

# مبانی مدیریت سرمایه گذاری

مؤلفین:

محمد قجر

دکتر منوچهر حاضر

مهر داد بنداری

## فصل اول

### سرمایه گذاری و سرمایه گذاران

#### تعریف سرمایه گذاری:

سرمایه گذاری (Investment) عبارت است از هرگونه فدا کردن ارزشی در حال حاضر (که معمولاً مشخص است) به امید به دست آوردن ارزشی در زمان آینده (که معمولاً اندازه یا کیفیت آن نامعلوم است). به عبارتی سرمایه گذار در حال حاضر، ارزش مشخصی را فدا می کند تا در قبال آن در آینده ارزش خاصی که مورد نظرش است به دست آورد؛ مثل پرداخت وجهی بابت خرید سهام به امید به دست آوردن سودهای مشخصی از آن در آینده. سرمایه گذاری را به روش های مختلفی تقسیم بندی می کنند:

#### ۱- بر اساس موضوع سرمایه گذاری: سرمایه گذاری بر حسب موضوع به دو دسته سرمایه گذاری واقعی

و سرمایه گذاری مالی تقسیم می شود. سرمایه گذاری واقعی نوعی سرمایه گذاری است که فرد با فدا کردن ارزشی در زمان حاضر، نوعی دارایی واقعی به دست می آورد. در واقع موضوع سرمایه گذاری، دارایی واقعی است. خرید ملک یا آپارتمان، نمونه ای از این سرمایه گذاری است. در سرمایه گذاری مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است به دست می آورد. سرمایه گذاری در اوراق بهادار مثل سهام عادی یا اوراق مشارکت، که فرد در ازای پرداخت پول، محق به دریافت جریانی از وجوه نقد به شکل سود می شود، سرمایه گذاری مالی محسوب می شود.

#### ۲- بر اساس زمان یا مدت سرمایه گذاری: بر حسب زمان، سرمایه گذاری را می توان به کوتاه مدت یا

حداکثر تا یک سال و بلند مدت یا بیش از یک سال تقسیم کرد.

#### ۳- بر حسب خطر یا ریسک سرمایه گذاری: از آن جا که منافع حاصل از سرمایه گذاری در آینده به

دست می آید و نسبت به تحقق این منافع یقین وجود ندارد پس انواع سرمایه گذاری ها با درجاتی از احتمال عدم تحقق منافع مورد نظر سرمایه گذار یا ریسک مواجهند. بر اساس این که میزان یا احتمال تحقق نیافتن منافع آتی (یا ریسک) چقدر باشد، سه نوع سرمایه گذاری را می توان از یکدیگر متمایز ساخت: سرمایه گذاری با ریسک متناسب، سرمایه گذاری با ریسک نسبی بیشتر و سرمایه گذاری پر خطر یا ریسکی. سرمایه گذاری متناسب یا به طور خلاصه سرمایه گذاری، نوعی سرمایه گذاری است که ریسک آن متناسب با بازدهی است که از آن انتظار می رود. سرمایه گذاری با ریسک نسبتاً بیشتر یا سفته بازی، نوعی سرمایه گذاری است که در آن سرمایه گذار برای کسب بازده، ریسک بیشتری تقبل می کند و بالاخره سرمایه گذاری بسیار ریسکی یا قمار، نوعی سرمایه گذاری است که در آن فرد برای به دست

آوردن بازده ای ولو بسیار کم، ریسک بسیار زیادی متحمل می شود. بحث تکنیکی مربوط به محاسبه ریسک، در فصل دوم مطرح خواهد شد.

## انواع سرمایه گذاران

سرمایه گذارانی که در بازارهای معامله اوراق بهادار وجود دارند متنوع و به شرح زیرند:

۱- **اشخاص حقیقی:** گروهی هستند که بیشتر به امید انتفاع از سرمایه گذاری اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار می کنند. در برخی موارد، وقتی سرمایه این افراد زیاد باشد، ممکن است هدف دیگری همچون به دست گرفتن کنترل شرکت از طریق خرید درصد بالایی از سهام آن شرکت نیز دنبال شود.

۲- **اشخاص حقوقی:** این اشخاص که معمولاً به دلیل وسعت عمل و حجم منابع مالی، تأثیر بسزایی در بازار سرمایه دارند، متنوع و برخی از مهم ترین آن ها به شرح زیرند:

۲-۱- **بانک ها:** مؤسساتی هستند که معمولاً به دو دلیل وارد بازار می شوند. اول که بیشتر رایج است، کسب بازده از وجوهی است که به شکل سپرده نزد آنان قرار دارد و دوم، که معمولاً تابع شرایط خاصی است عبارت است از ایجاد و حفظ بازاری سیال و نقدینه برای اوراق بهادار. در این نقش بانک ها از طریق عرضه یا تقاضای اوراق بهادار هنگامی که برای آن ها عدم تعادل وجود دارد، نقش متعال کردن بازار را ایفا می کنند.

۲-۲- **شرکت های بیمه:** شرکت های بیمه با دو دسته جریان وجوه مواجهند: جریان ورودی که معمولاً شامل حق بیمه های وصولی بابت موضوعات بیمه اشخاص و غیر اشخاص می گردد و جریان خروجی که عمدتاً شامل خسارت های پرداختی، پس انداز عمر افراد و نظایر آن است. برای این که بین این دو جریان تعادلی مطلوب برقرار شود، شرکت های بیمه معمولاً سعی می کنند بخش عمده ای از وجوه خود را سرمایه گذاری کنند. یکی از بازارهای جذاب برای این قبیل شرکت ها، بازار اوراق بهادار می باشد. شرکت های بیمه معمولاً به لحاظ حجم قابل توجه منابع مالی، تأثیر بسزایی در این بازار دارند.

۲-۳- **صندوق های بازنشستگی:** این مؤسسات نیز مانند شرکت های بیمه با دو دسته جریان وجوه مواجهند؛ یک دسته وصولی های مربوط به کسور بازنشستگی افراد که غالباً در مقایسه با جریان خروجی وجوه، رقم کمی است و دسته دوم پرداخت های مربوط به حقوق بازنشستگی که معمولاً رقم قابل توجهی می باشد (جریان خروجی). صندوق های بازنشستگی برای ایجاد تعادل بین این دو جریان ورودی و خروجی، وجوه در دسترس خود را برای کسب بازده و تقویت جریان ورودی به اشکال مختلف سرمایه گذاری می کنند که سرمایه گذاری در انواع اوراق بهادار یکی از رایج ترین آن ها می باشد. این مؤسسات نیز به دلیل منابع قابل توجه مالی، تأثیر به سزایی در بازار دارند.

**۴-۲- شرکت های سرمایه گذاری:** شرکت های سرمایه گذاری مؤسساتی هستند که از طریق فروش سهم و در برخی موارد، اوراق قرضه، منابع مالی پس انداز کنندگان و افراد را جمع آوری کرده، و آن ها را در سهام و اوراق قرضه سایر شرکت ها سرمایه گذاری می کنند. اهمیت این مؤسسات در این است که افراد، با پس انداز اندک خود، شاید به راحتی نتوانند در اوراق بهادار مورد نظر خود سرمایه گذاری کنند اما این قبیل شرکت ها، با یک کاسه کردن وجوه، آن ها را در اوراق بهادار متنوع سرمایه گذاری و معمولاً بازدهی بیشتر از این مجموعه عاید می کنند.

