

## بررسی نقش بازار فرابورس ایران در توسعه نوآوری‌های مالی و معاملاتی در بازار سرمایه

محمد دنیائی<sup>۱</sup>

سیدحسن حسینی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱۱/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۰/۸/۲۵

### چکیده

با توجه به اهمیت نوآوری‌ها در توسعه و بهبود سیستم مالی و اقتصاد، نوشتار حاضر به بررسی توسعه نوآوری‌های مالی و معاملاتی در بازار سرمایه با تاکید بر نقش بازار فرابورس ایران می‌پردازد. این مطالعه، تحقیقی توصیفی-پیمایشی است که به روش سرشماری و با استفاده از پرسشنامه، نگرش سرمایه‌گذاران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس ایران را نسبت به موضوع تحلیل می‌کند. بررسی‌ها بر این امر دلالت دارند که از دیدگاه جامعه آماری تحقیق، بازار فرابورس ایران با توسعه‌ی نوآوری‌های ساختاری، نقش مهمی را در انجام معاملات و مشارکت بیشتر افراد در بازار سرمایه ایفا نموده و امکان تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی و بعبارتی متنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران با توجه به انتظارات و ریسک بازار را فراهم می‌نماید. همچنین، این بازار باعث بهبود و افزایش مطلوبیت هزینه‌های معاملاتی و مکانیسم‌های افشای اطلاعات در بازار سرمایه می‌شود که خود بستر مناسبی برای ورود سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها بشمار می‌آید. بعلاوه، از جنبه تفاوت معناداری دیدگاه گروه‌های جامعه آماری، نتایج آزمون من-ویتنی وجود تفاوت معنادار بین دیدگاه گروه‌ها را تایید نمی‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** نوآوری مالی و معاملاتی - هزینه معاملاتی - تنوع ابزارهای مالی - بازار فرابورس.

۱- کارشناس ارشد رشته مدیریت مالی، عضو باشگاه پژوهشگران جوان، دانشگاه آزاد اسلامی واحد زاهدان (مسئول مکاتبات)

Mohammad\_Donyaee@yahoo.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه سیستان و بلوچستان

## ۱- مقدمه

توسعه ی بازار سرمایه همبستگی مثبتی با رشد اقتصادی حال و آینده دارد و بعنوان یک کاتالیزور برای توسعه ی اقتصاد کشورها بشمار می رود [۲۱]. با توجه به این نکته که بازارهای مالی و بلاخص بازار سرمایه در اقتصاد مدرن جایگاه و نقش برجسته ای داشته و در مرکزیت فرآیندهای اقتصادی قرار دارد، بطور طبیعی نیاز برای ایجاد و توسعه ی نوآوری ها در بازار سرمایه افزایش می یابد [۳۰]. یکی از اهداف اولیه ی دولت ها نیز ایجاد و توسعه ی نوآوری ها در بازارهای مالی جهت ارتقای بهره وری و نیز افزایش کیفیت فعالیت های اقتصادی است [۳۴]؛ زیرا در خلال دهه های اخیر، نوآوری های مالی و معاملاتی با برآورده نمودن انتظارات عرضه کنندگان و متقاضیان منابع مالی، تامین ثبات اقتصادی از طریق توزیع و انتقال ریسک، افزایش سطح رفاه اقتصادی با ارائه ی روش های موثر سرمایه گذاری و همچنین کاهش هزینه های واسطه گری مالی، نقش تعیین کننده ای را در توسعه ی بازار سرمایه و اقتصادهای مهم دنیا ایفا نموده اند [۱]. نوآوری، مفهومی کلیدی است که امروزه از آن به عنوان محور دستاوردهای تجارت در قرن بیست و یکم یاد می شود. نوآوری مالی و معاملاتی عبارت است از نوآوری در بازارها، ابزارهای مالی، نحوه معامله و یا نوآوری در قوانین و مقررات بطوریکه باعث بهبود کارایی و کیفیت بازار می شود [۵]؛ بعبارتی، نوآوری در حوزه مالی، عمل ایجاد و سپس معرفی ابزارها، تکنولوژی ها، خدمات، تکنیک ها، واسطه ها، نهادها یا بازارهای مالی جدید می باشد [۳۲]. محققان بر اهمیت محصولات و خدمات جدید در

حوزه مالی تاکید نموده و این نوآوری ها را بعنوان یک موتور رشد اقتصادی قلمداد می کنند [۲۵]. می توان چنین گفت که هدف غائی نوآوری مالی، بهبود عملکرد اقتصاد واقعی از طریق افزایش کارائی صنعت واسطه گری مالی است؛ زیرا با ایجاد و توسعه ی نوآوری های مالی اعم از معرفی محصول جدید (ابزار، تکنیک و بازار)، بهبود محصولات جاری و یا ادغام ویژگی های چند محصول، واسطه گری مالی کارآتر می شود [۱]. توسعه ی نوآوری های مالی و معاملاتی، بر ساختار بازارهای مالی، رفتار مالی مشارکت کنندگان و انواع محصولات مالی معامله شده نیز تاثیر گذاشته [۱۶] و باعث افزایش عرضه محصولات، ابزارها و خدمات سرمایه گذاری [۱۰، ۳۴]، بهبود کیفیت فعالیت اقتصادی، ترغیب پس انداز، سرمایه گذاری و مشارکت بیشتر [۸، ۲۵]، افزایش رقابت، بهره وری و کارایی بازار [۲۷]، افزایش رضایت سرمایه گذار [۹]، بهبود عدم تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار، کاهش حساسیت بازار (نظیر هزینه های معامله) و بهبود تامین مالی پروژه ها می شود [۱۳]. بازارهای فرابورس از پدیده های جدیدی هستند که در محیط بازار سرمایه و در کنار بورس اوراق بهادار مطرح گردیده و در مرکز سیستم مالی در طی دهه های اخیر قرار گرفته اند [۲]. این بازارها بعنوان یک انکوباتور و محل رویش محصولات مالی جدید، باعث ایجاد و پرورش نوآوری می شوند [۱۱]. به گفته ی روزننتهال<sup>۱</sup> (۲۰۱۰)، بازارهای فرابورس با فراهم آوردن امکان کاهش هزینه و الزامات ورود شرکت ها در محیط بازار سرمایه، اهمیت بیشتری در نوآوری های مالی و معاملاتی دارند. همچنین نیستد<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) بر این عقیده است که رقابت بین بازارهای بورس و

فرابورس باعث افزایش نوآوری‌های مالی و معاملاتی و کاهش هزینه‌های معاملاتی شده و منجر به توسعه راهکارهای بازار برای کنترل ریسک می‌شود.

