**ادبيـات و پيـشينه تحقيـق** بازار سرمايه

2-1-مقدمه

 يک ازمهم ترين بخش هاي اقتصاد کشورها، بازار سرمايه است ، اين بازار نقش بسيار مهمي در تأمين مالي بنگاهها و فعاليتهاي تجاري دارد. استفاده از بازار سرمايه براي تأمين مالي مخارج دولت از قديمي ترين و متداول ترين مبادلات مالي است.

 در کشورهاي توسعه يافته،بازار سرمايه و بورس اوراق بهادار جايگاه ويژه اي در تأمين سرمايه واحدهاي تجاري و صنعتي دارد، در حاليکه در کشورهاي کم تر توسعه يافته مثل ايران، تمرکز تأمين مالي بر سيستم بانکي است.

 بازار بورس سبب کنترل نقدينگي در جامعه مي شود يعني يک فرصت سرمايه گذاري مطلوب براي سرمايه گذاران با هر ميزان سرمايه ايجاد مي کند و توزيع عادلانه ثروت را مهيا مي کند.

 بورس دماسنج اقتصاد کشورهاست يعني وضعيت بورس در اقتصاد هر کشور، روند تغييرات اقتصادي هر کشور به شمار مي آيد. از جمله مزاياي بازار بورس را در سطح کلان مي توان به رشد توليد ناخالص داخلي و تورم، استفاده از پس اندازهاي خرد و کوچک مردم، هدايت سرمايه هاي سرگردان و کمک به رشد صنعتي شدن کشور اشاره نمود.

 در بخش اول اين فصل، مروري بر توضيحات بازار سرمايه،بورس اوراق بهادار و تأثير آن بر اقتصاد، تاريخچه بورس در جهان و ايران شده است. بخش دوم، به مباني نظري پيرامون اين موضوع پرداخته و تئوري هاي ارائه شده را بيان کرده است و در بخش سوم، پيشينه تحقيق اعم از خارجي و داخلي بيان شده است.

بخش اول

2-2-مفاهيم نظري

2-2-1-بازار مالي

 با تقسيم کل سيستم اقتصاد يک کشور به دو بخش واقعي و مالي، بخش مالي را مي توان به عنوان زير مجموعه اي از نظام اقتصاد تعريف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمايه در چارچوب قوانين و مقررات مشخص از طرف پس انداز کنندگان و صاحبان پول و سرمايه به طرف متقاضيان ، جريان مي يابد (سايت بورس اوراق بهادار ايران-335).

 بازار هاي مالي نيز بازارهايي هستند که در آنها داراييهاي مالي مبادله مي شوند . داراييهاي مالي داراييهايي مثل سهام اوراق قرضه هستند که ارزش آنها به ارزش توليدات وخدمات ارائه شده توسط شرکت هاي منتشر کننده آنها وابسته است .

 فلسفه اصلي شکل گيري بازارهاي مالي، تأمين مالي بخش واقعي اقتصاد است، سيستم هاي مالي سعي دارند تا به بهترين نحوه، نقل و انتقال وجوه را بين عرضه کنندگان و متقاضيان وجه نقد تسهيل و از اين راه تخصيص منابع را بهينه کنند (سايت خبر آنلاين -کد خبر 127111).

2-2-1-1-اقسام بازار مالي

بازار مالي بر اساس سررسيد تعهدات مالي به دوگروه طبقه بندي مي شود.

بازار پول

 بازار پول، بازاري براي دادوستد پول وديگر داراييهاي مالي جانشين نزديک پول است که سررسيد کمتر از يکسال دارند . همچنين مي توان از بازار پول به عنوان بازار ابزار هاي مالي کوتاه مدت با ويژگي اندک بودن ريسک عدم پرداخت ،نقدشوندگي وارزش اسمي زياد نام برد (www.wikipedia.com).

بازار سرمايه

 بر پايه طبقه بندي بازار مالي با نگرش به سررسيد داراييها ، بازار سرمايه به بازار دادوستد ابزارهاي مالي با سررسيد بيشتر از يک سال وداراييهاي بدون سررسيداطلاق مي شود.اين بخش از بازار مالي نقش مهمتري درگردآوري منابع پس اندازي وتامين نياز هاي سرمايه گذاري واحد هاي توليدي دارد . بازار سرمايه نسبت به بازار پول بسيار گسترده تر است واز تنوع ابزاري بيشتري برخوردار است . (www.wikipedia.com)

2-2-2-سرمايه

 اقتصاددانان سرمايه را به جيوه تشبيه مي کنند که لغزان است و با کوچکترين تکاني جا به جا مي­شود، ياآنرا پرنده اي مي پندارند که با کوچکترين صداي پايي مي پرد و زودتر از آدمي از معرکه مي گريزد. «اين پرنده گريز پا» ، امروزه سهم مهمي در اقتصاد کشورهاي جهان دارد، به اقصي نقاط دنيا مهاجرت مي­کند و گاه گفته مي شود سرمايه« وطن» نمي شناسد(پاک مرام ومولودی، 1390). سرمايه پايبند وطن و احساسات نيست هرکجا احساس ناامني کند به مکاني مطمئن تر با کسب بازدهي بيشتر منتقل مي شود. در ادبيات اقتصادي، سرمايه به منزله ي رگ حيات يک نظام اقتصادي تلقي شده، و بر تشکيل آن به عنوان مهم ترين عامل تعيين کننده رشد و توسعه اقتصادي تأثير فراوان شده است. (جليليان و جمشيدپور، 1390)

2-2-2-1-بازار سرمايه بورس بهادار

 در بازار سرمايه اوراق بهادار با سررسيد بيش از يکسال به فروش مي رسد. با در نظر گرفتن اين واقعيت که پس انداز و سرمايه گذاري براي رشد اقتصاد حياتي هستند، بازار سرمايه پلي است که مازاد پس انداز واحدهاي اقتصادي را به واحدهاي سرمايه گذاري که بدان نيازمندند انتقال مي دهد و نقش مهمي را در بسيج امکانات مالي و سرمايه اي در جهت تخصيص بهينه منابع،به منظور رشد و توسعه اقتصادي کشور ايفا مي کند.

 يکي از نقش هاي بازار سرمايه، تأمين مالي شرکتهاي مولد است يعني پول سرگردان در بازار را جمع مي کند. در طي چندين سال اخير محور تأمين مالي تغيير کرده و بازار سرمايه به دلايلي از جمله کمبود منابع ديگر محور تأمين مالي نيست اين گونه است که بازار سرمايه يکي از نقش هاي خود را به درستي ايفا نمي کند. بنابراين بازار سرمايه، واحدهاي پس اندازي و سرمايه گذاران را با يکديگر ارتباط مي دهد، از طرفي ديگر سازوکارهاي تعبيه شده در اين بازار از طريق رشد حجم پس انداز و سرمايه گذاري، رشد اقتصادي را تسريع مي کنند. استفاده از بازار سرمايه براي تأمين مالي مخارج دولت نيز از جمله قديمي ترين و متداولترين شکل مبادلات مالي است. اتکاي دولتها به بازار سرمايه در اغلب اقتصادهاي مدرن از اين جهت مهم است که دولتها غالباً اوراق بدهي منتشر مي کنند تا بخش عمده هزينه هاي خود را تأمين نمايند، استقراض دولت غالباً حجم عظيمي از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام دهندگان را جذب مي کند (سايت بورس اوراق بهادار-335).

2-2-2-2-ابزار بازار سرمايه

ابزارهاي تأمين مالي بلند مدت

سهام:

سهام، صرف نظر از شکل آن نشان دهنده منافع مالک در شرکت است و از آنجا که طلب و ادعاي سهام داران در مورد دارايي شرکت در مرحله آخر تمام طلبها قراردارد، منافع سهام به عنوان "منفعت باقي مانده" شناخته مي شود.

سهام عادي[[1]](#footnote-1)

سهام عادی، نوعي از ابزار سرمايه گذاري است که نشانگر مالکيت دارنده آن در يک شرکت سهامي است و به دو دسته سهام با نام و سهام بي نام تقسيم مي شود. متداولترين نوع اوراق بهادار در بازار ايران سهام عادي است.

سهام ممتاز[[2]](#footnote-2)

 اين نوع سهام مانند سهام عادي نشانگر مالکيت دارنده آن در يک شرکت است. اما، برخلاف سهام عادي، سود سهام معيني دارد، که پرداخت آن بر پرداخت سود سهام عادي مقدم است.

اوراق قرضه[[3]](#footnote-3)

ا.راق قرضه، اسنادي است که به موجب آن ناشر متعهد مي شود مبالغ معيني(بهره سالانه) در فاصله هاي زماني مشخص به دارنده آن پرداخت کند و در سررسيد اصل مبلغ را پرداخت کند (سايت بورس اوراق بهادار تهران-189).

صکوک

 نوعي اوراق قرضه اسلامي است که بر اساس موازين شرعي طراحي شده، ساختار پرداخت بهره ي اوراق قرضه غربي مطابق با موازين شرعي نيست، از اين جهت در ايران به جاي اوراق قرضه از صکوک استفاده ميشود. ناشر اوراق صکوک، گواهي را به سرمايه گذاران ميفروشد و سپس با قيمتي مشخص دوباره از خريداران اجاره ميکند. فروشنده هم تعهد ميکند در تاريخ مشخص،اوراق را با قيمتي معلوم از خريداران بازخريد کند. (سايت بورس اوراق بهادار تهران-189).

اوراق مشارکت

 اوراقي است که سود علي الحساب دارد و صادرکننده اوراق متعهد مي شود اصل پول و سود قطعي آنرا در تاريخ معين پرداخت کند. در کشورهاي ديگر اوراق مشارکت در انواع بيشتري منتشر شده و نام آن اوراق قرضه است.

مشتقات[[4]](#footnote-4)

 ابزار مشتقه اوراق بهاداري هستند که به خودي خود ارزش ذاتي ندارند و ارزش آن بر اساس دارايي اصلي ديگري تعيين مي شود به عبارت ديگر بر اساس يک دارايي اصلي يا زيربنايي، اوراق بهادار فرعي ايجاد مي شود،اين اوراق بهادار ارزش ذاتي نداشته و مانند اوراق بهادار مستقل در بورس معامله مي شود. مهم ترين ابزارهاي مشتقه عبارتند از:

اختيار معامله[[5]](#footnote-5)

اختیار معامله نوعي اوراق بهادار است که در بازار بورس ايران از 13 اسفند 1390 دستور اجراي آن توسط فقها ابلاغ شد، به دو نوع، اختيار خريد و اختيار فروش تقسيم مي شود. به نحوي که خريدار، حق خريد يا فروش دارايي مشخص را در يک قيمت توافقي و تا زمان معين از فروشنده خريداري کرده و مبلغي را براي در اختيار داشتن اين حق تا آن زمان مي پردازد. اين قرارداد الزامي براي فروشنده ولي يک اختيار و نه الزام،براي خريدار است. اين ابزار بيشترين کاربرد را براي شاخص و سهام عادي دارد. (سايت بورس اوراق بهادار تهران-189).

قرارداد آتي[[6]](#footnote-6)

قرارداد آتی، ابزار مشتقه اي است که بيشتر براي بازار کالا، شاخص و ارز کاربرد دارد. در قرارداد آتي دو طرف معامله قرار مي گذارند در زماني مشخص با قيمتي معلوم ابزار مورد معامله (کالا يا ابزار مالي) را معامله کنند. برخلاف اختيار معامله در آن تعهدي وجود ندارد (سايت فاپيران).

2-2-3-انواع سرمايه گذاري

سرمايه گذاري غيرمستقيم خارجي

 منظور از آن، نوعي سرمايه گذاري است که طبق قوانين جمهوري اسلامي ايران، توسط ايرانيان مقيم خارج از کشور و يا شرکتهاي خارجي به شکل خريد اوراق بهادار و شرکت مدني در امر سرمايه گذاري در محدوده جغرافيايي داخل کشور صورت مي گيرد.

سرمايه گذاري مستقيم خارجي

 منظور از آن، نوعي سرمايه گذاري است که طبق قوانين جمهوري اسلامي ايران، توسط ايرانيان مقيم خارج کشور يا شرکتهاي خارجي به شکل تأمين سرمايه و سرمايه گذاري با واگذار کردن حق کنترل و اختيار کاربرد آن در محدوده جغرافيايي داخل کشور صورت مي گيرد.

سرمايه گذاري داخلي

 منظور از سرمايه گذاري داخلي، هر نوع سرمايه گذاري مستقيم يا غيرمستقيم از سوي افراد حقيقي و حقوقي تابع کشور که در داخل کشور وجود دارند در محدوده جغرافيايي و قانوني کشور است.

2-2-3-1-آثار سرمايه گذاري خارجي

 يکي از مسائل عمده براي کشورهاي در حال توسعه که اغلب ميزبان سرمايه خارجي هستند، تعيين تأثير اين گونه انتقال سرمايه بر اقتصاد اين کشورها مي باشد.

مطالعات تجربي نشان داده است که سرمايه گذار خارجي نسبت به ديگر انواع سرمايه گذاري بين المللي باثبات تر بوده و اغلب با سياست گذاري درست، اثر مثبت روي رشد اقتصادي گذاشته است (اميدوار، 1389).

2-2-4-بورس

 کلمه بورس، در واقع واژه فرانسوي به معني کيف پولاز يک نام يوناني است با استفاده از لغت لاتيني بورسا [[7]](#footnote-7)وضع شده است (سايت بورس اوراق بهادار ايران-235).

 البته ريشه حقيقي بورس قدري ناشناخته است در فرهنگ لغت؛ در مقابل کلمه بورس لفظ (مبادله) و گاهي هم (مکان مبادله) و هم سيستم مبادله آمده است.واضح است که دادوستد و سهام، تاريخچه ديرينه اي دارد و ريشه هايي از آنرا مي توان در تمدنهاي کهن مشاهده نمود (سايت بورس اوراق بهادار ايران-335).

 در گذشته بازرگانان جهت جلوگيري از خسارات احتمالي ترجيح مي دادند، ضرر و زيان خود را از راه شراکت تقسيم کنند.اين امر تنها از طريق جمع نقدينگي در دست مردم، و ايجاد شرکت سهامي با چند نفر شريک در حدود سهام خريداري شده يا سرمايه پرداخت شده شرکت ميسر مي شود. شرکت هند شرقي اولين شرکتي بود که به اين اقدام دست زد.بعدها با گسترش مبادلات تجاري و ايجاد ارتباط مردم با صاحبان سرمايه، مراکزي به وجود آمد که با تماس اين دو گروه با يکديگر به منظور رفع احتياجات بلند مدت يکديگر بازار سرمايه به وجود آمد (سايت مقالات آکاايران).

 بورس يک بازار اقتصادي است که در آن سهام و ساير اوراق بهادار از قبيل اوراق مشارکت مورد داد وستد قرار مي گيرد (سايت اقتصادی و مالی آفتاب).

2-2-5-اوراق بهادار

اوراق بهادار[[8]](#footnote-8)، يک ابزار مالي قابل داد و ستد و مثلي است که داراي ارزش مالي مي باشد.

 هر نوع ورقه يا مستندي است که متضمن حقوق مالي قابل نقل و انتقال براي مالک عين و يا منفعت آن باشد.شورا،اوراق بهادار قابل معامله را تعيين و اعلام خواهد کرد، مفهوم ابزار مالي و اوراق بهادار در متن اين قانون معادل هم در نظر گرفته شده است.