شرکت های سرمایه گذاری خدمات متنوعی انجام می دهند که موارد زیر از اهم آن هاست:

- اداره حساب های مختلف سرمایه گذاران، سرمایه گذاری مجدد سودهای سهام آنان.
- سرمایه گذاری وجوه جزء جمع آوری شده در اوراق بهادار متنوع و ایجاد مجموعه سرمایه گذاری کارآ (پور تفوی)
- بررسی و کنترل مستمر سرمایه گذاری ها برای حفظ شرایط ارائه شده هر یک (به طور مثال حداقل بازده لازم، حداکثر ریسک قابل قبول و...)
- ارزیابی مستمر اوراق بهادار برای انتخاب اوراق بهادار دارای بازده بالقوه بالا.

با توجه به مقیاس عمل گسترده، معمولاً هزینه سرمایه گذاری برای این شرکت ها حداقل می شود. بحث مربوط به شرکت های سرمایه گذاری و انواع آن، در فصول آتی به تفصیل مطرح خواهد شد.

**۵-۲- شرکت های دارنده یا مادر:** شرکت های مادر یا دارنده، شرکت هایی هستند که سهام یک یا چند شرکت فرعی را به منظور کسب کنترل آن ها در جهت تحقق یک هدف مشترک در دست دارند. لازم به ذکر است که سهام کنترل کننده لزوماً ۵۱٪ نبوده و حتی ممکن است برای شرکت هایی که سهام آن به طور گسترده ای پراکنده شده، این میزان حتی کمتر از ۱۰٪ باشد. از آن جا که در بازار بورس اوراق بهادار، به خاطر معاملات مستمر سهام، تغییرات مالکیتی رخ می دهد لذا این شرکت ها به منظور حفظ موقعیت کنترلی خود دائماً در بازار حضور می یابند.

**۶-۲- شرکت های کارگزاری:** واسطه های مالی هستند که بین خریداران و فروشندگان اوراق بهادار، نقش تسهیل کننده مبادله را بر عهده دارند در ایران، اساسنامه این شرکت ها به آن ها اجازه داده تا میزان ۲۰٪ حجم معاملات، مشروط بر این که از میزان سرمایه آن ها تجاوز نکنند، برای خود خرید و فروش کنند.

**۷-۲- سایر اشخاص حقوقی:** معمولاً شرکت ها وجوه مازاد خود را جهت کسب بازده در اوراق بهادار سرمایه گذاری می کنند. بعضی اوقات نیز خرید بخشی از اوراق بهادار (سهام عادی یا ممتاز) یا تمام آن، به امید جذب یا ادغام شرکت مورد نظر در راستای اهداف رقابتی شرکت اصلی می باشد.

## ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه گذاری:

**بازده<sup>۱</sup>:** چرا سرمایه گذاری کنیم؟ در یک عبارت ساده می توان گفت که سرمایه گذاران می خواهند از پول خود، سودی را کسب نمایند. وجه نقد دارای یک هزینه فرصت از دست رفته است در صورتی که یک وجه نقد را نگهداری کنید فرصت کسب سود از طریق آن وجه نقد را از دست خواهید داد. به علاوه، در یک فضای تورمی، قدرت خرید پول کاهش می یابد، به عبارت دیگر وقتی نرخ تورم بالا باشد قدرت خرید به سرعت کاهش می یابد.

**ریسک<sup>۲</sup>:** سرمایه گذاران دوست دارند بازده آنها تا جایی که امکان داشته باشد زیاد باشد؛ ولی باید توجه داشت که میزان بازده تحت تاثیر ریسک قرار دارد. در اینجا، **ریسک** عبارت است از میزان اختلاف بازده واقعی یک سرمایه گذاری از بازده مورد انتظار آن. ریسک سهام عادی نسبتاً بیشتر است و بازده مورد انتظار آن می تواند در طول یک سال، شش ماه، یک ماه و حتی یک روز متغیر باشد.

این سوال پیش می آید که آیا سرمایه گذاران از ریسک نفرت دارند؟ معمولاً در اقتصاد و به خصوص در سرمایه گذاری فرض بر این است که سرمایه گذاران منطقی عمل می کنند. بنابراین سرمایه گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می دهند و طبیعی است که در این حالت می توان گفت سرمایه گذاران نسبت به ریسک علاقه ای ندارند، به عبارت دقیق تر باید گفت که سرمایه گذاران ریسک گریز هستند. یک سرمایه گذار ریسک گریز<sup>۳</sup> کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارد. توجه داشته باشید که در این حالت پذیرفتن ریسک یک کار غیر منطقی نیست، اگرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد، چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد. در واقع، سرمایه گذاران به طور منطقی نمی توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند.

سرمایه گذاران به صورت ضمنی یا آشکارا با توجه به ریسک پذیری خود دست به سرمایه گذاری می زنند. سرمایه گذارانی که ریسک بالایی را قبول می کنند، انتظار بازده بالایی را نیز دارند و برعکس سرمایه گذارانی که ریسک پایینی را قبول می کنند انتظار بازده پایینی را دارند.

---

<sup>1</sup>Return

<sup>2</sup>Risk

<sup>3</sup>Risk – averse investor

همانطور که قبلاً گفتیم سرمایه گذاران به دنبال حداکثر کردن بازده خود هستند. با این حال آیا می توان گفت که سرمایه گذاران به دنبال حداقل کردن ریسک خود هستند؟ خیر! به این دلیل که حداقل کردن میزان ریسک، مخصوصاً نرخ بازده پایین، دارای هزینه هایی است. حداقل کردن ریسک به نگهداری دارایی های بدون ریسک مثل پس انداز و اوراق خزانه منجر می شود؛ در حالی که کسانی که سرمایه گذاری می کنند علاقمند هستند رابطه منطقی بین ریسک و بازده سرمایه گذاری خود ایجاد کنند.

**رابطه ریسک و بازده:** در حیطه دارایی های مالی، سرمایه گذاران می توانند همانند شکل ۱-۱ هر نوع ریسک و بازده ای را انتخاب کنند. خط RF تا B رابطه میان ریسک و بازده را برای همه سرمایه گذارانی که مایل هستند در دارایی های مالی سرمایه گذاری کنند نشان می دهد. این رابطه همیشه دارای شیب متمایل به بالا است برای اینکه محور عمودی بازده مورد انتظار<sup>۴</sup> است و سرمایه گذار منطقی ریسک بالایی را نمی پذیرد مگر اینکه انتظار داشته باشد این ریسک با بازده بالا جبران خواهد شد. بازده مورد انتظار باید به اندازه کافی بالا باشد تا بتواند ریسک بیشتر را جبران کند؛ با این حال هیچ تضمینی وجود ندارد که بازده اضافی حتماً حاصل خواهد شد. RF در شکل ۱-۱ عبارت است از بازده یک دارایی بدون ریسک از قبیل اوراق خزانه. در این حالت ریسک سرمایه گذاری صفر است و بازده مورد انتظار برابر است با نرخ فعلی بازده یک دارایی بدون ریسک مانند اوراق خزانه.

در این شکل هر چه از سمت اوراق خزانه که بدون ریسک هستند به سمت اوراق قرضه، اوراق سهام و غیره که ریسک دار هستند حرکت می کنیم با توجه به افزایش ریسک، میزان بازده مورد انتظار نیز افزایش می یابد. سهام عادی در مقایسه با اوراق قرضه کاملاً با ریسک است ولی میزان ریسک آن از اوراق اختیار خرید و فروش سهام<sup>۵</sup> یا پیمان های آتی<sup>۶</sup> کمتر است. بر روی خط RF تا B می توان مجموعه ای از دارایی های مالی را با توجه به ریسک و بازده آن مشخص کرد. هر یک از این دارایی ها نیز مانند سهام عادی با توجه به نوع سهام دارای ریسک و بازده متنوعی است.