در ایران، پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار و فراهم شدن امکان معرفی ابزارها و نهادهای مالی جدید، نوآوری‌هایی در بازار سرمایه بوجود آمد [۱]. یکی از این نوآوری‌ها، بازار فرابورس ایران می‌باشد که با قابلیت‌ها و پتانسیل بالا، می‌تواند تغییرات شگرفی را در بازار سرمایه ایران ایجاد کند [۲]. از این رو، هدف نوشتار حاضر، بررسی نقش بازار فرابورس ایران در توسعه نوآوری‌های مالی و معاملاتی بازار سرمایه ایران می‌باشد که تلاش می‌شود قابلیت و پتانسیل‌های آن در ایجاد و توسعه‌ی این نوآوری‌ها تبیین گردد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

وظیفه و کارکرد اولیه‌ی سیستم مالی این است که تخصیص و گسترش منابع اقتصادی را در هر مقطع زمانی و در محیط ناطمینان تسهیل کند [۳۰]. نوآوری‌های مالی بعنوان موتور محرکه‌ی سیستم مالی، با بهبود عملکرد اقتصاد واقعی، باعث توسعه در سیستم مالی می‌شود [۱]. این واضح است که سیستم مالی توسعه یافته، بهتر می‌تواند رشد اقتصادی را تشویق کند. مرکزیت مالی در اقتصاد مدرن و اهمیت آن در رشد اقتصادی، بطور طبیعی نیاز برای نوآوری مالی را افزایش داده است. در دهه‌های گذشته، رشد سریع نوآوری، آرایش خدمات در دسترس را برای مشارکت کنندگان و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی تغییر داده است [۱۶].

پیشینه نشان می‌دهد که نوآوری‌های مالی و معاملاتی بخش بحرانی و ماندگار چشم انداز اقتصاد در دهه‌های گذشته بوده است [۳۲]. در سال‌های اخیر نیز، جهانی‌سازی، نوآوری‌های تکنولوژیکی و افزایش رقابت بین‌المللی، باعث ایجاد روند رو به رشدی در افزایش تمرکز نهادی و جغرافیایی سیستم‌های مالی و بازارها شده است [۲۳]. رشد قابل توجه‌ی معاملات مالی در ایالات متحده در اوایل دهه‌ی ۱۹۸۰، منجر به ایجاد یک موج نوآوری در محصولات مالی و فرآیندها شد. قبل از این زمان، تنها تعدادی از محصولات پوشش ریسک سنتی مثل قراردادهای فورواردها استفاده و تعدادی از آتی‌ها و اختیارها در خارج ایالات متحده مبادله می‌شد [۲۷]. نوآوری‌های مالی اواخر دهه‌ی ۱۹۹۰ نیز منجر به ظهور و پیدایش تعداد قابل توجهی از ابزارهای جدید شد که در واقع برای پوشش ریسک اعتباری در بازار بوجود آمدند [۱۰]. در خلال دوره‌های ظهور نوآوری‌ها، برخی از نوآوری‌ها شکست خورده و برخی موفق شده‌اند؛ اما حتی شکست آن‌ها اطلاعات جدیدی را برای سیاستگذاران و سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد تا بتوانند نسل بعدی محصولات را توسعه دهند. به گفته‌ی مرتون، می‌توان دینامیک نوآوری در محیط بازارهای مالی را "مارپیچ نوآوری مالی" نامید؛ بدین معنی که یک نوآوری سرآغاز نوآوری بعدی است [۱].

نوآوری در بازار مالی به چه معنا است؟ به عبارتی، منظور از نوآوری‌های مالی و معاملاتی در محیط بازار سرمایه چیست؟ اصطلاح نوآوری‌های مالی و معاملاتی بیانگر تغییرات در شکل محصولات، خدمات و فرآیندهای مالی و معاملاتی در بازارهای مالی (به‌طور ویژه در بازار سرمایه)

سیهومیینگ<sup>۶</sup> (۲۰۰۹) نوآوری را پدیده ای مهم در هر بخش از اقتصاد مدرن می داند. به گفته ی وی، مرکزیت مالی در یک اقتصاد و اهمیت آن برای رشد اقتصادی، بطور طبیعی باعث افزایش اهمیت نوآوری های مالی و معاملاتی می شود؛ زیرا بهبود در بخش مالی، تاثیر مثبت مستقیمی در یک اقتصاد خواهد داشت. به عقیده ی وی، نوآوری مالی و معاملاتی ضمن تشویق پس انداز و سرمایه گذاری بیشتر و بهتر، با ایجاد محصولات، خدمات، ابزارها، بازارها و مکانیسم های معاملاتی جدید، می تواند افزایش رضایتمندی اعضای سیستم مالی و سرمایه گذاران را نسبت به تقاضاهایشان فراهم آورد. همچنین، تاثیرات غیر مستقیم مثبت حاصل از نوآوری مالی، به ارزش آن در یک اقتصاد می افزاید.

