

فصل اول:

هدف‌های آموزشی مطالب ارائه شده در این فصل :

- ۱- داراییهای مالی را از داراییهای واقعی متمایز کنید.
- ۲- با انواع داراییهای مالی به طور اجمالی آشنا شوید.
- ۳- نقش داراییهای مالی را در سیستم اقتصادی بدانید.
- ۴- مشتریان بازارهای مالی را بشناسید.
- ۵- واکنش محیط مالی را در پاسخ به نیاز مشتریان درک کنید.
- ۶- با جنبه رقابتی بودن بازارهای مالی آشنا شوید.
- ۷- پنج گام در فرآیند سرمایه‌گذاری را شرح دهید.

نگاهی اجمالی به محیط مالی ما را در مقابل انبوهی از محصولات مالی، نهادهای مالی، قوانین و مقررات، بازارهای مالی، و فعالان بازار قرار می‌دهد. شاید، در ظاهر اینگونه جلوه نماید اما محیط مالی محیطی آشفته نیست و در ورای آن آرایه‌ها و منطقی استوار قرار دارد. در این فصل این پیام باید به خواننده منتقل می‌شود که بازارهای مالی در پاسخ به تمایلات اقتصادی، نیاز تکنولوژیکی و محدودیت‌های قانونی رشد می‌یابند.

در این فصل ما قبل از کاوش مسقیم در موضوع «سرمایه‌گذاری»، نقش داراییهای مالی را در اقتصاد معرفی می‌کنیم. ارتباط بین اوراق بهادار و نقش داراییهای «واقعی» در تولید کالا و ارائه خدمات را مشخص می‌کنیم. همزمان نقش داراییهای «مالی» را در توسعه اقتصادی یادآور می‌شویم. این پیش زمینه، در نگاه اول ما را با انواع تصمیمات سرمایه‌گذاری مواجه می‌کند.

ذات محیط سرمایه‌گذاری به‌گونه‌ای است که برای کسب بازده بالاتر باید ریسک بیشتری را پذیرفت. بندرت بتوان داراییها را یافت که قیمت آن نادرست باشد و فرصت سودآوری فوق‌العاده را ایجاد کند. این قضیه که «تعادل ریسک-بازده» و «کارایی قیمت» داراییهای مالی را نشان می‌دهد، اصلی‌ترین جنبه تصمیم سرمایه‌گذاری است که جزئیات آن در این فصل روشن خواهد شد.

در خاتمه در مورد واکنش بازارهای اوراق بهادار، در پاسخ به تقاضای مشتریان، که منجر به تحولات بنیادین در سالهای اخیر در بازارهای مالی شده است، آشنا می‌شویم. تجمیع این اطلاعات موجب می‌شود تا خواننده درکی مستقیم از فعالان بازار و همچنین ضرورت قانون‌گذاری در بازارهای مالی را دریابد.

۱-۱ دارائیهای واقعی در مقابل دارائیهای مالی

میزان ثروت یک جامعه به ظرفیت تولیدی بنگاه‌های اقتصادی آن جامعه برای تولید کالا و خدمات بستگی دارد. ظرفیت تولید کالا و خدمات به حجم و کارکرد دارائیهای واقعی آن جامعه بستگی دارد. زمین، ساختمان، تجهیزات، فناوری تولید به همراه انسان‌هایی که دانش و مهارت آنان در تولید بکار گرفته می‌شود در مجموع دارائیهای واقعی و انسانی ظرفیت تولیدی و مصرف جامعه را شکل می‌دهند.

در مقابل دارائیهای واقعی، دارائیهای مالی مثل سهام عادی و اوراق قرضه قرار دارد. این دارائیهای ثروت جامعه را نشان نمی‌دهد. سهام عادی چیزی بیش از برگه کاغذ نیست. دارائیهای مالی در تولید کالا یا ارائه خدمات نقش مستقیمی ندارند. دارائیهای مالی در افزایش ظرفیت تولید و ثروت نقش غیرمستقیم دارد. انتقال سرمایه به بنگاه‌های تولیدی و گردآوری میزان متناهی از پول و انجام سرمایه‌گذاری جذاب در دارائیهای واقعی از طریق انتشار دارائیهای مالی امکان‌پذیر است. دارائیهای مالی ادعای مشارکت در درآمد ایجاد شده از ظرفیت تولید دارائیهای واقعی هستند. دارایی مالی فقط نماینده حق مالی نسبت به منفعتی در آینده است. مؤسسه یا واحد تجاری که پرداخت جریان نقدی را در آینده موافقت کرده است ناشر دارایی مالی خوانده می‌شود. مالک دارایی مالی را سرمایه‌گذار می‌نامند.

طبق قوانین حقوق مالکیت، درآمد ایجاد شده دارائیهای واقعی به دارندگان دارائیهای مالی تخصیص می‌یابد. یعنی، دارائیهای واقعی در جریان تولید کالا و ارائه خدمات درآمد ایجاد می‌کنند، و جریان درآمدی آن به دارندگان دارائیهای مالی تخصیص می‌یابد. همچنین، دارائیهای مالی و دارایی واقعی با هم پیوند متقابل دارند. خرید دارایی واقعی با فروش دارایی مالی ممکن می‌شود.

پیوند متقابل دارایی واقعی با دارایی مالی

مثال ۱-۱

شرکت هواپیمایی آسمان اقدام به انتشار اوراق مشارکت ۵ ساله با نرخ بهره ۱۵ درصد در سال به مبلغ ۱۰ میلیارد ریال نموده است. شرکت آسمان از محل وجوه بدست اقدام به خرید یک فروند هواپیمای فوکر ۱۰۰ کرده است. بنابراین، تهیه دارایی واقعی با ایجاد دارایی مالی (انتشار اوراق بهادار) میسر شده است.

افراد می‌توانند پس‌انداز خود را امروز مصرف کنند یا می‌توانند با سرمایه‌گذاری، مصرف را به آینده انتقال دهند. وقتی بناست مصرف به آینده موکول شود، نگهداری دارائیهای مالی گزینه مناسبی است. شرکتی که با انتشار دارایی مالی پولی را از مردم دریافت می‌کند، وجوه بدست آمده را در دارائیهای واقعی سرمایه‌گذاری می‌کند. در نهایت عواید حاصل از دارائیهای واقعی به دارندگان دارائیهای مالی منتقل می‌شود. هر کدام از ما نمی‌توانیم به طور جداگانه صاحب یک کارخانه باشیم، اما می‌توانیم سهام

شرکت ایران خودرو یا فولاد مبارکه را خریداری نماییم و در جریان نقدی دارائیهای واقعی این شرکتها سهیم باشیم.

در عمل دارائیهای مالی و دارائیهای واقعی هنگام ارائه ترازنامه خانوارها و شرکتها از یکدیگر تفکیک می‌شوند. دارائیهای واقعی فقط در طرف راست ترازنامه گزارش می‌شود، دارائیهای و بدهیهای مالی هم در طرف راست و هم در طرف چپ ترازنامه گزارش می‌شوند. دارندگان دارائیهای مالی نسبت به دارائیهای واقعی ادعا دارند. نقطه متناظر ادعای دارنده دارایی مالی، شرکت ناشر کننده قرار دارد که دارای تعهد مالی است. حسابداران حرفه‌ای به خوبی می‌دانند که اگر قصد بر آن باشد که تمام اقلام ترازنامه خانوارها و شرکتها یک جامعه یکجا نشان داده شود دارائیهای مالی و تعهدات مالی در طرفین ترازنامه با یکدیگر تهاتر می‌شوند و تنها دارائیهای واقعی به عنوان ثروت خالص اقتصاد جامعه باقی می‌ماند. روش دیگر برای تفکیک دارایی مالی از دارایی واقعی این است که توجه کنیم که دارائیهای مالی در روال عادی عملیات واحد تجاری، ابتدا ایجاد (یعنی واحد تجاری اوراق بهاداری را منتشر و به فروش می‌رساند)، و سپس با ادای تعهد (بازخرید اوراق در سررسید) حذف می‌شود. برای مثال، هنگامی که وامی بازپرداخت می‌شود هم ادعای وام‌دهنده (دارایی مالی) و هم تعهد وام‌گیرنده (بدهی مالی) حذف می‌شود. برعکس، دارایی واقعی در اثر حادثه یا به دلیل استفاده در طول زمان از بین می‌رود یا خاصیت خود را از دست می‌دهد. با مقایسه بین ثروت ملی در کشور امریکا مندرج در جدول ۱-۱ و دارائیهای و بدهیهای مالی خانوارها مندرج در جدول ۱-۲ می‌توانیم به تفاوت بین دارائیهای مالی و دارائیهای واقعی پی ببریم. ثروت ملی شامل؛ ساختمانها، تجهیزات، موجودی کالا و زمین است. رقم عمده‌ای که در این جدول دیده نمی‌شود، ارزش سرمایه انسانی است. در مقابل، جدول ۱-۲ شامل دارائیهای مالی سپرده‌های بانکی، سهام شرکتها و مؤسسات، اوراق قرضه و اوراق رهنی می‌شود.

جدول ۱-۱ ثروت ملی در کشور امریکا (پایان سال ۲۰۰۷)

دارائیهای	میلیارد دلار
املاک و مستغلات مسکونی	۲۸.۲۶۶
تجهیزات و نرم افزارها	۴.۴۹۸
موجودی کالا	۱.۷۵۹
کالاهای بادوام	۳.۹۶۶
املاک و مستغلات غیر مسکونی	۹.۵۴۹
جمع	۴۸.۰۳۸

جدول ۱-۲ ترازنامه خانوارها در آمریکا (پایان سال ۲۰۰۷)

دارائیهها	میلیارد دلار	درصد	بدهی ها و ارزش ویژه	میلیارد دلار	درصد
دارائیههای واقعی:			بدهی ها:		
املاک و مستقات	۲۲/۸۷۳	۳۲.۸	دیون رهنی	۱۰/۰۷۰	۱۴.۵
کالاها با دوام	۳/۹۶۶	۵.۷	کارتهای اعتباری	۲/۴۱۳	۳.۵
سایر دارائیههای واقعی	۲۴۷	۰.۴	وامهای بانکی	۲۲۲	۰.۳
جمع دارائیههای واقعی	۲۷/۰۸۶	۳۸.۹	سایر بدهی ها	۷۲۸	۱
دارائیههای مالی:			جمع بدهی ها	۱۳/۴۲۳	۱۹.۳
سپردهها و صندوق بیمه عمر	۱۹/۹۹۰	۲۸.۷			
اوراق بهادار شرکتها و موسسات	۱۲/۹۴۴	۱۸.۶			
صندوق سرمایه گذاری مشترک	۵/۱۲۳	۷.۴			
سایر دارائیههای مالی	۴/۴۶۵	۶.۴			
جمع دارائیههای مالی	۴۲/۵۲۲	۶۱.۱	ارزش ویژه	۵۶/۱۸۵	۸۰.۷
جمع	۶۹/۶۰۸	۱۰۰	جمع	۶۹/۶۰۸	۱۰۰

در آمریکا، اغلب مردم تمایل دارند که در دارائیههای مالی به شکل غیر مستقیم سرمایه گذاری نمایند. در حقیقت تنها یک چهارم جمعیت بزرگسالان در آمریکا دارنده به طور مستقیم سهام شرکتها را در تملک دارند. بقیه با خرید سهام سرمایه گذاران نهادی مانند: صندوق های بازنشستگی، شرکت های بیمه، صندوق های سرمایه گذاری مشترک و صندوق های موقوفات اقدام به سرمایه گذاری غیرمستقیم می کنند. تقریباً نیمی از دارائیههای مالی در آمریکا از سوی سرمایه گذاران نهادی نگهداری می شود.

۱-۲ طبقه بندی دارائیههای مالی

دارائیههای مالی به سه گروه اصلی تقسیم می شوند: اوراق بدهی، اوراق سرمایه ای، و اوراق مشتقه. دارنده اوراق بدهی، جریان درآمدی ثابت یا متغیری با فرمول مشخص در طول دوره نگهداری آن دریافت می کند. برای نمونه، دارنده اوراق مشارکت مبلغ ثابتی را در پایان هر فصل دریافت می کند. در اینجا صادر کننده اوراق مشارکت تعهد می کند که بهره این اوراق را سالانه به سرمایه گذار بپردازد، و در سررسید اصل مبلغ وام و آخرین بهره آن را پرداخت نماید. اوراق مشارکت ممکن است با نرخ سود علی الحساب نیز منتشر شود. برای مثال، شهرداری تهران اوراق مشارکتی را منتشر نموده است که سود آن برابر با نرخ سود ثابت ۱۵٪ در سال به علاوه مشارکت در سود پروژه تامین مالی شده از محل فروش اوراق مشارکت است.

