسب خواهد نمود. پس از جلسه معاملاتی ۵۱ وضعیت اوراق و دارندگان آن به شرح ذیل است:

ردیف	نام دارنده	تعداد قبلی	تعداد فعلی	سود و زیان	بهای تمام شده
۱	بازارگردان (M)	۱۵۰	۱۵۰	-۱۸,۲۸۷,۵۰۰	۱,۰۰۱,۷۵۰
۲	شخصیت حقوقی (A)	۱۰۰	۱۰۰	-۸۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۳	شخصیت حقوقی (B)	۲۰۰	۱۴۰	۳,۶۰۰,۰۰۰	۹۸۰,۰۰۰
۴	شخصیت حقیقی (C)	۲۰۰	۲۰۰	۰	۸۶۸,۷۵۰
۵	صندوق مشترک D	۹۰	۱۵۰	۶۰,۰۰۰	۱,۰۱۲,۰۰۰
۶	سایر (E)	۲۶۰	۲۶۰	۰	۹۸۰,۲۳۰

دو قیمت‌گذاری غیر منصفانه و نادرست باعث می‌شود که بهای تمام شده اوراق نزد بازارگردان افزایش یابد و زیان هنگفتی نیز متحمل شود. بهای تمام شده بالا زیان‌های احتمالی بعدی را در پی خواهد داشت! در حال حاضر بازارگردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت در کشور بر مبنای ارزش اسمی صورت می‌پذیرد. معامله این اوراق به ارزش اسمی در کنار نرخ سود ثابت موجب تثبیت نرخ بازدهی این اوراق گردیده است و بازده این اوراق عملاً بر اساس نرخ بهره واقعی شناور نیست. این شیوه بازارگردانی در حال حاضر دارای معایبی به شرح ذیل می‌باشد:

✓ مشخص نبودن و عدم شفافیت نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و نرخ بهره تعادلی

- ✓ بالا بودن نرخ تورم و منفی بودن نرخ بهره واقعی (پاداش تعویق مصرف)
 - ✓ عدم استقبال بازار از اوراق بهادار با درآمد ثابت و وجود محدودیت در افزایش جذابیت اوراق
 - ✓ ریسک بالای بازارگردانی/تعهد پذیره نویسی برای نهادهای مالی و عدم تناسب ریسک و کارمزد
 - ✓ الزام بازارگردان/متعهد پذیره نویس به خرید و سرمایه گذاری در اوراق کم بازده با حجم بالا
 - ✓ بالا بودن هزینه تامین مالی برای ناشران اوراق بهادار
- همانگونه که در حالات فوق مشاهده گردید در صورت اجرای روش بازارگردانی بر مبنای عرضه و تقاضا شاهد موارد ذیل خواهیم بود:

- در صورتی که بازارگردان به درستی به وظیفه خود عمل نماید، بازاری روان و با قابلیت نقد شوندگی بالا ایجاد خواهد شد
- در صورت عرضه اوراق مشابه قیمت، قیمت این اوراق یا اوراق عرضه شده به نحوی اصلاح می گردد تا قیمت منصفانه در بازار برای اوراق بهادار مشابه کشف و فرصت آربیتراژ از بین برود.
- قیمت منصفانه اوراق در نتیجه نرخ بهره تعادلی مورد انتظار سرمایه گذاران می باشد. نرخ بهره تعادلی از طریق محاسبه بازده تا سررسید اوراق بهادار با درآمد ثابت تعیین خواهد شد.
- در صورتی که قیمت گذاری اوراق را به صورت منصفانه اعلام ننماید با توجه به تعدد و تنوع بازیگران بازار، زیان هنگفتی را تجربه خواهد نمود.
- در طی عملیات بازارگردانی (با فرض رفتار صحیح) سود یا زیانی برای وی حاصل می گردد، لذا به منظور پوشش هزینه های معاملات، ریسک و سود و زیان بازارگردانی، کارمزد ناچیزی به صورت سالانه از ناشر اخذ خواهد شد.
- هرچند شیوه بازارگردانی مستقل از شیوه تعهد پذیره نویسی می باشد، لیکن شایسته است که در این روش اوراق به یک قیمت منصفانه و در عملیات حراج عرضه گردد. شیوه حراج پیشنهادی، شیوه حراج نزولی یا حراج هلندی می باشد.