نوآوری های مالی، شرکت ها را قادر می سازد تا سرمایه هایشان را در مقدار زیاد و با هزینه کمتری نسبت به روشهای دیگر افزایش دهند. همچنین به سرمایه گذاران این امکان را می دهند که انتخاب های جدیدی برای سرمایه گذاری داشته باشند و با متنوع ساختن پرتفوی هایشان، ریسک سرمایه گذاری و هزینه های معاملاتی شان را کاهش دهند [۲۵]. نوآوری مالی و معاملاتی با ارائه و توسعه ی محصولات و خدمات بهتر و جدید، فرآیندهای معاملاتی کارآتر، ایجاد و توسعه ی بازارهای مالی جدید و بهبود مکانیسم ها و شیوه های سرمایه گذاری و تامین مالی، بعنوان کلید ارتقای بهره وری برای اقتصاد تلقی می شود [۲۲]؛ زیرا نوآوری بوسیله بهبود کارایی (کاهش هزینه ها) و افزایش سرمایه گذاری (افزایش رضایت و تمایل افراد به سرمایه گذاری)، یکی از ویژگی های اساسی ارتقای بهره وری بوده و

است که رقابت و کارایی بازار را افزایش می دهد [۲۷]. نوآوری های مالی و معاملاتی، محصولات و خدمات نوینی هستند که توسط صنعت مالی برای تامین نیازهای فزاینده و متنوع مشتریان و سرمایه گذاران در بازارهای مالی ارائه می شوند [۱]. این نوآوری ها قابلیت، امکان و مفهوم جدیدی را ارائه می دهند که باعث کاهش هزینه ها، کاهش ریسک، گسترش محصول، خدمات و ابزارهای متنوع متناسب با سلائق اعضای بازار می شود [۳۰]. به گفته ی توفانو<sup>۳</sup> (۲۰۰۲)، نوآوری مالی و معاملاتی، عمل ایجاد و سپس معرفی ابزارها، تکنولوژی ها، نهادها و بازارهای مالی جدید می باشد که برخی اوقات به نوآوری های محصول یا فرآیند تقسیم می شوند؛ نوآوری محصول مانند قراردادهای مشتقات جدید، اوراق بهادار تعاونی<sup>۴</sup> جدید یا اشکال جدید محصولات آمیخته سرمایه گذاری؛ و نوآوری فرآیند مثل ابزارهای توزیعی اوراق بهادار، فرآیند معامله یا قیمت معاملات هستند؛ به بیانی دیگر، نوآوری مالی و معاملاتی شامل عملیات اختراع و انتشار محصولات، خدمات، فرآیندها و ایده های جدید در بازار داد و ستد مالی می باشد. جکیو<sup>۵</sup> (۲۰۰۱) نوآوری مالی و معاملاتی را اینگونه تعریف می کند که آن عبارت است از هر توسعه جدید در یک سیستم مالی ملی یا بین المللی که باعث افزایش کارایی تخصیص فرآیند واسطه گری مالی و بهبود کارایی عملیاتی سیستم مالی با کاهش هزینه ها و یا ریسک معامله در بازارهای اولیه و ثانویه می شوند.

حال با توجه به مطالب گفته شده، این سوال مطرح می شود که چرا نوآوری در سیستم مالی و محیط بازار سرمایه مهم است؟ برای پاسخ به این سوال، محققان نظرات مختلفی را ارائه کرده اند.

ارتقای بهره‌وری نیز یکی از زیربنادهای اساسی موفقیت هر اقتصادی می‌باشد؛ بطوریکه افزایش کیفیت فعالیت اقتصادی در نتیجه‌ی نوآوری‌ها، هدف اولیه‌ی سیاست‌های دولتها است [۳۴]. همچنین به گفته‌ی هلمن<sup>۷</sup> (۲۰۰۸)، توسعه‌ی بازار سرمایه ارتباط نزدیکی با ایجاد و گسترش نوآوری‌های مالی و معاملاتی در آن دارد.

نتایج بررسی‌های هو<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) حاکی از این است که نوآوری‌های مالی، نمایندگی‌های اقتصادی (واسطه‌ها و سرمایه‌گذاران) را قادر می‌سازد تا پرتفوی هایشان را متنوع کنند و نقدشوندگی دارائی هایشان را بالا ببرند. به گفته‌ی وی، نوآوری‌های مالی و معاملاتی بر ساختار بازارهای مالی، رفتار مالی نماینده‌های اقتصادی و انواع محصولات مالی معامله‌شده تاثیر می‌گذارد و این امکان را فراهم می‌آورد که کاهش در هزینه یا افزایش در درآمدها یا هر دو رخ دهد. وی با اشاره به ابزارهای جدید مالی، خاطر نشان می‌کند که ابزارهای جدید نظیر آتی‌ها و اختیارها، بطور معنی‌داری توانایی نمایندگی‌های اقتصادی را در تضمین نرخ بهره فعلی برای نیازهای وجوه نقد آینده، نوسان در هزینه‌های مالی و بهبود جریان درآمد، افزایش می‌دهد. اوراق بهادار سازی دارایی‌ها نیز بعنوان یک ابزار مالی جدید می‌تواند تاثیر ارزش و دارایی را تعدیل کند. همچنین نوآوری‌های مالی بعنوان کاهش دهنده‌ی تاثیر نوسان نرخ بهره اسمی بکار می‌روند.