برخلاف اوراق بدهی، سهام، یا اوراق سرمایه ای نشان دهنده مالکیت در شرکت است. دارندگان اوراق سرمایه ای دریافت های ثابتی ندارند. آنها به جهت مالکیت دارائیههای واقعی

فقط در سود شرکت مشارکت دارند. برای مثال، سهام عادی شرکت سیمان مازندران این حق را به سرمایه‌گذار می‌دهد که سود سهام این شرکت را دریافت کند. اگر شرکت سودآور باشد و در عملیات خود موفق شود، ارزش سهام آنها افزایش می‌یابد، اگر نه ارزش سهام سقوط می‌کند. کسانی در بازار مالی از اوراق سرمایه‌ای استقبال می‌کنند که ریسک بیشتری را پذیرا باشند. سرمایه‌گذار در زمان انحلال، پس از پرداخت کلیه بدهیهای شرکت، از ارزش باقیمانده متناسب با مالکیت خود و جوهی را دریافت می‌کند. ویژگی‌های سهام عادی در فصل ششم طرح می‌شود.

در خاتمه، **اوراق مشتقه** اوراق مشتقه مالی اوراقی هستند که ارزش‌شان به ارزش دارایی دیگری مانند دارایی واقعی، کالا، یا اوراق بهادار دیگر بستگی دارد. بازده این اوراق به بازده یک دارایی پایه دیگر مثل سهام یا اوراق قرضه بستگی دارد. اوراق مشتقه امروزه جزئی جدایی ناپذیر محیط سرمایه‌گذاری شده‌اند. از اصلی‌ترین کاربردهای اوراق مشتقه پوشش ریسک و بورس بازی است. اوراق مشتقه در فصل دوم و ششم معرفی می‌شود.

۳-۱-۳ دارایی مالی و سیستم اقتصادی

طبق مطالب پیش‌گفته، حجم و کارکرد دارائیهای واقعی میزان ثروت یک کشور را نشان می‌دهد. در حالیکه، دارائیهای مالی نشان‌دهنده ادعای دارندگان آن نسبت به جریان نقدی دارائیهای واقعی است. با وجود این، دارائیهای مالی و بازارهایی که دارائیهای مالی در آن داد و ستد می‌شوند نقش حیاتی در اقتصاد هر کشور بازی می‌کنند. دارائیهای مالی موجب می‌شود دارائیهای واقعی در یک اقتصاد تشکیل شود.

۱-۳-۱ زمان‌بندی مصرف

درآمد افراد در مقاطع زمانی خاصی ممکن است بیش از میزان هزینه آنها باشد. همچنین ممکن است در مقاطع زمانی دیگر هزینه آنها بیشتر از درآمدهایشان باشد (برای مثال، در مقطع بازنشستگی). اکنون این سوال مطرح است که چگونه می‌توان قدرت خرید را از دوره‌ای که درآمدها بیشتر از هزینه‌ها است به دوره‌ای که هزینه‌ها بیشتر از درآمد است، جابجا نمود؟ یک روش خرید دارائیهای مالی است. در دوره‌هایی که درآمد زیاد است می‌توان پس‌انداز را صرف خرید اوراق بهاداری چون سهام و اوراق قرضه نمود و سپس در دوره‌هایی که درآمد کمتر از هزینه است با فروش دارائیهای مالی کسری درآمد را جبران نمود. با این کار درآمد خود را در طول مقاطع زمانی مختلف جابجا نموده و مصرف را به دوره‌ای انتقال دهند که رضایت خاطر در پی دارد. بازارهای مالی به افراد این اجازه می‌دهد تصمیمات مربوط به وجود محدودیت در مصرف آتی را بر طرف نمایند.

۲-۳-۱ تخصیص خطر

سرمایه‌گذاری در دارائیهای واقعی بدون خطر نیست. زمانی که خانواده خیامی سرمایه‌گذاری بر روی دستگاه‌های تولید اتومبیل را شروع کرده بودند^۱ قطعاً مدیریت آن نمی‌توانست اطمینان کامل داشته باشد که این سرمایه‌گذاری می‌تواند سودآور باشد یا خیر. بازارهای مالی و ابزارهای مالی همچون سهام عادی و اوراق قرضه به مجریان این اجازه را می‌دهد که بر خطر سرمایه‌گذاری در طرح‌های تولید چیره شوند. مجریان طرح سرمایه‌گذاری، از طریق فروش اوراق بهادار بخشی از خطر را بین خریداران زیادی از اوراق بهادار توزیع می‌نمایند. اگرچه، این خطر ممکن است برای هر یک از خریداران اوراق بهادار کوچک جلوه نماید اما خطر سرمایه‌گذاری را برای مجریان به سطحی قابل تحمل کاهش می‌دهد. برای مثال، شرکت ایران خودرو طرح توسعه ساخت کارخانه اتومبیل‌سازی خود را هم با فروش سهام و اوراق قرضه به مردم تامین مالی نموده است. سهامداران با آستانه تحمل خطر بیشتر سهام شرکت، و سرمایه‌گذاران با آستانه تحمل خطر کمتر یا محافظه کار اوراق قرضه شرکت را خریداری نموده‌اند. اوراق قرضه دارای جریان نقدی آتی ثابت است بنابراین خطر کمتری دارد. خریداران سهام شرکت به این دلیل که پرداختهای نقدی آتی سهام نامشخص است خطر بیشتری را به امید دریافت نقدی آتی بیشتر تحمل می‌کنند.

تخصیص خطر به صورت بالا به نفع شرکتی است که مجبور است برای تامین سرمایه مورد نیاز اقدام به گردآوری وجوه کند. وقتی ماهیت بازارهای مالی به گونه‌ای است که خریداران اوراق بهادار می‌توانند در بین انواع گوناگونی از اوراق بهادار با الگوی‌های متفاوت جریان نقدی و خطر، متناسب با ترجیحات خود از نظر تعادل بین بازده و ریسک دست به انتخاب بزنند، اوراق بهادار در این بازار را می‌توان با قیمت مناسب فروخت. این تسهیلات بازارهای مالی تشکیل دارائیهای واقعی را تسهیل می‌کند.

۳-۳-۱ تفکیک مالکیت از مدیریت

در برخی از شرکتها مالک شرکت مدیر شرکت نیز هست. این سازمان‌دهی ساده و سنتی برای شرکت‌های کوچک مناسب است. تا قبل از انقلاب صنعتی شکل معمول بنگاه‌های اقتصادی تجمیع مالکیت با مدیریت بوده است. امروزه، وجود بازارهای جهانی و تولید در مقیاس وسیع، موجب شده است تا شرکت‌های غول‌آسا با سرمایه کلان شکل بگیرند. برای مثال، اموال، ماشین‌الات و تجهیزات شرکت ایران خودرو به مبلغ حدود ۱۰ هزار میلیارد ریال است. شرکت‌هایی به این اندازه هرگز نمی‌توانند به صورت مؤسسات تک مالکی کار کنند. شرکت توسعه معادن روی ایران در حدود ۱۲۰/۰۰۰ نفر سهامدار دارد که مالکیت آنها در شرکت بسته به تعداد سهام آنها است.

^۱ - شرکت ایران خودرو (سهامی عام) در سال ۱۳۴۱ با هدف تأسیس و اداره کارخانجات به منظور تولید و تهیه انواع خودرو، قطعات مربوط به آنها، فروش و صدور محصولات و ... توسط علی اکبر خیامی، محمود خیامی، احمد خیامی، مرضیه خیامی و خانم زهرا سیدی رشتی در خیابان اکباتان تهران تأسیس شد.

محمد محمدی مجوز تولید نوعی درب بازکن برقی را گرفته است. سرمایه‌گذاری ثابت و سرمایه در گردش مورد نیاز برای تولید این محصول ۱ میلیارد ریال برآورد می‌شود. محمدی فقط ۲۰۰ میلیون ریال دارد و این تنها پس‌انداز زندگی اوست که نمی‌خواهد همه آن را در این راه بگذارد. اگرچه، یقین دارد که بازار برای این کار مناسب است. منیره اخوان به تازگی ۷۳۰ میلیون ریال ارث برده است. او قصد دارد ۳۰ میلیون ریال از این پول را صرف خرید جواهرات و چیزهای دیگر کند و بقیه یعنی، ۷۰۰ میلیون ریال را سرمایه‌گذاری کند. حسین رنجبر وکیل شرکتی بزرگ است. به تازگی در ازای کار خود چکی به مبلغ ۲۵۰ میلیون ریال دریافت کرده است. او قصد دارد ۵۰ میلیون ریال را صرف خرید یک دستگاه اتومبیل نماید و بقیه یعنی ۲۰۰ میلیون ریال را سرمایه‌گذاری کند. فرض کنید این چند نفر بر حسب تصادف با هم آشنا می‌شوند. در حین گفتگو از برنامه مالی خود تصمیم می‌گیرند با هم در برنامه تولید محمدی مشارکت کنند. محمدی موافقت می‌کند که فقط ۱۰۰ میلیون ریال سرمایه‌گذاری کند و در ازای ۷۰۰ میلیون ریال ۵۰٪ سهم تولید را به اخوان بفروشد. رنجبر می‌پذیرد که ۲۰۰ میلیون ریال وام چهار ساله با بهره ۱۸٪ برای این طرح بدهد. محمدی موظف است این واحد اقتصادی را اداره کند. اکنون ۱ میلیارد ریال لازم برای تولید درب بازکن برقی فراهم شده است.

در این مفاهمه دو حق مالی شکل گرفت. نخست، حق سرمایه است که محمدی زاده در برابر ۷۰۰ میلیون ریال فروخته است. دیگری سند بدهی است که رنجبر در عوض ۲۰۰ میلیون ریال خریداری نموده است. بدین ترتیب، این دو دارایی مالی این امکان را فراهم آورد که وجوه اضافی اخوان و رنجبر در دارایی مشهود سرمایه‌گذاری شود. زمان‌بندی مصرف از طریق انتقال وجوه نخستین کارکرد اقتصادی دارایی مالی است. این واقعیت که محمدی حاضر نیست تمام پس‌انداز زندگی خود را سرمایه‌گذاری کند، به این معنی است که وی می‌خواهد بخشی از خطر را به دیگری منتقل کند. او بدین منظور، یک دارایی مالی به اخوان می‌فروشد و به وی این حق را می‌دهد که نیمی از جریان نقدی حاصل از فعالیت اقتصادی را مطالبه کند. علاوه بر این، او مقداری از سرمایه لازم را از رنجبر بدست می‌آورد که حاضر نیست در خطر این فعالیت (به جز خطر اعتبار) مشارکت کند. در عوض، محمدی موظف است بدون توجه به نتایج فعالیت اقتصادی جریان نقدی ثابت به رنجبر بپردازد. تخصیص خطر کارکرد دوم دارایی مالی است.

سهامداران شرکت نمی‌توانند در مدیریت روزانه شرکت دخالت نمایند. آنها هیئت مدیره‌ای را انتخاب می‌کنند که مدیریت شرکت را به عهده دارد. این ساختار به آن معناست که مالکان و مدیران شرکتها یکی نیستند. این تفکیک موجب می‌شود که شرکت به ثبات خاصی در تداوم فعالیتها برسد که شرکتها یکی مالکی فاقد آن هستند. برای مثال، اگر گروهی از سهامداران که از شرکت خارج شوند، می‌توانند سهام خود را به سرمایه‌گذاران دیگر بفروشند، بدون اینکه بر وضعیت و مدیریت شرکت تأثیری داشته باشد. بنابراین، دارائیهای مالی و امکان خرید و فروش آن در بازارهای مالی، موجب می‌شود تا تفکیک مالکیت از مدیریت امکان پذیر شود.

آیا همه سهامداران شرکتها از شرکتها بزرگ سرمایه‌گذاری با درصد مالکیت بالا تا سرمایه‌گذاران کوچک در این نظر موافقتند که؛ شرکت باید به دنبال چه هدفی باشد. بازارهای مالی سازوکارهای لازم را در

این زمینه فراهم می‌کنند. همه سهامداران از خرد تا عمده موافقتند که مدیریت شرکت باید راهکارهایی را پیگیری کند که ارزش سهام شرکت و در نتیجه ارزش داراییهای مالی آنها را افزایش دهد. این سیاست موجب می‌شود تا میزان ثروت سهامداران افزایش یابد و به هدفهای از پیش تعیین شده برسند.