اوراق بهادار به طور کلي به صورت زير دسته بندي مي شوند

1.اوراق بدهي مانند سند بدهي بانک، اوراق قرضه و سهام قرضه

2.اوراق حقوق صاحبان سهام مانند سهام عادي

3.ابزارهاي مشتقه مثل قرارداد آتي، اختيار معامله و پاياپاي

2-2-6-بورس اوراق بهادار[[9]](#footnote-9)

 بورس اوراق بهادار به معني يک بازار متشکل و رسمي سرمايه است که در آن خريد و فروش سهام شرکتها يا اوراق دولتي يا مؤسسات معتبر خصوصي تحت ضوابط و قوانين و مقررات خاصي انجام مي­شود.

مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمايت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمايه هاي راکد و الزامات قانوني براي متقاضيان سرمايه است. بورس اوراق بهادار، از يک سو مرکز جمع آوري پس انداز و از سويي ديگر ، مرجع رسمي و مطمئني است که دارندگان پس اندازهاي راکد، مي توانند محل نسبتاً مناسب و ايمن سرمايه گذاري را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را براي سرمايه گذاري در شرکتها به کار انداخته و با خريد اوراق قرضه دولتها و شرکتهاي معتبر، از سود معين و تضمين شده اي برخوردار شوند (سايت مقالات آکاايران).

 بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحليل گران اقتصادي مي باشد، از سويي مرکز جمع آوري پس اندازها و از سويي ديگر، مرجع رسمي و مطمئني است که دارندگان پس اندازهاي راکد، مي توانند محل نسبتاً مناسب و ايمن سرمايه گذاري را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را براي سرمايه گذاري در شرکتها به کار انداخته و يا با خريد اوراق قرضه دولتها و شرکتهاي معتبر، از سود معين و تضمين شده اي برخوردار شوند.

 بازار اوراق بهادار در واقع مکمل بخش بانکي در تأمين نيازهاي مالي بنگاههاي خصوصي و دولتي مي باشد. وجود يک بازار اوراق بهادار که در چارچوب مکانيزم بازار عمل مي کند مي تواند در تخصيص بهينه منابع مالي و کاراتر عمل نمايد. کشورهايي که داراي بازار سرمايه (بورس) تکامل يافته تري بوده اند توانسته اند رشد اقتصادي زيادتري داشته باشند سيستم بانکي نيز با استفاده از مکانيزم اوراق بهادار مي تواند نقدينگي مورد نياز خود را بدست آورده و تکافوي سرمايه خود را بهبود بخشد.

2-2-7-تأثير بورس بر اقتصاد

 با توجه به اهميت نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد کشور مي توان سرمايه گذارن را از مهم ترين متغيرهاي تعيين کننده سرنوشت بلندمدت اقتصاد دانست، بنابراين براي فراهم کردن بستري مناسب براي جذب و حضور گسترده اين طيف وسيع و جلب اعتماد آن ها،نيازمند ابزارها،معيارها و اطلاعات متنوع هستند، هدف سرمايه گذاران از سرمايه گذاري در سهام کسب بازده مناسب بوده و تصميم گيري سرمايه­گذاران بر مبناي ريسک و بازده سهام است (سايت همشهری آنلاين).

 بورس از طريق جذب و به کار انداختن سرمايه هاي راکد، حجم سرمايه گذاري در جامعه را بالا مي برد.بورس بين عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان سرمايه ارتباط برقرار مي کند و معاملات بازار سرمايه را تنظيم مي نمايد. همچنين با قيمت گذاري سهام و اوراق بهادار تا حدودي از نوسان شديد قيمتها جلوگيري مي کند. بورس مردم را به پس انداز تشويق، و بدين وسيله باعث به کارگيري پس انداز مردم در فعاليتهاي اقتصادي مي شود. بورس سرمايه لازم براي اجراي پروژه هاي دولتي و خصوصي را فراهم مي آورد.

 وقتي حجم معاملات اوراق بهادار را در کشورهاي جهان بخصوص در کشورهاي پيشرفته ملاحظه مي کنيم، به اهميت اين موضوع پي مي بريم. چون تمامي کشورها حداقل براي کنترل حجم پول الزاماً از نوعي از اوراق بهادار استفاده مي کنند.

 بيشتر اين اوراق بهادار براي کنترل پول و نقدينگي جامعه در اقتصاد عنوان مي شود که خريد و فروش اوراق قرضه قوي ترين و مطمئن ترين وسيله اي است که دولتها مي توانند از آن بهره جويند.

 اهميت اوراق بهادار در بعضي از کشورها مثل آمريکا و کشورهاي اروپايي، در حدي است که وقتي بازار اوراق بهادار در حال رونق است اقتصاد در حال رونق است و اگر بازار اوراق تزلزلي باشد در کل اقتصاد منعکس مي گردد (سايت خبری تابان).

2-2-7-1-آثار بورس اوراق بهادار

1.بسيج سرمايه هاي کوچک

 يکي از مهم ترين نقش هاي بورس اوراق بهادار جمع آوري حجم عظيم بهره برداري از واحدهاي پولي اندک و ايجاد تحول و تحرک در بخش هاي توليدي و بازرگاني است.

در اين زمينه نوعي تشابه و تداخل وظايف با عمليات بانکي مشهود است.در صورتي که سود مورد نظر سپرده گذاران در معاملات اوراق سهام شرکت بيش تر از سود بانکي باشد به تدريج از حجم سپرده هاي بانکي کاسته شده و به رقم معاملات بورس افزوده مي شود. از طرفي در شرايط تورمي سرمايه هاي کوچک قابل بهره برداري نيست زيرا، اولاً) سود عمليات بازرگاني رابطه مستقيم با حجم سرمايه در گردش دارد و ثانياً) نوسانات قيمت شديداً سرمايه هاي کوچک را تهديد مي کند. در اين شرايط بهترين راه بهره برداري از سرمايه هاي کوچک،خريد اوراق سهام شرکت است.

2.تقسيم مالکيت واحدهاي بزرگ

 با حضور و فعاليت بورس اوراق بهادار در صحنه اقتصادي مالکيتهاي بزرگ در واحدهاي توليدي، صنعتي و بازرگاني از حالت انحصار خارج شده و با تمهيد فروش اجباري قسمتي از سهام مالکيت آن تقسيم مي گردد.

3.ارتباط با بازار مالي جهاني و جلب سرمايه هاي خارجي

 بازار مالي داخلي در صورت وجود بورس اوراق بهادار خواهد توانست به وظيفه اصلي خود که تخصيص منابع مالي به کاراترين شکل و به بهترين کارآفرين اقتصادي است، عمل نمايد.

بازار مالي جهاني بدون وجود بورس اوراق بهادار، قابل اتصال با اقتصاد داخلي نخواهد بود. وجود بورس اوراق بهادار براي ارتباط با بازار جهاني اعم از دادوستد با ساير بورسها و يا اخذ وام و جلب سرمايه هاي خارجي ضروري است.

4.آزادسازي،خصوصي سازي و تقويت بخش خصوصي

 با نظر به اهميت کاهش حجم مداخله دولت در امور اقتصادي و با توجه به لزوم واگذاري شرکتهاي دولتي زيان ده به بخش خصوصي و خصوصي سازي شرکتهاي دولتي، به عنوان راهي در جهت منطقي کردن ساختار اقتصادي جامعه، کاهش فشار اين شرکتها بر بودجه دولت، بالابردن کارايي شرکت، گسترش مالکيت در سطح کشور، تجهيز منابع مالي خصوصي، استفاده کارآمد از تخصص هاي موجود ايجاد انگيزه براي فعاليت کاهش بار خدماتي دولت، نقش بورس اوراق بهادار به نحو بارزي نمودار مي گردد.

2-2-7-2-آثار منفي بورس اوراق بهادار

 بورس اوراق بهادار در ترکيب و تلفيق با ساير شرايط، سياستها،نبود فناوري پيشرفته مي تواند آثار منفي نيز داشته باشد. به صورتي که اگر کشوري از نظر روند افزايش محصول ناخالص داخلي در شرايط مناسب نباشد تشکيل بورس اوراق بهادار معضلي را حل نخواهد کرد، اگر کشوري در شرايط تحريم اقتصادي يا شرايط فرار سرمايه باشد تشکيل بورس اوراق بهادار باعث جذب و انحراف سرمايه هاي داخلي به سمت شرکتهاي بين المللي و نهايتاً تضعيف اقتصاد ملي خواهد شد (حافظيه، 1385).

2-2-8-کار اصلي بورس اوراق بهادار

 کار اصلي بورس اوراق بهادار اين است که زمينه اي فراهم مي آورد تا سرمايه گذاران و سرمايه پذيران، به طور قانوني در يک فعاليت اقتصادي شريک، و علاوه بر تأمين نيازهاي يکديگر، از منفعت و سود اين فعاليت بهره مند شوند.

 علاوه بر نقش تئوريک بورس اوراق بهادار، در عمل هم جايگاه بالايي در اقتصاد جهان مختص به فعاليتهاي بورس اوراق بهادار مي باشد. به گونه اي که در متون اقتصادي، اين اوراق را حاکم بر فعاليتهاي اقتصادي مي دانند. چون از طرفي، تمامي کشورها حداقل براي کنترل حجم پول از نوعي از اين اوراق بهادار(اوراق قرضه) الزاماً استفاده مي کنند. البته کشورهاي پيشرفته، از نظر اقتصادي، سهم بيشتري از اين اوراق را (از هر نوع آن) در معاملات خود دارند. اما در کشورهاي جهان سوم و غير پيشرفته اين اوراق اهميت خاص خود را دارند.

2-2-9-مروري بر تاريخچه بورس در جهان

 واژه بورس از نام خانوادگي شخصي به نام (واندر بورس[[10]](#footnote-10)) اخذ شده که در اوايل قرن پانزدهم در شهر بروژ در بلژيک مي زيسته و صرافان شهر در مقابل خانه او به دادوستد کالا ، پول و اوراق بهادار مي پرداختند. نام وي بعدها به کليه ي اماکني اطلاق شد که محل داد وستد پول و کالا و اسناد مالي و تجارت بوده است.

تشکيل اولين بورس اوراق بهادار در جهان در سال 1460 روي داد. در اين سال در شهر آنورس بلژيک که موقعيت تجاري قابل ملاحظه اي داشت، اولين بازار متشکل سرمايه به وجود آمده است(پاک مرام، مولودی، 1390: 53).

 رشد بورس سهام و جا افتادن آن در عمليات تجاري و اقتصادي، با انقلاب صنعتي اروپا و شکوفايي اقتصاد تازه متحول شده آن قاره از کشاورزي به صنعتي همراه بوده است. درست در هنگام جهش معاملات بورس، دولتهاي اروپايي مانند آلمان، انگليس و سوئيس، قوانين و مقرراتي، ناظر بر فعاليت اين نهاد وضع کردند و قبل از اينکه امنيت سرمايه گذاري به خطر افتد و موجباتي فراهم شود که صاحبان پس اندازهاي کوچک، صنايع نوپاي اروپا را از موهبت مشارکت خود محروم سازند، ضمانت اجراي قانوني وضع شد تا از هرگونه تقلب و تزوير و پايمال شدن حقوق صاحبان سهام،جلوگيري گردد.

 اولين بورس اوراق بهادار جهان در اوايل قرن 17 در شهر آمستردام تشکيل گرديد و کمپاني معروف استعماري هند شرقي سهام خود را در آن بورس عرضه نمود، بورس آمستردام امروزه نيز يکي از منابع مهم تأمين سرمايه در سطح بين المللي است. دومين بورس معتبر دنيا، بورس لندن است که از سال 1801 ميلادي آغاز به کار نمود. از ابتدا در بورس لندن اوراق بهادار خارجي و داخلي مورد داد وستد قرار مي گرفت.

در آمريکا اولين محل شناخته شده به عنوان بورس اوراق بهادار در نيويورک و در محله اي در زير سايه درخت نارون بزرگي در خيابان وال استريت بود که بعدها به قهوه خانه اي در نزديکي همان محل انتقال يافت. بورس وال استريت با جمع آوري مبالغي به عنوان وروديه از دلالان و گسترش عمليات تقويت شد وبه مجتمع تجاري مبدل گرديد که بعدها به عنوان بورس سهام نيويورک رسماً به ثبت رسيد. بورس نيويورک، در حال حاضر بزرگترين بازار سرمايه ي دنياست.

2-2-10-تاريخچه بورس در ايران

 در سال 1315 يک کارشناس هلندي و يک کارشناس بلژيکي به منظور بررسي در تهيه و تنظيم مقررات قانوني ناظر بر فعاليت بورس به ايران آمدند. مطالعاتشان با آغاز جنگ جهاني دوم متوقف شد. پس از کودتاي 28 مرداد 1332 مأموريت تشکيل بورس اوراق بهادار به بانک مرکزي و وزارت بازرگاني وقت محول گرديد. اين گروه در سال 1345 قانون و مقررات بورس اوراق بهادار را تهيه و لايحه مربوطه را به مجلس شوراي ملي ارسال کردند.اين لايحه در ارديبهشت 1345 تصويب شد.

 آغاز فعاليت بورس ايران با سهام بانک صنعت و معدن و نفت پارس در بهمن ماه 1345 بود، بورس از شش بنگاه با سرمايه 2.6 ميليارد ريالی به 105 بنگاه سرمايه اي با بيش از 230 ميليارد ریال در سال 1357 افزايش يافت. ارزش مبادلات هم از 15 ميليون ریال به بيش از 150 ميليون ريال در سال 1357 افزايش يافت.

دوره رکود بورس از سال 1357 آغاز گرديد و تا سال 1367 ادامه يافت و دليل اين رکود را مي توان 1.تصويب لايحه قانون اداره امور بانک،2. ملي شدن شرکت بيمه،3.تصويب قانون حفاظت و توسعه صنايع، 4.تملک بسياري از بنگاههاي اقتصادي توسط دولت و تبديل اقتصاد کشور به اقتصاد سوسياليستي 5.جنگ هشت ساله دانست.

 از سال 1368 در چهارچوب برنامه 5 سال اول توسعه اقتصادي، اجتماعي و فرهنگي بورس فعاليت خود را تجديد کرد طي سال هاي پس از تجديد حيات سال 68بورس تهران فراز و نشيب هاي متعددي از جمله رکود در سال 1371 تا 1373 و 1375 تا 1378 و افت و خيزهاي مقطعي ناشي از بحران سياسي مربوط به جنگ افغانستان و عراق را تجربه کرده است.

 از ابتداي سال 1376 بورس اوراق بهادار تهران دوره تازه اي از فعاليت خود را آغاز کرده است در سال 1384 بعد از چهل سال بورس اوراق بهادار با تصويب قانون جديد بازار اوراق بهادار توسط مجلس شوراي اسلامي،گامي بلند برداشت (سايت بورس اوراق بهادار تهاران-335).

2-2-11- فدراسيون جهاني بورسها[[11]](#footnote-11) (WFE)

 فدراسيون جهاني بورسها سازمان بين المللي اوراق بهادار مي باشد که وظيفه سازماندهي و ارتباط بين بازارهاي بورس و سهام در کشورهاي مختلف را برعهده دارد.