نوآوری مالی باعث افزایش کارائی و ایجاد ثبات در اقتصاد می‌شود. در بحث افزایش کارائی (نوآوری فرآیندی و ابزار مالی)، شاید نقش تغییرات تکنولوژیکی و فناوری‌های پیشرفته محسوس‌تر و با اهمیت‌تر باشد (پویان فر،

۱۳۸۹). تغییرات تکنولوژیکی و نوآوری بازار مالی ضمن کاهش هزینه‌های معاملاتی، منجر به ایجاد ابزارهای مالی جدید می‌شوند. ابزارهای مالی جدید نیز ضمن افزایش نقدشوندگی، این امکان را فراهم می‌آورند که انواع مختلفی از ریسک‌ها، بر اساس میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، بین آنها تقسیم شود [۲۰]. در نتیجه‌ی انتقال و توزیع ریسک، ثبات اقتصادی حاصل می‌شود. بنابراین، از دیدگاه کلان، نوآوری مالی نقش افزایش ثبات اقتصادی را نیز در نظام مالی ایفا می‌نماید [۱]. تئوری‌های مالی بر این نکته اشاره دارند که مشارکت، نقش مهمی در گسترش تاثیر نوآوری در بازار دارد. نوآوری مالی منجر به این می‌شود که افراد بیشتری وارد بازار شوند و بر اساس سلائق و دیدگاه سرمایه‌گذاری خود، از نوآوری‌های ابزاری و معاملاتی بازار استفاده نموده و به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند. با ورود افراد بیشتر به بازار و سرمایه‌گذاری در آن، نرخ ریسک کاهش می‌یابد؛ به بیانی دیگر، باعث افزایش مشارکت و کاهش نرخ ریسک بطور همزمان می‌شود. [۸].

با توجه به آنچه گفته شد، ضرورت و اهمیت نوآوری‌های مالی و معاملاتی در محیط بازار سرمایه تبیین گردید. نکته‌ی مورد توجه این است که ایجاد و توسعه‌ی این نوآوری‌ها ضرورتی است که احساس شده و بایستی در جهت نیل به آن، اقدامات موثری صورت گیرد. در این راستا، عوامل مختلفی تاثیر گذار بوده و همچنین محققان، نتایج حاصل از نوآوری‌های مالی و معاملاتی در بازارهای مالی را بیان کرده‌اند.

به گفته‌ی پاپایانو و گاتزوناس<sup>۹</sup> (۱۹۹۷) نوآوری مالی و معاملاتی یک فرآیند پیوسته و مداوم است و در نتیجه نظارت و قانون بایستی بطور پیوسته

پذیرفته شود. سگری و همکاران<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۸) بر این عقیده اند که اصلاحات قانونی بایستی به نوآوری بازارهای مالی پاسخ دهد و آن را تشویق کند. تحقق نوآوری ها در بازار مالی، نیازمند این است که سیاست های موثر در ایجاد و توسعه ی انواع ابزارهایی که می تواند در بازار معامله شود، انعطاف پذیر باشد و حمایت های قانونی و مقرراتی مناسب از این نوآوری ها در بازار صورت گیرد؛ به بیانی ساده تر می توان گفت که موفقیت نوآوری، نیازمند محیط قانونی و مقرراتی حمایتی است. هیئت اقتصادی سازمان ملل<sup>۱۲</sup> در گزارشی در سال ۲۰۰۶ بیان می کند که برای ایجاد و توسعه نوآوری ها و ابزارهای جدید و ریسک دارتر مالی در بازارها، چارچوب قانونی بایستی منعطف باشد. ایجاد و توسعه نوآوری های مالی و معاملاتی در بازارهای مالی، مزایا و نتایجی بهمراه دارد. نوآوری های مالی، توسعه بازارهای مالی را بوسیله ارائه تعداد و انواع بیشتری از ابزارهای مالی و معاملاتی، تسهیل می کند [۲۹]. بهبود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و مشارکت کنندگان بازار، کاهش حساسیت بازار، کاهش هزینه های معاملاتی و بهبود فرآیندها و جریانهای نقدی برای تامین مالی پروژه ها، بعنوان نتایج نوآوری مالی می باشند [۱۳]. به گفته ی پویان فر (۱۳۸۹)، هزینه های واسطه گری مالی می تواند با نوآوری مالی کاهش یابد. ایجاد و توسعه ی بازارهای مالی جدید بعنوان یک نوآوری در بازار مالی، این امکان را برای موسسات و سرمایه گذاران مختلف (مشارکت کنندگان بازار) ایجاد می کند که بتوانند وارد بازار مالی شده و با توجه به نگرششان، به اهداف اقتصادی و سرمایه گذاری خود برسند. همچنین بازارهای مالی جدید، موسسات و بنگاه های

مختلف را قادر می سازند تا مزیت های رقابتی خود را به منصفانه ظهور برسانند. ابزارهای مالی و معاملاتی جدید نیز امکان استفاده از فرصت های آریتراز را در بازارهای مختلف فراهم می سازند و بدین ترتیب استثنائات قیمت گذاری و در نتیجه ناکارائی بازار را حذف می کنند. افزون بر این، برخی از نوآوری های ابزاری ارائه شده، امکان پوشش ریسک و یا امکان قیمت گذاری و فروش ریسک را در بازار فراهم می سازند تا سرمایه گذاران و مشارکت کنندگان بتوانند ریسک خود را مدیریت نمایند.

با توجه به مزایای نوآوری های مالی و معاملاتی، محققان به نقش بازارهای فرابورس در ارائه و گسترش این نوآوری ها در بازار سرمایه پرداخته اند. در واقع می توان ایجاد و راه اندازی بازارهای فرابورس را یک نوآوری عمده در محیط بازار سرمایه قلمداد کرد. بطور نمونه، بازار نزدیک با بهره گیری از نوآوری های عرصه ارتباطات و رایانه، امکان ثبت سفارش الکترونیک و انتشار گسترده ی قیمت ها و اطلاعات معاملاتی را فراهم نموده و اشکال جدیدی از سیستم های معاملاتی را بوجود آورده است [۳]. همچنین تکنولوژی و تولیدات نوآوری شده در بازار اوراق صورتی<sup>۱۲</sup> دسترسی به اطلاعات و افزایش نقدشوندگی را در بازارهای خارج از بورس (فرابورس) ممکن ساخته است. نوآوری هایی مانند امکان معامله از طریق شبکه ارتباطی راه دور، تعیین حامی و بازارساز برای شرکت ها و امکان معاملات موقت مطابق با شرایط کشور در آن ایجاد شده است [۲]. بطور کلی، طبق یافته های محققان، بازارهای فرابورس بدلیل کاهش هزینه های معاملات و نیز تسهیل شرایط پذیرش شرکت ها و معاملات آنها،