آیا مدیران در واقع تلاش می‌کنند تا ارزش شرکت اضافه شود؟ از دیدگاه اقتصادی و تئوری نفع شخصی، به سادگی قابل درک است که مدیران در جهت منافع و منویات خود، نه شرکت و صاحبان آنها، حرکت می‌کنند. برای مثال، مدیران ممکن است، استفاده از تعطیلات گران قیمت، حقوق و مزایای غیرمتعارف، پرهیز از اجرای پروژه‌هایی ریسکی، دستکاری در حسابها برای دریافت پاداش بیشتر، و بسیاری از اقدامات از این دست را انجام دهند. بار مالی این اقدامات بر عهده سهامداران است. این مسئله که از تضاد منافع بین سهامداران و مدیران نشأت می‌گیرد، **مشکل نمایندگی**^۲ نامیده می‌شود. یعنی، مدیرانی که از سوی سهامداران انتخاب می‌شوند به جای تلاش برای افزایش سودآوری و در نتیجه افزایش ارزش بازار شرکت، منافع شخصی خود را تعقیب می‌کنند.

سازوکارهای زیادی برای کاهش مشکلات نمایندگی وجود دارد. نخست، مرتبط کردن پرداخت پاداش مدیران به موفقیت شرکت است. بخش عمده‌ای از پاداش مدیران به شکل اختیار خرید سهام است. یعنی، مدیران به خوبی می‌دانند که پاداش کار آنان با افزایش ثروت سهامداران مرتبط است. دوم، استفاده از حسابرسی گزارشهای مالی است. استفاده گسترده از خدمات حسابرسی دلالت بر این موضوع دارد که حسابرسی ابزاری مؤثر برای نظارت بر عملکرد مدیران واحدهای اقتصادی است. سوم، افراد دیگر مثل تحلیل‌گران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی مثل، صندوق‌های بازنشستگی که درصد بالایی از مالکیت این شرکتها را در اختیار دارند، بر عملکرد مدیران این شرکتها نظارت نزدیک دارند. سرانجام، مدیران شرکتها به خوبی می‌دانند که اگر در جهت افزایش ارزش شرکت کار نکنند، از کار برکنار خواهند شد. اگر هیئت مدیره در اداره امور شرکت و نظارت بر کار مدیران اهمال کند، سهامداران می‌توانند با بدست آوردن آرای و کالتی (حق رأی سهام دیگر سهامداران) آرای لازم برای تغییر مدیران را داشته باشند و به هیئت مدیره دیگری رای دهند. به هر حال، این تهدید اغلب کمتر اجرا می‌شود. سهامدارانی که سعی دارند اینگونه از منافع خود دفاع کنند باید از سرمایه شخصی مایه بگذارند در حالیکه مدیران به هزینه شرکت از خود دفاع می‌کند (فصل ششم را ملاحظه کنید). اکثر این اقدامات با شکست مواجه می‌شود. تهدید واقعی برای جابجایی مدیران از ناحیه شرکتها دیگر است. اگر شرکت دیگری به این نتیجه برسد که شرکت مورد بحث ما عملکرد ضعیفی دارد و در نتیجه قیمت بازار هر سهم آن به شدت کاهش یافته است، می‌تواند با خرید سهام عمده این شرکت اقدام به تملک آن شرکت نموده، مدیریت شرکت را تعویض و از افزایش قیمت بازار شرکت و هم از نیروی هم‌افزایی ناشی از تملک بهره‌مند شود.

² Agency Problem

۴-۱ مشتریان سیستم مالی

تحلیل خود را با نگاهی عمیق به مشتریان اصلی سیستم مالی و نوع تقاضای آنها ادامه می‌دهیم. توجه به نوع تقاضای مشتریان سیستم مالی این بینش را به ما می‌دهد که چرا سازمانها و مؤسسات مالی روز به روز رشد و توسعه می‌یابند. مشتریان محیط مالی را به سه دسته طبقه‌بندی می‌شوند: خانوارها، شرکتها و دولت. این تقسیم‌بندی خالی از نقص نیست. مؤسسات و سازمانهای غیر انتفاعی و همچنین مؤسساتی انتفاعی که به صورت غیر شرکتی و انفرادی و اداره می‌شوند را در بر نمی‌گیرد. از نقطه نظر بازار، تفکیک مشتریان به سه طبقه فوق قابل قبول است.

۱-۴-۱ خانوارها

اغلب، خانوارها به طور مداوم درگیر تصمیمات اقتصادی در بارهٔ فعالیتهایی مثل؛ اشتغال، آموزش، بازنشستگی، پس‌انداز و مصرف هستند. پیش فرض بحث ما در این زمینه، محدود کردن این تصمیمات به مسائل مالی است. بحث را با این ایده که نگهداری داراییهای مالی گزینه مطلوبی برای خانوارها است پی می‌گیریم. حتی با محدود نمودن تصمیمات خانوار به مسائل مالی، ما با دامنه گسترده‌ای از موضوعات مختلف در این زمینه روبرو می‌شویم. وضعیت اقتصادی خانوارها ملاحظات مربوط به مالیات بر درآمد و ترجیحات ریسک و بازده، موجب ایجاد تقاضا برای انواع گوناگونی از داراییهای مالی می‌شود. همانگونه که در ادامه همین فصل خواهیم دید تنوع در تقاضا برای داراییهای مالی زمینه‌ساز نوآوری‌های مالی شده است.

در اقتصاد سرمایه‌داری، این خانوارها هستند که تصمیم می‌گیرند، شرکتها باید زندگی کنند یا بمیرند. اگر شرکتی به خوبی فعالیت کند و دارای چشم‌اندازهای آتی سودآور باشد، سرمایه‌گذاران حاضرند بهای بیشتری برای خرید سهام این شرکتها بپردازند. مدیریت شرکت می‌تواند برای تامین مالی سهام جدیدی را منتشر و در بازار سهام به فروش برساند و تجهیزات جدیدی خریداری و فعالیتهای را توسعه دهد. اگر فعالیت شرکت چندان مناسب نباشد، قیمت سهام در بازار به شدت سقوط می‌کند. شرکت در تامین مالی با مشکل روبرو می‌شود. این یعنی کوچک شدن و به زوال رفتن و در نهایت یعنی مرگ.

اما، فرآیند تخصیص سرمایه در بازار سهام ممکن است موجب اتلاف منابع نیز شود. برخی از شرکتها ممکن است در کوتاه مدت عملکرد بسیار داغی داشته باشند، و منابع عظیمی را گردآوری نمایند و در ادامه فعالیت با مشکل مواجه شوند. شاید این وضعیت اجتناب‌ناپذیر باشد و بازار سهام راه حل قاطعی برای آن نداشته باشد. پیش‌بینی اینکه شرکت موفق خواهد شد یا شکست خواهد خورد، بازارهای مالی پاسخ قانع‌کننده‌ای برای آن ندارند. در این بین بسیاری از سرمایه‌گذاران افق دید محدودی دارند و بر مبنای چشم‌اندازهای شرکت در یک بازه زمانی کوتاه تصمیم‌گیری می‌کنند. از طرف دیگر یک ارتش از افراد خبره، هوشمند و حرفه‌ای با تحلیل چشم‌اندازهای شرکت در بلندمدت در مورد معاملات سهام شرکتها تصمیم‌گیری می‌کنند. قیمت سهام مجموعه‌ای از این قضاوتها را منعکس می‌کند.

۲-۴-۱ شرکتها

در حالیکه تصمیمات مالی خانوارها معطوف به چگونگی سرمایه‌گذاری پول می‌شود، شرکتها برای تامین مالی سرمایه‌گذاری در دارائیه‌ها واقعی مثل؛ اموال ماشین‌آلات و تجهیزات، فناوری تولید و غیره نیاز به پول دارند. جدول ۳-۱ ترانزنامه کلیه شرکتهای تجاری، تولیدی را در کشور امریکا یکجا نشان می‌دهد. حجم عظیم سرمایه‌گذاری در دارائیه‌های مشهود کاملاً محسوس است. به طور کلی، دو روش برای تامین پول مورد نیاز وجود دارد. اول، شرکتها می‌توانند از بانکها وام دریافت نمایند یا به طور مستقیم اوراق قرضه را به عامه مردم بفروشند. دوم، پذیرش شرکای جدید از طریق فروش سهام که منتهی به مالکیت سهام و در نتیجه مالکیت شرکت می‌شود.

شرکتها ترجیح می‌دهند اوراق بهادار با مدل ساده را منتشر کنند که فاقد هر گونه ابهام یا ریسک بالا باشد و به گونه‌ای متناظر هزینه تامین مالی شرکت نیز کمتر باشد. عرضه اوراق بهادار با مدل بازدهی ساده و یک‌دست از طرف شرکتها، موجب ایجاد تضاد با تقاضای خانوارها می‌شود. اغلب خانوارها تمایل دارند در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری کنند که برای مثال، ریسک و بازدهی آن تقریباً مشخص باشد. این عدم سازگاری در هدفها موجب می‌شود تا در این بین صنعت واسطه‌گری مالی ظهور نماید. این صنعت با تبدیل اوراق بهادار ساده شرکتها به اوراق بهادار فنی یا پیچیده که مناسب تقاضای مشتریان است، بین تمایلات این دو گروه (شرکتها و خانوارها) پیوند برقرار نموده و حفره بازار در انتشار و خرید اوراق بهادار را از بین می‌برد.

جدول ۳-۱ ترانزنامه شرکتهای تجاری، تولیدی در امریکا در پایان سال ۲۰۰۷

دارائیه‌ها	میلیارد دلار	درصد	بدهی‌ها و ارزش ویژه	میلیارد دلار	درصد
دارائیه‌های واقعی:			بدهی‌ها:		
تجهیزات و نرم‌افزارها	۳/۷۶۳	۱۵	اوراق قرضه و دیون رهنی	۴/۳۹۷	۱۷.۵
املاک و مستغلات	۷/۸۶۱	۳۱.۲	وام بانکی	۷۰۷	۲.۸
موجودیها	۱/۶۷۱	۶.۶	سایر وامها	۷۴۵	۳
جمع دارائیه‌های واقعی	۱۳/۲۹۵	۵۲.۸	بدهی تجاری	۱/۶۵۱	۶.۳
دارائیه‌های مالی:			سایر اقلام	۳/۳۱۸	۱۳.۲
سپرده و نقدینگی	۶۰.۸	۲.۴	جمع بدهی‌ها	۱۰/۸۱۸	۴۳
اوراق بهادار قابل فروش	۹۵۳	۳.۸			
اعتبارات تجاری	۲/۲۰۰	۸.۷			
سایر دارائیه‌های مالی	۸/۱۰۷	۳۲.۳			
جمع دارائیه‌های مالی	۱۱/۸۶۸	۴۷.۲	ارزش ویژه	۱۴/۳۴۶	۵۷
جمع	۲۵/۱۶۴	۱۰۰	جمع	۲۵/۱۶۴	۱۰۰

۳-۴-۱ دولت

تفاوت بین درآمدها و مخارج دولت موجب می‌شود تا آنها در بازارهای مالی وام‌دهنده یا وام‌گیرنده باشند. برای مثال، در جنگ جهانی دوم که دولت امریکا با کسری بودجه مواجه بود اقدام به فروش اسناد خزانه، اوراق قرضه و دیگر اسناد بدهی نموده است. بنابراین، همانند شرکتها، دولتها نیز برای تامین مالی کسری درآمدها نیاز به دریافت وام دارند. دولتها برخلاف شرکتها نمی‌توانند سهام بفروشند. اگر درآمدهای مالیاتی برای پوشش مخارج کافی نباشد، آنها فقط می‌توانند اقدام به استقراض نمایند. دولتها همچنین می‌توانند پول چاپ کنند، البته این منبع گردآوری وجوه به افزایش نرخ تورم و حجم اسکناس در گردش منتهی می‌شود. بنابراین، دولتها نیز سعی می‌کنند از انتشار و استفاده زیاد از چاپ اسکناس به عنوان منبع تامین مالی دوری کنند. اگر درآمد دولت بیشتر از مخارج اش باشد در آن صورت دولت اقدام به وام‌دهی می‌کند.

درآمد مالیاتی دولت موجب می‌شود ریسک عدم پرداخت وام‌های پرداختی به دولت تقریباً وجود نداشته باشد. به همین دلیل نرخ سود وام‌های پرداختی به دولت کمتر از شرکتها و مؤسسات مالی است. بدهی مالی ترانزنامه دولت مرکزی امریکا در جدول ۵-۱ دیده می‌شود. توجه کنید که عمده بدهی دولت اوراق بهادار دولتی مثل اسناد خزانه و اوراق تجاری است.