فدراسيون جهاني بورس اوراق بهادار با عنوانFIBV در سال 1961 تأسيس شد و به تدريج ابعاد خود را گسترده تر کرد. در نشست مجمع عمومي سال 2001، اين نهاد به فدراسيون جهاني بورسها تغيير نام يافت.

فدراسيون جهاني بورس ، در واقع بزرگترين و معتبرترين فدراسيون بورس در جهان است و بيشتر بورسهاي بزرگ و پرقدرت پنج قاره عضو فعال آن هستند (سايت دنيای بورس).

2-2-12-عضويت بورس تهران در مجامع بين المللي

 بورس تهران در فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار ( [World Federation of- Exchange](http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp)) از سال 1374 (1995ميلادي) عضويت کامل داشت.WFE مهمترين نهاد بين المللي هماهنگ كننده فعاليت بورس هاي اوراق بهادار است و اعضاي آن بيش از 95 درصد ارزش بازار كل بورس هاي جهان را در اختيار دارند. بورس تهران از معدود بورس هاي فعال در منطقه خاورميانه است كه توانسته به عضويت WFE درآيد. فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار در اقدامي تعجب انگيز و بدون اعلام قبلي نام شرکت بورس اوراق بهادار ايران را در آخرين گزارش ماهانه خود حذف کرد ، حتي نام بورس تهران در سايت اين فدراسيون ديده نمي شود و از مهر ماه سال 1390 عضويت بورس تهران را به تعويق درآورده است و فقط اطلاعات بورس تهران تا سال 2010 در اين فدراسيون موجود است (سايت خبر آنلاين -کد خبر 13818).

 بورس تهران در سال 1373 در فدراسيون منطقه اي بورس هاي آسيايي- اروپايي (FEAS)[[12]](#footnote-12) عضو شد. مقر اين فدراسيون در تركيه قراردارد و بورس تهران از پايه گذاران آن به شمار مي رود (سايت بورس اوراق بهادار ايران-108).

 بورس تهران همواره بخصوص پس از تغييرات ساختاري اخير، در مجامع و نشست حضوري فعال داشته و با اين کار سعي کرده ضمن کسب معيارهاي مورد نظر، آشنايي بيشتري با اعضاي اين فدراسيون پیدا کند که عمده ترين فعالان بازار سرمايه جهاني را در بر مي گيرد و راه را براي بين المللي شدن بازار بورس ايران هموار سازد.

 در زمينه اطلاع رساني نيز بورس تهران علاوه بر آمار ماهيانه عملکرد خود، گزارش هاي موردي و پرسشنامه هاي سالانه را بدقت تکميل مي کند و در اختطار دبيرخانه فدراسيون قرار مي دهد (سايت دنيای بورس).

2-2-13-بحران مالي در سال 2008

 سال 2008 ميلادي سال بحراني و پرچالشي براي بازارهاي مالي جهان محسوب مي شود دراين سال، بازارهاي مالي و بورس اوراق بهادار به دليل ورشکستگي مؤسسات مالي يا کاهش شديد قدرت وام دهي با افت شديد نماگرهاي فعاليت روبرو شدند به گونه اي که فقط شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران 0.7% رشد داشته است.

 اين بحران از بخش مسکن در اقتصاد ايالات متحده آمريکا شروع شد، با توجه به ارتباط اين بخش، از طريق اوراق بهادار رهني و ساير ابزارهاي مرتبط به سرعت به بخش مالي گسترش يافت و مؤسسات مالي، صندوق هاي پوشش خطر و ساير اشخاص و واحدهاي فعال در بازار را متحمل زيان هاي سنگين کرد و بورس را نيز با رکود کم سابقه اي در فعاليت هايشان مواجه ساخت. به دليل ارتباط اندک بازار مالي ايران با ساير بازارها، اثرات مستقيم و فوري اين بحران در بخش پولي و مالي کشور مانند ساير مناطق نبود اما با گسترش دامنه ي بحران به بخش واقعي اقتصاد و تأثير گذاري آن بر بازار نفت و فلزات و کاهش جهاني قيمت محصولات شرکتهاي اصلي پذيرفته شده در بورس ودر نتيجه کاهش درآمد و حاشيه سود آن، قيمت سهام کاهش يافت، شاخص بورس تهران در اواسط سال مذکور روند رو به رشدي داشت، در ماههاي پاياني کاهش شديدي راتجربه کرد (گزارش بورس اوراق بهادار2008).

2-2-14-تأثير بحران مالي بر بازارهاي انرژي(نفت) جهان

 بحران مالي سراسر اقتصاد جهان را تحت تأثير قرار داده است و تمامي کشورها را مستقيم و غير مستقيم درگير کرده است. در اين ميان بازارهاي انرژي جهان، به دليل کمبود تقاضا، با مشکلات عمده اي از جانب کاهش قيمت انرژي روبه رو شده اند. در ايران نفت جز مهم ترين منبع تأمين مالي و درآمدي کشور است. نفت ايران از اين پيامد جدا نمانده در سال 2008 کاهش شديدي يافته که نشانگر تأمين عميق بحران به اقتصاد نفتي است. ايران به عنوان دومين کشور توليد کننده نفت اوپک بعد از عربستان، هم در بازار نفت و هم در تصميم گيري هاي اوپک تأثير عمده اي دارد.

تأثيرات بحران بر رشد کشورها تأثير ناشي از مشکلات در سرمايه گذاري مستقيم خارجي مي باشد. ايجاد بحران در کشورهاي غربي خود به خود باعث سرمايه گذاري خارجي کمتري نسبت به اين کشورها سرازير گردد و بيشتر پروژه هاي در دست اجرا با وقفه روبرو شود.

 بحران مالي بر تقاضاي کشورهاي توسعه يافته تأثير عمده اي گذاشته و از طرف ديگر با کاهش رشد اقتصادي کشورهای در حال توسعه مانند هند تقاضا براي انرژي از جمله نفت،با روند نزولي روبرو بوده است. در پي اين کاهش تقاضا، قيمت نفت کاهش شديدي يافته است. کشورهاي عضو اوپک تحت، تأثير بحران در بازار نفت با کاهش در توليد ناخالص ملي،کاهش تورم،کاهش درآمد دولتي و افت تراز حساب جاري روبرو بوده اند (حسن زاده،کيانوند، 1388: 93).

2-2-15-تأثير بحران بر بازار سرمايه و بورس اوراق بهادار

 اگرچه بازار سرمايه و بورس اوراق بهادار نقشي در شروع بحران مالي نداشتند اما بيشترين تأثير را از آن گرفتند. اين بحران در ابتدا از طريق بازارهاي خارج از بورس که از نظارت و ضابطه مندي کمتر برخوردار هستند، آغاز شد و سپس با تأثيرپذيري بر پرتفوي مؤسسات مالي، به بازار سرمايه و بورس اوراق بهادار سرايت کرد و با کاهش ارزش پرتفوي مؤسسات مالي منجر به کاهش شديد قيمت سهام در آن بورسها شد که نتيجه نهايي آن، از دست رفتن اعتماد سرمايه گذاران نسبت به اين بازارها و انتقال منابع مالي به بازارهاي کم ريسک تر بود اين عامل سبب شد بازار اوراق بهادار در بعضي از کشورها با مشکل جدي روبه رو شود و به گونه اي که دولت براي کمک به آنها وارد عرصه شد.

بررسي اطلاعات نشان مي دهد که کم و بيش تمام بورسهاي اوراق بهادار دنيا با افت قيمت اوراق بهادار و کاهش شاخص مواجه شدند و اين افت در بعضي از بورسها نزديک به 70% بود اين بحران سبب کاهش شديد قيمت سهام اوراق بهادار نيز شده است (سايت بورس اوراق بهادار ايران).

2-2-16-تحولات اقتصاد جهاني

 اقتصاد جهان در سال 2011 وارد مرحله جديدي گرديد که در آن فعاليتهاي اقتصادي دچار ضعف و بي ثباتي شده و ريسک تشديد رکود افزايش يافت. در اين سال اقتصاد جهاني با مشکلات مالي در منطقه اروپا و نا آرامي هاي سياسي و اجتماعي در برخي از کشورهاي توليد کننده نفت مواجه گرديد.نرخ رشد اقتصاد جهان در سال 2011 معادل 3.8% تخمين زده شد که نسبت به سال قبل از آن 13% کاهش يافت (کليه آمار برگرفته از گزارش چشم انداز اقتصادي جهان صندوق بين المللي پول اکتبر 2012 مي باشد.).

 قيمت جهاني نفت در دسامبر 2010 حدود 90 دلار در هر بشکه بود و در آوريل 2011 به 116 دلار در هر بشکه رسيد، پس از آن دچار کاهش شد و به 104 دلار رسيد و در سال 2012 قيمت نفت روند افزايشي گرفت.

 در سال 2011 در کشورهای در حال توسعه آسيايي و آمريکاي لاتين سطح توليد و تجارت به ميزان قابل توجهي کاهش يافت که به ميزان زيادي ناشي از سياستهاي انقباضي مي شد. اقتصاد کشورهای صادر کننده نفت در اين سال به دليل افزايش قيمت جهاني نفت منتفع شدند.

 در خاورميانه و آسياي ميانه هم نا آرامي هاي سياسي و اجتماعي مهم ترين نقش را در عملکرد اقتصادي کشورهاي خاورميانه و شمال آفريقا در سال 2011 ايفا نمود. در سال 2011 نرخ رشد متوسط اقتصادي در کشورهاي صادرکننده نفت و گاز اين حوزه شامل آذربايجان ،قزاقستان، تاجيکستان، ازبکستان به 6.8% رسيد و کشورهاي واردکننده نفت ارمنستان، گرجستان، قرقيزستان، تاجيکستان از نرخ رشدي معادل 6.2% منتفع شدند. در اين سال وضعيت تراز حساب جاري خارجي در هر دو گروه از اقتصاد خرد آسياي ميانه بهبود يافت.

2-2-17-تحولات بازار نفت

 در سال 2011 مصرف انرژي هاي اوليه در جهان نسبت به سال 2010 حدود 2.5 درصد افزايش يافت. از کل مصرف انرژي هاي اوليه جهان 11.5 ميليارد تن معادل نفت مربوط به کشورهاي غير اوپک 0.7 ميليارد تن معادل نفت مربوط به کشورهاي عضو اوپک بود.

ميانگين توليد نفت خام جهان با 1.3% افزايش نسبت به سال 2010 به 83.6 ميليون بشکه در روز رسيد. توليد نفت خام در کشورهاي عضو اوپک در اين سال 3.1% افزايش يافت، که 42.9% از توليد نفت خام جهان را تشکيل مي دهد که نسبت به سال قبل 0.7 رشد يافته است.عوامل مختلفي از جمله قطع کامل و موقت عرضه نفت ليبي، فاجعه نيروگاه اتمي فوکوشيماي ژاپن،کاهش ارزش دلار در برابر يورو، تنش هاي خاورميانه و احتمال قطع صادرات نفت خام ايران،سيل ويرانگر در استراليا، برف و سرماي بي سابقه در اروپا سبب افزايش قيمت نفت شد.

 از طرفي تداوم بحران مالي و اقتصادي در اروپا و سرايت آن به کشورهاي ديگر اروپايي همچون اسپانيا، افزايش توليد نفت خام اوپک و ترديدها در خصوص روند بهبود اقتصاد جهاني از جمله عوامل کاهنده قيمت نفت در سال 2011 بود.

2-2-18-تحولات بورس اوراق بهادار

 در سال 2011 به دليل تداوم علائم رکود جهاني که با کاهش قيمت مواد خام همراه بود. شاخص هاي اغلب بورس هاي مطرح دنيا افت کرد، اما بورس ايران علي رغم عدم ورود شرکتهاي مشمول اصل 44 قانون اساسي همانند سال قبل،رونق بازار ارز و طلا به عنوان بازارهاي رقيب و آثار منفي متغيرهاي سياسي داخلي و خارجي با افزايش اندکي در شاخص کل مواجه شد. تعداد و ارزش سهام داد و ستد شده در سال 2011 نسبت به سال قبل به ترتيب 28.2% کاهش و 3.8% افزايش يافت. ارزش جاري بازار نيز در پايان سال نسبت به سال قبل 15 % افزايش يافت (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ايران، 1392)

 رشد و شکوفايي هر کشور به سرمايه گذاري و برنامه ريزي مناسب بستگي دارد، هدايت صحيح جريانات نقدي به سمت و سوي فعاليتهاي توليدي و سرمايه گذاري، رشد اقتصادي؛ افزايش توليد ناخالص ملي را در پي خواهد داشت. (توليد ناخالص داخلی، 2011)

بخش دوم

2-3-مباني نظري

 مطالعات تحقيقاتي بر روي سرمايه گذاري تأييد کردند که عموم مردم سرمايه گذار يا سرمايه گذاران غير حرفه اي، تمايل به تمرکز بر روي بازده سرمايه گذاري دارند.

از اهداف اساسي در هر سرمايه گذاري کسب سود و به عبارت کامل تر، کسب بازده است.(جناتی ، هادی زاده، 1380: 50)

 بازده يا پاداش سرمايه گذاري، شامل درآمد جاري(مثل سود سالانه) افزايش يا کاهش ارزش دارايي ( منفعت يا ضرر سرمايه) است.

 ريسک به عنوان يک بخش ذاتي از سرمايه گذاري است، براي دست آوردن بازده مناسب در سرمايه گذاري، ريسک بايد وجود داشته باشد.

ارتباط ريسک و بازده

 ريسک و بازده دو عامل بسيار مهمي هستند که تصميمات سرمايه گذاران را تحت تأثير قرار مي دهند. به همين علت، شناخت عواملي که موجب افزايش بازده يا کاهش ريسک مي تواند حائز اهميت بالايي باشد.

 ريسک را مي توان عدم اطمينان نسبت به نتايج آتي تعريف کرد. اين عبارت کوتاه بيانگر آن است که ريسک پديده اي مربوط به آينده است که نمي توان آنرا به طور دقيق پيش بيني کرد زيرا با عدم اطمينان همراه است. هر چه عدم اطمينان بيشتر شود ريسک بيشتر خواهد بود. ماهيت فعاليت تجاري و سرمايه گذاري به گونه اي است که کسب بازده مستلزم تحمل ريسک است(ديافتی و همکاران،1390: 25).

 بازده مورد انتظار هر سرمايه با سطح ريسک آن يک رابطه بنيادي و اساسي دارد بطوريکه زماني يک طرح با ريسک بالا قابل قبول است که بازده پيش بيني شده آن نيز بالا باشد.

 از ديد يک سرمايه گذار ريسک و بازده ارتباط مستقيمي دارند، به طوري که سطح ريسک پايين در ارتباط با بازده بالقوه پايين و سطح ريسک بالا با پتانسيل بازده بالا در ارتباط است. به اين مفهوم است که پول سرمايه گذاري شده بازده بالايي داشته باشد در صورتي که ريسک آن هم بالاست. اغلب به آن مبادله ريسک و بازده گويند.