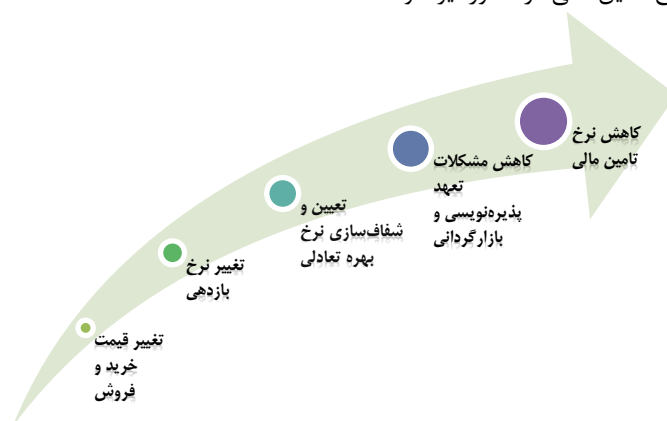
یافته های این پژوهش به صورت خلاصه به شرح جدول ذیل تشریح می گردد:

ردیف	عنوان
۱	تغییر نرخ بازدهی اوراق بهادار با درآمد ثابت از طریق تغییر قیمت خرید و فروش (مکانیزم عرضه و تقاضا)
۲	حذف دامنه نوسان و الزام بازارگردان به رعایت دامنه مظنه
۳	الزام بازارگردان به نگهداری حداقل ۱۰ درصد از حجم اوراق برای حفظ روند نقد شوندگی اوراق
۴	انجام معاملات به صورت چندین حراج به جای انجام معاملات به صورت حراج و معاملات پیوسته
۵	انجام حراج هلندی و یا حراج نزولی در پذیره نویسی اولیه اوراق به منظور کارآتر شدن بازارگردانی به شیوه عرضه و تقاضا
۶	الزام بازارگردان به حفظ نقدشوندگی اوراق به جای حفظ حداقل قیمت و بازدهی (شرایط حال حاضر)

۵- بحث و نتیجه‌گیری

ثبات نرخ سود بانکی که منتج به ثبات نرخ بهره در کشور شده در کنار تورم بالا و افزایش جذابیت بازارهای موازی نظیر بورس، طلا و ارز، مسکن و ... موجب کاهش جذابیت اوراق بهادار با درآمد ثابت شده است. کاهش جذابیت این اوراق نیز به نوبه خود افزایش حجم باخرید و کاهش حجم فروش در پذیره‌نویسی اولیه را در پی داشته است. باخرید حجم بالای اوراق در کنار الزام به خرید اوراق به بهای اسمی، موجب کاهش انعطاف مالی رکن بازارگردان، افزایش ریسک نقدینگی و احتمالاً ریسک نکول این نهادها و کاهش بازدهی این عملیات به دلیل الزام به خرید اوراق کم بازده شده است. از سوی دیگر عدم استقبال از اوراق بهادار با درآمد ثابت که در اقتصاد اسلامی به منظور تامین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی منتشر گردیده است موجب تامین مالی ناقص و یا افزایش هزینه تامین مالی این بنگاه‌ها و نیز انحراف وجوه از حرکت به سمت فعالیت‌های مولد می‌شود. در این شرایط عرضه اوراق به شیوه حراج در پذیره‌نویسی اولیه و سپردن فرایند بازارگردانی به دست‌های نامرئی آدام اسمیت موجب کشف قیمت منصفانه و جذاب شدن نرخ بازدهی تا سررسید اوراق شده و ضمن کاهش شدید حجم باخرید اوراق و استقبال در زمان پذیره‌نویسی سبب هدایت وجوه به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی می‌گردد. از سوی دیگر با کاهش حجم باخرید اوراق و در نتیجه کاهش ریسک بازارگردانی، نرخ کارمزد بازارگردان و متعهد پذیره‌نویس برای انجام این کار کاهش یافته و هزینه تامین مالی بنگاه‌ها را نیز به صورت غیر مستقیم کاهش خواهد یافت. به علاوه کشف نرخ بهره تعادلی در کشور زمینه رشد و توسعه اقتصادی و تسهیل شرایط برای نیل به یک تعادل پایدار در اقتصاد را فراهم می‌سازد.

با استفاده از مکانیزم عرضه و تقاضا در بازارگردانی اوراق بهادار با درآمد ثابت به جای اجبار بازارگردان به خرید اوراق به ارزش اسمی مزایای ذیل در بازار این اوراق آشکار خواهد شد. به صورت خلاصه در این روش با تغییر شیوه خرید و فروش اوراق نرخ بازدهی این اوراق تغییر می‌یابد. تغییر نرخ بازدهی اوراق به کشف و شفاف سازی نرخ بهره در کشور می‌انجامد و همزمان با کاهش ریسک بازارگردانی (و کاهش نرخ کارمزد بازارگردان) منجر به کاهش نرخ تامین مالی در کشور نیز خواهد شد.