نکته مهم در شکل ۱-۱ این است که رابطه میان ریسک و بازده مورد انتظار باید در یک فضای منطقی تعیین شود. سرمایه گذارانی که سعی دارند نرخ بازده بیشتری داشته باشند بایستی بپذیرند که میزان ریسک آنها نیز افزایش پیدا

---

<sup>4</sup>Expected return  
<sup>5</sup>Puts and Calls  
<sup>6</sup>Futures Contracts

خواهد کرد. اگر چه همه سرمایه گذارانی که به صورت منطقی عمل می کنند از بازده استقبال و از ریسک دوری می کنند ولی با این حال با درجات مختلف ریسک و بازده و رابطه آن موافق هستند. سرمایه گذاران دوست دارند متناسب با ریسک پذیری خود به بازده دست پیدا کنند. در اقتصاد همیشه فرض بر این است که سرمایه گذاران همیشه به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت خود هستند در حالی که سرمایه گذاران با توجه به ریسک و بازده دست به سرمایه گذاری می زنند.



ریسک

### شکل ۱- ۱: رابطه ریسک و بازده برای سرمایه گذاران

همیشه در نظر داشته باشید که رابطه میان ریسک و بازده که در شکل ۱-۱ نشان داده شده است مربوط به انتظارات سرمایه گذاران در زمان آینده است. این بدان معنی است که قبل از اینکه سرمایه گذاری عملاً صورت گیرد، سرمایه گذار انتظار دارد نسبت به ریسک بالا، بازده بالایی کسب کند. این مورد، تنها انتظار قابل ملموسی است که سرمایه گذاران ریسک گریز، که اکثریت سرمایه گذاران را تشکیل می دهند، دارند.

**معمولاً سرمایه گذاری مستقیم خارجی از نظر حقوقی به دو نوع تقسیم می شود:**

الف) سرمایه گذاری مستقل خارجی

ب) سرمایه گذاری مشترک

## الف) سرمایه گذاری مستقل خارجی:

سرمایه گذاری مستقل خارجی از نظر حقوقی به سرمایه گذاری شرکتهای خارجی با مالکیت صد در صد خارجی اطلاق می شود و چنانچه از عنوان آن نیز پیداست در این قبیل سرمایه گذاری ها جایی برای سرمایه گذاران داخل وجود ندارد و سرمایه گذاران خارجی از هر جهت دارای استقلال کامل می باشند.

## ب) سرمایه گذاری مشترک

در کشورهای در حال توسعه شکل تکامل یافته سرمایه گذاری های خارجی بصورت سرمایه گذاری های مشترک می باشد در این نوع سرمایه گذاری ها، هزینه های سرمایه گذاری و منافع حاصل از آن به تناسب بین سرمایه گذاران خارجی و داخلی تقسیم می گردد. هر چند که روش سرمایه گذاران خارجی و داخلی تقسیم می گردد. هر چند که روش سرمایه گذاری با مالکیت صد در صد خارجی هنوز در بسیاری از کشورها اعمال می شود، اما این روش تدریجاً جای خود را به روش سرمایه گذاری مشترک داده است. این نوع سرمایه گذاری خود به دو نوع سرمایه گذاری مشترک قراردادی و سهامی تقسیم می شود.

## الف - سرمایه گذاری مستقیم مشترک قرار دادی

این نوع سرمایه گذاری نزد کشورهای با اقتصاد متمرکز که در قوانین آنها نظریه مالکیت حقوقی به رسمیت شناخته نمی شوند، معمول است. به عبارتی این نوع سرمایه گذاری وقتی استفاده می شود که قوانین کشوری که قرار است فعالیت های تجاری در آن صورت پذیرد، مفهوم مالکیت خصوصی دارائی را به رسمیت نشناخته باشد. بر طبق قوانین حاکم بر سرمایه گذاری های خارجی در این کشورها کلیه مسائل و توافق های میان پذیرنده سرمایه و سرمایه گذار در یک قرار داد خاص گنجانده می شود. این نوع سرمایه گذاری، مشابه قرار داد های مشترک بوده و به استثنای مسائل مربوط به مالکیت، دارای همه پیش بینی های لازم و حاکم بر روابط میان طرفین قرارداد می باشد. از ویژگی های بسیار مهم سرمایه گذاری های مشترک قراردادی، محدود بودن مدت سرمایه گذاری است و برخلاف رویه معمول در سرمایه گذاری مشترک غیر قراردادی، با پایان یافتن دوره قرارداد ختم دوره سرمایه گذاری نیز فرا می رسد.



## ب) سرمایه گذاری مستقیم مشترک سهامی

این نوع سرمایه گذاری که رایج ترین نوع سرمایه گذاری خارجی است از طریق تقسیم مالکیت سهام و سرمایه بین سهامداران داخلی و خارجی صورت می گیرد و معمولاً شرکاء نسبت به سهام خود در مدیریت واحد تولیدی نقش دارند. در روش سرمایه گذاری مستقیم مشترک سهامی قوانین حاکم بر روابط بین سرمایه گذاران (سهامداران) قوانین خاص سرمایه گذاری و قوانین تجاری می باشد. به طور مثال در ایران قانون جلب و حمایت سرمایه های خارجی و قانون تجارت و سایر قوانین مرتبط، مورد استفاده قرار می گیرند. اما معمولاً سهامداران قراردادهائی را بین خود تحت قرارداد مشارکت در چارچوب قوانین موضوعه تنظیم می کنند. با این وصف در این قرار داد مشارکت در چارچوب قوانین موضوع تنظیم می کنند. با این وصف در این قراردادهای جزئیات مربوط به روابط و حقوق سهامداران و نحوه مدیریت شرکت مشترک و شرایطی که طبق آن سهامداران خارجی خدمات خود را ارائه می دهند مورد توافق قرار می گیرد.

### انواع سرمایه گذاری های مشترک از نظر ترکیب مالکیت سرمایه عبارتند از:

الف) اقلیت سهام در مالکیت خارجی

ب) اکثریت سهام در مالکیت خارجی

ج) مالکیت سهام به نحو مساوی

د) ۴۹ درصد در مالکیت محلی و ۴۹ درصد در مالکیت شرکت خارجی و مالکیت ۲ درصد سهام کنترل کننده که به یک شخص ثالث واگذار می شود.

ه) صد در صد مالکیت سرمایه به یک شرکت مستقل واگذار می شود و شرکت مستقل اختیار تحصیل همه یا قسمتی از سهام را دارد.

### الف - سرمایه گذاری پرتفوی خارجی<sup>۷</sup>:

سرمایه گذاری پرتفوی خارجی را سرمایه گذاری در سبد دارائی و تأمین سهام نیز می نامند. این نوع سرمایه گذاری شامل حفظ و تغییر سبد دارائیهاست که با هدف حداقل کردن ریسک و حداکثر کردن سود، سرمایه گذار به آن اقدام می کند. در این نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذار خارجی با خرید سهام یا اوراق قرضه سهام خود را وارد

<sup>7</sup>Foreign Portfolio Investment

کشور میزبان می کند و در اداره و مالکیت، تنها به اندازه سهم خود اختیار و حق رأی دارد و متناسب با آن، سود یا زیان می برد. به همین دلیل مخاطره کلی متوجه سرمایه نبوده و مسئولیت مدیریتی آن نیز کمتر است و به همین خاطر سرمایه گذاران خارجی تمایل بیشتری به این نوع نشان می دهند.