دولتها و شرکتها نمی‌توانند تمام اوراق بهادار خود را به صورت مستقیم به خانوارها بفروشند. حدود نیمی از سهام منتشر شده شرکتها در تملک موسسات نهادی مثل صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و بانکها است. این نهادهای مالی در واقع واسطه بین خانوار با دولت و شرکتها هستند. به این دلیل آنها واسطه‌های مالی نامیده می‌شوند که در ادامه بدان می‌پردازیم.

۵-۱ پاسخ محیط مالی به تقاضای مشتریان

در اقتصاد مبتنی سرمایه‌داری، هنگامی که تقاضایی روانه بازار می‌شود و تقاضا کنندگان حاضرند هزینه دریافت خدمت را بپردازند، فعالان بازار که به دنبال فرصتهای سودآور هستند راه حلی را برای پاسخ به تقاضای مشتریان خواهند یافت. این سازوکاری است که موجب پیدایش انواع بازارهای مالی شده است. اجازه بدهید که اکنون با برخی از واکنش‌های بازار در پاسخ به تقاضای متنوع سه دسته مشتریان معرفی شده در بخش ۴-۱ بپردازیم.

۱-۵-۱ واسطه‌گری مالی

به خاطر داشته باشید که تصمیمات مالی خانوارها، مربوط به انتخاب بهترین روش برای سرمایه‌گذاری پول است. در مقام مقایسه، اندک بودن نسبی سرمایه خانوارها، سرمایه‌گذاری مستقیم را برای آنان دشوار می‌سازد. بدیهی است یک سرمایه‌گذار کوچک نمی‌تواند در ستون تبلیغات یک روزنامه تمایل خود را برای وام دادن به شرکتی که نیاز به پول دارند اعلام کند. در عوض، واسطه‌های مالی مثل بانکها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه یا صندوق‌های بازنشستگی به طور طبیعی درگیر به اشتراک

گذاشتن علائق این دو بخش با یکدیگر هستند. واسطه‌های مالی از طریق انتشار اوراق بهادار و عرضه آنها به سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، پول بدست می‌آورند و آن را صرف خرید اوراق بهادار شرکت‌های دیگر می‌کنند. خرید اوراق بهادار واسطه‌های مالی را سرمایه‌گذاری غیرمستقیم می‌نامند.

برای نمونه، یک بانک تجاری اقدام به انتشار اوراق بهادار به شکل اوراق بدهی (مثل، حسابهای سپرده پس‌انداز) می‌کند. بانک ناشر وجوه حاصل را صرف پرداخت وام به شرکتها و دیگر قرض‌گیرندگان می‌کند. تفاوت بین نرخ بهره پرداختی به سپرده‌گذاران و نرخ بهره دریافتی از وام‌گیرندگان سود بانک را تشکیل می‌دهد. از این رو، نیازی نیست که وام‌دهنده و وام‌گیرنده بطور مستقیم با یکدیگر ارتباط داشته باشند. در عوض هر کدام از طرفین به بانک مراجعه می‌نماید و بانک به عنوان یک واسطه مالی عمل می‌کند. بنابراین، مشکل پیوند وام‌دهنده و وام‌گیرنده با مراجعه مستقل به واسطه مالی حل می‌شود. جهت سهولت برقراری ارتباط و صرفه‌جویی در هزینه، هم سپرده‌گذار به عنوان وام‌دهنده و هم وام‌گیرنده می‌پذیرند که بین نرخ سود سپرده نزد بانک و نرخ سود وام دریافتی از بانک تفاوت وجود داشته باشد. به عبارت دیگر، مشکل هماهنگی بین این دو قشر موجب ایجاد حفره‌ای در بازار می‌شود که بانکها بتوانند به عنوان یک واسطه شروع بکار کنند. وجود فرصت سودآوری در بازار به تنهایی برای پذیرش ظهور بانکها در دنیای معاملات تجاری کافی است.

واسطه‌های مالی از سایر انواع شرکتها از نظر نوع دارائیهها و نوع بدهی‌ها متمایز می‌شوند. جدول ۱-۴ ترازنامه نهادهای مالی در در پایان سال ۲۰۰۷ یکجا نشان می‌دهد. در این ترازنامه دیده می‌شود که دارائیههای مشهود بخش اندکی از دارائیههای این مؤسسات را تشکیل می‌دهد. جدول ۱-۴ را با جدول ۱-۳ مقایسه کنید. به وضوح مشهود است که واسطه‌ها به عنوان دلال عمل می‌کنند. به طور خیلی ساده، وجوه را از یک بخش به بخش دیگر منتقل می‌نمایند. در حقیقت، از نقطه نظر کلی، واسطه‌ها در اجتماع وجود دارند تا پول از سوی خانوارها به سوی شرکتها جابجا شود.

جدول ۱-۴ ترازنامه نهادهای مالی در آمریکا (پایان سال ۲۰۰۷)

دارائیهها	میلیارد دلار	درصد	بدهی‌ها و ارزش ویژه	میلیارد دلار	درصد
دارائیههای واقعی:			بدهی‌ها:		
تجهیزات و تاسیسات	۵۲۷	۳	سپرده‌ها	۳/۴۶۲	۲۰.۱
زمین	۱۰۰	۰.۶	صندوق سرمایه‌گذاری	۱۰/۵۶۴	۹.۱
جمع دارائیههای واقعی	۶۲۷	۳.۶	ذخیره بیمه عمر	۴۷۸	۲.۸
دارائیههای مالی:			ذخیره طرحهای بازنشستگی	۴/۶۵۱	۲.۷
سپرده‌ها و وجوه نقد	۳۶۴	۲.۱	اوراق بهادار بازار پول	۱/۱۵۰	۰.۷
اوراق بهادار دولتی	۳/۵۴۸	۲۰.۶	اوراق قرضه و دیون رهنی	۱/۵۸۹	۹.۲
اوراق قرضه شرکتی	۱/۹۲۴	۱۱.۲	سایر بدهی‌ها	۳/۰۷۸	۱۷.۸
سهام شرکتها	۳/۳۱۰	۱۹.۲	جمع بدهی‌ها	۱۵/۷۹۱	۹۲.۶
دیون رهنی	۲۳۱۱	۱۳.۳			
سایر دارائیههای مالی	۵/۱۶۸	۳.۰			
جمع دارائیههای مالی	۱۶/۶۲۵	۹۶.۴	ارزش ویژه	۱/۲۸۱	۷.۴
جمع	۱۷/۲۵۲	۱۰۰	جمع	۱۷/۲۵۲	۱۰۰

دیگر انواع واسطه‌های مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی و اعتباری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازنشستگی هستند. تمام این شرکت‌ها وظیفه مشابهی دارند، و به عنوان یک واسطه یا دلال عمل می‌کنند. اول، تجمیع سرمایه‌های کوچک سرمایه‌گذاران که بتوانند از این طریق وام‌های کلان به قرض‌گیرندگان بزرگ پرداخت نمایند. دوم، کاهش خطر با ایجاد تنوع. سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرید که وجوه خود را در یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌کند. فرض کنید که این شرکت وجوه دریافتی از تمام سرمایه‌گذاران را یکجا در سهام تعداد زیادی از شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند. با این کار، شرکت سرمایه‌گذاری تنوع ایجاد کرده و خطر را کاهش داده است. سرمایه‌گذارانی که وجوه زیادی برای سرمایه‌گذاری ندارند مشکل بتوانند به این حد از تنوع بخشی برسند. اما همین سرمایه‌گذاران با سپرده‌گذاری پول در شرکت سرمایه‌گذاری به همان تنوع می‌رسند و خطر را کاهش می‌دهند. این عملکرد واسطه‌های مالی - یعنی تبدیل دارایی پر خطر به دارایی کم خطر - را تنوع بخشی می‌نامند. هر چند ممکن است خود سرمایه‌گذاران بتوانند خود به این کار دست بزنند بی‌گمان هزینه ایشان در این کار بیشتر از هزینه واسطه‌های مالی است. این بستگی به وجوهی دارد که می‌خواهند سرمایه‌گذاری کنند. رسیدن به تنوع با هزینه کم به منظور کاهش خطر از طریق خرید دارایی مالی واسطه‌های مالی یکی از منافع اقتصادی عمده بازارهای مالی است. دوم، کاهش هزینه عقد قرارداد و پردازش اطلاعات، سرمایه‌گذارانی که دارایی مالی می‌خرند باید زمانی بگذرد تا به مهارت لازم برای شناخت راه و رسم ارزش‌یابی سرمایه‌گذاری دست یابند. علاوه بر هزینه فرصت زمانی که صرف پردازش اطلاعات در باره دارایی مالی می‌شود، دست‌یابی به اطلاعات نیز هزینه دارد. کل این هزینه را هزینه پردازش اطلاعات گویند. هزینه عقد قرارداد وام را هزینه قرارداد گویند. دو نمونه واسطه‌های مالی - شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تجاری - را در نظر بگیرید. کسانی که برای این واسطه‌ها کار می‌کنند سرمایه‌گذاران حرفه‌ای‌اند که کارشان تحلیل مالی و اداره آنها است. هزینه کمتر در جهت منافع سرمایه‌گذارانی است که حق مالی یک واسطه مالی را می‌خرند و نیز در جهت منافع ناشر دارایی مالی از هزینه کمتر پردازش اطلاعات و عقد قرارداد سود می‌جوید. بدین ترتیب، خریدار به صرفه‌جویی مقیاس دست می‌یابد.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری واسطه‌های مالی هستند که به عامه مردم سهام می‌فروشند و وجوه بدست آمده را در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. وجوه در اختیار خانوارها برای سرمایه‌گذاری به اندازه‌ای نیست که بتوانند سبد متنوعی از اوراق بهادار را خریداری نمایند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری مسئله کوچک بودن و امکان ناپذیری تنوع سرمایه‌گذاری را از بین می‌برند. یعنی، سرمایه اشخاص از بین هر سهمی که فروخته می‌شود که گرد هم می‌آیند و پول بسیاری از سرمایه‌گذاران را اداره می‌کنند مسئله کوچک بودن خود را از بین می‌برند. سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی معامله می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مردمی‌ترین نهادی که عموم مردم را به بازارهای اوراق

بهادار وصل می‌کند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک واسطه مالی است که کارکرد اصلی آن مدیریت تخصصی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. صندوق‌ها با فروش واحدهای سرمایه‌گذاری (نه سهام به شکل متداول آن) به مردم وجوه گردآوری شده را صرف سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار می‌کنند. صندوق‌ها دارای سرمایه شناور هستند و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری به راحتی می‌توانند واحدهای خریداری شده خود را با ارائه به قیمت روز ابطال نمایند و وجه آن را دریافت کنند یا درخواست خرید واحدهای جدیدی را بدهند.

وجه تمایز صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با شرکتهای سرمایه‌گذاری در این است که سهامداران شرکتهای سرمایه‌گذاری برای فروش سهام خریداری شده باید به بازارهای مالی مراجعه نمایند. در حالیکه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برای ابطال واحدهای خود به صندوق مراجعه و آن را نقد می‌کنند. واحدهای صندوق بر اساس ارزش روز خالص دارائیهای قیمت‌گذاری می‌شود.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران با مقررات خاص خود، با مدیریت شرکتهای کارگزاری و تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار ایران فعالیت می‌کنند. فعالیت اولین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران از سال ۱۳۸۶ آغاز شده است. تا تاریخ تنظیم این کتاب چهل صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با مدیریت شرکتهای کارگزاری در بازار سرمایه ایران فعالیت می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در فصل دوم معرفی می‌شود.

۲-۵-۱ نوآوری‌های مالی و اوراق مشتقه

تقاضای خانوارها برای سرمایه‌گذاری بسیار متنوع است، اما اوراق بهاداری که شرکتهای منتشر می‌کنند نمی‌تواند تمامی این نیازها را برآورده سازد. شرکتهای از مدل‌های ساده برای انتشار اوراق بهادار استفاده می‌کنند. اغلب، خانوارها در جستجوی اوراق بهادار با ویژگی‌های پیچیده‌ای هستند که اوراق بهادار صادره توسط شرکتهای فاقد آن است. انتشار اوراق بهادار جدید و چند بُعدی برای تامین نیاز مشتریان بازارهای مالی به عهده کسانی است که به عنوان متخصصان بازارهای مالی فعالیت می‌کنند. البته این وضعیت، فرصت سودآوری مناسبی را برای واسطه‌های مالی جهت نوآوری در طراحی و ابداع اوراق بهادار جدید و پیچیده ایجاد می‌کند.