۵) بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس در رابطه با متغیرهای مطرح شده، تفاوت معناداری وجود دارد.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری تحقیق شامل همه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس ایران می باشد که لیست آنها از پایگاه اطلاع رسانی بازار فرابورس ایران (به نشانی [www.irfarabourse.com](http://www.irfarabourse.com)) استخراج شد و پرسشنامه تنظیم شده به روش سرشماری بین همه کارگزاران و سهامداران نهادی بازار فرابورس توزیع گردید که تعداد ۸۴ نسخه از ۹۰ پرسشنامه ی توزیعی برگشت داده شد و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. ویژگی های جامعه آماری به شرح جدول ۱ می باشد.

جدول ۱- ویژگی های توصیفی جامعه آماری تحقیق

متغیر	آیتم	فراوانی	درصد
زمینه فعالیتی	فقط بازار فرابورس	۱۶	۱۹٪
	بازار فرابورس و بورس	۶۸	۸۱٪
رشته تحصیلی	حسابداری	۲۲	۲۶.۲٪
	مدیریت مالی	۴۹	۵۸.۳٪
	اقتصاد	۶	۷.۲٪
	سایر	۷	۸.۳٪
میزان تحصیلات	لیسانس	۳۶	۴۲.۹٪
	فوق لیسانس	۳۷	۴۴٪
	دکتری	۸	۹.۵٪
	سایر	۳	۳.۶٪

پرسشنامه بکار رفته از نوع بسته پاسخ و بر اساس طیف پنج گزینه ای لیکرت طراحی گردید. برای تایید روایی، تعداد ۸ نسخه از پرسشنامه طراحی شده به اساتید و خبرگان بازار سرمایه داده

برای نوآوری مهم اند [۲۸]. همچنین، بدلیل اینکه بازارهای فرابورس بعنوان یک رقیب بازارهای بورس در محیط بازار سرمایه شکل گرفته اند، رقابت بین بازارهای فرابورس و بورس باعث افزایش نوآوری، کاهش هزینه های معاملاتی و انعطاف بیشتر در سطوح قوانین می شود و شرایط و زمینه های معاملات را بر طبق سلائق سرمایه گذاران تسهیل می کند. با توجه به زمینه های مساعد بازارهای فرابورس در ایجاد، رشد و توسعه نوآوری ها، تحقق این امر منجر به توسعه راهکارهای بازار برای کنترل ریسک نیز می شود [۲۶].

#### ۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به مباحث گفته شده و هدف تحقیق، فرضیه های زیر مطرح می گردد:

- از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران، بازار فرابورس ایران باعث افزایش تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه می شود.
- از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران، بازار فرابورس ایران با توسعه ی نوآوری های ساختاری باعث مشارکت بیشتر افراد در بازار سرمایه می شود.
- از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران، بازار فرابورس ایران باعث ایجاد مطلوبیت هزینه های معاملاتی در بازار سرمایه می شود.
- از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران، بازار فرابورس ایران باعث بهبود مکانیسم های افشای اطلاعات در بازار سرمایه می شود.

شد و پس از دریافت بازخورها و اعمال نظرات تخصصی، روایی محتوایی و صوری آن تایید گردید. همچنین برای تایید پایایی، پرسشنامه ی مذکور بین ۲۰ نفر از اعضای جامعه آماری توزیع گردید و پس از تجزیه و تحلیل پاسخ ها، ضریب آلفای کرونباخ بمیزان ۰.۸۷ بدست آمد و در نتیجه پایایی آن نیز تایید گردید. برای کمی سازی مقیاس رتبه ای پرسشنامه به مقیاس فاصله ای، بر اساس جدول ۲ اقدام گردید:

جدول ۲- تبدیل مقیاس رتبه ای به فاصله ای

کاملاً موافقم	موافقم	نمی دانم	مخالقم	کاملاً مخالفم
۵	۴	۳	۲	۱

$$\begin{cases} H_0: \mu \leq 3 \\ H_1: \mu > 3 \end{cases}$$

جدول ۴- نتایج آزمون ویلکاکسون تک نمونه ای

برای فرضیه های شماره ۱ تا ۴

سطح معناداری	مقدار آماره	میانگین	تعداد	متغیر
۰.۰۰۱	۲۴۴۶.۵۰	۳.۲۵	۸۳	تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی
۰.۰۰۸	۱۷۴۷	۳.۱۰	۸۴	توسعه ی نوآوری های ساختاری
۰.۰۰۱	۳۰۰۹.۵۰	۳.۳۳	۸۳	هزینه های معاملاتی
۰.۰۰۱	۳۱۹۵.۵۰	۳.۵۰	۸۴	مکانیسم های افشای اطلاعات

#### ۵- یافته های پژوهش و تحلیل آن

برای پاسخ به فرضیه های مطرح شده، در ابتدا اقدام به آزمون نرمالیتت جهت مشخص شدن نرمال بودن یا نبودن داده ها برای تعیین نوع آزمون (پارامتریک یا ناپارامتریک) شد.