### **سرمایه گذاری غیر مستقیم خارجی به دو صورت انجام می شود:**

(۱) تأمین یا خرید اسناد اعتباری قابل انتقال که توسط دولت کشور سرمایه پذیر منتشر می شود.

(۲) خرید اوراق قرضه یا سهام کشور سرمایه پذیر که توسط افرادی از ملیتهای دیگر انجام می شود و این نوع سرمایه گذاری بطور عمده بر روی اوراق قرضه و اوراق سهام انجام می گیرد. با این حال اوراق بدهی شامل اوراق قرضه، اوراق تجاری شرکتها، سپرده های بانکی و اسناد خزانه دولتی به همراه سهام، جریان سرمایه بانکهای تجاری، جذب کننده این نوع سرمایه گذاریها است که در زیر به تعریف مختصر هر کدام از این ابزارهای یاد شده می پردازیم:

- **سهام شرکتها:** سهام شرکت ها قابل انتقال خواهد بود. درآمد این اسناد بهادار ناشی از سود دهی شرکتهای تجاری تولیدی بعلاوه تفاوت قیمت خرید و فروش سهام در بازار است. وقتی شرکتها اقدام به انتشار سهام برای فروش به ارزشهای خارجی می کنند و یا سهام به خارجیان عرضه می شود، سرمایه گذاری پرتفوی خارجی (FPI) در سهام روی می دهد.

- **اوراق قرضه:** اوراق قرضه به صورت بلندمدت و از طریق دولتها و شرکتهای صنعتی و تجاری منتشر می شود. اوراق قرضه در بازارهای داخلی و یا بین المللی منتشر می شود و به اوراقی که در بازارهای بین المللی عرضه می شود، اوراق بین المللی یا اروپائی می گویند. وقتی اوراق قرضه ای در بیش از یک بازار همزمان انتشار یابد آنرا اوراق قرضه جهانی گویند. درآمد اوراق قرضه ناشی از نرخ بهره ای است معین و درآمد سر رسید شامل افزایش و یا کاهش قیمت اوراق به علاوه بهره دریافتی است.

- **اوراق تجاری:** شرکتها و مؤسسات تجاری و تولیدی که از ثروت و شهرت مناسبی در بازارهای مالی برخوردارند برای رفع کمبودهای مالی کوتاه مدت یا مستقیماً به بانکها مراجعه می کنند و یا به صدور اوراق تجاری مبادرت می نمایند. سر رسید اوراق تجاری کمتر از یکسال است و شرکت صادر کننده اوراق متعهد باز پرداخت مبلغ اسمی و بهره اوراق در سر رسید است. بعضی از اوراق تجاری بدون بهره بوده و به صورت تنزیل صادر می شوند.

---

<sup>8</sup>حرفهای فردی را سرچلی گویند که در تمام ک دارنده سهم بلرت.

- **اسناد خزانه دولتی:** این اسناد با سر رسید ۳۰ روزه، ۶ ماهه و به طور کلی کمتر از یکسال به وسیله دولتها صادر می‌شوند و انتشار آنها به صورت تنزیلی است.

- **جریان سرمایه بانکهای تجاری:** بانکهای تجاری عنوان عامی است که به مؤسسات مختلف سرمایه گذاری مانند شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه گذاری، بانکهای سپرده، بانکهای سرمایه گذاری و غیره اطلاق می‌شود.

### **ب- سرمایه گذاری رسمی یا عمومی**

سرمایه گذاری عمومی یا رسمی به دو شکل انجام می‌شود. ممکن است قرارداد وام و اعتبار کمک و خارجی به صورت دو جانبه بین ۲ کشور یا بانکهای مرکزی آنها تنظیم شود و یا در حالت چند جانبه یعنی به وساطت سازمانهای بین المللی مانند بانک جهانی، صندوق بین المللی پول و سایر سازمانها، این مبالغ بین کشورها انتقال یابد. برخی از این وامها و اعتبارات به صورت آزاد در اختیار درخواست کننده قرار می‌گیرد و بدون هر نوع تضمین، می‌توان آنرا در هر زمینه‌ای هزینه کرد. اما اکثر این وامها و کمکهای خارجی مشروط بوده و کشور یاسازمان اعطاء کننده، دقیقاً مورد مصرف آن وجوه را مشخص می‌کند. و این اعتبارات به صورت چند مرحله‌ای و مشروط به حاصل شدن اطمینان از مصرف در همان مورد خاص، به کشور درخواست کننده پرداخت می‌شود. سرمایه‌های رسمی با مشکلاتی از قبیل تهدید اقتدار سیاسی و اقتصادی، مشروط بودن این اعتبارات به اجرای سیاستهای اقتصادی خاصی بدون توجه به شرایط داخلی و نیز نرخهای بهره بسیار بالا مواجهند و به همین خاطر در اکثر کشورها این نوع جذب سرمایه‌های خارجی در اولویت آخر انتخاب قرار دارند.

### **مزایای قانونی تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی:**

از مزایای قانون و آئین نامه اجرایی جدید تشویق و حمایت سرمایه‌گذارای خارجی می‌توان به حل بسیاری از مشکلات قانون و آئین نامه قبلی و در نظر گرفتن برخی تمهیدات جدید به شرح زیر اشاره نمود:

- حوزه فعالیت سرمایه گذاری خارجی بسط یافته و حتی آموزش و پژوهش را نیز در بر گرفته است.
- سرمایه‌گذاری خارجی دولت یا دولتهای خارجی را نیز مجاز شمرده است.
- در این قانون تصریح خاصی از برخی روشهای مجاز سرمایه گذاری خارجی صورت گرفته است.
- امکان حل و فصل اختلافات در مجامع بین المللی در نظر گرفته شده است.

## موانع و مشکلات قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی:

از مشکلاتی که همچنان در قانون جدید به چشم می خورد، می توان به موارد زیر اشاره نمود:

- در این قانون تسهیلات خاصی از نظر عفو مالیاتی یا عوارض گمرکی برای سرمایه گذاران خارجی در نظر گرفته نشده است. و بر اساس ماده (۸) قانون از حقوق، حمایتها و تسهیلاتی مشابه سرمایه گذاران داخلی برخوردار خواهد بود و بدین ترتیب سرمایه گذار خارجی صرفاً در صورتیکه چنین مزیتهایی در قوانین بودجه سالیانه برای آنها در نظر گرفته شود، از سیاستهای تشویق سرمایه گذاری خارجی برخوردار خواهند بود.
- ماده (۸) این قانون با نگاهی مثبت، سرمایه گذار خارجی را از کلیه حقوق، حمایتها و تسهیلاتی که برای سرمایه گذاریهای داخلی موجود است، برخوردار می سازد ولی برخورداری از کلیه حقوق ضمن آنکه بسیار مثبت است، سؤالات یا ابهاماتی را در انطباق با قوانین یا مقررات جاری در سایر بخشها پیش می کشد؛ از جمله آنکه مدیران واحدهای تولیدی و خدماتی داخلی مجازند تقاضای پذیرش در بورس اوراق بهادار بنمایند و در صورت پذیرفته شدن، سهم آنان در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرد. تسری این حقوق به سرمایه گذار خارجی منوط به آزاد شدن فعالیت آنان در بورس اوراق بهادار کشور است.<sup>۹</sup>
- ماده (۳) قانون نیز که روشهای سرمایه گذاری خارجی را مشخص می سازد با ابهام مواجه است. دربند (الف)، سرمایه گذاری خارجی در کلیه زمینههایی که بخش خصوصی مجاز به سرمایه گذاری است مجاز شناخته شده، ولی در بند (ب) تصریح شده است که سرمایه گذاری خارجی در کلیه بخشها (یعنی علاوه بر حیطه فعالیت بخش خصوصی) در چارچوب روشهای "مشارکت مدنی"، "بیع متقابل" و "ساخت، بهره برداری و واگذاری" مجاز می باشد. قید کلیه بخشها به معنی آن است که سرمایه گذاری خارجی در زمینههایی که بخش خصوصی مجاز به فعالیت در آن نیست، به ترتیب فوق امکان حضور دارد و در اینجاست که ابهام مذکور ظاهر می شود.<sup>۱۰</sup>

<sup>۹</sup> «بهم گنجینه ده؟ اما امی ب بخش»، مجله اقتصاد ایران، مرداد ۱۳۸۱.