برای درک این وضعیت، کافی است تا به تغییرات خیره‌کننده در بازارهای رهنی از سال ۱۹۷۰ در امریکا نگاهی بیاندازیم. در این سال اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی توسط انجمن ملی دیون رهنی^۳ معرفی گردید. در این حالت، وام‌های رهنی مسکن دریافتی توسط اشخاص که دارای ویژگی‌های مشابه باشند، یکجا تجمیع می‌شوند، سپس با پشتوانه این وام‌های تجمیع شده، **اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی**^۴ منتشر می‌شود. خریداران اوراق بهره را ماهانه و اصل مبلغ را در سررسید دریافت می‌کنند. بانک ناشر اوراق که وام را پرداخت نموده است، دیگر دارنده سرمایه‌گذاری‌های رهنی محسوب نشده و این اوراق به افراد دیگری منتقل شده است. بانک ناشر فقط خدمات دریافت سود ماهانه و

³ Government National Mortgage Association (GNMA)

⁴ Pass-through security

پرداخت آن به دارندگان اوراق رهنی را به عهده دارد.

اوراق بهادار رهنی نوآوری بزرگی در بازارهای رهنی بوده است. تبدیل به اوراق بهادار کردن⁵ وام‌های رهنی بدین معنی است که وام‌های رهنی همانند سایر اوراق بهادار می‌توانند در بازارهای مالی ملی مورد دادوستد قرار گیرند. نقدینگی دیگر محدود به مکان‌های جغرافیایی خاصی نمی‌شود، با معامله اوراق رهنی در بازارهای ملی، نقدینگی با استفاده از اوراق رهنی می‌تواند از یک منطقه به منطقه‌ای دیگر جابجا شود.

دور بعدی نوآوری مالی زمانی آغاز شد که مشخص گردید سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در *اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی* با سررسیدهای متفاوت، علاقه‌مند هستند. بنابراین، دیون رهنی تضمین شده⁶ پا به عرضه وجود گذاشت. اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی به مجموعه‌ای از طبقات با سررسید متفاوت به نام *بسته‌های کوتاه مدت، میان مدت، و بلندمدت* تقسیم می‌شود. در بسته کوتاه مدت، دارندگان آن، ابتدا بهره ماهانه و سپس اصل مبلغ سرمایه‌گذاری را دریافت می‌کنند و سرمایه‌گذاران در سایر بسته‌ها تنها بهره سرمایه‌گذاری‌های خود را دریافت می‌کنند. پس از رد دیون دارندگان بسته کوتاه مدت، دارندگان بسته میان مدت بهره‌ها را ماهانه و سپس اصل مبلغ سرمایه‌گذاری را در سررسید دریافت می‌کنند. بنابراین، دارندگان بسته بلند مدت پس از اینکه سررسید سایر بسته‌ها به پایان رسیدند، اصل مبلغ سرمایه‌گذاری خود را در سررسید دریافت می‌کنند.

اگرچه این نوع اوراق بهادار پیچیده هستند، اما پیام اصلی این است که این اوراق بهادار پیچیده واکنش طبیعی بازار در پاسخ به تقاضای مشتریان بوده است. موج توسعه محصولات مالی در دو دهه گذشته، واکنش طبیعی برای ایجاد فرصت‌های سودآوری هستند که در پاسخ به تقاضاهای بکر بازار برای اوراق بهادار با دامنه ریسک، نرخ مالیاتی، بازده و سررسیدهای متفاوت ایجاد شده‌اند. همزمان با رشد مؤسسات تامین سرمایه، ابداع اوراق بهادار جدید و متناسب با خواسته گروه‌های مختلف در دستور کار قرار گرفت. برای مثال، اوراق بهادار با پشتوانه دیون رهنی، در واقع تبدیل اوراق بهادار رهنی ساده به دسته‌های کوچکتر با ویژگی‌های متفاوت از اوراق اصلی می‌باشد. جوکی در وال استریت رایج است: چند شرکت تامین سرمایه برای فروش یک لامپ لازم است؟ جواب: صد شرکت نیاز داریم تا یک شرکت لامپ را بشکند و نود و نه شرکت دیگر قطعات شکسته آن را بفروشند.

مفهوم اوراق بهادار مشتقه در برابر اوراق بهادار اصلی از بحث بالا نشأت می‌گیرد. بازده **اوراق بهادار اصلی**⁷ وابستگی به وضعیت مالی ناشر آن دارد. برای مثال، اوراق قرضه دارای بهره‌های مشخصی است که پرداخت آن به توانایی مالی شرکت صادر کننده آن بستگی دارد. پرداخت سود تقسیمی به سهامداران نیز بستگی به وضعیت مالی شرکت ناشر سهام دارد. برعکس، بازده **اوراق بهادار مشتقه**⁸ بستگی به عوامل دیگری دارد که به قیمت‌های سایر داراییها مربوط می‌شود. برای نمونه، بازده *اختیار خرید سهام بستگی به قیمت دارایی پایه آن دارد (فصل دوم را ببینید)*. در مورد اوراق رهنی مورد

⁵ Securitization

⁶ Collateralized mortgage obligation (CMO)

⁷ Primitive securities

⁸ Derivative securities

بحث ما، بازده این اوراق به بازده اوراق بهادار اصلی، بستگی دارد. بسیاری از نوآوری‌ها در طراحی اوراق بهادار، وابسته به ابداع انواع جدیدی از اوراق بهادار مشتقه از تجمیع اوراق بهادار اصلی است.

اوراق مشتقه تبدیل به بخش جدائی ناپذیری از محیط سرمایه‌گذاری شده‌اند. یکی از کارکردهای اوراق مشتقه و شاید اولین کارکرد آن پوشش ریسک می‌باشد. با وجود این، اوراق مشتقه نیز می‌توانند بطور عمده‌ای برای هدف‌های بورس‌بازی مورد استفاده قرار گیرند. علاوه بر این، زیان در بازارهای مالی دارای حساسیت ویژه‌ای است، نگاه‌ها را به سوی خود بر می‌گرداند، و موجب گفتگوهای فراوان و دامنه‌داری بین مشارکت‌کنندگان در بازار می‌شود. استفاده از اوراق مشتقه (با کاربرد اولیه مدیریت ریسک)، می‌تواند از دامنه این حساسیت و بگو مگوهای طولانی بکاهد. با این منطق، روز به روز بر اهمیت نقش اوراق مشتقه در مدیریت سبد سرمایه‌گذاری و سیستم مالی اضافه می‌شود. پس صلاح نیست. ما این موضوع را رها کنیم و در ادامه نیز بدان خواهیم پرداخت.

۳-۵-۱ مهندسی مالی

تنوع در نیازهای سرمایه‌گذاران موجب ابداع اوراق بهادار جدیدی شده است که بتواند نیازهای مشتریان را برآورده سازد. در **مهندسی مالی**^۹ با استفاده از مدل‌های ریاضی و فناوری داد و ستد مبتنی بر شبکه رایانه‌ای محصولات مالی جدیدی ابداع و روانه بازارهای مالی می‌شود. در مهندسی مالی سازندگان بازار معامله‌ای را ترتیب می‌دهند که نیازهای مشتری را برآورده سازند و سپس بر اساس ایده مشتری به او فروش می‌کنند. برای مثال، نمونه‌ای از مهندسی مالی ابداع اوراق بهاداری است که حداقل سود تضمین شده دارد. این اوراق بهادار که توسط واسطه‌های مالی منتشر می‌شود علاوه بر اینکه حداقل سود تضمین شده دارد، بر مبنای شاخص عملکرد بازار مثل شاخص سهام عادی سود اضافی به آن تعلق می‌گیرد.

در مهندسی مالی ابداع اوراق بهادار اغلب با **تجزیه**^{۱۰} اوراق بهادار صورت می‌گیرد. یعنی در این حالت، جریانهای نقدی متفاوت یک اوراق بهادار منفرد، در قالب ابداع چند اوراق بهادار جدید از یکدیگر منفک، و به فروش می‌رسند. به عبارت دیگر، تجزیه به این معنی که جریان نقدی یک دارایی را به چند بخش تقسیم نموده و با پشتوانه این جریانهای نقدی اوراق بهادار جدید ابداع نمائیم. برعکس، اگر جریان نقدی چند ورقه بهادار با یکدیگر ترکیب و در قالب یک اوراق بهادار متحد (جدید) فروخته شود به آن **تلقیح**^{۱۱} می‌گویند. ابداع چنین اوراق بهاداری با استفاده از مهندسی مالی موجب می‌شود تا اوراق بهادار متناسب با ویژگی‌های مختص مشتریان تولید شود. شرکت چوب با کمک مؤسسه تامین سرمایه گلدمن ساچ اوراق بهادار هیبریدی را منتشر کرده است. این شرکت سه نوع اوراق بهادار اصلی؛ سهام عادی، اوراق قرضه، و سهام ممتاز، را با یکدیگر ترکیب نموده است و یک اوراق ترکیبی را ابداع نموده است. در اینجا، شرکت چوب سهام ممتازی را منتشر نموده است که به اختیار دارنده آن قابل تبدیل به سهام عادی است و به اختیار شرکت صادر کننده قابل تبدیل به اوراق قرضه است. این اوراق بهادار،

⁹ Financial engineering

¹⁰ Unbundling

¹¹ Bundling

ترکیبی از سهام ممتاز همراه با چند نوع اختیار است.

به هر حال، تجزیه اوراق بهادار در مهندسی مالی دارای جاذبه فراوانی است. برای مثال، اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی را در نظر بگیرید که به دو طبقه تفکیک شده است: دارنده طبقه اول فقط اصل مبلغ را دریافت می‌کند. در حالیکه دارنده طبقه دوم فقط بهره‌ها را دریافت می‌کند. مثال دیگر از تجزیه اوراق بهادار در بخش ۳-۱ مبحث نوآوری مالی با عنوان دیون رهنی تضمین شده است.

۴-۵-۱ شبکه‌های ارتباطی

اینترنت و پیشرفت‌ها در زمینه شبکه ارتباطات رایانه‌ای زمینه‌ساز پیشرفت‌هایی در اقتصاد و از جمله بخش مالی اقتصاد شده است. در اینجا به چند نوآوری مهم در بازارهای مالی می‌کنیم: معاملات بر خط، انتقال فوری اطلاعات به بازار، انجام معاملات از راه دور و تامین مالی اینترنتی را می‌توان نام برد. در معاملات بر خط^{۱۲} مشتریان به صورت مستقیم سامانه معاملاتی دسترسی دارند. مشتریان یک شرکت کارگزاری با ورود به پایگاه اطلاعاتی شرکت کارگزاری و وارد نمودن رمز عبور می‌توانند مستقیم اقدام به خرید و فروش نمایند. هزینه انجام معاملات در این صورت به نحو چشمگیری کاهش می‌یابد. در امریکا میانگین کارمزد معاملات بر خط کمتر از ۲۰ دلار است در حالیکه معاملاتی که توسط کارگزاران برای مشتریان انجام می‌شود این میانگین حدود ۳۰۰-۱۰۰ دلار است. متأسفانه در ایران هزینه انجام معاملات بر خط با معاملاتی که توسط کارگزار برای مشتری انجام می‌شود تفاوتی ندارد.

اینترنت و شبکه‌های تبادل اطلاعات موجب شده است تا اطلاعات مرتبط زیادی به صورت مستقیم و ارزان در اختیار مردم قرار گیرد. شبکه اطلاع‌رسانی کدال در ایران آخرین اطلاعات مربوط به شرکت‌های بورسی را به طور رایگان در اختیار عامه مردم قرار می‌دهد.

۶-۱ بازارها و ساختار بازار

اوراق بهادار و مؤسسات مالی در پاسخ به نیاز سرمایه‌گذاران پا به عرصه وجود گذاشته‌اند. در تکمیل این روند، بازارهای سازمان یافته برای تسهیل مبادلات ایجاد شده‌اند. برای مثال، شخصی نیاز به پول دارد باید در جستجوی شخص دیگری باشد که پول مازاد دارد. بهر حال، وجود مکانی از قبل مشخص شده برای ملاقات وام دهنده و وام گیرنده فرایند پیوند این اشخاص را ساده می‌کند. خیلی ساده، این مکان ملاقات را بازارهای مالی می‌نامند. ما می‌توانیم چهار نوع بازار را از یکدیگر متمایز کنیم: بازار رودررو، بازار با حضور واسطه‌گران، بازار با حضور معامله‌گران، و بازارهای حراج.