**2-3-1-تئوري مدرن پرتفوليو**[[13]](#footnote-13)MPT

 اين روش که ابتدا توسط هري مارکويتز[[14]](#footnote-14) بصورت عملي بيان شد بر اساس يک سري مفروضات خاصي است که اهم آن گوياي اين است که بازار کارا است و انتشار اطلاعات بصورت يکپارچه و در اختيار همگان است و شفافيت اطلاعات در معاملات حاکم است. مبناي اين روش بر پايه اين استدلال استوار است که احتمال خطر از دست دادن سرمايه يا سود يک نوع سهام در بازار بسيار بيشتر از مجموعه يا ترکيب سهام است. لذا قاعدتاً سرمایه گذار حرفه اي نبايد تمامي سرمايه خود را در يک قلم دارايي سرمايه گذاري کند (و منطق اقتصادي نيز اين را تاييد مي کند). بلکه بايستي آن را در مجموعه اي از سهام يا داراييها سرمايه گذاري کند که اين مجموعه به پرتفوي معروف است هدف از تشکيل سبد سهام، تقسيم کردن ريسک سرمايه گذاري بين چند سهم است، بدين ترتيب سود يک سهم مي تواند ضرر سهام ديگر را جبران کند. يک ضرب المثل معروف مي گويد:همه تخم مرغ ها را نمي توان در يک سبد گذاشت چرا که ريسک شکستن سبد،باعث نابودي همه تخم مرغ ها خواهد شد. پرتفوي يا سبد سهام متشکل از سهام متعدد شرکتهايي است که در شرايط عادي احتمال کاهش بازده همه داراييها تا حدودي به صفر نزديک است. و تلاشها بر اين است که ريسک غير سيستماتيک يا تنوع پذير به حداقل ممکن تقليل يابد (تهرانی، 2011).

 سرمايه گذاري در بيش از يک دارايي با هدف کاهش ريسک و افزايش بازده را تنوع بخشيدن گويند.

2-3-1-1-مفروضات اصلي تئوري پرتفوي

 اين تئوري با اين فرض شروع مي شود که در انتخاب مردم بين سرمايه گذاري هاي مختلف يک trade off بين ميزان بازده و انحراف معيار که شاخص ريسک است وجود دارد.مردم علاقه دارند در شرايط يکسان يک سبد سهام با بازدهي بالا و انحراف معيار کم داشته باشند. از طرفي، سبدي که با انحراف معيار يکسان، بيشتري بازدهي را داشته باشد سبد کاراست. افراد بر اساس خصوصيت ريسک گريزي خود بين سبدهاي مختلف با ريسک و بازدهي مختلف دست به انتخاب مي زنند. نکته مهم اين است که انحراف معيار مربوط به کل سبد سهام است نه يک سهم خاص. هم چنين تأثير هر سهم بر انحراف معيار سبد به همبستگي آن با کل سبد سهام مربوط است. اين روش توسط مديران سبد سهام بسيار استفاده مي شود.

 فرض دوم: معمولاً بازده اوراق بهادار داراي توزيع نرمال(پراکندگي عادي) است. اين فرض مهم تر است زيرا بر اين موضوع دلالت دارد که بازده هاي اوراق بهادار بر اساس ميانگين توزيع و ريسک نيز به وسيله واريانس بازده پرتفوي نسبت به ريسک و بازده تک تک اوراق بهادار مهم است.

 تحليل پرتفوي، کاربرد زيادي در آناليز ريسک و بازده و نيز تجزيه و تحليل بازار دارد و به همين خاطر نرم افزارهايی طراحي شده است که قابليت محاسبه ريسک بازار و مقايسه آن با ريسک صنعت و شرکتها را دارد. در روش پرتفوي مدرن کليه اقدامات براي اين است که بازده پرتفوي فرد سرمايه گذار به بازده بازار نزديک گردد و در وضعيت مطلوب، بازدهي بيشتر از آن بدست آورد. در اين حالت پرتفوي کل بازار يک شاخص ارزيابي است که ريسک آن نيز با شاخص بتا[[15]](#footnote-15) محاسبه مي شود(مهران فر، 1387).

2-3-1-2-ابزار اندازه گيري ريسک

 ضريب بتا معياري براي اندازه گيري نوسان بازده يک دارايي پرتفوي است. و فقط با ريسک بازار و سرمايه گذاري که داراي سهام و اوراق قرضه است ارتباط دارد، اين ضريب از طريق محاسبات رياضي استنتاج مي شود و هر چه ضريب بتا بزرگتر باشد نشان دهنده ريسک بالاتري است و ضريب پايين نشان دهنده سطح ريسک پايين تر است اين تحليل کاربرد زيادي در آناليز ريسک و تجزيه و تحليل بازار دارد و مبناي کار سرمايه گذاران حرفه اي است.

 علاوه بر ضريب بتا روش ديگري به نام انحراف استاندارد(انحراف معيار)است ، انحراف استاندارد در واقع يک مقياس پراکندگي بازده هاي پيش بيني شده است. بطوريکه اين بازده ها به توزيع نرمال نزديکتر مي شوند. انحراف استاندارد يک مفهوم آماري است و کاربر وسيعي در اندازه گيري ريسک دارد. هر چه مقدار عددي انحراف معيار بيشتر باشد به همان نسبت ميزان پراکندگي بازده و در نتيجه ريسک آن طرح نيز بالاتر خواهد بود و بالعکس انحراف معيار پايين داراي پراکندگي بازده کم و نشان دهنده ريسک کمتر است.

 2-3-1-3-مرزکارا

 هر سبد اوراق بهادار در مرز کارآ نرخ بازده بالاتري براي ريسک مساوي يا ريسک کمتري براي يک نرخ بازده مساوي دارا مي باشد .

 همانطور که در نمودار2-2 نشان داده شده سبد اوراق بهادار نقطه A بر نقطه B ارجحيت دارد ( زيرا نرخ بازده مساوي ولي ريسک کمتر است) ، همچنين سبد اوراق بهادار نقطه Cبر نقطه B اولويت دارد( زيرا ريسک برابر ولي نرخ بازده مورد انتظار بالاتر است ).

 بدليل منافع موجود در متنوع سازي دارايي هايي که همبستگي کامل ندارند،انتظار مي رود که مرز کارا بيشتر در سبد اوراق بهادار وجود داشته باشد تا در اوراق بهادار انفرادي .

انحراف معيار

E(r)

**A**

**B**

**C**

**D**

مرز کارا

نمودار2-1- مرز کارا

2-3-1-4-خط بازار سرمايه[[16]](#footnote-16)

 خطي است که ارتباط ميان ريسک و بازده سرمايه گذاري يک پرتفوي منفرد و سبد سهام کاراي بازار را نشان مي دهد.



نمودار2-2-خط بازار سرمايه

(Riskless rate) Rf هنگامی که ریسک صفر باشد، بدست می آید.

Rf C خط بازار سرمایه (Capital Market line) نامیده می شود که در نقطه Mبر منحنی کارا مماس است.

 اگر سرمايه گذار پس انداز خود را در پرتفوي با ريسک m سرمايه گذاري کند و با نرخ بهره بدون ريسک وام بگيرد، وام راصرف خريد بيشتري در پرتفوي m نمايد، اين امر باعث انتقال به نقطه E مي شود و منجر به کسب بازدهي بالاتري نسبت به بازده حاصل از سرمايه گذاري در پرتفوي بازار مي باشد.

 ماکويتز ريسک وبازده را با استفاده از واريانس وميانگين بازده شناسايي کرد ومفهوم مرز کارايي(خطي که مماس بر مجموعه اي از فرصت هاي سرمايه گذاري است به طوريکه بيشترين بازده را با کمترين ريسک ، در بر بگيرد ) را ارائه داد . مرز کارائي مارکوويتز پرتفوي هاي ريسکي را که از لحاظ ريسک وبازده ، بهترين توازن را دارند ، نشان ميدهد . مدل انتخاب پرتفوي مارکوويتز ، تنها برروي انتخاب دارايي هاي ريسکي متمرکز شده است . در يک بازار کاراي مالي يک رابطه خطي بين ريسک و بازده وجود دارد نظريه هاي محتلفي بر پايه بازار کارا سعي مي کنند رفتار سرمايه گذاران را توجيه کنند يکي از اين نظريه ها الگوي قيمت گذاري دارايي سرمايه اي است که بر اساس تقاضاي سرمايه گذاري و بر بناي الگوي واريانس ميانگين قيمتهاي تعادلي اوراق بهادار را مشخص مي کند.

2-3-2-الگوي بازار [[17]](#footnote-17)

 پويايي دارايي بدون ريسک در هدايت تئوري پرتوي به سمت تئوري سرمايه ومدل قيمت گذاري دارايي هاي سرمايه اي کمک نموده است .ويليام شارپ[[18]](#footnote-18) براي ساده سازي جنبه هاي محاسباتي تئوري پرتفوي ، مدل تک عاملي را استخراج کرد که به نام مدل بازار نيز معروف است .

تئوري بازار سرمايه ، رابطه تعادلي بين بازده مورد انتظار وريسک پرتفوي هاي کارا را جستجو مي کند.

پارامتر هاي زيادي بر بازده و ريسک اوراق بهادار اثرگذار مي باشند .

 ويليام شارپ، بر مبناي کار انجام شده توسط مارکويتز پيشنهاد کرد که اين عوامل(پارامتر ها) موثر بر شاخص قيمت سهام به دو دسته تقسيم مي شوند: عواملي که خاص يک شرکت هستند و عواملي که به کل بازار مربوط مي شوند.

عوامل مربوط به يک شرکت خاص را " ريسک غير سيستماتيک "و عوامل مربوط به کل بازار را "ريسک سيستماتيک"مي نامند.



نمودار2-3-ريسک سيستماتيک و ريسک غير سيستماتيک

ريسک سيستماتيک- ريسک غير قابل اجتناب- نشان دهنده ي آن بخش از ريسک مجموعه ي سهام است که به دليل وجود عوامل تأثير گذار بر قيمت بازار سهام، بوجود آمده است؛ از عوامل مهم ريسک سيستماتيک مي توان به تحولات و شرايط اقتصادي و سياسي، چرخه هاي تجاري و ميزان تورم و بيکاري اشاره نمود .

 ريسک غير سيستماتيک(ريسک کاهش پذير،ريسک قابل اجتناب) بخشي از کل ريسک مجموعه سهام مختص يک شرکت يا يک صنعت خاص است. برخي از عوامل بوجود آورنده ي ريسک غير سيستماتيک،شامل: نوع کالا يا خدمات توليدي شرکت يا صنعت، اقدامات و نوع عملکرد رقيبان، نوع مديريت و ساختار هزينه هاي شرکت مي باشد.

 فرض در اين مدل اين است که، تغييرات در هر نوع از اوراق بهادار تا حد زيادي در نتيجه تغيير در عوامل بازار است. اين فرض ما را قادر مي سازد تا به جاي تمام عوامل خاص هر نوع از اوراق بهادار تنها از يک عامل به نام عامل بازار استفاده کنيم.

هنگامي که يک سرمايه گذار در سبد اوراق بهادار خود تنوع سازي مي کند ريسک غيرسيستماتيک را از بين مي برد و فقط ريسک سيستماتيک باقي مي ماند( بعبارت ديگر؛هدف اصلي متنوع سازي، کاهش انحراف معيار پرتفوي است)؛ بنابراين ريسک سيستماتيک هر نوع از اوراق بهادار همان اثري است که اين دسته از اوراق بهادار بر پرتفوي بازار (مجموعه اوراق بهاداري که بطور عالي متنوع شده) دارد.

 اين اثر بواسطه ضريبي که قبل از نرخ بازده بازار لحاظ مي شود اندازه گيري مي گردد و در ادبيات مالي با نام ضريب بتا شناخته مي شود و معياری برای محاسبه ريسک سيستماتيک است.

2-3-3-نقد شوندگي[[19]](#footnote-19)

نقد شوندگي يکي از موضوع هاي مهم براي اوراق معامله شده در بازار مالي است. نقش عامل نقد شوندگي در قيمت گذاري سهام حائز اهميت است زيرا سرمايه گذاران به اين موضوع توجه دارند که در صورت فروش سهام بازار مناسبي براي آن وجود دارد يا خير؟ (چای و همکاران، 2010)

هر چقدر قابليت نقدشوندگي يک سهام کمتر باشد آن سهام براي سرمايه گذاران جذابيت کمتري دارد (يحيی زاده فر، خرمدين،1387: 102).

نقد شوندگي به معناي سرعت تبديل سرمايه گذاري ها يا دارايي ها به وجه نقد مي باشد. اوراق بهاداري که در بورس اوراق بهادار با استقبال معامله روبرو مي شوند حاکي از سرعت نقد شوندگي آنهاست.(ابزری و همکاران، 1386).

 ارزش معامله هاي انجام شده در هر بورس، به طور معمول بازتاب دهنده سطح فعاليت آن بورس است. هر چه نسبت فعاليت بورس، يعني مجموع ارزش معامله به ارزش کل بازار بيشتر باشد، آن بورس از نقدشوندگي بالاتري برخوردار است. يعني تبديل اوراق بهادار به پول و بالعکس در آن به راحتي انجام مي شود.

2-3-3-1-تئوري مارکويتز[[20]](#footnote-20) در مورد نقد شوندگي

 مارکويتز در مسئله انتخاب پرتفوي استاندارد خود فرض مي کند که همه سرمايه گذاران انتخابهاي خود را بر اساس دو معيار بازدهي و ريسک انجام مي دهند. تحقيقات بسياري ناديده گرفتن ساير ترجيحات سرمايه گذاران را در مدل مارکويتز مورد انتقاد قرار داده اند (مارکوييتز ، 1959).

سرمايه گذار پرتفوي خود را بر اساس بازدهي، ريسک و نقدشوندگي انتخاب مي کند.

 نقدينگي يک معيار چند بعدي است و از آنجا که هنوز معيار منحصر به فردي وجود ندارد تمام ابعاد نقدشوندگي را پوشش مي دهد، لذا ناچار از چندين معيار مجزا که هر يک بيانگر يک بعد از نقدينگي است استفاده مي شود. اين متغيرها را مي توان ارزش معامله،تعداد معامله، حجم معامله ، نسبت گردش معامله و تفاوت قيمت پيشنهادي خريد و فروش اشاره کرد در اين تحقيق به دلايل زير از معيار نرخ گردش معامله به عنوان متغير جايگزين نقدشوندگي استفاده مي شود.

 نسبت سرعت گردش سهام بيانگر وضعيت فعاليت بورس است که با تقسيم ارزش انباشته کل سهام معامله شده از ابتداي سال به ارزش بازار در پايان ماه محاسبه مي شود، هر چه اين نسبت بزرگتر باشد گردش سهام بيشتر و بورس فعالتر خواهد بود.

 داتار و همکاران[[21]](#footnote-21) دو مزيت استفاده از نرخ گردش معامله را به عنوان متعير جايگزين، نقد شوندگي رااين گونه بيان کردند

 اولاً: اين متغير جايگزين مباني تئوريکي قوي و محکمي دارد.

ثانياً: يافتن داده هاي نرخ گردش معامله بسيار آسان است و ما قادريم تا تغيير ماه به ماه نقدشوندگي دارايي را بدست آوريم (داتار و همکاران، 1998).

بدست آوردن داده ها جهت محاسبه تفاوت قيمت پيشنهادي خريد و فروش ماهانه با توجه به امکانات در بورس اوراق بهادار و ساير بورسهاي منتخب کار بسيار دشواري است لذا در اين تحقيق تنها از معيار نرخ گردش معامله به عنوان متغير جايگزين نقدشوندگي استفاده مي شود[[22]](#footnote-22).