با توجه به تعیین دستوری نرخ بهره در کشور و تجربیات نسبتاً موفق سایر کشورها و نیز تایید سودمندی آزادسازی نرخ بهره در مطالعات انجام شده توسط اقتصاددانان از جمله مک کینون و شاو (۱۹۷۳)، یوسف و پیترز (۱۹۸۴)، کشاورزبان پیوستی (۱۳۸۹) و بخشی دستجردی و محمودی نیا (۱۳۹۲)، بر اساس یافته های این پژوهش پیشنهادات ذیل جهت پیشبرد سیاست های آزادسازی مالی که یکی از مهمترین آن ها آزادسازی نرخ بهره می باشد، ارائه می گردد:

- ۱) کاهش نقش دولت در تعیین دستوری شاخص های کلان اقتصادی به ویژه نرخ بهره
- ۲) ایجاد ساز و کار تعیین نرخ بهره شناور مبتنی بر شرایط اقتصاد با توجه به اصول اقتصاد اسلامی
- ۳) استفاده از مدل پیشنهادی این تحقیق به منظور شناور و شفاف سازی نرخ بهره در کشور در نبود شرایط فوق

فهرست منابع

- * اتابکی، م. (۱۳۸۶). بررسی عوامل مؤثر در تفاوت در نرخ بهره دریافتی و پرداختی بانکی. پیک نور.
- * بخشی دستجردی، ر.، & محمودی نیا، د. (۱۳۹۲). بررسی نظری و تجربی نرخ طبیعی بهره از دیدگاه متعارف و مقایسه آن با دیدگاه رقیب: مطالعه موردی اقتصاد ایران ۱۳۵۲-۱۳۸۷. سیاست گذاری اقتصادی.
- * بودی، ز.، کین، ا.، & مارکوس، آ. (۱۳۹۱). مدیریت سرمایه گذاری (نسخه ۸، جلد ۱). (س. شریعت پناهی، ر. فرهادی، & م. ایمنی فر، مترجم) تهران: شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
- * بورس اوراق بهادار تهران، م. (۱۳۸۸). عرضه عمومی اولیه. تهران: مدیریت آموزش بورس اوراق بهادار تهران.
- * رادفر، م. (۱۳۸۵). آشنایی با صندوق های سرمایه گذاری مشترک. مجله بورس.
- * رنانی، م. (۱۳۷۶). بازار یا نابازار؟. سازمان برنامه و بودجه.
- * شارپ، و.، گوردون، ج.، & بیلی، ج. (۱۹۹۵). مدیریت سرمایه گذاری (نسخه ۵). (س. شریعت پناهی، & ا. جعفری، مترجم) تهران: اتحاد.
- * صادقی پور، ع. (۱۳۹۰). بررسی نظریه حراج و کاربردهای آن در مدیریت. مجله ریاضی شریف، ۵۷-۶۸.
- * کشاورزبان پیوستی، ا. (۱۳۸۹). تخمین نرخ سود بهینه بانکی برای حداکثرسازی رشد اقتصادی در ایران. دوفصلنامه برنامه و بودجه.
- * هال، ج. (۲۰۰۷). مدیریت ریسک و موسسات مالی (نسخه ۱). (ع. بخشینانی، & ا. بخشینانی، مترجم) تهران: انتشارات سازمان مدیریت صنعتی.
- * Mckinno (1973) Money and Capital in Economic Development .The Brookings Institution.
- * Shaw (1973) Financial Deepening in Economic Developmont .Oxford University Press.
- * Yusuf, S & .Peters, R.(1984) Saving behavior and its implications for domestic resource mobilization .Word bank staff paper

یادداشت‌ها

¹ Principal

² Face Value

^۳ نرخ‌های که افراد برای به تعویق انداختن مصرف خود درخواست می‌کنند

⁴ Treasury Bills

⁵ Treasury Bonds

^۶ دلیل این امر آن است که دولت می‌تواند با چاپ پول بیشتر، همیشه به تعهدات خود عمل نماید.

⁷ London InterBank Offer Rate

^۸ بانکها همچنین لایبید London interbank Bid Rate - LIBID را نیز اعلام می‌کنند. این نرخ‌ها است که در آن نرخ، یک بانک حاضر است سپرده‌گذاری‌های یک بانک دیگر را بپذیرد. مقادیر اعلام شده لایبور معمولاً از مقدار اعلام شده لایبید، اندکی بیشتر است.

⁹ IIBOR Yield Curve

¹⁰ Euroyen Contract

^{۱۱} بهره بردن از قیمت‌گذاری غیر واقعی اوراق بهادار و کسب سود بدون ریسک آربیتراژ نام دارد (بودی، کین، & مارکوس، ۱۳۹۱)

^{۱۲} در سایر کشورها نرخ بهره تعیین و در ایران نرخ بهره ابلاغ می‌گردد.

¹³ Bid

¹⁴ Bid

¹⁵ William Vickrey

¹⁶ Ascending Price

¹⁷ Descending Price

¹⁸ Sealed Bid Auction

¹⁹ Mckinnon-ShawT 1973

²⁰ Yusuf & Peters, 1984