¹² Online-Trading

۱-۶-۱ بازار رو در رو

بازار رو در رو بازاری است که سازماندهی رسمی ندارد و خریداران و فروشندگان به طور مستقیم در جستجو یکدیگرند. برای مثال، آگهی فروش یک یخچال دست دوم در یک روزنامه محلی را می‌توان نام برد. مشخصه این بازار، حضور پراکنده و گاه بیگانه افراد، وجود کالاهای ارزان قیمت و غیر استاندارد است. اکثر شرکتها و اشخاص حقیقی به دنبال کسب سود از طریق حضور در این بازارها نیستند.

۱-۶-۲ بازار با حضور کارگزاران

در بازار با حضور کارگزاران^{۱۳} در این بازارها کارگزاران هم به خریداران و هم به فروشندگان خدمات مفید و سودآور ارائه می‌دهند. به بازار املاک و مستغلات توجه کنید. در این بازار، در مقیاس یک شهر یا کشور، افراد برای خرید ملک یا خانه با مراجعه به کارگزاران املاک، می‌توانند به پهنه وسیعی از این بازار دسترسی داشته باشند. کارگزاران در این بازار باید دانش تخصصی خود را در زمینه ارزشیابی داراییهای قابل داد و ستد گسترش دهند.

یک بازار مهم سرمایه‌گذاری با حضور کارگزاران، بازار/اولیه است. در این بازار شرکتها در شرف راه‌اندازی اوراق بهادار جدیداً منتشر خود را به عامه مردم می‌فروشند. در بازار اولیه، بانک‌ها و مؤسسات تامین سرمایه به عنوان کارگزار عمل می‌کنند و در جستجوی سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهادار شرکتها هستند.

۱-۶-۳ بازار معامله‌گران

وقتی فعالیت واسطه‌گری در داراییهای مالی افزایش می‌یابد، بازار معامله‌گران^{۱۴} ایجاد می‌شود. معامله‌گران کسانی هستند که از توانایی مناسبی برای تحلیل مالی داراییهای مشخصی برخوردار هستند. روال کار آنها این است که داراییها را به نام خود خریداری و سپس آن را با حاشیه سود به فروش می‌رسانند. معامله‌گران، برخلاف کارگزاران، داراییها را به نام خود خریداری و در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. حاشیه سود یک معامله‌گر تفاوت بین قیمت خرید و قیمت فروش است. دسترسی آسان خریداران و فروشندگان به معامله‌گران موجب می‌شود تا هزینه معاملات در این بازار اندک باشد. بدیهی است که مشارکت کنندگان در این بازار باید توانایی‌های خود را افزایش دهند تا بتوانند از این بازار به عنوان منبع جذابی برای کسب سود استفاده کنند. بازار فرا بورس مثالی از بازار معامله‌گران است.

داد و ستد بین دارندگان اوراق بهادار در بازار ثانویه انجام می‌شود. بازار فرا بورس یک بازار ثانویه است. معاملات در بازار ثانویه تأثیری بر میزان سهام در دست سهامداران ندارد. مالکیت سهام در این بازار از سهامداری به سهامدار دیگر منتقل می‌شود.

¹³ Brokered market

¹⁴ Dealer markets

۴-۶-۱ بازار حراج

پیچیده‌ترین و یکپارچه‌ترین بازار، بازار حراج^{۱۵} است که در آن همه دادوستدکنندگان می‌توانند یکجا با ارائه پیشنهاد قیمتی خود اقدام به مبادله نمایند. بورس اوراق بهادار تهران نمونه‌ای از بازار حراج است. مزیت این بازار به بازار معامله‌گران این است که در این بازار برای یافتن مشتری نیازی به جستجو وجود ندارد. تمام مشارکت کنندگان به وسیله ارتباطات رایانه‌ای به راحتی می‌توانند به توافق قیمتی برسند. بازار حراج همچنین یک بازار ثانویه نیز است. در این بازار سهامداران اوراق بهادار شرکتها را بین خود مبادله می‌کنند. در فصل سوم انواع بازارهای مالی تشریح می‌شود.

۷-۱ رقابتی بودن بازارها

بازارهای مالی صحنه رقابت بین فعالان بازار است. در بازار مالی، یک ارتش از تحلیل‌گران زبده، نخبه و بسیار آگاه در جستجوی زمان مناسب برای شکار اوراق بهاداری هستند که با توجه به برآورد آنها دارای قیمت نامعقول است. این رقابت به این معنی است به سختی می‌توان در این بازار یک نهار مجانی خورد. یعنی یافتن اوراق بهاداری که از نظر قیمت کم‌نمایی شده باشد تقریباً غیر ممکن است. دو دلیل اصلی این وضعیت، در اینجا اشاره می‌شود.

۱-۷-۱ تعادل بین ریسک و بازده

سرمایه‌گذاری با هدف کسب بازده پیش‌بینی شده انجام می‌گیرد، اما بندرت بازده آتی را می‌توان به گونه‌ای دقیق پیش‌بینی نمود. ریسک در کُنه سرمایه‌گذاری نهفته است. بازده واقعی یا همان بازده تحقق یافته اغلب با بازده مورد انتظار (که در تاریخ سرمایه‌گذاری برآورد می‌شود) تفاوت دارد. برای مثال، در کشور آمریکا سال ۱۹۳۱ (بدترین سال برای بازار سرمایه از سال ۱۹۲۶ تاکنون) شاخص *استاندارد اند پورز*^{۱۶} ۴۹٪ سقوط کرد. در سال ۱۹۳۳ (بهترین سال برای بازار سرمایه از سال ۱۹۲۶ تاکنون) این شاخص ۵۵٪ رشد کرد. شما مطمئن باشید که هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌توانست چنین عملکرد حداکثری (مثبت یا منفی) را در ابتدای سال پیش‌بینی نماید.

به طور طبیعی، با فرض ثابت بودن سایر عوامل، سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در داراییهایی با بالاترین نرخ بازده مورد انتظار را انتخاب می‌کنند. به هر حال، قاعده نبود نهار-مجانی به ما گوید که در این موارد، هرگز سایر عوامل ثابت باقی نمی‌مانند. اگر شما نرخ بازده بالاتری انتظار دارید باید ریسک بالاتری را تحمل کنید. اگر شرایط به گونه‌ای باشد که بتوان دارایی با بازده بالا بدون قبول ریسک اضافی خریداری نمود، سرمایه‌گذاران برای خرید این دارایی همانند سیلی به راه خواهند افتاد. در نتیجه، قیمت این دارایی به طور بی سابقه‌ای افزایش خواهد یافت و سرمایه‌گذاری در این دارایی دیگر جذاب

¹⁵ Auction market

¹⁶ S & P

نیست. زیرا در مقایسه با بهای خرید، بازده آن کم است. یک دارایی با این وضعیت، که برای سرمایه‌گذاری جذاب تشخیص داده شده است، افزایش قیمت آن تا جایی ادامه خواهد یافت که بازده آن متناسب با ریسک دارایی باشد. در این قیمت تعادلی، سرمایه‌گذاران بازده این دارایی را متناسب با ریسک آن می‌دانند. به گونه‌ای مشابه، اگر ریسک مستقل از بازده باشد، سرمایه‌گذاران برای فروش دارایی با ریسک بالا هجوم خواهند آورد. بنابراین، قیمت‌ها به گونه‌ای بی‌سابقه سقوط خواهد کرد. این سقوط تا جایی ادامه خواهد داشت که سطح ریسک این دارایی متناسب با بازده آن باشد. این مباحث نظری، **تعادل بین ریسک - بازده**^{۱۷} در بازار اوراق بهادار نامیده می‌شود، به این معنی که دارایی‌ها با ریسک بالاتر بازده مورد انتظار بالاتری دارند. ریسک در زبان چینی با علامت زیر نشان داده می‌شود:

危機

علامت اول به معنی خطر و علامت دوم به معنی فرصت است. به عبارت دیگر، ریسک ما را با شرایطی مرکب از خطر و فرصت مواجه می‌سازد و شاید بتوان این تعریف را از زیباترین و کامل‌ترین تعاریف ریسک به حساب آورد. چرا که نه تنها در دنیای سرمایه‌گذاری بلکه جهان طبیعت نیز تهدیدها و فرصت‌ها را در کنار یکدیگر قرار داده است و موجودات به مقتضای سطح شعور خود از این فرصت‌ها در کنار شناخت تهدیدات استفاده می‌کنند. مفهوم ریسک در بازارهای مالی نقش کلیدی بازی می‌کند. بنابراین، باید آن را شناخت و اندازه‌گیری کرد و برنامه‌ای را در نظر گرفت که بتواند ریسک‌های غیر ضروری را از بین برده و ریسک‌ها را همراه با فرصت‌ها مدیریت کند. در نتیجه، ریسک لزوماً پدیده‌ای منفی نیست بلکه به همراه هر فرصتی، ریسک نیز وجود دارد و اصولاً نمی‌توان ریسک را به طور کامل از بین برد چرا که کلیه فرصت‌ها نیز از بین می‌روند.

۲-۷-۱ بازارهای کارای سرمایه

قاعده دیگری که اجازه صرف نهار مجانی را در بازارهای مالی از سرمایه‌گذاران سلب می‌کند، این است که ما بندرت می‌توانیم در بازارهای مالی اوراق بهاداری با اطلاعات رانت قیمتی کشف کنیم. در فصل هشتم تئوری و شواهدی معرفی می‌شود که نشان می‌دهد، سیستم بازارهای مالی به گونه‌ای است که تمام اطلاعات مربوط و اثرگذار به سرعت و مؤثر در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شود. طبق این تئوری قیمت اوراق بهادار فقط با ورود اطلاعات جدید فوراً تعدیل می‌شود به گونه‌ای که قیمت جدید اجماع سرمایه‌گذاران در مورد ارزش اوراق بهادار را نشان می‌دهد. اگر واقعاً چنین باشد دیگر نمی‌توان در بازار اوراقی را یافت که از نظر قیمت بیش‌نمایی یا کم‌نمایی شده باشد.

از نتایج فرضیه اعتقاد یا عدم اعتقاد به بازار کارای سرمایه، انتخاب استراتژی مدیریت سرمایه‌گذاری فعال یا غیرفعال است. در **مدیریت غیرفعال**، سرمایه‌گذار سبب متنوعی از اوراق بهادار را تشکیل داده به مدت زیادی آن را نگهداری می‌نماید و از صرف منابع برای بهبود عملکرد سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی می‌کند. در **مدیریت فعال**، سرمایه‌گذار دائماً در جستجوی اوراق بهاداری است که به درستی قیمت‌گذاری نشده است. حال اگر بازار کارا باشد و قیمت‌ها تمام اطلاعات را منعکس نمایند، شاید استفاده از استراتژی مدیریت غیر فعال

¹⁷ Risk-Return Trade-Off

مناسب باشد. زیرا در این صورت صرف زمان و منابع برای بهبود در عملکرد بی فایده است.

۸-۱ فرآیند سرمایه‌گذاری

همانگونه که قبلاً گفته شد فرآیند سرمایه‌گذاری مستلزم تصمیم‌گیری در مورد انتخاب نوع اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاری، میزان سرمایه‌گذاری و زمان انجام سرمایه‌گذاری است. به‌گونه‌ای دقیق‌تر پنج گام تصمیم‌گیری در فرآیند سرمایه‌گذاری عبارت از؛ (۱) تدوین خط و مشی سرمایه‌گذاری (۲) تحلیل اوراق بهادار (۳) تشکیل سبد سرمایه‌گذاری (۴) تجدید نظر در سبد سرمایه‌گذاری، و (۵) ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری. در ادامه به طور مختصر با این مراحل آشنا می‌شویم.

۸-۱-۱ تدوین خط‌مشی سرمایه‌گذاری

نحستین مرحله، تعیین خط‌مشی سرمایه‌گذاری، شامل تعیین هدف‌های سرمایه‌گذار و میزان ثروت قابل سرمایه‌گذاری است. با توجه به اینکه بین ریسک و بازده در استراتژی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت قابل درکی وجود دارد، منطقی نیست که سرمایه‌گذار هدف خود را از سرمایه‌گذاری «تحصیل بازده فوق‌العاده» تعیین کند. بلکه بهتر است که هدف خود را برای کسب سود زیاد با این تشخیص که شانس وقوع زیان نسبتاً زیادی نیز وجود دارد معطوف کند. هدف‌های سرمایه‌گذار باید از دیدگاه ریسک و بازده بیان شود. این گام در فرآیند سرمایه‌گذاری شناسایی دارایی‌های مختلف مالی‌ای است که باید در سبد سرمایه‌گذاری قرار بگیرد به پایان می‌رسد. انتخاب دارایی‌های مالی بر اساس هدفها سرمایه‌گذاری، مبلغ سرمایه‌گذاری و وضعیت مالیاتی سرمایه‌گذار خواهد بود. برای مثال، شرکت‌هایی که از پرداخت مالیات معاف هستند (مثل صندوق‌های بازنشستگی در امریکا) اقدام به خرید اوراق بهادار معاف از مالیات (مثل اوراق قرضه شهرداری‌ها) نمایند. خط و مشی سرمایه‌گذاری شالوده سرمایه‌گذاری می‌باشد، بدون آن سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصمیم‌گیری نمایند.