 مطالعات بسياري نظير اتينيک[[23]](#footnote-23)(1972)،بنسن و هاگرمن[[24]](#footnote-24)(1974)، برنچ و فريد(1977) استال(1978)، استال (2000)، چارديا و همکاران(2000)، چاي و همکاران(2010) به بررسي تأثير ويژگي هاي سهام و بازار بر روي شاخص هاي متفاوت نقد شوندگي پرداخته اند. در اکثر اين پژوهشها ويژگي هاي سهام شامل قيمت سهام، ارزش معاملات، دفعات معامله و تغيير پذيري بازده و ويژگي هاي بازار شامل ساختار بازار و رقابت است. نتايج اين پژوهش نشان مي دهد که ميان ويژگي هاي سهام و شاخص هاي نقدشوندگي ارتباط معناداري وجود دارد. اهميت اين موضوع به اين دليل است که نقدشوندگي نقش مهمي در قيمت گذاري دارايي ها بازي مي کند.

 2-3-4-بازار سرمايه و رشد اقتصادي

 يکي از مهم ترين موضوعات مورد بحث در اقتصاد در سالهاي بعد از جنگ جهاني دوم به ويژه در کشورهاي در حال توسعه مسئله رشد اقتصادي است. بيش از دو قرن پيش آدام اسميت[[25]](#footnote-25) اثر تجارت و توسعه بازار بر رشد را مطرح کرد و هم چنان در مورد آن مطالعاتي انجام داد.

 مطالعات مختلفي در زمينه اثر توسعه بورس بر رشد اقتصادي صورت گرفته و اکثر اين مطالعات وجود بازارهاي بورس توسعه يافته را در ارتقاي رشد اقتصادي مفيد مي دانند.

 طبق نظريه اقتصاد کلان انباشت سرمايه فيزيکي يکي از شرايط لازم براي رشد اقتصاد ملي به حساب مي آيد . بسياري از اين مطالعات اقتصادي تأکيد مي کنند که در صورت فقدان سرمايه کافي، رشد اقتصادي با مشکل مواجه مي شود (عبده تبريزی،1383).

 لوين چهارچوب مفيدي را در ارتباط با نقش واسطه هاي مالي بيان مي کند، وي معتقد است واسطه هاي مالي به دو طريق، تشکيل سرمايه و ابدعات تکنولوژي رشد اقتصادي را افزايش می دهد.

 وجود واسطه هاي مالي ريسک را توزيع مي کند، بدون وجود بازارهاي مالي، که هدف در اين بازارها ايجاد انگيزه و پس انداز و تبديل پس انداز به سرمايه گذاري است، وجوه سرمايه گذاري شده از پروژه هاي سرمايه گذاري بلند مدت خارج مي شود و اين امر منجر به کاهش رشد اقتصادي مي شود.

 بسياري از مدل ها، نظير کينگ [[26]](#footnote-26)و لوين وجود واسطه هاي مالي و ارتباط آنرا با بازارهاي مالي سبب کاهش هزينه معاملاتي و اطلاعاتي شده و کمک بزرگي به تخصيص مناسب منابع مي کند و منجر به رشد بلندمدت مي شود و از طرفي اين مدلها نشان مي دهند که توسعه مالي مي تواند به رشد اقتصادي آسيب زند. ممکن است توسعه مالي با گسترش تخصيص منابع و کاهش نرخ بازده پس انداز، منجر به کاهش نرخ پس انداز شود.تئوري هايي در مورد ارتباط بين بازار سرمايه و بانک نشان دهنده آن است که اين دو جانشين يکديگرند(هانگ و کراکو، 1984).

 اقتصادداناني نظير بويد و پرسکات[[27]](#footnote-27) نقش مفيد و مؤثر بانک را به بهبود تخصيص منابع بيان کردند ولي اقتصادداناني نظير استيگلتيز[[28]](#footnote-28) و بيد[[29]](#footnote-29) بيان نمودند بازار سرمايه نمي تواند به خوبي بانک، منابع را تخصيص دهد (بايد، 1993).

 لوين[[30]](#footnote-30) در اين چهارچوب چند ديدگاه مطرح مي کند: ديدگاه اول، بيان مي کند که بازار سرمايه رشد اقتصادي بلند مدت را بهبود مي بخشد. دوم، نقدينگي بازار نقش مؤثري بر رشد اقتصادي دارد. اين نقدينگي مي تواند منابع خوبي براي سرمايه گذاري بوده و منجر به ايجاد دارايي دائمي به واسطه انتشار سهام شود.

 گرين وود و اسميت[[31]](#footnote-31) بيان مي کنند بازار سرمايه، هزينه جابه جايي پس انداز را کاهش داده و امکانات سرمايه گذاري را با بهترين تکنولوژي فراهم مي کنند.

 آبسفلد[[32]](#footnote-32) معتقد است ريسک سهام بين المللي به واسطه ادغام بازارهاي سرمايه تخصيص منابع را بهبود مي بخشد و رشد اقتصادي را تسريع مي کند (آبسفلد، 1994 ).

 مدل رشد درون زا نظير مطالعات لوين در سال 1991 بيان مي کند که توسعه مالي بدون رشد بهره وري نيروي کار نمي تواند منجر به رشد اقتصادي شود. از طرفي، بازار مالي منجر به افزايش پس انداز و سرمايه گذاري و رشد اقتصادي مي شود.

2-3-4-1-نقش بورس در اقتصاد ملي کشورها

 جايگاه بورس در اقتصاد کشورها با استفاده از نسبتهاي مختلفي نظير نسبت ارزش بازار يا ارزش معاملات سالانه به توليد ناخالص داخلي يا نسبت سرمايه گردآوري شده از طريق سازوکار بازار اوراق بهادار به تشکيل سرمايه ثابت نشان داده مي شود.

2-3-4-2-ارزش بازار سهام و رشد اقتصادي

 ارزش بازار، بهترين معيار براي سنجش اندازه بازار نسبت به اندازه اقتصاد ملي است.

اين متغير که از مجموع حاصل ضرب تعداد اوراق بهادارتعداد اوراق بهادار پذيرفته شده در قيمت آن بدست مي آيد.سنجش مناسبي براي ارزيابي جايگاه بازار در اقتصاد ملي يا مقايسه دو بازار مجزا از نظر اندازه و بزرگي است.

 به طور خلاصه مي توان گفت مباني موجود در ارتباط با رشد اقتصادي و بازار سهام، بازار سهام مي تواند به واسطه سرمايه گذاري منجر به رشد اقتصادي بالاتري شود.

 سرمايه گذاري ا ز جمله عوامل مهم کليدي مؤثر در توسعه اقتصادي کشور است. در اکثر کشورهاي در حال توسعه از جمله ايران، بازار سرمايه به صورت منسجم و کارآمد وجود ندارد، به دليل فعاليت در سطح ابتدايي و محدود عملاً نمي تواند نقش قابل ملاحظه اي در تجهيز و هدايت وجوه موجود در اقتصاد ايفا کند.

بخش سوم

2-4-پيشينه (ادبيات) تحقيق

2-4-1-پيشينه تحقيق خارجي

 امير احسان تهراني در آگوست سال 2011 به تجزيه و تحليل تطبيقي بورس اوراق بهادار تهران و بازارهاي منتخب به واسطه روابط ماتريسي مي پردازد و هدف آن تأثير بحران هاي مالي در بورس اوراق بهادار تهران و بررسي مقايسه اي تجربي براي اندازه گيري تکنيکهاي ارتباط بين بازار ايران و بعضي از کشورهاي جهان در سالهاي 2000 تا 2009 است که آنرا به سه دوره زماني، قبل از بحران مالي سال 2007، سال بحران مالي 2007، سال 2008 و 2009 سالهاي بعد از بحران مالي تقسيم مي کند. هدف اصلي اين پايان نامه را مي توان به بررسي رابطه ضريب تغييرات در شاخص بازده سهام بين ايران و کشورهاي منتخب در سالهاي 2000 تا 2009 بيان کرد.رفتارهاي مختلف ارتباط بين شاخص هاي ايران با هر يک از کشورهاي ديگر مورد بررسي قرار مي گيرد و فرصتهاي تنوع سرمايه گذاري بين المللي، که ممکن است در طول دوره­اي از زمان مي تواند در دسترس باشد.موقعيت منحصر به فرد ايران آنرا در قلب يکي از جالبترين مکان ها در جهان قرار داده است و ايران داراي مرزي با کشورهاي استراتژيک مانند افغانستان،پاکستان، عراق، ترکيه، آذربايجان و ترکمنستان است. در جنوب، خليج فارس يک منبع غني از نفت و گاز ايران را فراهم مي کند.در شمال،درياي خزر نقشي مشابه را ايفا مي کند. ايران يک نقش معني داري در منطقه شرق مياني براي چندين دهه ايفا کرده است، اين نقش تا حد زيادي پس از انقلاب 1979 تقويت شده است و تا حدودي ديدگاه ريشه سياسي آن،ايران آماج چندين تحريم است که در انزوا مشغول به کار بوده است.

 تمرکز اصلي اين پايان نامه در يکپارچه سازي بازار، اندازه گيري جنبش هاي بازار، با استفاده از بازده هاي زمان ماهانه، از شاخص قيمت اصلي محاسبه شده است.

در اين مطالعه به بررسي شاخص قيمت بورس اوراق بهادار تهران با کشورهاي خليج فارس: ايران، اردن، ترکيه،مصر و کويت بازارهاي نوپا: برزيل،روسيه،هند و چين و بازارهاي توسعه يافته انگلستان،آمريکا و ژاپن می پردازد و همبستگی بين شاخص های بورس اوراق بهادار ايران با کشورهای توسعه يافته، منفی، با کشورهای مانند برزيل و چين همبستگی شاخص بازار ايران منفی بوده ولی با کشورهايی مانند روسيه و هندارتباط مثبتی با ايران دارند، کشورهای خليج فارس همبستگی مثبتی با شاخص بازار ايران دارند.

در اين پايان نامه تلاش شده است تا يک نگاه دقيق تري در مفهوم تنوع سرمايه گذاري بين المللي به عنوان وسيله اي براي کاهش ريسک سرمايه گذاري داخلي است و شرايطي که تحت آن تنوع سرمايه گذاري بين المللي مفيد است مورد بررسي قرار گرفته است.

 بلوم و فرند(1973)[[33]](#footnote-33) به عنوان اولين پژوهشگران الگوي قيمت گذاری دارايي سرمايه ای اقدام به تخمين بتا کردند. سپس پرتفوهايي بر اساس بتا بدست آوردند آنها سهم هايي را که بتاي پايين داشتند در يک پرتفو و سهام هايي که بتاي بالايي داشتند در پرتفوي ديگري قرار دارند. بررسي آنها نشان داد که از طريق ايجاد پرتفو و متنوع سازي ريسک سرمايه گذاري کاهش مي يابد.

 بالابن و بايار(2005)[[34]](#footnote-34) در تحقيقي رابطه ي بين بازده بازار بورس سهام و پيش بيني تلاطم آن ها را با استفاده از مدل هاي متقارن و نا متقارن آرچ و گارچ در 13 بازار بين المللي سهام مورد بررسي وآزمون قرار دادند. تلاطم مورد پيش بيني با استفاده از مدلهاي آرچ،گارچ،اي گارچ،گجر گارچ برآورد گرديد. نتايج تجزيه و تحليل نشانگر يک اثر مثبت يا منفي در مواردي نادر بود. تلاطم غير منتظره اثر منفي بر بازده هفتگي سهام شش يا هفت کشور داشت. با وجود اين، يک اثر مثبت بين بازده ماهانه يا هفتگي درهيچ يک از کشورها مشاهده نشد.محققان نتيجه گيري کردند که واريانس بازده، معيار مناسبي براي ريسک نيست.

 بالي (2008)[[35]](#footnote-35) رابطه ي بين تلاطم و بازده مورد انتظار را در بين پرتفليويي منتخب از سهام بورس اوراق بهادار نيويورک مورد بررسي قرار داد، او با استفاده ازمدل هاي طبقه ي گارچ واريانس شرطي (ريسک) را برآورد نموده، سپس اين قضيه را مورد آزمون قرار داد که تا چه اندازه کواريانس شرطي، بازده مورد انتظار سبد را پيش بيني مي نمايد. نتيجه ي مطالعه بيانگر اين موضوع بود که کواريانس شرطي برآورد شده به وسيله مدل هاي گارچ بازده مورد انتظار سبد را به خوبي پيش بيني مي کند.

لي و ديگران 2005 [[36]](#footnote-36) رابطه ي بين تلاطم و بازده بازار را در 12 بازار بزرگ بين المللي سهام مورد مطالعه قرار دادند از دو رويکرد ای گارچ پارامتريک و اي گارچ ناپارامتريک جهت بررسي اين رابطه استفاده شد. نتايج رويکرد اول، اي گارچ پارامتريک بيانگر يک رابطه مثبت و معني دار در اکثر بازارها بود اما در رويکرد دوم، به طرز جالبي در 6 بازار رابطه ي منفي مشاهده شد.

 نيکنن و ديگران (2008) [[37]](#footnote-37) تلاطم و بازده سهام بعد از حمله ي 11 سپتامبر در آمريکا را در 53 بازار سهام بين المللي و منطقه اي مورد آزمون قرار دادند، يافته هاي تجربي مطالعه ي آن ها بيانگر اين نکته بود که تلاطم بازارهاي سهام بعد از اين حمله به صورت معني داري افزايش يافته است. . بازده سهام بازارها در کوتاه مدت به صورت معني داري منفي بوده اما بعد از مدتي بازيافت شده است.

در کل، تأثير اين رويداد بر بازارهاي مالي در کشورها و مناطق مختلف متفاوت بوده است. نتايج بيانگر اين موضوع بود که هر چه بازارهاي محلي و منطقه اي با بازارهاي بين المللي پيوستگي بيشتري داشته باشند به همان اندازه از شوکهاي بين المللي تأثير پذيرتر خواهند بود، اين مطالعه مبتني بود بر متدولوژي انگل و با استفاده از مدل هاي گارچ صورت گرفت.

ذکر اين نکته بسيار حائز اهميت است که در غالب تحقيقاتي که در گذشته انجام شده، معياري از تلاطم منظور شده که بر اساس اطلاعات تاريخي بدست آمده و به عبارت ديگر معيار تلاطم آن ها مربوط به گذشته يا درون نمونه اي است و اين در حالي است که جهت تبيين بهتر اين رابطه، معيار تلاطم بايد مربوط به آينده يا خارج از نمونه باشد. همچنين مي توان گفت که تلاطم پيش بيني شده معيار مناسبتري براي ارزيابي رابطه به منظور تصميم گيري در خصوص مديريت ريسک، سرمايه گذاري و غيره است.از مطالعات گذشته تنها مطالعه ي گلستن و همکاران بود که با استفاده از هر دو روش درون نمونه اي و برون نمونه اي انجام شد و نتايج آن ها نيز نشانگر تفاوتي بين دو روش نبوده است. با اين حال، مطالعات جديد از روش برون نمونه اي اين رابطه را مورد آزمون قرار داده اند از جمله اين مطالعات، تحقيقات بالابان، بايردر سال 2005 مي باشد که رابطه ي منفي را در غالب بورسهاي توسعه يافته گزارش نموده اند.