<sup>۱۰</sup> «بهم گنجینه ده؟ اما امی ب بخش»، مجله اقتصاد ایران، مرداد ۱۳۸۱.

• در این قانون و آئین نامه اجرایی آن به صورت صریح به نحوه سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار پرداخته نشده است و در ماده (۳) قانون نیز صرفاً سرمایه گذاری مستقیم خارجی و همچنین سرمایه گذاری در چارچوب روشهای مشارکت مدنی، بیع متقابل، ساخت، بهره برداری و واگذاری را در شرایطی که برگشت سرمایه و منافع حاصله صرفاً از عملکرد اقتصادی طرح مورد سرمایه گذاری ناشی شده باشد و متکی به تضمین دولت یا بانکها و یا شرکتهای دولتی نباشد را از تسهیلات و حمایتهای قانون، برخوردار می داند.

**معاملات بر روی اوراق بهادار به طور کلی به سه شکل می باشد:**

**۱- معاملات کارگزاری**

**۲- معاملات به حساب خود**

**۳- بازارسازی**

طبق لایحه جدید بازار سرمایه، کارگزاری، معامله گری و بازارگردانی از جمله فعالیت های شرکت های تامین سرمایه است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار قادر به انجام اینگونه فعالیت هاست. طبق لایحه مذکور، شخص حقوقی که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها معامله می کند، کارگزار، و شخص حقوقی که اوراق بهادار را برای دیگران به حساب آنها و یا به نام خود معامله می کند، کارگزار/ معامله گر نامیده می شود. همچنین کارگزار/ معامله گری که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تجدید دامنه نوسان قیمت آن به داد و ستد اوراق می پردازد، بازارگردان نامیده می شود.

**بر اساس ماهیت، اوراق بهادار را به سه طبقه تقسیم می کنند:**

الف- اوراق بهادار بدهی که برای دارنده، امتیاز طلبکاری را به وجود می آورد مانند انواع اوراق قرضه

ب- اوراق بهادار متضمن مالکیت که برای دارنده، امتیاز مالکیت را فراهم می کند، مانند سهم عادی

ج- اوراق بهادار ترکیبی، که ترکیبی از امتیاز مالکیت و طلبکاری را به همراه دارد مانند سهام ممتاز

## بر اساس شکل جریان های نقدی آتی، اوراق بهادار را به دو دسته تقسیم می کنند:

الف- اوراق بهادار دارای درآمد ثابت که سود یا بهره پرداختی آتی آن مشخص است مانند اوراق قرضه یا سهام ممتاز.

ب- اوراق بهادار بدون درآمد ثابت که جریانات آتی نامعلوم است مانند سهام عادی.

اوراق بهاداری که امروزه در بورس اوراق بهادار کشورها معامله می شوند متنوع و از رایج ترین آن ها می توان از سهام (عادی و ممتاز)، اوراق قرضه، حق تقدم، انواع اختیار معامله و اختیار خرید سهام از شرکت یاد کرد.

### سهام (Stock)

در شرکت های سهامی، سرمایه به قسمت های متساوی تقسیم شده که هر یک از آن ها را یک سهم می گویند. سهم قسمتی از سرمایه شرکت سهامی است که معرف میزان مشارکت، تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می باشد (ماده ۲۴ لایحه اصلاحی قانون تجارت). ورقه سهم سند قابل معامله ای است که نماینده مالکیت تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد. بنابر تعریف، مجموع ارزش اسمی سهام، سرمایه شرکت را تشکیل می دهد.

در کشور ما، ورقه سهم در زمان انتشار دارای ارزش اسمی است. در شرکت های سهامی خاص برای تعیین حداکثر مبلغ اسمی سهام، محدودیتی وجود ندارد اما در شرکت سهامی عام، مبلغ مزبور نباید از ده هزار ریال بیشتر باشد. دلیل اصلی محدود کردن حداکثر مبلغ اسمی در شرکت های سهام عام، امکان گسترش مشارکت هر چه بیشتر مردم در فعالیت های تولیدی و صنعتی کشور می باشد.

ورقه سهام، صرف نظر از نوع آن، دارای اطلاعات زیر است:

۱- نام شرکت و شماره ثبت آن در دفتر ثبت شرکت ها

۲- مبلغ سرمایه ثبت شده و مقدار پرداخت شده آن

۳- تعیین نوع سهم

۴- مبلغ اسمی سهم و مقدار پرداخت شده آن به حروف و اعداد

۵- تعداد سهامی که هر ورقه نماینده آن است

۶- نام دارنده، در صورت با نام بودن

اوراق سهام باید متحدالشکل و چاپی بوده و به امضای حداقل دو نفر صاحبان امضای مجاز رسیده باشد.

## بازارهای معامله اوراق بهادار

بازار اوراق بهادار از لحاظ تقدم انتشار و دسترسی به اوراق بهادار به بازار اولیه و بازار ثانویه تقسیم می شود:

ص ۱۳

### ۱- بازار اولیه

بازار اولیه به بازاری اطلاق می شود که در آن اوراق بهادار جدید، برای اولین بار از طرف یک سازمان منتشر می شود. انتشار اوراق بهادار در این بازار غالباً با هدف تأمین مالی صورت می گیرد. انتشار اوراق مشارکت توسط شهرداری تهران برای تأمین مالی پروژه های شهری، و انتشار سهام توسط شرکت های سرمایه گذاری جهت تأمین سرمایه، مثال های بارزی از معاملات بازار اولیه می باشد.

بازار اولیه در نتیجه فروش مستقیم و دست اول اوراق بهادار توسط شرکت ها یا مؤسسات دولتی، عمومی یا خصوصی به سرمایه گذاران خصوصی و مؤسسات سرمایه گذاری ایجاد می شود. شکل زیر روش های این انتشار را نشان می دهد

### ۲- بازار ثانویه و بورس اوراق بهادار

بازار ثانویه به ترتیبی اطلاق می شود که از طریق آن، خریداران و فروشندگان می توانند به روشی متعارف و به قیمت های قابل قبول برای طرفین، اوراق بهاداری که دوره عرضه آن در بازار اولیه به اتمام رسیده، را معامله کنند. بازار ثانویه را می توان به دو بخش غیر متشکل (فاقد انسجام) و متشکل (سازمان یافته) تقسیم کرد.

در بخش غیر متشکل این بازار، عرضه کنندگان و متقاضیان، برای معامله اوراق بهادار مورد نظر خود، باید به دنبال یکدیگر بگردند. از آن جا که هیچ مکان مشخصی برای این قسمت وجود ندارد و خریداران و فروشندگان، کاملاً پراکنده و بی اطلاع از یکدیگرند، عمل معامله اوراق بهادار بسیار کند، با دشواری و هزینه زیاد صورت می گیرند به ویژه این که هیچ مکانی غیر از توافق طرفین برای تعیین قیمت وجود ندارد. این بازار مختص به اوراق بهاداری است که در بخش سازمان یافته بازار (بورس اوراق بهادار یا بورس های فرعی) پذیرفته نشده اند.