۸-۲-۱ تحلیل اوراق بهادار

دومین گام در فرآیند سرمایه‌گذاری تحلیل اوراق بهادار می‌باشد. تحلیل اوراق بهادار شامل ارزیابی ورقه بهاداری خاص یا گروهی از اوراق بهادار در بین مجموعه وسیعی از دارایی‌های مالی می‌باشد. یکی از دلایل ارزیابی اوراق بهادار، شناسایی اوراق بهاداری است که به نظر می‌رسد قیمت بازار آن با قیمت ذاتی آن تفاوت دارد (اوراق بهادار کز قیمت‌گذاری شده). روشهای زیادی برای تحلیل اوراق بهادار وجود دارد. با وجود این، بسیاری از این روشها در یکی از این دو طبقه؛ **تحلیل فنی** و **تحلیل بنیادی** قرار می‌گیرند. تحلیل‌گری که با بررسی روند قیمت‌ها در گذشته جهت تحلیل اوراق بهادار استفاده می‌کند تحلیل‌گر فنی، و استفاده کنندگان از روش بنیادی را بنیادگرا می‌نامند. این دو روش در وهله اول برای تجزیه و تحلیل سهام عادی استفاده می‌شوند. اگرچه، می‌توان برای دیگر دارایی‌های مالی نیز استفاده نمود. در ساده‌ترین شکل، تحلیل فنی شامل مطالعه قیمت‌های بازار سهام به منظور پیش‌بینی

تغییرات آتی قیمت‌ها می‌باشد. قیمت‌های گذشته جهت شناسایی روندها و مدل‌های تکرارپذیر قیمت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرند سپس قیمت‌های اخیر سهام تحلیل می‌شوند تا روندها یا مدل‌هایی که احتمالاً بوجود خواهند آمد و مشابه با مدل‌های گذشته می‌باشند، شناسایی شوند. این تحلیل با این فرض انجام می‌شود که این روندها و الگوها در آینده تکرار می‌شوند. با شناسایی روندها یا مدل‌های در حال ظهور، تحلیل‌گر امیدوار است تا تغییرات آتی قیمت یک سهم خاص را به درستی پیش‌بینی نمایند. تحلیل بنیادی بر این اصل استوار است که ارزش ذاتی هر دارایی برابر با ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار آن است. بر این اساس، تحلیل‌گر بنیادی سهام تلاش می‌کند تا زمان و میزان این جریان‌های نقدی را پیش‌بینی کند و سپس با نرخ تنزیل مناسب ارزش فعلی آن را بدست آورد. تحلیل‌گران بنیادی تلاش می‌کنند تا نرخ تنزیل را برآورد نموده و بر اساس آن سود تقسیمی آتی سهم شرکت را تنزیل نموده و آن را ارزش ذاتی سهم قرار دهند. پس از اینکه ارزش واقعی سهم یک شرکت خاص برآورد گردید، آن را با قیمت جاری بازار مقایسه نموده تا مشخص شود که آیا سهم صحیح قیمت‌گذاری شده است یا نه. سهامی که ارزش واقعی برآوردی آن کمتر از قیمت جاری بازار باشد سهمی است که در حال حاضر بیشتر از قیمت واقعی دادوستد می‌شود، و سهمی که ارزش واقعی برآوردی آن بیشتر از قیمت جاری بازار می‌باشد سهمی است که در حال حاضر کمتر از قیمت واقعی دادوستد می‌شود. میزان اختلاف بین ارزش واقعی و قیمت جاری بازار بسیار مهم است، زیرا، توان تحلیل‌گر از اینکه سهم معینی صحیح قیمت‌گذاری نشده تا حدودی به این اختلاف بستگی دارد. تحلیل‌گران بنیادی معتقدند که قیمت‌گذاری نادرست توسط بازار در آینده نزدیک تصحیح خواهد شد یعنی قیمت‌هایی که پایین‌تر یا بالاتر از ارزش واقعی باشند در آینده‌ای نزدیک به سمت ارزش واقعی آن (ارزش ذاتی) میل می‌کنند.

۳-۸-۱ تشکیل سبد سرمایه‌گذاری

گام سوم در فرآیند سرمایه‌گذاری تشکیل سبد سرمایه‌گذاری یا ایجاد پرتفوی است و شامل شناسایی دارایی‌های خاص برای سرمایه‌گذاری و تعیین مبلغ سرمایه‌گذاری برای هر یک از دارایی‌های شناسایی شده است. به‌گونه‌ای دقیق‌تر، این مرحله شامل؛ انتخاب، زمان‌بندی و تنوع بخشی است که باید مورد توجه سرمایه‌گذار قرار گیرد. انتخاب اوراق بهادار، حاکی از تحلیل موشکافانه اوراق بهادار و تمرکز بر پیش‌بینی تغییرات قیمت آنها در کوتاه مدت می‌باشد. زمان‌بندی که به عنوان پیش‌بینی کلان شناخته می‌شود شامل پیش‌بینی تغییرات قیمت سهام عادی نسبت به اوراق بهادار با درآمد ثابت مثل اوراق خزانه و اوراق قرضه شرکتی می‌باشد. همانگونه که قبلاً بیان گردید **تنوع بخشی** شامل ایجاد سبد سرمایه‌گذاری اوراق بهادار با هدف کاهش ریسک است.

۴-۸-۱ تجدید نظر در سبد سرمایه‌گذاری

گام چهارم در فرآیند سرمایه‌گذاری، تجدید نظر در سبد سرمایه‌گذاری، شامل تکرار دوره‌ای سه مرحله قبلی می‌باشد. با گذشت زمان، سرمایه‌گذار ممکن است هدف‌های سرمایه‌گذاری خود را تغییر دهد و سبد

سرمایه‌گذاری فعلی بهیچگی خود را از دست دهد. سرمایه‌گذار ممکن است با فروش برخی اوراق بهادار و خرید اوراق بهادار دیگر، سبد سرمایه‌گذاری جدیدی ایجاد کند. انگیزه دیگر برای تغییر سبد سرمایه‌گذاری این خواهد بود که اگر قیمت‌های اوراق بهادار تغییر یابد، بعضی از اوراق بهادار که قبلاً جذاب نبوده‌اند، اکنون ممکن است جذاب باشند و بعضی دیگر که قبلاً جذاب بوده‌اند اکنون دیگر اینگونه نباشند. سرمایه‌گذار ممکن است بخواهد اوراق بهاداری که اکنون جذاب شده‌اند را به سبد سرمایه‌گذاری خود اضافه و اوراق بهاداری که جذابیت خود را از دست داده‌اند از سبد خارج کند. چنین تصمیماتی به هزینه معاملات مربوط به خرید و فروش و چشم‌انداز بهبود در عملکرد سبد سرمایه‌گذاری بستگی خواهد داشت.

۵-۸-۱ ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری

گام پنجم در فرآیند سرمایه‌گذاری، ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری شامل؛ محاسبه ادواری بازده و ریسک سرمایه‌گذاری است. در این زمینه معیارهای مناسب با ارزیابی بازده و ریسک و شاخص‌های ارزیابی عملکرد در دست باشد.

اصطلاحات

۱. **دارائیهای واقعی**، دارائیهایی هستند که برای تولید کالا یا ارائه خدمات استفاده می‌شوند و در چرخه فعالیتهای اقتصادی ایجاد می‌شوند. ثروت ملی هر کشوری را دارائیهای واقعی آن کشور تشکیل می‌دهد.
۲. **دارائیهای مالی**، ادعای دارندگان اوراق بهادار نسبت به درآمدهایی است که با بکارگیری دارائیهای واقعی حاصل می‌شود. دارائیهای مالی بخشی از ثروت سرمایه‌گذاران است اما به عنوان ثروت ملی تلقی نمی‌شود. دارائیهای مالی تعیین می‌کند که چگونه ثروت ملی بین سرمایه‌گذاران توزیع شده است.
۳. **ناشر**، ناشر مؤسسه یا واحد تجاری که پرداخت جریان نقدی را از طریق انتشار اوراق بهادار موافقت کرده است.
۴. **سرمایه‌گذار**، مالک دارایی مالی را سرمایه‌گذار می‌نامند.
۵. **اوراق بدهی**، نمونه‌ای از اوراق بدهی اوراق مشارکت است که دارنده اوراق بدهی جریان درآمدی ثابت یا متغیری با فرمول مشخص در طول دوره نگهداری آن دریافت می‌کند.
۶. **اوراق سرمایه‌ای**، نمونه‌ای از اوراق سرمایه‌ای سهام عادی است که نشان‌دهنده مالکیت در شرکت است. دارندگان اوراق سرمایه‌ای دریافت‌های ثابتی ندارند. آنها به جهت مالکیت دارائیهای واقعی فقط در سود شرکت مشارکت دارند.
۷. **اوراق مشتقه**، نمونه‌ای از اوراق مشتقه قراردادهای آتی است که ارزش آن به دارایی واقعی، کالا، یا اوراق بهادار دیگر بستگی دارد. بازده این اوراق به بازده یک دارایی پایه دیگر مثل سهام یا اوراق قرضه بستگی دارد.
۸. **هزینه نمایندگی**، مالکان شرکت برای اداره امور شرکت ناچارند مدیرانی را انتخاب نمایند. مدیران منتخب سهامداران به جای تلاش برای افزایش ارزش بازار شرکت و ثروت سهامداران، در جهت منافع شخصی خود تلاش می‌کنند.
۹. **شرکتهای سرمایه‌گذاری**، شرکتهای سرمایه‌گذاری واسطه‌های مالی‌ای هستند که به عامه مردم سهام می‌فروشند و وجوه بدست آمده را صرف سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار گوناگون می‌کنند.

۱۰. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک**، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک واسطه مالی است که کارکرد اصلی آن مدیریت تخصصی سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. صندوق‌ها با فروش واحدهای سرمایه‌گذاری (نه سهام به شکل متداول آن) به مردم وجوه گردآوری شده را صرف سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار می‌کنند.
۱۱. **تبدیل به اوراق بهادار کردن**، در این حالت، وام‌های رهنی مسکن دریافتی توسط اشخاص که دارای ویژگی‌های مشابه باشند، یکجا جمع می‌شوند، سپس با پشتوانه این وام‌های تجمیع شده، اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی منتشر می‌شود. خریداران اوراق بهره را ماهانه و اصل مبلغ را در سررسید دریافت می‌کنند.
۱۲. **مهندسی مالی**، در مهندسی مالی سازندگان بازار معامله‌ای را ترتیب می‌دهند که نیازهای مشتری را برآورده سازند و سپس بر اساس ایده مشتری به او فروش می‌کنند.
۱۳. **تجزیه اوراق بهادار**، در مهندسی مالی ابداع اوراق بهادار اغلب با تجزیه اوراق بهادار صورت می‌گیرد. یعنی، جریانهای نقدی متفاوت یک اوراق بهادار منفرد، در قالب ابداع چند اوراق بهادار جدید از یکدیگر منفک، و به فروش می‌رسند. تجزیه به این معنی که جریان نقدی یک دارایی را به چند بخش تقسیم نموده و با پشتوانه این جریانهای نقدی اوراق بهادار جدید ابداع نمائیم.
۱۴. **تلقیح**، برعکس تجزیه، اگر جریان نقدی چند ورقه بهادار با یکدیگر ترکیب و در قالب یک اوراق بهادار متحد جدید فروخته شود به آن تلقیح می‌گویند. ابداع چنین اوراق بهاداری با استفاده از مهندسی مالی موجب می‌شود تا اوراق بهادار متناسب با ویژگی‌های مختص مشتریان تولید شود.
۱۵. **معاملات برخط**، مشتریان یک شرکت کارگزاری می‌توانند با ورود به پایگاه اطلاعاتی شرکت کارگزاری و وارد نمودن رمز عبور، مستقیم اقدام به خرید و فروش نمایند.
۱۶. **مدیریت غیرفعال**، در مدیریت غیر فعال سرمایه‌گذار سبد متنوعی از اوراق بهادار را تشکیل داده به مدت زیادی آن را نگهداری می‌نماید و از صرف منابع برای بهبود عملکرد سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی می‌کند.
۱۷. **مدیریت فعال**، در مدیریت فعال سرمایه‌گذار دائماً در جستجوی اوراق بهاداری است که به درستی قیمت‌گذاری نشده است.
۱۸. **تعادل بین ریسک- بازده**، به این معنی که دارائیه‌ها با بازده مورد انتظار بالاتر ریسک بیشتری نیز دارند.
۱۹. **تحلیل فنی و تحلیل بنیادی**، تحلیل‌گری که برای پیش‌بینی قیمت در آینده از بررسی روند قیمت‌ها در گذشته استفاده می‌کند، تحلیل‌گر فنی نامیده می‌شود. تحلیل‌گر بنیادی از اطلاعات اساسی شرکتها برای پیش‌بینی قیمت استفاده می‌کند.
۲۰. **تنوع‌بخشی**، شامل ایجاد سبد سرمایه‌گذاری اوراق بهادار با هدف کاهش ریسک است.
۲۱. **بازار حراج**، بازاری است که در آن همه دادوستدکنندگان می‌توانند یکجا با ارائه پیشنهاد قیمتی خود اقدام به مبادله نمایند. بورس اوراق بهادار تهران نمونه‌ای از بازار حراج است.
۲۲. **بازار معامله‌گران**، معامله‌گران کسانی هستند که از توانایی مناسبی برای تحلیل مالی داراییهای مشخصی برخوردار هستند. روال کار آنها این است که داراییها را به نام خود خریداری و سپس آن را با حاشیه سود به فروش می‌رسانند. معامله‌گران، داراییها را به نام خود خریداری و در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. حاشیه سود یک معامله‌گر تفاوت بین قیمت خرید و قیمت فروش است.