تحقيقات آميهيود و مندلسون، برنان و سابراهمنيام، لاتار و همکاران، ژاکوبي و همکاران، آميهيود و بن مارشال همگي حکايت از يک رابطه منفي ميان نقدشوندگي و بازده مورد انتظار دارايي ها دارند. اين تحقيقات همگي نشان مي دهند که نقد شوندگي يکي از عوامل مهم و تأثير گذار بر روي تصميمات پرتفوي سرمايه گذاران مي باشد. بنابراين سرمايه گذاران منطقي به يک صرف ريسک بالاتري براي نگهداري اوراق بهادار غير نقدتر نياز دارند و عملاً به هنگام تشکيل پرتفوي خود ميزان نقدشوندگي را مدنظر قرار مي دهند.

 تحقيقات استال در سال 2000[[38]](#footnote-38) در مورد بالا بودن تغيير پذيري بازده، ريسک نگهداري سهام را افزايش داده و تأثير منفي بر روي نقدشوندگي آن خواهد داشت. قيمت سهام به عنوان شاخصي براي ريسک مورد استفاده قرار مي گيرد. به اين صورت که هر چه قيمت سهام شرکت کاهش يابد،ريسک شرکت افزايش يافته و نقدشوندگي کاهش مي يابد.

قدرمطلق بازده سهام مشابه معيار واريانس بازده به عنوان معياري از تغييرپذيري و پراکندگي به کار مي رود. (چاي وهمکاران 2010)[[39]](#footnote-39) پژوهش چارديا و همکاران [[40]](#footnote-40)(2004) از قدرمطلق بازده روزانه سهام به عنوان شاخص تغيير پذيري بازده سهام، افزايش قدر مطلق بازده ريسک را افزايش داده و تأثير منفي بر نقدشوندگي سهام خواهد داشت.

 مهتدي و آگاروال[[41]](#footnote-41) با استفاده از مدل رشد درون زا،اثر توسعه بازار بورس را بر رشد اقتصادي 21 کشور طي 21 سال بررسي نمودند نتايج بررسي وجود ارتباط مثبتي بين شاخص هاي مختلف بازار بورس در رشد اقتصادي را تأييد مي کند. طبق يافته هاي تحقيق توسعه بازار بورس منجر به تشويق و افزايش سرمايه گذاري خصوصي مي شود.

 فاما(1981)[[42]](#footnote-42) در تحقيقات خود نشان داد که بين متغيرهاي بازار سهام مثل قيمت و بازدهي سهام و متغيرهاي کلان اقتصادي مثل مخارج کل دولت، توليدات صنعتي، توليد ناخالص ملي، عرضه پول و نرخ بهره ارتباط مثبت قوي وجود دارد.

 پابلو فماندز [[43]](#footnote-43)صرف ريسک بازار را در سال 2008 برای 18 کشور گزارش کرد و در گزارش وی، ميانگين صرف ريسک بازار استفاده شده در سال 2008 توسط تجزيه و تحليل گران در آمريکا 6.3% بود که از اين ميزان 5.3% در اروپا بود. ميانگين صرف ريسک بازار استفاده شده در سال 2008 از محدوده 4.1% بلژيم تا 10.5% هند است. پراکندگی صرف ريسک بازار استفاده شده بالاست. ميانگين صرف ريسک بازار توسط تجزيه و تحليل گران در محدوده 3.5% تا 6.9% است.

 پابلو فماندز در گزارشی ديگر، در سال 2010 صرف ريسک بازار را برای 22 کشور از طريق تجزيه و تحليل و شرکتها ارائه کرده است و نتايج تحقيقات آن آرژانتين با بيشترين ميزان صرف ريسک بازار در حدود 10.4 و مصر با 5، کمترين ميزان ميانگين صرف ريسک بازار را داراست. ميانگين صرف ريسک بازار استفاده شده توسط تجزيه و تحليل گران در آمريکا و کانادا 5.1% به تجزيه و تحليل گران مشابه در اروپا 5% و در انگلستان 5.2% است، اما ميانگين صرف ريسک به کار رفته شده توسط شرکتها در آمريکا و کانادا 5.3% و شرکتهای مشابه اروپايي 5.7% و در انگلستان 5.6% است.

 پابلو فماندز صرف ريسک بازار را در سال 2011 برای 56 کشور گزارش می کند و اطلاعاتی را از طريق متخصصان مالی و اقتصادی، تجزيه و تحليل گران و مديران شرکتها از اطلاعات قبلی، سايتهای شرکتها و دانشگاهها بدست آمده است. کمترين ميزان صرف ريسک بازار 4.5 است که مربوط به مالزی است و بيشترين اين ميزان 22.9 است که مربوط به کشور ايران است.

 پابلو فماندز در سال 2012 صرف ريسک بازار را محاسبه کردند اغلب تحقيقات صرف ريسک بازار مورد انتظار را محاسبه می کنند اما اين تحقيق در مورد صرف ريسک مورد نياز است. صرف ريسک بازار را برای 82 کشور در سال 2012 از طريق تجزيه و تحليل گران، متخصصان اقتصادی و مديؤان شرکتهای بدست آمده است. و نتايج اين تحقيق نشان داد که بيشترين ميزان ميانگين صرف ريسک 17.2 که مربوط به ايران است و کمترين ميزان 5.4 که مربوط به کانادا، نترلند و اسويزرلند است.

2-4-2-پيشينه تحقيق داخلي

 مقاله اي با عنوان بورس تهران در مقايسه با ساير بورسهاي جهان،نشريه اقتصاد(تازه هاي اقتصاد) فروردين 1379 شماره 87 از صفحه ( 47 تا 49) ارائه شده است. که ابزار مناسبي براي تأمين منابع مالي مورد نياز بنگاهي و اقتصادي است و مقايسه خود را از طريق 4 شاخص زير انجام داده است .

1.ارزش جاري، که در اين شاخص بورس نيويورک به عنوان رده نخست در ميان ساير بورسها قرار دارد و بورسهاي ديگر کشورهاي صنعتي در رده هاي بعدي آن قرار دارند . وجود بورسهاي کشورهاي در حال رشد سريع مانند هنک کنگ، تايوان، کره و رده هاي نخست جاي تأمل بسيار دارد و نمايانگر اين واقعيت مي باشد که بورس تهران مي تواند به داشتن جايگاه مناسبتري در آينده اميدوار باشد.

2.تعداد شرکتهاي پذيرفته شده در بورس، که بررسي هاي آماري و اطلاعات منتشر شده نمايانگر اين امر هست که بورس آلمان با 8798 شرکت همچنان رده نخست را حفظ کرده است که چنين واقعيتي نشان دهنده فراگير بودن ساختار مشارکت مردمي در اداره بنگاهي، اقتصادي مي باشد. قرار گرفتن بورس کولالامپور با 750 شرکت در رده ششم نشانه ديگري از گسترش بازار سرمايه در يک کشور در حال رشد سريع مي باشد. بورس تهران با پذيرا بودن 295 شرکت در رده هاي پاياني طبقه بندي قرار دارد.

3.تغييرات قيمت سهام، بورس استانبول متأثر از دگرگوني هاي سياسي و رشد اقتصادي نسبتاً بالا همچنان بيشترين رقم رشد قيمت سهام را داشت و توانست در طول يک ماه افزايشي برابر 29 درصد را ثبت کند. بهبود شرايط اقتصادي در کره جنوبي و رشد اقتصادي 9 درصدي سال 1999 بازتاب مشخصي بر روي قيمت سهام در کره واداشت و رشدي برابر 19.6 درصد را ثبت کرد بورس تهران هم با رشدي برابر 5.6 درصد در موقعيت مناسبي قرار گرفت که نشان از بهبود شرايط بورس تهران و بازتاب افزايش قيمت نفت خام در بازارهاي جهاني بر روي عملکرد بنگاههاي اقتصادي دارد.

4.حجم داد و ستد سهام و اوراق قرضه، بورس نيويورک که به علت ابعاد بزرگش از نظر حجم داد و ستد سهام و اوراق قرضه در رده نخست با 772.7 ميليارد دلار را به خود اختصاص داده است. بورس لندن و توکيو با فاصله نسبتاً زيادي نسبت به بورس نيويورک در رده هاي بعدي قرار دارد. بالاترين حجم داد و ستد اوراق قرضه در بورسهاي لندن و آلمان نمايانگر اهميت اين بورس ها در زمينه انتشار اوراق قرضه مي باشد و عدم داد و ستد اوراق مشارکت در بورس تهران از جمله نکات منفي آن تلقي مي شود که براي آن مي بايست انديشه اي لازم صورت گيرد.

 آرمان، بهمن و صالحي تبار،محمد به بررسي عملکرد بورس تهران و مقايسه آن با برخي از بورسهاي مهم جهان است در نشريه اقتصاد تازه هاي اقتصاد ارديبهشت 1379 شماره 88 مي- پردازد. در اين بخش براي بررسي دقيق تر عملکرد بورس تهران، به مقايسه آن با عملکرد ساير بورسهاي منتخب جهان مي پردازد.شاخص هاي مهم که در اين مقاله مورد بررسي قرار مي گيرد عبارتند از:

1.ارزش جاري سهام، مهم ترين شاخص براي مقايسه عملکرد بورسهاست، بورس تهران در انتهاي جدول قرار دارد ولي با افزايش 47 درصدي در مقدار اين شاخص در سال 1999 نسبت به سال قبل با ارزش جاري 21.9 ميليارد دلار در رتبه 14 است.

2.تعداد شرکتهاي پذيرفته شده،بورس تهران با 295 شرکت و درصد تغييرات 6.5% در رتبه 12 قرار دارد.

3.حجم داد و ستد سهام و اوراق قرضه است بورس تهران با معاملات سهام 2.3 ميليارد دلار و معاملات اوراق قرضه 0.2 ميليارد دلار در رتبه 14 قرار دارد.

4.تغييرات قيمت سهام درصد تغييرات شاخص قيمت سهام نسبت به سال قبل، بورس تهران با 2.7% در رتبه 14 قرار دارد.

 آرمان، بهمن و صالحي تبار،محمد به بررسي عملکرد بورس تهران و مقايسه آن با برخي از بورسهاي مهم جهان است در نشريه اقتصاد تازه هاي اقتصاد مرداد 1379 شماره 91 مي پردازد.

 بورس ايران را با 13 بورس، نيويورک،لندن،آلمان،پاريس، تايلند،تايوان،کره، هنک کنگ،جاکارتا ، استانبول، کوالامپور و سنگاپور در ماه مارس 2000 از نظرشاخص بازده نقدي، ارزش جاري سهام، حجم معاملات سهام و اوراق قرضه و تعداد شرکتهايي که سهام آن در بورس معامله شده است را مقايسه کرده است.

از نظر شاخص بازده نقدي، بورس نيويورک با 9.3% تغيير نسبت به ماه گذشته در رتبه اول، تايلند با 0.7% در رتبه دوم و لندن با 4.9% در رتبه سوم قرار دارد. بورس تهران با 3.5% تغيير در رتبه ششم قرار دارد.

ازنظر ارزش جاري سهام، بورس نيويورک در ماه مارس 2000، با ارزش 11244 ميليارد دلار در مقام اول قرار دارد و بورس توکيو و لندن رتبه هاي بعدي را به خود اختصاص دادند. بورس ايران با ارزش 20.3 ميليارد دلار در رتبه 13 قرار دارد.

از نظر حجم معاملات سهام و اوراق قرضه، بورس نيويورک داراي بيشترين حجم معاملات بوده به طوري که در آن، 0.5 ميليون دلار اوراق قرضه و 1173 ميليارد دلار سهام مورد معامله قرار گرفت، بورس لندن و آلمان رتبه هاي بعدي را به خود اختصاص دادند. بورس ايران با حجم معاملات اوراق قرضه صفر و حجم معاملات سهام 0.7 ميليارد دلار در رتبه 13 قرار دارد.

از نظر تعداد شرکتهايي که سهام آن در بورس معامله شده، بورس لندن با 2801 شرکت، که 2302 سهم معامله شده مربوط به شرکتهاي داخلي و 499 شرکت خارجي در رتبه اول قرار دارد، نيويورک و توکيو در رتبه هاي بعدي قرار دارد. بورس ايران با 280 شرکت داخلي و هيچ شرکت خارجي قرار دارد.

 کاشف بهرامي، فرهنگ، به بررسي جايگاه بورس تهران را در مقايسه با سار بورسهاي جهان در نشريه اقتصاد، حسابدار آبان 1377 شماره 128 در صفحات 62 تا 74 مي پردازد.که اين مقاله را دنباله روي مقاله حسابدار شماره 26 تيرماه 1377 تحت عنوان روشهاي رياضي روشهاي رياضي و منطقي قيمت گذاري سهام مي باشد. در آن مقاله اشاره شده بود که يکي از دلايل اساسي رکود بازار بورس،ساختار انحصاري و بسته نظام مديريت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و زير سلطه قرار داشتن سازمان بورس به وسيله سيستم بانکي و بانک مرکزي است. و آنرا يکي از دلايلي مي داند که باعث شده است قشرهاي مختلف سرمايه گذاران در سطوح متفاوت از نيمه دوم سال 75 و سال 76 به دليل بروز بحران در دوران رکود سبب ضرر و زيان هنگفتي شده اند.در اين مقاله کوشش شده است براساس آمارهاي رسمي فدراسيون جهاني بورس هاي اوراق بهادار [[44]](#footnote-44)که سال 1995 ميلادي ارائه شده است، مقايسه اي بين بورس تهران و ساير بورسهاي معتبر جهان که عضو فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار هستند،از يک سلسله شاخص هاي معتبر استفاده شده است که بر اساس مقايسه آن شاخص ها با يکديگر، به جايگاه بورس تهران در جهان واقف مي شود.اين شاخص ها به قرار زير مي باشد: 1. تعداد شرکتهاي پذيرفته شده، 2. ارزش جاري سهام منتشر شده، 3.ارزش سهام معامله شده، 4.تعداد روزهاي معامله، 5.ميانگين ارزش معاملات روزانه، 6.ميانگين ارزش هر معامله، 7.تعداد دفعات معامله، 8.نسبت فعاليت، 9.تمرکز بازار، 10.تأمين منابع مالي از طريق بورس، 11.تورم

وضعيت بورس تهران در مقايسه با ساير بورسهاي جهان را از طريق 11 شاخص ذکر شده مورد ارزيابي قرار مي دهد و از آمارهاي مستند و واقعي منتشر شده از سوي فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار که در تاريخ 31/12/1995 ارائه شده است استفاده کرد.

در شاخص اول تعداد شرکتهاي پذيرفته شده ،در 46 بورس عضو فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار بورس تهران با 169 شرکت در رتبه 41 قرار دارد.

در شاخص دوم ارزش جاري سهام شرکتهاي پذيرفته شده، بورس تهران با ارزشي حدود 6.5 ميليارد دلار در رتبه 29 قرار دارد.

در شاخص سوم ارزش جاري اوراق بهادار معامله شده، بورس تهران با سهام معامله شده 0.7 ميليارد دلار، اوراق قرضه معامله شده 0، کل اوراق بهادار معامله شده 0.7 ميليارد دلار در رده آخر قرار دارد.