اوراق سهام شرکت های سهامی خاص، یا سهام بسیاری از شرکت های سهامی عام که حائز شرایط پذیرش در بورس نیستند در این بازار، و براساس قیمت های توافقی طرفین خریدار و فروشنده معامله می شوند. البته به منظور تسهیل امر مبادلات اوراق بهادار در بازار ثانویه، برخی شرکت ها اقدام به تعیین مکانی برای مبادلات سهام خود می نمایند. در این محل که معمولاً در مکان اصلی شرکت است، خریداران و فروشندگان خاص سهام همان شرکت اقدام به معامله می کنند.

بخش متشکل و سازمان یافته بازار معمولاً متشکل از دو بخش بورس اوراق بهادار و بورس فرعی است. تفاوت بین دو بازار مذکور، بیشتر دسته بندی مالی شرکتهایی است که در هر یک معامله می شوند. برای پذیرش شرکت ها در

هر یک از بخش های بازار شرایطی وضع می شود. در صورتی که شرکت، حایز شرایط پذیرش در بازار اصلی باشد در آن بازار معامله و در غیر این صورت در بازار بورس فرعی معامله می شوند. گاهی اوقات برای هر قسمت از این بازارها، دسته بندی های دیگری نیز صورت می گیرد که ایجاد تابلوی متعدد معاملاتی و تقسیم بندی زمانی معاملات برای انواع اوراق بهادار از نمونه های رایج آن است. در حالت اول، همچون تقسیم بندی بخش های اصلی و فرعی بازار، دو یا چند تابلو ایجاد شده و بنابر شرایطی که برای پذیرش شرکت ها در هر یک از تابلوها وضع می شود، جایگاه معاملاتی آن ها در هر تابلو مشخص می شود. معمولاً درجه اعتبار این تابلوها با یکدیگر متفاوت و نزولی است. به طوری که شرکت هایی که در تابلوی دوم قرار دارند سعی خواهند کرد به خاطر برخورداری از مزایای اعتباری یا حتی در برخی موارد مالی، شرایط خود را بهبود داده و به تابلوی بالاتر ارتقاء یابند.

در حالت دوم یعنی تقسیم بندی معاملات برای انواع اوراق بهادار، معمولاً زمان معاملاتی تابلوها را تقسیم بندی کرده و در هر قسمت، یک نوع ورقه بهادار خاص را معامله می کنند. مثلاً بخشی از زمان معاملاتی صرف انواع سهام و بخش دیگر صرف انواع اوراق قرضه (مشارکت) خواهد شد.

### **دارایی های غیر قابل معامله:**

#### **الف) سپرده پس انداز:**

سپرده پس انداز از قابلیت نقدینگی بالایی برخوردار است. دارایی هایی که با کمترین تغییرات قیمتی سریعاً قابل تبدیل به وجه نقد باشند از نقدینگی بالایی برخوردارند. معمولاً نرخ بهره ای که به حساب های پس انداز پرداخت می شود، کمترین نرخ در حساب ها می باشد. نرخ بازده پایین این سپرده ها باعث شده رقبای زیادی برای به دست آوردن آن تلاش کنند.

#### **ب) گواهی سپرده:**

بانک های تجاری و سایر مؤسسات، گواهی ها پس انداز مختلفی را ارائه می کنند که با نام گواهی سپرده<sup>11</sup> شناخته شده اند. این گواهی ها با سررسیدهای مختلف در بازار موجود است به نحوی که هر چه زمان سررسید افزایش می یابد نرخ آن نیز افزایش می باشد.

مؤسسات مختار هستند نرخ گواهی سپرده خود و شرایط آن را تعیین کنند. به خاطر رقابتی که در این مؤسسات وجود دارد مؤسسات در تعیین شرایط گواهی سپرده خود آزاد هستند. اگر چه برخی از منتشرکنندگان گواهی سپرده سعی می کنند جریمه های مربوط به برداشت سریع سپرده را کاهش دهند و حتی از آن چشم پوشی کنند با

<sup>11</sup>Certificates of Deposit (CDs)



این حال کسانی که سپرده های خود را زودتر برداشت می کنند با جریمه هایی مواجه می شوند. بنابراین سرمایه گذاران قبل از سرمایه گذاری باید به دقت شرایط سرمایه گذاری در گواهی سپرده موسسات را مطالعه کنند. سرمایه گذاران، گواهی سپرده را به عنوان جایگزینی برای سایر سرمایه گذاری های کم ریسک ( با بازده پایین) انتخاب می کنند. وقتی که نرخ گواهی سپرده بالا است میلیون ها دلار به سمت این نوع سرمایه گذاری سرازیر می شود. اما زمانی که نرخ این گواهی پایین است تمایل چندانی به این نوع سرمایه گذاری وجود ندارد.

### ج) حساب های سپرده بازار پول:

در سال ۱۹۸۲ بانک مرکزی ایالات متحده به موسسات مالی اجازه داد که حساب های سپرده بازار پول<sup>۱۲</sup> را بدون هیچ نرخ بهره ای ارائه کنند. بنابراین، این حساب ها می توانند باعث ایجاد رقابت در بازار پول شوند. در این نوع سرمایه گذاری، بانک حساب های سرمایه گذاری بازار پول را عرضه می کند این حساب ها دارای نرخ های بازده رقابتی بوده و تا حجم ۱۰۰،۰۰۰ دلار توسط شرکت بیمه سپرده بانک مرکزی بیمه می شود. موسسه برای اینکه بتواند این نوع حساب را باز کند نیاز به حداقل سپرده دارد. قوانین بانک مرکزی ایالات متحده، تعداد معاملات هر ماه را محدود به شش نقل و انتقال کرده است. در حالی که با استفاده از ماشین های اتوماتیک محدودیتی در تعداد معاملات و سپرده ها وجود نخواهد داشت.

### اوراق قرضه پس انداز دولتی:

اوراق قرضه پس انداز دولتی<sup>۱۳</sup>، یک نوع اوراق قرضه دولتی است که زیر قیمت اسمی یا به ارزش اسمی عرضه می شود و بهره سالانه پرداخت می کند. به این اوراق قرضه تا زمان سررسید هیچ نوع مالیات محلی، ایالتی و مرکزی تعلق نمی گیرد.

اوراق قرضه پس انداز غیر قابل معامله، غیر قابل انتقال است و نمی توان از آن به عنوان وثیقه استفاده کرد. این اوراق اغلب از طریق بانک مرکزی به فروش می رسد.

بهره اوراق قرضه پس انداز به صورت ۶ ماهه پرداخت می شود بنابراین با توجه به مدت زمان نگهداری این اوراق و با توجه به نرخ های بهره متداول، سرمایه گذاران می توانند در زمان بازخرید، مقدار کمتر یا بیشتر از ارزش اسمی به دست آورند.