۲۳. بازار اولیه، در این بازار شرکتهای در شرف راهاندازی اوراق بهادار جدیداً انتشار خود را به عامه مردم می‌فروشند.

معرفی وب سایت‌ها

www.irbourse.com

این وب سایت متعلق به شرکت بورس اوراق بهادار تهران است. آخرین اخبار بازار سرمایه، معاملات سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس و فرا بورس و همچنین معاملات قراردادهای سهام در این وب سایت نمایش داده می‌شود.

www.tsetmc.com

این وب سایت آخرین اطلاعات مربوط به معاملات سهام را با چند ثانیه تاخیر در اختیار کاربر قرار می‌دهد. سابقه معاملات سهام آخرین اطلاعات دریافتی از شرکتهای نیز در این سایت قابل دسترسی است.

www.sena.ir

این وب سایت مربوط به سازمان بورس اوراق بهادار است. آخرین اطلاعات بازار سرمایه در این وب سایت قابل دسترسی است.

www.codal.ir

در این وب سایت آخرین اطلاعات و صورتهای مالی و گزارشهای مالی شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار درج می‌شود.

پرسشها و مسائل

۱. دارائیهای زیر دارائیهای مالی هستند یا دارائیهای واقعی؟
 - حق امتیاز
 - اسناد مالی بانکی
 - سرقتی
 - مخارج تحقیق و توسعه
 - یک قطعه اسکناس ۵۰۰۰ تومانی
۲. اگر یک وام خودرو دریافت کنید، آیا اسناد ردو بدل شده وام اوراق اصلی است یا اوراق مشتقه؟
۳. توضیح دهید چگونه وامی که از بانک می‌گیرید هم دارایی مالی ایجاد می‌کند و هم بدهی مالی؟
۴. چرا انتقال ریسک عدم پرداخت جریان نقدی اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی از دارنده به سازمانهای دولتی از منظر اقتصادی ارزشمند است؟ چگونه انگیزه پرداخت مالیات کمتر موجب ابداع اوراق بهادار تجزیه‌ای می‌شود؟
۵. فرض کنید شما گنجی را به ارزش ۱۰ میلیارد ریال پیدا کرده اید.
 - این یک دارایی مالی است یا دارایی واقعی؟
 - آیا جامعه با این کشف غنی‌تر می‌شود؟
 - آیا شما پولدارتر می‌شوید؟
 - آیا می‌توانید پاسخ به سوالات ۲ و ۳ را با هم مطابقت دهید؟ آیا این کشف به ضرر کسی هم هست؟
۶. شرکت نرم افزاری داده‌پرداز شرکتی پیشرو در صنایع نرم‌افزاری است. مجموع دارائیهای این شرکت تجهیزات کامپیوتری به ارزش ۳۰/۰۰۰ هزار ریال و موجودی نقد ۲۰/۰۰۰ هزار ریال است که تماماً به وسیله مالکان تامین مالی شده است. برای هر معامله زیر، دارائیهای واقعی و مالی را شناسایی کنید. در هر مورد مشخص نمائید که دارایی مالی ایجاد می‌شود یا از بین می‌رود؟
 - شرکت داده پرداز وام بانکی به مبلغ ۵۰/۰۰۰ هزار ریال به صورت نقدی دریافت می‌کند و سندی را برای بازپرداخت وام به مدت طی سه سال امضاء می‌کند.

- شرکت داده پرداز از موجودی نقد و همچنین وام دریافتی برای سرمایه‌گذاری در نرم افزار مالی جدید استفاده می‌کند.
 - شرکت داده پرداز محصول نرم‌افزاری را به مخابرات ایران فروخت که آن را با نام این شرکت به بازار وارد کند. شرکت داده‌پرداز بابت این معامله ۲۰/۰۰۰ سهم این شرکت را به مبلغ ارزش بازار هر سهم ۴۰/۰۰۰ ریال دریافت نمود.
 - شرکت داده پرداز سهام دریافتی را به مبلغ هر سهم ۴/۰۰۰ ریال به فروش رساند.
۷. با در نظر گرفتن اطلاعات مسئله قبلی اطلاعات خواسته زیر را تهیه کنید.
- ترازنامه شرکت داده پرداز را پس از دریافت وام از بانک تهیه نمایید. نسبت دارائیهای واقعی به کل دارائیهها را محاسبه کنید.
- ترازنامه شرکت داده پرداز را پس از اینکه شرکت مبلغ ۷۰/۰۰۰ هزار ریال صرف خرید تجهیزات نموده است تهیه نمایید. نسبت دارائیهای واقعی به مجموع دارائیهها را بدست آورید.
 - ترازنامه شرکت داده پرداز را پس از اینکه شرکت سهام شرکت مخابرات ایران را قبول کرد تهیه نمایید. نسبت دارائیهای واقعی به مجموع دارائیهها را بدست آورید.
۸. اطلاعات مندرج در جدول ۳-۱ در نظر بگیرید. نسبت دارائیهای مشهود به کل دارائیهها را یادداشت کنید. همین نسبت را برای اطلاعات مندرج در جدول ۴-۱ مربوط به نهادهای مالی یادداشت نمایید. دلایل اختلاف این دو نسبت را شرح دهید.
۹. توضیح دهید که چگونه تبدیل با اوراق بهادار کردن دارائیهها، منجر به تحول اقتصادی می‌شود.
۱۰. فرض کنید که شما مدیر عامل شرکت سایبا هستید. بخش زیادی از مزایای مالی شما وابسته به سود گزارش شده شرکت در پایان هر سال مالی است. شما نگران کاهش سود احتمالی شرکت هستید. شما به دنبال یک راهکار مناسبی برای مصون ماندن از این خطر هستید.
- الف. آیا خرید سهام شرکت می‌تواند نگرانی شما را بر طرف کند؟
- ب. آیا خرید سهام شرکت ایران خودرو راهکار مناسبی است؟
۱۱. یک بار دیگر موضوع سوال شماره قبلی را به خاطر بیاورید. به هر حال، وابسته کردن پاداش به سود سالانه، مدیر به طور جدی احساس خطر می‌کند، اگر چنین است چرا پاداش ثابتی برقرار نمی‌شود تا این خطر نیز از بین برود؟
۱۲. چه ارتباطی بین تبدیل به اوراق بهادار کردن و وظیفه واسطه‌های مالی در اقتصاد وجود دارد؟
۱۳. اگرچه، مهندسی مالی بسیار متنوع است اما در کل چیزی بیش از بازی با کاغذ نیست. منتقدین می‌گویند به جای صرف وقت و هزینه برای ابداع دارائیهای مالی (برای مثال، تلفیح و تقلیل دارائیهای مالی) بهتر است تولید ثروت (ایجاد دارائیهای واقعی) بها دهیم. آیا به نظر شما ابداع اوراق مشتقه از اوراق اصلی منافی برای جامعه دارد؟
۱۴. ظرفیت واقعی تولید به در یک اقتصاد به دارائیهای واقعی آن جامعه بستگی دارد. درک این موضوع که یک اقتصاد پیشرفته بدون بازارهای مالی پیشرفته و نوآوری در اوراق بهادار فعالیت می‌کند بسی سخت است. اگر دادوستد دارائیهای مالی متوقف شود چه بلایی بر سر اقتصاد کشورهای پیشرفته خواهد آمد؟

پرسشهای چند گزینه‌ای

(۱) کدامیک از عبارات زیر نادرست است؟

- الف. بازارهای مالی می‌توانند مدل‌های مصرف را در طول زمان را تعدیل کنند.
- ب. تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتها هیچ ربطی به بازارهای سرمایه ندارد.
- پ. بازارهای مالی با جریان نقدی در طول زمان سروکار دارند.
- ت. تصمیمات سرمایه‌گذاری بر اصول اقتصادی بازارهای مالی متکی است.

(۲) کدامیک از موارد زیر نمونه‌ای از سرمایه‌گذاری غیر مستقیم توسط خانواده‌ها به شمار می‌رود؟

- الف. سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری
- ب. سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه اوراق بهادار شرکتها
- پ. سرمایه‌گذاری در بیمه نامه‌های عمر

ت. سرمایه‌گذاری در سپرده‌های پس‌انداز در بانک‌های تجاری

۳) براساس مفهوم ریسک و بازده، ترتیب درست (اولویت) انتشار اوراق بهادار توسط شرکتهای سهامی کدامست؟ (از بیشترین ریسک و بازده به کمترین ریسک و بازده).

- الف. سهام عادی، اوراق قرضه تضمین نشده، اوراق قرضه تضمین شده، اسناد خزانه.
- ب. سهام ممتاز، سهام عادی، اوراق قرضه تضمین نشده، اسناد خزانه، اوراق قرضه تضمین شده.
- پ. سهام عادی، اوراق قرضه بلند مدت دولتی، اوراق قرضه تضمین شده، اوراق قرضه تضمین نشده.
- ت. سهام عادی، اوراق قرضه تضمین شده، اوراق قرضه تضمین نشده، سهام ممتاز.

۴) کدام عبارت زیر صحیح است؟

- الف. پس‌انداز مردم باید صرف خرید دارایی‌های واقعی شود.
- ب. وقتی مردم از بورس فلزات محصولی را خرید می‌کنند، دارایی واقعی خریداری می‌کنند.
- پ. تمام پس‌انداز مردم باید صرف خرید دارایی‌های مالی شود.
- ت. در شرایط کاهش قیمت‌ها، مردم کالاهای مالی خریداری می‌کنند.

۵) همه موارد زیر از مزایای تفکیک مالکیت و مدیریت شرکتهای سهامی به شمار می‌رود به جز این که:

- الف. شرکتهای سهامی می‌توانند برای همیشه، تداوم فعالیت داشته باشند.
- ب. نقل و انتقال مالکیت را سهولت می‌بخشند بدون این که در عملیات شرکت وقفه‌ای ایجاد کنند.
- پ. مدیران حرفه‌ای را به خدمت می‌گیرند.
- ت. هزینه‌های نمایندگی را متحمل می‌شوند.

6) **The net wealth of the aggregate economy is equal to the sum of**

- A) all real assets.
- B) all financial assets.
- C) all physical assets.
- D) all real and financial assets.
- E) none of the above

7) **Asset allocation refers to _____.**

- A) choosing which securities to hold based on their valuation
- B) investing only in "safe" securities
- C) the allocation of assets into broad asset classes
- D) bottom-up analysis
- E) all of the above

8) **The Sarbanes-Oxley Act _____.**

- A) requires corporations to have more independent directors
- B) requires the firm's CFO to personally vouch for the firm's accounting statements
- C) prohibits auditing firms from providing other services to clients
- D) A and B are correct.
- E) A, B, and C are correct.

9) **Financial intermediaries differ from other businesses in that both their assets and their liabilities are mostly**

- A) illiquid.
- B) owned by government.
- C) real.
- D) financial.
- E) regulated.

10) **Although derivatives can be used as speculative instruments, businesses most often use them to**

- A) hedge.
- B) offset debt.
- C) appease stockholders.
- D) attract customers.
- E) enhance their balance sheets.

11) **During the period between 2000 and 2002, a large number of scandals**