#### جدول ۳- نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

برای توزیع نرمالیتت داده ها

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	متغیر
۰.۰۰۱	۸۳	۰.۲۳۰	تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی
۰.۰۰۱	۸۳	۰.۱۹۵	توسعه نوآوری های ساختاری
۰.۰۰۱	۸۳	۰.۱۹۰	هزینه های معاملاتی
۰.۰۰۱	۸۳	۰.۱۸۱	مکانیسم های افشای اطلاعات

نتایج جدول ۴ حاکی از این است که سطح معناداری مربوط به آزمون رتبه علامت دار ویلکاکسون جهت بررسی فرض  $H_0$  برای فرضیه های مطرح شده،  $M=3$  در مقابل  $M>3$  برای فرضیه شماره ۱ (افزایش تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه)، فرضیه شماره ۳ (ایجاد مطلوبیت هزینه های معاملاتی در بازار سرمایه) و فرضیه شماره ۴ (بهبود مکانیسم های افشای اطلاعات در بازار سرمایه) برابر  $0.001$  و برای فرضیه شماره ۲ (توسعه ی نوآوری های ساختاری در بازار سرمایه) برابر  $0.008$  بوده که در هر چهار فرضیه، سطح معناداری مشاهده شده

همانطور که در جدول ۳ آمده است، با توجه به اینکه سطح معناداری مشاهده شده برای داده های هر چهار متغیر کمتر از  $0.05$  می باشد ( $sig <$ )



منجر به نوآوری‌های ساختاری و معاملاتی در محیط بازار سرمایه می‌شود.

۳) بازار فرابورس ایران باعث ایجاد مطلوبیت هزینه‌های معاملاتی در بازار سرمایه می‌شود. به عبارتی، کمتر بودن هزینه‌های انجام معامله باعث تشویق و ترغیب افراد به معامله و مشارکت در بازار سرمایه می‌شود که این ناشی از نوآوری هزینه‌ای در قالب قوانین نوآورانه است.

۴) بازار فرابورس ایران باعث بهبود مکانیسم‌های افشای اطلاعات در بازار سرمایه است. بطوریکه، بنا به دیدگاه جامعه آماری تحقیق، الزامات قانونی در بازار فرابورس ایران از کارایی لازم برخوردار بوده و مکانیسم‌های معامله‌ای در آن با نظارت و شفافیت لازم و کافی اجرا می‌گردد. همچنین، ضمن مطلوبیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بازار فرابورس ایران، اطلاعات جدید با سرعت و کیفیت مناسبی بین فعالان و مشارکت‌کنندگان بازار انتشار می‌یابد؛ که همه موارد نشان از ایجاد و توسعه نوآوری‌های قانونی و الزامات معاملاتی می‌باشد.

برای پاسخ به فرضیه پنجم مطرح شده و با توجه به اینکه داده‌ها از توزیع نرمالی برخوردار نیستند، از آزمون ناپارامتریک من-ویتنی با کمک نرم افزار SPSS استفاده می‌گردد. بنابراین فرض صفر و جانشین زیر مطرح می‌گردد:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu = \text{سرمایه گذاران نهادی} \\ H_1: \mu \neq \text{سرمایه گذاران نهادی} \end{array} \right.$$

کوچکتر از ۰.۰۱ می‌باشند. از این رو در سطح اطمینان ۹۹ درصد، فرض‌های صفر آماری در هر چهار فرضیه رد و فروض مقابل تایید می‌گردد؛ بدین معنی که از دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران بازار فرابورس:

۱) بازار فرابورس ایران تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه را افزایش می‌دهد. با توجه به ساختار بازارهای فرابورس، می‌توان ارائه خدمات، ابزارها و محصولات مالی را بر حسب نوع نیاز و انتظارات افراد و سرمایه‌گذاران، شخصی سازی نمود. به عبارتی، دیدگاه افراد بیانگر این است که بازار فرابورس مکان مناسبی جهت ورود سرمایه‌گذاران با ریسک‌های متفاوت بوده و مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در آن می‌توانند قراردادهایشان را بر اساس اهداف و ریسک شرایط متنوع نمایند. همچنین قابلیت طراحی و ارائه انواع مشتقات مالی و ابزارهای معاملاتی-اسلامی (صکوک) نیز در آن بیشتر است و امکان انتخاب و ایجاد پرتفوی متنوع- بر اساس ریسک و اهدافشان- وجود دارد.

۲) بازار فرابورس ایران با توسعه نوآوری‌های ساختاری در بازار سرمایه باعث مشارکت بیشتر افراد می‌شود. با توجه به این امر، بازار فرابورس ایران با فراهم آوردن امکان انجام معاملات و سفارش‌های معاملاتی بصورت الکترونیکی، انتشار الکترونیکی اطلاعات و رویدادهای جدید، ایجاد محیط و فضایی برای تعامل آسان سرمایه‌گذاران و سهامداران با یکدیگر و بصورت الکترونیکی، توسعه زمانی انجام معامله و عواملی از این قبیل، امکان ورود افراد را به بازار سرمایه آسان نموده است. تحقق این رویدادها با توجه به گسترش فناوری اطلاعات و ارتباطات،

جدول ۵: نتایج آزمون من-وینتی برای سنجش تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری

متغیر	گروه ها	تعداد	میانگین رتبه	مقدار آماره	سطح معناداری
تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۳۵.۳۰	۵۲۳.۵۰	۰.۱۱۴
	کارگزاران	۶۲	۴۴.۴۲		
توسعه ی نوآوری های ساختاری	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۳۸.۷۳	۵۹۹	۰.۳۹۵
	کارگزاران	۶۲	۴۳.۸۴		
هزینه های معاملاتی	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۴۷.۵۹	۵۴۸.۰۰	۰.۲۰۰
	کارگزاران	۶۲	۳۹.۹۸		
مکانیسم های افشای اطلاعات	سرمایه گذاران نهادی	۲۲	۵۰.۷۰	۵۰۱.۵۰	۰.۰۶۰
	کارگزاران	۶۲	۳۹.۵۹		

اطلاعات در بازار سرمایه تفاوت معناداری وجود ندارد.