در شاخص چهارم تعداد روزهاي معامله، بورسهاي تهران و کولالامپور با 243 روز کاري کمترين روزهاي کاري را دارند که اين در واقع به اين معناست که حدود 3/1 سال تعطيل بوده است.

در شاخص پنجم تعداد ميانگين ارزش معاملات روزانه، بورس تهران با 3.1 ميليون دلار در رتبه 45 قرار دارد.

در شاخص ششم متوسط معاملات ،بورس تهران با ارزشي معادل 0.63 هزار دلار در رتبه 32 قرار دارد.

در شاخص هفتم تعداد دفعات معامله،بورس تهران با 117.3 هزار دفعه در رتبه 34 قرار دارد.

در شاخص هشتم نسبت فعاليت، بورس تهران با 13.6% در رتبه 40 قرار دارد.

در شاخص نهم تمرکز بازار ،بورس تهران با حجمي معادل 30.4% در رتبه 39 قرار دارد.

در شاخص دهم منابع مالي ، بورس تهران با وجوه تحصيل شده سهام 347.6 ميليون دلار و وجوه تحصيل شده اوراق قرضه 0 در رتبه 40 قرار دارد.

در شاخص يازدهم نرخ تورم است، بورس تهران با 49% در رتبه سوم قرار دارد.

 حسن زاده و مهين دخت کاظمي به بررسي تطبيقي بورس اوراق بهادار ايران با ساير بورسهاي جهان در سالهاي 2005 تا 2009 پرداخته اند.

در اين مقاله بيان شده است که با وجود گذشت بيش از 30 سال از تأسيس بورس اوراق بهادار به دلايل مختلف هيچگاه مکانيزم اوراق بهادار و به دنبال آن بورس نتوانسته جايگاه مناسبي درساختار مالي و اقتصادي کشور پيدا کند. بورس داراي هيچ نقش مشخصي در توليد ناخالص ملي و يا تشکيل سرمايه ملي نيست. در حالي که ساير کشورها شديداً از مکانيزم اوراق بهادار براي تأمين منابع مالي مورد نياز طرح هاي توسعه اي شرکتها سود برده مي شود. نتايج بررسي ها نشان مي دهد، مکانيزم اوراق بهادار علي رغم رشد سريع در اغلب کشورهاي جهان، در کشور ما نا شناخته است و ميزان جذابيت بورس براي منابع مالي بسيار اندک است. عدم تکامل بورس در ايران زاييده پاره اي اشکالات بنيادي مانند مشکلات قانوني و ساختاري مشکلات قيمت گذاري سهام شرکتهاي پذيرفته شده، ريسک گريزي، عدم آشنايي عموم مردم با فعاليت بورس و فوايد آن، عدم آشنايي اکثر مردم با چگونگي تحليل ساختار مالي يک شرکت ، عدم توسعه بازار پول و سرمايه در ايران، بازدهي کاذب سرمايه ها در بخش خدمات، عدم تنوع ابزارهاي مالي، درجه رشد اقتصادي و امنيت سرمايه گذاري و ميزان تأثيرپذيري اقتصاد جهاني است.

 سازمان بورس اوراق بهادار، معاونت مطالعات اقتصادي و توسعه بازار ،مديريت تحقيق و توسعه يک گزارش تحقيقاتي با عنوان مقايسه بورس تهران با اعضاي فدراسيون جهاني بورسهاي اوراق بهادار در سال 2008 ، انجام داده که در اين گزارش هدف، آشنايي فعالان بازار سرمايه کشور با وضعيت بورسهاي جهان و تحولات آن در سالهاي 2008 تهيه شده است، وضعيت اعضاي فدراسيون جهاني از نظر نماگرهاي مهم فعاليت از جمله، ارزش بازار،ارزش معاملات ،تغييرات شاخص ها، تعداد شرکتهاي پذيرفته شده، تعداد صندوق هاي سرمايه گذاري و صندوق هاي قابل معامله در بورس، سرعت گردش سهام، معاملات ابزارهاي مشتق به ويژه قرارداد آتي سهام، معاملات اوراق قرضه و سهم بورس در اقتصاد کشورها مورد بررسي قرار مي گيرد و جايگاه بورس ايران را در مقابل کشورهاي منطقه آمريکا،آسيا و اقيانوسيه، اروپا،آفريقا و خاورميانه بر طبق شاخص هاي ارائه شده تعيين مي شود.

 اولين مبناي مقايسه ارزش بازار است ،در سال 2008 همه اعضاي فدراسيون جهاني به جز بورس تهران، با کاهش ارزش بازار داخلي و شاخص روبرو شدند.در اين سال ارزش بازار بورسهاي عضو فدراسيون جهاني با کاهش 46 درصدي نسبت به سال 2007، به 32584 ميليارد دلار رسيد که معادل ارزش بازار بورسهاي مزبور در سال 2003 است.

بورس تهران با يازده درصد افزايش نسبت به سال 2007 ، بيشترين افزايش را به خود اختصاص داده است. بالاترين ارزش بازار در اين منطقه مربوط به بورس يورونکست بوده است. بورس نيويورک در جهان با ارزش بازار 9208 ميليارد دلار در سال 2008 رتبه نخست و بورس توکيو با ارزش 3116 ميليارد دلار رتبه دوم و بورس نزدک با ارزش 2396 ميليارد دلار در رتبه سوم قرار دارد، بورس تهران با ارزشي معادل 48 ميليارد دلار در رتبه 42 قرار دارد.

دومين مبناي مقايسه ارزش معاملات است بورس اوراق بهادار تهران با ارزش 15 ميليارد دلار در رتبه 44 قرار دارد.

سومين مبناي مقايسه شاخص است، اگرچه بازار سرمايه و بورس اوراق بهادار نقشي در بحران مالي نداشتند اما بيشترين تأثير را از آن پذيرفتند. با افت بازارهاي سهام در سراسر دنيا، ميلياردها دلار از ثروت جهان و بخشي از درآمدهاي کسب شده سرمايه گذاري در 5 سال گذشته نابود شد و سرمايه ها و پس اندازهاي بازنشستگي بسياري از مردم جهان از بين رفت، بررسي اطلاعات نشان مي دهد که کم وبيش تمام بورسهاي اوراق بهادار دنيا با افت قيمت اوراق بهادار و کاهش شاخص ها مواجه شدند و اين افت در بعضي از بورسها نزديک به 70 درصد بوده است. اين بحران قيمت سهام خود بورس اوراق بهادار را هم بي نصيب نگذاشته و باعث کاهش شديد آن شده است.بورسهايي که با کمترين افت روبرو بودند عبارتنداز بورس اوراق بهادار تهران TEDPIXبا 34652میلیارد دلار در رتبه نخست ، بورس سانتياگو با شاخص IGPA 11324 میلیارد دلار در رتبه دوم، بورس مکزيک با شاخصIPC با 22380 میلیارد دلار در رتبه سوم قرار دارد.

چهارمين مبناي مقايسه تعدار شرکتها و اوراق قرضه پذيرفته شده ، که در پايان سال 2008 تعداد شرکتهاي پذيرفته شده در بورس هاي عضو فدراسيون جهاني بورس به 46705 شرکت رسيد که نسبت به سال 2007 بيش از 3 درصد رشد نشان داد.

 بورس تهران با اوراق مشارکت شرکت ايران خودرو همراه با بورس موريتوس در رتبه آخر قرار دارد.

پنجمين مبناي مقايسه سرعت گردش سهام ، بالاترين سرعت گردش سهام در بين اعضاي فدراسيون جهاني بورسها مربوط به نزدک است. بورس اوراق بهادار تهران در سال 2008 با رشد 34 درصدي در نسبت گردش سهام مواجه بود و اين نسبت از 19.7 درصد به 26.5 درصد رسيد.

ششمين مبناي مقايسه صندوقهاي قابل معامله در بورس و صندوقهاي سرمايه گذاري مشترک است. بيشتر اعضاي فدراسيون جهاني بورسها زمينه فعاليت اين صندوق را فراهم آورده اند به طوري که در پايان سال 2008 انواع مختلف صندوقهاي سرمايه گذاري و صندوق هاي قابل معامله در بورس به ترتيب 17370 و 3991 صندوق افزايش يافته اند ،بورس تهران با 13 صندوق سرمايه گذاري مشترک در پايان سال 2008 با گردش معاملات 96 ميليارد دلاري از رتبه مناسبي در اين ارتباط برخوردار نيست.

هفتمين مبناي مقايسه جريان سرمايه و افزايش سرمايه با انتشار سهام و اوراق قرضه جديد است که در اين ميان بورس لندن از نظر انتشار سهام و بورس لوگزامبورگ از طريق انتشار اوراق قرضه بيشترين کمک را در ميان اعضاي فدراسيون جهاني بورسها ره اقتصاد خود کرده اند.

بورس تهران شاهد جذب 2.7 ميليارد دلار منابع جديد بود و در رتبه 33 قرار گرفت، از نظر جذب سرمايه از محل اوراق قرضه در اين منطقه بورس لوگزامبورگ و لندن به ترتيب 1389 و 1262 ميليارد دلار در رتبه اول و دوم قرار دارند.

هشتمين مبناي مقايسه نقش بورسها در اقتصاد ملي کشور،در سال 2008 ارزش بازار بسياري از بورسها به دليل بروز بحران مالي جهاني کاهش شديدي را تجربه کرد و اين موجب شد تا جايگاه بورس در اقتصاد ملي با افت روبرو شود. در اين سال همانند سال گذشته بورس هنک کنگ داراي بالاترين نسبت ارزش جاري بازار به توليد ناخالص داخلي بوده است.بورس تهران با 13 درصد در رتبه 45 قرار دارد.

تحقيقي توسط گروه سهامي عام بهمن با عنوان مقايسه جايگاه بازار سرمايه ايران در اقتصاد برخي از کشورهاي منتخب ارائه شده است، بازار سرمايه ايران را نيز مانند بسياري از کشورها جز اولين بازارهايي مي داند که به دليل حساسيت بالا در قبال تغييرات از خود واکنش نشان مي دهد، ليکن ماهيت اتفاقاتي که تحت عنوان شوک در بازار سرمايه به وقوع مي پيوندند با ماهيت و چگونگي شوکهايي که در ديگر کشورها اتفاق مي افتند اساساً قابل مقايسه نبوده يا حتي اطلاق شوک مالي به آنها گمراه کننده مي باشد. بررسي اتفاقاتي که در بورس ايران به عنوان شوک مطرح مي شود نشان مي دهد که اساساً چنين رخدادهايي با تحولات و اقدامات اقتصادي هيچ رابطه اي ندارد و فقط انحراف از مسير عادي در بازار سرمايه ايران با عنوان شوک سياسي مفهوم مي يابد.

بررسي بازار سرمايه کشور نشان مي دهد که بورس در ايران مانند بسياري ديگر از بخش هاي اقتصادي کشور ساختاري در حال توسعه دارد. مفهوم اين واقعيت کم توسعه يافتگي کيفي شاخص هاي بازار، وجود ريسک بالاي سرمايه گذاري، کمبود شرکتهاي مشاوره و تحليل گران مالي، ضعف نظام پاسخگويي، همبستگي ضعيف بين بازار سرمايه و بدنه کلان اقتصاد و ... نمود.

نسبت ارزش جاري سهام به توليد ناخالص داخلي:

شاخص مذكور براي ايران در سال 2007، حدود 14درصد بوده که در سال 2011به 24درصد افزايش يافته است. اين نسبت براي اقتصادهاي بزرگي مثل آمريکا، ژاپن و انگلستان براي اکثر سال‌ها بالاي 80 درصد مي‌باشد (به غير سال 2008به عنوان سال بحران مالي). براي ترکيه حدود 42 درصد مي‌باشد.

نسبت ارزش معاملات به توليد ناخالص داخلي

نسبت مذکور براي ايران از حدود 2.7درصد در سال 2007 به حدود 3درصد در سال 2011 افزايش يافته است. درحالي که اين نسبت در کشورهاي مثل ترکيه در سال 2011، 48.8 درصد بوده و در بورس سئول در همان سال 148.5درصد توليد ناخالص داخلي بوده است که نشان از عمق و نقش بازار بورس در اقتصاد اين کشورها دارد.

شفيع زاده(1375) ارتباط بين ريسک سيستماتيک سهام عادي و بازده داخلي در اين تحقيق بازده ماهانه و ضريب ريسک سيتماتيک سهام شرکتهايي که قبل از سال 1371 در بورس اوراق بهادار تهران پذيرفته شده اند براي يک دوره 48 ماهه از سال 1371 تا پايان 1375 محاسبه شده است. سپس بتا براي 8 پرتفوي تقسيم بندي شده و بازده SML ترسيم شده است. با ملاحظه شرکت های فوق به ترتیب نشان دهنده وجود همبستگی بین ریسک سیستماتیک و بازده پرتفوی است و نشان می دهد ارتباط معني داري بين ريسک سيستماتيک سهام و بازده آن است.

 در مقاله پاکيزه،کامران، (1390)،تلاطم و بازدهي، (شواهدي از بورس اوراق بهادار تهران و بورس هاي بين الملل)رابطه تلاطم و بازده را با استفاده از روش خارج از نمونه مورد آزمون و بررسي قرار گرفت که در اين راستا نيز از پيش بيني هاي تلاطم حاصل از مدلهاي شرطي طبقه آرچ، استفاده گرديد. نتايج بيانگر رد شدن نظريه پرتفوليو در برخي از بازارها و نظريه هاي قيمت گذاري است که رابطه مثبتي را تبيين مي کند.

 ايزدي نيا و رسائيان(1389) به بررسي ارتباط ميان پراکندگي مالکيت و نقدشوندگي سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتايج پژوهش نشان داد که بين نقدشوندگي و ارزش بازار شرکت، قيمت نهايي سهام، نوسانات بازده سهام، نوسان پذيري قيمت، بتاي بازار و درصد روزهاي انجام معامله ارتباط معنی داري وجود دارد در حاليکه بين شاخص نقدينگي و پراکندگي مالکيت رابطه معنی داري وجود ندارد.

 ايزدي نيا و رامسه(1390) نقش ويژگي هاي معاملات سهام بر نقدشوندگي سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند 5 تا شاخص متفاوت نقدشوندگي را با ويژگي هاي معاملات سهام در قالب پنج مدل رگرسيون داده هاي ترکيبي مورد بررسي قرار گرفت. نتايج اين تحقيق نشان مي دهد که ويژگي هاي معاملات سهام شامل قيمت سهام،واريانس بازده سهام، ارزش معاملات سهام، قدر مطلق بازده سهام و معيار بيدلس از عوامل مهم نقدشوندگي هستند.

براساس نتايج آن ميان همه ويژگي هاي معاملات سهام با تعداد روزهاي معامله رابطه معنی داري وجود دارد.و قيمت سهام وارزش معاملات به صورت مثبت و معيارهاي پراکندگي و معيار بيدلس به صورت منفي با شاخص هاي نقدينگي سهام ارتباط دارند.