<sup>12</sup>Money Market Deposit Accounts  
<sup>13</sup>Government Sa

## اوراق بهادار بازار پول:

اوراق بهادار بازار پول<sup>۱۴</sup>، ابزارهای کوتاه مدتی هستند که توسط دولت ها، موسسات مالی و شرکت ها به سرمایه گذارانی که تمایل به سرمایه گذاری موقت دارند فروخته می شود. این بازار اغلب در اختیار موسسات مالی، بانک های خاص و دولت ها است. حجم معاملات در بازار پول معمولاً بالاست ( ۱۰۰،۰۰۰ دلار یا بیشتر). محدوده سررسید ابزارهای بازار پول از یک روز تا یک سال و اغلب کمتر از ۹۰ روز می باشد. برخی از این ابزارها قابل معامله و برخی دیگر غیرقابل معامله هستند. اگرچه سرمایه گذاران ممکن است مستقیماً در این اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند ولی اغلب این سرمایه گذاران از طریق صندوق های مشترک سرمایه گذاری و به صورت غیر مستقیم اقدام به سرمایه گذاری می کنند.

این صندوق های مشترک سرمایه گذاری اقدام به تشکیل پرتفلیو و ایجاد مجموعه از اوراق بهادار می کنند که در نهایت باعث کاهش ریسک سرمایه گذاری می شود.

به طور خلاصه، ابزارهای پول، سرمایه گذاری های کوتاه مدت و با قابلیت معامله بالایی هستند که میزان ریسک آنها خیلی پایین و حجم سرمایه گذاری در آنها بالاست. این نوع سرمایه گذاری به صورت غیرمستقیم و از طریق صندوق های مشترک سرمایه گذاری صورت می گیرد. در جدول ۳-۱ اوراق بهادار اصلی بازار پول توضیح داده شده است.

### جدول ۳-۱: اوراق بهادار اصلی بازار پول

#### ۱. اوراق خزانه<sup>۱۵</sup>

اولین ابزار بازار پول، اوراق خزانه است که دارای تضمین کامل بوده و قابلیت نقدینگی آن بالا است و توسط دولت ایالات متحده آمریکا منتشر می شود. تاریخ سررسید این اوراق از ۹۰ روز تا یک سال و با تخفیف و به مبلغی کمتر از ارزش اسمی به فروش می رسد. تخفیفی که به این اوراق داده می شود بازده آن را مشخص می کند. هر چه میزان تخفیف در زمان خرید بیشتر باشد نرخ بازده ای که عاید سرمایه گذاران می شود بیشتر خواهد بود. اوراق خزانه منتشر شده می تواند در بازارهای ثانویه و بازارهایی که از کارایی بالایی برخوردار هستند خرید و فروش شود.

<sup>14</sup>Money Market  
<sup>15</sup>Treasury Bill

#### ۱. گواهی سپرده بانکی قابل معامله<sup>۱۶</sup>

این اوراق توسط بانک ها برای یک دوره مشخص و با یک نرخ بهره مشخص منتشر می شوند و به سرمایه گذاران عرضه می شود. سرمایه گذاران می توانند این اوراق را تا زمان سررسید نگهداری نموده و یا قبل از زمان سررسید در بازار بفروشند هدف بانک ها از انتشار این اوراق، تامین مالی است. مبلغ سپرده تا زمان سررسید در نزد بانک نگهداری می شود. تاریخ سررسید این اوراق معمولاً بین ۱۴ روز (حداقل زمان) تا یک سال است. حداقل سپرده گذاری در این اوراق ۱۰۰،۰۰۰ دلار است.

#### ۱. اوراق تجاری<sup>۱۷</sup>

اوراق کوتاه مدت و بدون وثیقه ای هستند که توسط شرکت های بزرگ و معروف که از نظر مالی از بنیه بالایی برخوردار می باشند (از قبیل شرکت های مالی) منتشر می شود. ارزش اسمی این اوراق از ۱۰۰،۰۰۰ دلار شروع می شود و سررسید آن حداکثر ۲۷۰ روز است. اوراق تجاری با تخفیف و با قیمت هایی مانند قیمت گواهی سپرده بانکی قابل معامله به فروش می رسد. اگرچه برای اوراق تجاری بازارهای ثانویه وجود دارد ولی عملکرد این بازارها ضعیف بوده و اکثراً توسط خریدار تا موعد سررسید نگهداری می شود.

#### ۱. دلار اروپایی<sup>۱۸</sup>

گواهی سپرده ای هستند که توسط بانک های خارجی یا در شعب خارجی بانک های اروپایی عرضه می شود. اگرچه این بازار ابتدا در اروپا گسترش یافت ولی در اکثر کشورهای دنیا گسترش یافته است. سپرده های دلار اروپایی شامل سپرده های زمانی و گواهی سپرده قابل معامله است که مورد اخیر بخش اکثر بازار دلار اروپایی را شکل می دهد. تاریخ سررسید این اوراق کوتاه مدت و اغلب کمتر از شش ماه است. بازار دلار اروپا در ابتدا یک عمده فروشی و با سپرده ها و وام های عمده بوده است. با وجود امنیت نسبی حاکم بر دلار اروپایی، با این حال بازدهی این اوراق به خاطر قوانینی که منتشر کنندگان برای بانک های دلار اروپایی دارند نسبت به سایر دارایی های بازار پول بیشتر است.

#### ۱. قرارداد یا قوانین بازخرید اوراق بهادار<sup>۱۹</sup>

<sup>16</sup>Negotiable Certificates of deposit (CDs)

<sup>17</sup>Commercial Paper

<sup>18</sup>Eurodollar

یک توافق میان وام دهنده و وام گیرنده (و اغلب میان موسسات) برای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی ایالات متحده است. طبق این توافق وام دهنده، اوراق بهاداری را به وام گیرنده می فروشد و موافقت به عمل می آید که این اوراق بهادار با قیمت مشخص شده و در تاریخ معین بازخرید شود. نرخ بهره موثر از تفاوت میان قیمت خرید و قیمت فروش تعیین می شود. سررسید این اوراق معمولاً خیلی کوتاه مدت و از ۳ تا ۱۴ روزه و حتی در برخی از موارد یک شب می باشد. حداقل ارزش اسمی این ۱۰۰،۰۰۰ دلار است.

#### ۱. اسناد تایید شده توسط بانک ها<sup>۲۰</sup>

این اوراق سفته یا برات وعده داری است که توسط واردکننده یا صادرکننده در وجه بانک کشیده می شود و بانک می پذیرد که در سررسید نهایی مبلغ مندرج در آن را، بدون هیچ قید و شرطی بپردازد. در این حالت بانک موافقت می کند مبلغ مشخصی را در تاریخ مشخص شده آتی پرداخت کند. اسناد تایید شده توسط بانک ها، اسناد قابل معامله هستند و دارنده آن می تواند آن را به کمتر از ارزش در بازار پول به فروش برساند. این اسناد اغلب در معاملات بین المللی مورد استفاده قرار می گیرد. اسناد تایید شده توسط بانک ها با حداقل ارزش اسمی ۱۰۰،۰۰۰ دلار به فروش می رسد. موعد سررسید این اسناد بین ۳۰ تا ۱۸۰ روز است و موعد سررسید ۹۰ روز، بیشتر متداول است.

#### ابزار های قابل معامله

ابزار های قابل معامله در سه دسته ابزار های «بازار پول، بازار سرمایه و مشتقه ها» بررسی می شود:

**اوراق بهادار بازار پول:** اوراق این گروه از دارایی ها دارای درجه نقدشوندگی بالا و ریسک پذیری کمی است و به وسیله دولت ها، موسسات مالی و شرکت ها به سرمایه گذاران فروخته می شود. ویژگی مهم این اوراق سررسیددار بودن آنهاست. حجم معاملات آنها بالا و سررسید آنها از یک روز تا یک سال است. سرمایه گذاران عمدتاً به طور مستقیم در این اوراق سرمایه گذاری می کنند ولی در برخی موارد به طور غیرمستقیم و از طریق صندوق های سرمایه گذاری این کار انجام می شود.