#### ۶- نتیجه گیری و بحث

با توجه به مرکزیت مالی در اقتصاد مدرن و اهمیت آن در رشد اقتصادی، نوآوری مالی به موضوعی با اهمیت تبدیل شده است. نوآوری های مالی بعنوان موتور محرکه ی سیستم مالی بحساب آمده و باعث افزایش کارائی، بهبود و توسعه ی سیستم مالی و بطور کلی، ایجاد ثبات اقتصادی می شود؛ زیرا یک نوآوری سرآغاز نوآوری بعدی است (ماریچ نوآوری). از این رو، نیاز به ایجاد و توسعه ی نوآوری های مالی و معاملاتی افزایش می یابد. با توجه به مفهوم ماریچ نوآوری، بازارهای فرابورس خود بعنوان یک نوآوری در محیط بازارهای سرمایه ظهور یافته و با توجه به اهمیت و ماهیت شان، پتانسیل بیشتری در ایجاد و توسعه نوآوری های مالی و معاملاتی دارند. از این رو، در نوشتار حاضر به بررسی توسعه نوآوری های مالی و معاملاتی در بازار سرمایه ایران با تکیه بر نقش بازار فرابورس از دیدگاه سرمایه گذاران و کارگزاران بازار فرابورس ایران پرداخته شد.

نتایج مشاهده شده در جدول ۵ بیانگر این است که سطح معناداری مربوط به آزمون من-وینتی برای بررسی فرض  $H_0$  برای تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری، برای متغیر افزایش تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه برابر ۰.۱۱۴، برای متغیر توسعه ی نوآوری های ساختاری در بازار سرمایه برابر ۰.۳۹۵، برای متغیر مطلوبیت هزینه های معاملاتی در بازار سرمایه برابر ۰.۲۰۰ و برای متغیر بهبود مکانیسم های افشای اطلاعات در بازار سرمایه برابر ۰.۰۶۰ می باشد که سطوح معناداری مشاهده شده برای همه متغیرها و فرضیه ها بزرگتر از ۰.۰۵ هستند. از این رو، فرض صفر آماری پذیرفته شده و فرض مقابل رد می گردد؛ در نتیجه وجود تفاوت دیدگاه گروه های جامعه آماری در مورد متغیرهای مطروحه تایید نمی شود؛ بدین معنی که بین دیدگاه سهامداران نهادی و کارگزاران در رابطه با افزایش تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه، توسعه ی نوآوری های ساختاری در بازار سرمایه جهت انجام معاملات و مشارکت بیشتر افراد، ایجاد مطلوبیت هزینه های معاملاتی در بازار سرمایه و همچنین بهبود مکانیسم های افشای

بازار فرابورس ایران نقش موثری را در توسعه نوآوری‌های مالی و معاملاتی بازار سرمایه دارد و بازاری با پتانسیل‌ها و قابلیت‌های مناسبی است.

#### فهرست منابع

- ۱) پویان فر احمد. نقش نوآوری‌های نهادی، ابزاری، تکنیکی و فناوری در توسعه خدمات بازار سرمایه. همایش بازار سرمایه در ایران ۱۴۰۴. تهران: ۱۱ بهمن ۱۳۸۹.
- ۲) دنیائی محمد. بررسی نقش بازار فرابورس در توسعه بازار سرمایه ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه سیستان و بلوچستان. ۱۳۸۹
- ۳) شهرآبادی ابوالفضل. مبادلات الکترونیک در بازارهای مالی. مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف. ۱۳۸۷. قابل دسترسی در:

<http://www.irfinance.ir/index.php?name=relatedarticle&showid=58>

- 4) Andritzky Jochen R. Capital Market Development in a Small Country: The Case of Slovenia. International Monetary Fund (IMF). Monetary and Capital Markets Department. Working Paper. 2007. No. WP/07/229.
- 5) Armanious Amir Nasry Rofael. Globalization Effect On Stock Exchange Integration. working paper. Cairo University. 2003.
- 6) Boz Emine. Financial Innovation, the Discovery of Risk, and the U.S. Credit Crisis. NBER Working Paper Series. 2010. No. 16020.
- 7) Bursa Malaysia. Innovation: Driving the Future of Malaysia's Islamic Capital Market, Islamic Finance Asia. Malaysian Islamic Capital Market. Malaysia Center. 2008.
- 8) Calvet Laurent, Gonzalez Martin and Sodini Paolo. Financial Innovation, Market Participation, and Asset Prices. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2004. 39 (3): 431-459.

بررسی‌های تحقیق نشان می‌دهد که با توجه به نیازهای سرمایه‌گذاران و دیدگاه برنامه‌ریزی و سرمایه‌گذاری آنها، بازار فرابورس ایران امکان افزایش تنوع ابزارها، خدمات و محصولات مالی در بازار سرمایه را فراهم می‌آورد و افراد می‌توانند بر حسب نوع نیاز، اهداف و دیدگاه سرمایه‌گذاری افراد و ریسک شرایط، قراردادهای معاملاتی‌شان را متنوع کنند. در این راستا، طراحی و ارائه‌ی انواع مختلفی از اوراق مشتقه و صکوک نیز از قابلیت بیشتری برخوردار است که منجر به متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین این بازار با توسعه نوآوری‌های ساختاری مناسب و مطلوب در محیط بازار سرمایه، عاملی در افزایش معاملات و مشارکت افراد بحساب می‌آید که در نتیجه‌ی آن، امکان انجام معاملات و سفارشهای معاملاتی الکترونیکی، انتشار الکترونیکی اطلاعات و آگهی‌ها، ایجاد محیطی امن و آسان برای تعامل الکترونیکی سرمایه‌گذاران و سهامداران با یکدیگر، توسعه زمانی انجام معامله و ... تحقق می‌یابد. بعلاوه، مطلوبیت هزینه‌های معاملاتی در بازار فرابورس ایران، باعث تشویق و ترغیب افراد به معامله و مشارکت بیشتر در بازار سرمایه نیز می‌شود. ضمن اینکه، بازار فرابورس ایران با بهبود مکانیسم‌های افشای اطلاعات، باعث دسترسی آسان افراد به اطلاعات مناسب می‌شود؛ به بیانی دیگر، الزامات قانونی و نظارتی در بازار فرابورس ایران از کارایی لازم برخوردار بوده و این امر، بهبود شفافیت بازار سرمایه را به ارمغان می‌آورد. در نهایت، تفاوت معناداری بین دیدگاه گروه‌های جامعه آماری در مورد متغیرهای مورد بحث وجود ندارد. بطور کلی می‌توان چنین استنباط نمود که بر اساس دیدگاه جامعه آماری تحقیق،