 اسلامي بيدگلي، سارنج (1387) تحقيقي پيرامون انتخاب پرتفوي با استفاده از سه معيار ميانگين بازدهي، انحراف معيار بازدهي و نقدشوندگي در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند در اين تحقيق معيار نقدشوندگي را به عنوان يکي از مهم ترين معيارهاي مورد توجه سرمايه گذاران در فرآيند ايجاد پرتفوي ادغام نمايد. در همين راستا از دو رويکرد فيلترينگ نقد شوندگي و محدوديتهاي نقدشوندگي براي ادغام نقدشوندگي استفاده شد. نتايج تحقيق حاکی از آن است که نقدشوندگی در سطوح بالا، بر روی تصميمات سرمايه گذاران مؤثر بوده و بنابراين مرزهای کارا را تحت تأثير قرار می دهد.

 سعيد صمدي و همکاران به بررسي رابطه توسعه بازارهاي مالي و رشد اقتصادي در ايران و 13 کشور منتخب طی سال های 2003-1998 با استفاده ازسه مدل ARDL و روش برآورد داده- گرنجر،آزمون های تابلويي پرداخته اند. برآورد آزمون عليت بين اندازه بازار بورس و رشد توليد نشان می­دهد.

در ايران بانک و بورس تأثير قابل ملاحظه اي بر رشد اقتصادي ندارند. ولي تأثير رشد اقتصادي بر بورس مثبت معنی دار است. نتيجه برآورد مدل به روش داده هاي تابلويي نشان مي دهد که در مجموع 14 کشور مورد بررسي سرمايه گذاري و نيروي کار اثر مثبت و معنی داري بر رشد اقتصادي دارند.

 در ايران در طي سالهاي 1997 تا 2003 نشان داد که بين نتيجه آزمونARDL بازار سرمايه و رشد اقتصادی هیچ رابطه بلندمدت معنی داري وجود ندارد.

حسن زاده، علي و احمديان، اعظم (1389) به بررسي اثر توسعه اقتصادي بازار بورس بر رشد اقتصادي در مقايسه اثر توسعه سيستم بانکداري بر رشد اقتصادي مي پردازد. نتايج حاکي از آن است که ارتباط مثبتي بين رشد اقتصادي و شاخص هاي توسعه بازار بورس وجود دارد ولي به علت عدم توسعه يافتگي بورس تهران، اثر آن بر رشد اقتصادي کمتر از اعتبارات اعتباري از سوي سيستم بانکي بخش خصوصي است.

جدول 2-1-پيشينه تحقيق خارجی

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نتايج حاصل از تحقيق | سال تحقيق | نام محقق |
| به اين نتيجه رسيدند که بين شاخص بورس ايران با کشورهای توسعه يافته همبستگی منفی، با کشورهايي مانند چين وبرزيل همبستگی منفی، با روسيه وهن ارتباط مثبت و با کشورهای خليج فارس همبستگی مثبت وجود دارد.  | 2011 | امير احسان تهرانی |
|  به اين نتيجه رسيدند که از طريق ايجاد پرتفو و متنوع سازی ريسک سرمايه گذاری کاهش می يابد. | 1973 | بلوم و فرند |
| نتيجه تحقيقاتشان حاکی از تلاطم غيرمنتظره اثر منفی بر بازده هفتگی در هيچ کشوری مشاهده نشد و نتيجه گيری کردند، واريانس بازده، معيار مناسبی برای ريسک نيست. | 2005 | بالابن و باير |
| نتيجه مطالعه بيانگر اين موضوع بود که کوواريانس شرطی (ريسک) را برآورد می کند. شرطی برآورد شده به وسيله مدل گارچ بازده مورد انتظار سبد را به خوبی پيش بينی می کند. | 2008 | بالی |
| نتايج رويکرد ای گارچ پارامتريک، يک رابطه مثبت و معنی داری در اکثر بازارها بود ولی در رويکرد ای گارچ ناپارامتريک در 6بازار رابطه منفی مشاهده شد. | 2005 | لی و ديگران |
| يافته های تحقيق بيانگر اين نکته است که تلاطم بازارهای سهام بعد از حمله 11 سپتامبر به صورت معنی داری افزايش يافته و بازده بازار به صورت معنی داری منفی بوده، اما بعد از مدتی بازيافت شده است. | 2008 | نيکنن و ديگران |
| نقدشوندگی را يکی از عوامل مهم و تأثيرگذار بر روی تصميمات پرتفوی سرمايه گذاران می دانند و سرمايه گذار به يک صرف ريسک بالاتری برای نگهداری اوراق بهادار غيرنقد نياز دارند. | 1998 | آميهيود و مندلسون و سابر اهمنيام و لاتار و همکاران، آميهيود و بن مارشال |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نتايج حاصل از تحقيق | سال تحقيق | نام محقق |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| بالا بودن تغيير پذيری بازده، ريسک نگهداری سهام را بالا می برد و تأثير منفی بر نقدشوندگی دارد.به طوريکه هرچه قيمت سهام کاهش يابد،ريسک بيشتر شده و نقدشوندگی کاهش می يآبد | 2000 | استال |
| قدرمطلق بازده روزانه سهام به عنوان شاخص تغيير پذيری بازده سهام، تأثير مثبتی بر ريسک و تأثير منفی بر نقدشوندگی سهام خواهد داشت. | 20102004 | چای و همکارانچارديا و همکاران |
| نتايج، ارتباط مثبت بين شاخص های مختلف بازار بورس و رشد اقتصادی را تأييد می کند. | 2003 | مهتدی و همکاران |
| متغير های بازار سهام مثل قيمت و بازدهی سهام و متغيرعای کلان اقتصادی ارتباط مثبت قوی وجود دارد. | 1981 | فاما |
| نتايج تحقيق نشان داد ميانگين صرف ريسک بازارتوسط تجزيه و تحليل گران در آمريکا 6.3% بود که اين ميزان در اروپا در حدود 5.3% بود و کمترين ميزان صرف ريسک مربوط به بلژيم با 4.1% و هند با 10.5% است. | 2008 | پابلو فرناندز |
| نتايج تحقيق نشان داد که آرژانتين بيشترين ميزان صرف ريسک بازار را حدود 10.4 و مصر با 5، کمترين ميزان ميانگين صرف ريسک بازار را داراست. | 2010 | پابلو فرناندز |
| نتايج تحقيق نشان داد که کمترين ميزان صرف ريسک بازار 4.5 است که مربوط به کشور مالزی است و بيشترين اين ميزان 22.9 است که مربوط به کشور ايران است. | 2011 | پابلو فرناندز |
| نتايج تحقيق نشان داد که بيشترين صرف ريسک بازار 17.2 مربوط به ايران است و کمترين ميزان صرف ريسک 5.4 مربوط به کانادا، نترلند و اسويزرلند است. | 2012 | پابلو فرناندز |

جدول 2-2-پيشينه تحقيق داخلی

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نتيجه تحقيق | سال تحقيق | نام محقق |
| بورس تهران از لحاظ تعداد شرکت های پذيرفته شده در بورس، در رده های پايين قراردارد ، از لحاظ تغييرات قيمت سهام بورس با رشد 5.5% نشان از بهبود شرايط بورس ايران است و از لحاظ حجم دادوستد اوراق قرضه، عدم دادوستد اوراق مشارکت در بورس تهران از جمله نکات منفی آن است. | فروردين 1379 | آرمان بهمن و محمد صاحی تبار  |
| از لحاظ ارزش جاری، بورس تهران در رتبه 14 قرار دارد، از لحاظ تعداد شرکت پذيرفته شده در بورس، در رتبه 12 قرار دارد، از لحاظ حجم دادوستد و اوراق قرضه، در رتبه 14 قراردارد و از لحاظ تغييرات شاخص قيمت سهام به نسبت سال قبل در رتبه 14 قرار دارد. | ارديبهشت 1379 | آرمان بهمن و محمد صالحی تبار |
| از نظر شاخص بازده نقدی، بورس ايران در رتبه ششم قرار دارد، از نظر ارزش جاری سهام، در رتبه 13 قرار دارد، از نظر حجم معاملات سهام و اوراق قرضه، در رتبه 13 قرار دارد و از لحاظ تعداد شرکت پذيرفته شده در بورس در رتبه 14 قرار دارد.  | مرداد 1379 | آرمان بهمن و محمد صالحی تبار |
| بورس تهران از لحاظ تعداد شرکت های پذيرفته شده در رتبه 41، از لحاظ ارزش جاری سهام در رتبه 29، از لحاظ ارزش جاری اوراق بهادار معامله شده در رده آخر، از لحاظ تعداد روزهای کاری، کمترين تعداد روز کاری را دارد،از لحاظ ميانگين ارزش معاملات روزانه،در رتبه 45، از لحاظ متوسط معاملات در رتبه 32، از لحاظ تعداد دفعات معامله در رتبه 34 ، از لحاظ نسبت فعاليت در رتبه 40، از لحاظ تمرکز بازار در رتبه 39 و از منابع مالی در رتبه 40 و از لحاظ تورم در رتبه سوم قرار دارد | آبان1377 | فرهنگ کاشف بهرامی |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نتيجه تحقيق | سال تحقيق | نام محقق |
| از لحاظ ارزش بازار، بورس ايران در رتبه 42،از لحاظ ارزش معاملات در رتبه 44، از لحاظ مقايسه شاخص، کمترين ميزان افت را داشته و در رتبه اول، از لحاظ مقايسه تعداد شرکت ها و اوراق بهادار در رتبه آخر، از لحاظ سرعت گردش سهام رشدی حدود 34% و از لحاظ صندوق قابل معامله در بورس و صندوق سرمايه گذاری مشترک رتبه نه چندان مناسب دارد، از لحاظ جريان سرمايه و افزايش سرمايه در رتبه 33 و از لحاظ نقش بورس در اقتصاد ملی کشور در رتبه 45 در ميان ساير اعضای فدراسيون بورس ها قرار دارد. | 2008 | سازمان بورس اوراق بهادار،معاونت اقتصادی و توسعه بازار،مديريت تحقيق و توسعه |
| بورس ايران در حال توسعه است و نسبت ارزش بازار سهام به توليد ناخالص داخلی ايران در سال 2008 نسبت به ساير کشورهای در حال توسعه مقدار کمی است و تحقيقات نشان از عمق کم و نقش پايين بورس ايران در اقتصاد کشورهاست. |  | گروه سهامی عام بهمن |
| ارتباط معنی داری بين ريسک سيستماتيک و بازده وجود دارد. | 1375 | شفيع زاده |
| نتيجه بيانگر رد شدن نظريه پرتفوليو در برخی از بازارها و نظريه های قيمت گذاری است و رابطه مثبتی را بين تلاطم و بازدهی تعيين می کند. | 1390 | کامران پاکيزه |
| بين نقدشوندگی و ارزش بازار شرکت، قيمت نهايي سهام، نوسانات بازده سهام، بتای بازار و درصد روزهای انجام معامله ارتباط معنی داری وجود دارد در حالی که بين شاخص نقدينگی و پراکندگی مالکيت رابطه معنی داری وجود ندارد. | 1389 | ايزدی نيا و رسائيان |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نتيجه تحقيق | سال تحقيق | نام محقق |
| نقدشوندگی در سطوح بالا، بر روی تصميمات سرمايه گذاران مؤثر بوده و بنابراين مرزهای کارا را تحت تأثير قرار می دهد. | 1387 | اسلامی بيدگلی و سارنج |
| در ايران بانک و بورس تأثير قابل توجهی بر رشد اقتصادی ندارد ولی تأثير رشد اقتصادی بر بورس مثبت و معنی دار است و در مورد 14 کشور ديگر، سرمايه گذاری و نيروی کار اثر مثبت و معنی داری بر رشد اقتصادی وجود دارد و بين بازار سرمايه و رشد اقتصادی هيچ رابطه بلند مدت معنی داری وجود ندارد. | 1386 | سعيد صمدی و همکاران |
| ارتباط مثبتی بين رشد اقتصادی و شاخص های توسعه بازار بورس وجود دارد ولی به علت عدم توسعه يافتگی بورس تهران، اثر آن بر توسعه اقتصادی کمتر از اعتبارات از سوی بانک خصوصی است. | 1389 | علی حسن زاده و اعظم احمديان |

1. .common stock [↑](#footnote-ref-1)
2. .preferred stock [↑](#footnote-ref-2)
3. .Bond [↑](#footnote-ref-3)
4. .Derivatives [↑](#footnote-ref-4)
5. .option [↑](#footnote-ref-5)
6. .future [↑](#footnote-ref-6)
7. 4 .Bursa [↑](#footnote-ref-7)
8. .securities [↑](#footnote-ref-8)
9. .stock exchange [↑](#footnote-ref-9)
10. .Vender Burse [↑](#footnote-ref-10)
11. . World federation of exchanges [↑](#footnote-ref-11)
12. .FEDRATIN EURO-ASIAN STOCK EXCHANGES [↑](#footnote-ref-12)
13. .Modern Portfolio Theory [↑](#footnote-ref-13)
14. 24. Harry Markowitz [↑](#footnote-ref-14)
15. .Beta [↑](#footnote-ref-15)
16. .Capital Market line [↑](#footnote-ref-16)
17. . Market Model [↑](#footnote-ref-17)
18. .William Sharp [↑](#footnote-ref-18)
19. .Liquidity [↑](#footnote-ref-19)
20. . Markowitz [↑](#footnote-ref-20)
21. . Datar,v.t, Naik Ny, Radcliffe1998 [↑](#footnote-ref-21)
22. 34. اسلامي بيدگلي، سارنج(1387) انتخاب پرتفوي با استفاده از سه معيار ميانگين بازدهي،انحراف معيار بازدهي، و نقدشوندگي در بورس اوراق بهادار تهران : بررسي هاي حسابداري و حسابرسي دوره 15 شماره 53 پاييز 87 از صفحه3 تا 16 . هم از اين روش استفاده کردند [↑](#footnote-ref-22)
23. .Atynik(1972) [↑](#footnote-ref-23)
24. .Bsns&Hgrmn [↑](#footnote-ref-24)
25. .Adam Smith [↑](#footnote-ref-25)
26. .king [↑](#footnote-ref-26)
27. . Boyd john,H, And Prescott.Edward(1986) [↑](#footnote-ref-27)
28. . .stiglitz, joseph.E.(1985) [↑](#footnote-ref-28)
29. . Bhide, Amor(1993) [↑](#footnote-ref-29)
30. . Levin R.(1991) [↑](#footnote-ref-30)
31. . Green Wood, j., and Smith(1996) [↑](#footnote-ref-31)
32. 46. Obsfeld,M(1994) [↑](#footnote-ref-32)
33. . Blume & Frend 1973 [↑](#footnote-ref-33)
34. . .Balaban and bayer( 2005) [↑](#footnote-ref-34)
35. .Baly (2008) [↑](#footnote-ref-35)
36. .Li etal,(2005) [↑](#footnote-ref-36)
37. .Niknen etal( 2008) [↑](#footnote-ref-37)
38. .Stoll,H(2000) [↑](#footnote-ref-38)
39. . Chai,D,Faff & Gharghori, p(2010). [↑](#footnote-ref-39)
40. . Chardia, T, shivakumar, L, & subrahmanyam, A(2004) [↑](#footnote-ref-40)
41. . Mohtadi,Hamid: Sumit Agarwal(2006) [↑](#footnote-ref-41)
42. . Fama E.F.(1981) [↑](#footnote-ref-42)
43. .Femandez.Pablo(2008) [↑](#footnote-ref-43)
44. . FIBV [↑](#footnote-ref-44)