- 20) Kahn George A. The Greenspan Era: Lessons for the Future, economic Symposium. Federal Reserve Bank. Kansas City. 2005. August 25-27.
- 21) Karolyi G. Andrew. The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets. Review of Economics and Statistics journal. 2004. 86 (3): 670-690.
- 22) Ketkar Suhas and Ratha Dilip. Innovative Financing for Development. World Bank. Washington DC. 2009.
- 23) Klagge Britta and Martin Ron. Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets?. Journal of Economic Geography. 2005. 5: 387-421.
- 24) Kroszner Randall S. Can the Financial Markets Privately Regulate Risk?: The Development of Derivatives Clearinghouses and Recent over-the-Counter Innovations. Journal of Money, Credit and Banking. 1999. 31 (3): 596-618.
- 25) Lerner Josh and Tufano Peter. The Consequences of Financial Innovation: A Research Agenda. Harvard Business School and NBER working paper. 2009. Rev. 12/30/2009.
- 26) Nystedt Jens. Derivative market competition: OTC markets versus organized derivative exchanges. IMF working paper. 2004. No. WP/04/61.
- 27) Papaioannou Michael and Gatzonas E.K. Financial Innovations Involving the Greek Drachma. IMF Working Paper. 1997. No. WP/97/14.
- 28) Rosenthal Dale W.R. A Network Model of Counterparty Risk, Volatility and systemic risk Conference. Stern school of business. New York University. 2010. April 16.
- 29) Sagari Silvia et al. Financial Market Development: Critical Issues, Strategies and IDB Activities. Inter-American Development Bank. Sustainable Development Department report. 1998.
- 30) Sihombing Lukas B. Financial Innovation for Infrastructure Financing. 1<sup>st</sup> International Conference of European Asian Civil Engineering Forum (EACEF). Jakarta. Indonesia. 2009. Sep. 26-27.
- 31) Smith Keith and West Jonathan. Australia's Innovation Challenges: The
- 9) Claessens Stijn, Glaessner Thomas and Klingebiel Daniela. E-Finance in Emerging Markets: Is Leapfrogging Possible?. journal of Financial Markets, Institutions & Instruments. 2002. 11 (1): 1-125.
- 10) Cossin D. and Jung G. Do Major Financial Crises Provide Information on Sovereign Risk to the Rest of the World? A Look at Credit Default Swap Markets. International Center for Financial Asset Management and Engineering, Research Paper. 2005. No. 134.
- 11) Duffie Darrell, Li Ada and Lubke Theo. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure. Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports. 2010. No. 424.
- 12) Ezirim chinedu B. et al. Capital market growth and information technology: empirical evidence from Nigeria. international journal of business and economics perspectives. 2009. 4 (1): 1-17.
- 13) Gaur Vishal; Seshadri Sridhar and Subrahmanyam Marti G. Securitization and Real Investment in Incomplete Markets. NYU Working Paper. 2009. No. FIN-09-010.
- 14) Gualandri Elisabetta, Landi Andrea and Venturelli Valeria. Financial Crisis and New Dimensions of Liquidity Risk: Rethinking Prudential Regulation and Supervision. BANCARIA. Bancaria Editrice. 2009. 7: 24-42.
- 15) Helman Hector. Capital Market Development: A Systemic Approach. Argentine Securities Commission. 2008.
- 16) Ho N.W. Financial Innovation and Its Impact on Central-Bank Policies. Monetary Authority of Macao. 2006. 82 - 94.
- 17) Hruska Sharon Brown and Laux Paul A. Complementary Markets. George Mason University. 1999.
- 18) Jacque Laurent L. Financial Innovations and the Dynamics of Emerging Capital Markets, Financial Innovations and the Welfare of Nations. Kluwer Academic Publishers. 2001. Chapter 1: 1-16.
- 19) Jermann Urban and Quadrini Vincenzo. Financial Innovations and Macroeconomic Volatility. NBER Working Paper. 2006. No. 12308.

- Key Policy Issues. University of Tasmania. 2005
- 32) Tufano Peter. Financial Innovation. Handbook of the Economics of Finance. Division of Research of the Harvard Business School. 2002.
- 33) United Nations. Capital market development in the Caribbean Within the context of the Caricom single market and economy (CSME). economic commission for Latin America and the Caribbean Report. 2006. No. LC/CAR/L.104
- 34) West Jonathan. An Innovation Strategy for Tasmania: A New Vision for Economic Development Conceptual Overview and Options Outline. Australian Innovation Research Centre. University of Tasmania. 2009

#### یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Rosenthal  
<sup>2</sup> Nystedt  
<sup>3</sup> Tufano  
<sup>4</sup> Corporate  
<sup>5</sup> Jacque  
<sup>6</sup> Sihombing  
<sup>7</sup> Helman  
<sup>8</sup> Ho  
<sup>9</sup> Papaioannou and Gatzonas  
<sup>10</sup> Sagari et al.  
<sup>11</sup> Economic Commission of United Nations  
<sup>12</sup> Pink Sheet