#### ابزار های اصلی بازار پول عبارتند از:

---

Repurchase Agreement (PR<sub>S</sub>)<sup>2</sup>  
<sup>20</sup>Banker's Acceptance

**الف) اوراق خزانه:** این اوراق توسط خزانه داری کشورها منتشر شده و سر رسید آن نیز زیر یک سال است. به این اوراق بهره تعلق نمی گیرد، در عوض با تخفیف (تنزیل)، فروخته شده و در سر رسید قیمت آتی پرداخت می شود. انتشار و فروش این اوراق توسط دولت ها یکی از ابزار های سیاست پولی در هنگام تورم است. این اوراق کم ریسک ترین و پر معامله ترین ابزار های بازار پول است (جهانی، ۱۳۷۷، ص ۴۲). اوراق خزانه با تنزیل ارزش اسمی (ارزش اسمی، پرداخت نقدی است که سرمایه گذار در سر رسید دریافت می نماید) فروخته می شود.

تفاوت بین قیمت خرید و ارزش اسمی (ظاهری)، عایدی دریافتی برای سرمایه گذار است. از آنجا که فرض می شود اوراق خزانه، ریسک عدم پرداخت ندارد، لذا نقش خاصی را در نظریه (تئوری) های مالی ایفا می نماید. این اوراق سر رسید های بسیار کوتاه مدت و عایدی مشخصی دارند و در بازار های فعال مبادله می شوند. همچنین به مثابه نزدیکترین تقریب برای سرمایه گذاری های بدون ریسک در نظر گرفته می شوند. معمولاً نرخ اوراق خزانه سی روزه در محاسبه مالی به نمایندگی «نرخ بازده بدون ریسک» به کار می رود.

قرارداد های باز خرید: موافقت نامه ای بین وام گیرنده و وام دهنده (معمولاً موسسات) برای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی است. وام گیرنده، اوراق بهادار را به وام دهنده می فروشد و موافقت می کند که در تاریخ معین با قیمت مشخصی که معمولاً بالاتر از قیمت فروش است آنها را باز خرید کند. نرخ بهره موثر، در حقیقت تفاوت میان قیمت خرید و فروش است، آنها را باز خرید کنند. نرخ بهره موثر، در حقیقت تفاوت میان قیمت خرید و فروش است. این اوراق نقش وثیقه را داشته و در واقع یک نوع روش تأمین مالی است. سر رسید این قراردادها معمولاً کمتر از چهارده روز است (جنانی، ۱۳۷۷، ص ۴۲). قرارداد های باز خرید بلند مدت تری که قرارداد های باز خرید مدت دار نامیده می شود وجود دارد که سر رسید آنها غالباً سی روزه یا بیشتر است.

**نرخ بین بانکی پیشنهادی لندن (لایبور):** لایبور نرخی است که در آن نرخ، انگاهی بین المللی بزرگ در لندن وجوه را بین خودشان مبادله می نمایند و نرخ پایه تعیین انواع وام های بلند مدت حتی در بازا های مالی آمریکا است. علی رغم واقعیت این نرخ، نرخ بین بانک های لندن است، اما معمولاً برای وام های اعطایی به صورت دلاری نیز به کار می رود. این امر کاملاً متداول است که ابزار های بدهی بلند مدت، نرخ هایی داشته که به طور دوره ای تغییر می کند و برخی از ویژگی های ابزار های کوتاه مدت را نیز دارند. این نرخ های متغیر، و معمولاً به صورت «نرخ اوراق خزانه به علاوه یک مقدار ثابت» و یا «نرخ لایبور به علاوه یک مقدار ثابت» تعیین می شود.

**گواهی سپرده قابل معامله:** این اوراق بوسیله بانک ها با نرخ بهره و سررسید مشخصی که عملاً زیر یک سال است منتشر می گردد و دارنده آنها می تواند پیش از سررسید، این اوراق را در بازار بفروشد. اوراق مذکور در بازارهای بورس، قابل معامله بوده و اصل و بهره آنها در تاریخ سررسید پرداخت می گردد.

**اوراق تجاری:** اسناد کوتاه مدتی است که توسط شرکت های معتبر دارای توان مالی قوی، منتشر می شود. به دلیل اعتبار بالای شرکت های صادر کننده معمولاً این اوراق بدون وثیقه بوده و سررسید آنها نیز کمتر از نه ماه و با تخفیف (تنزیل) فروخته می شود. بازده و ریسک این اوراق از اوراق خزانه بیشتر است.

**دلار اورپایی:** این اوراق بر مبنای سپرده های دلاری که در بانک های کشورهای مختلف یا شعبه خارجی بانک های آمریکایی وجود دارد صادر می شود و در واقع نوعی گواهی سپرده است که نرخ های بهره کشورهای مختلف را به هم مرتبط می کند. این اوراق ابتدا در اروپا ابداع شد و اکنون در خیلی از کشورها از جمله کشورهای آسیایی معامله می شود. سررسید این اوراق معمولاً زیر شش ماه بوده و به علت محدودیت های کمتر نسبت به دیگر دارایی های مالی، معمولاً بازده بیشتری دارد. این اوراق در بانک های یاد شده ارائه می گردد.

**پذیره های بانکی:** سفته ها و بروات مدت بانکی است که با تضمین بانک، مبلغ مشخص آنها، در تاریخ معین پرداخت می شود. این پذیره ها قابل خرید و فروش بوده و دارنده آنها می تواند با قیمتی کمتر از ارزش اسمی، آنها را در بازار بفروشد. این حواله ها بیشتر در تجارت بین المللی کاربرد دارند و سررسید آنها معمولاً زیر شش ماه است. این اوراق، به دلیل تضمین توسط بانک های تجاری، فاقد ریسک عدم پرداخت می باشند.

**اوراق بهادار بازار سرمایه:** این گروه از اوراق در مقایسه با اوراق بهادار بازار پول از درجه نقدشوندگی پایین تری برخوردار بوده و عمدتاً فاقد سررسید بوده و یا سررسید آنها بیش از یک سال می باشد. ریسک و بازده این اوراق نسبت به ابزارهای بازار پول در حد بالاتری می باشد. در ادامه به توضیح مختصری از اوراق این بازار می پردازیم.

**اوراق بهادار با درآمد ثابت:** این نوع اوراق بهادار، که رایج ترین آنها اوراق قرضه (و به نوعی اوراق مشارکت در ایران) است دارای برنامه پرداخت های معینی بوده و مبلغ و تاریخ هر پرداخت از قبل مشخص است. اوراق قرضه در واقع قرارداد هایی برای استقرار پول می باشند که طبق این قرارداد قرض گیرنده، که همان صادر کننده اوراق قرضه است، متعهد می شود که اصل قرضه را در تاریخی معین، بازپرداخت نموده و در فواصل زمانی معین و به

تناوب، مبالغی را تحت عنوان بهره، به دارنده ورقه قرضه، پردازد. اوراق قرضه میزانی از ریسک را نیز به همراه دارند. مهم ترین انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت یا اوراق قرضه به شرح زیر است:

اوراق قرضه دولتی: دولت ها برای تأمین مالی فعالیت های خود اوراق متعددی را با سررسید های بیشتر از یک سال صادر می کنند. سرمایه گذاران نیز با انتظار کسب درآمدی ثابت و همچنین تضمین دریافت مبلغ اسمی اوراق در سررسید، آنها را خریداری می کنند. این اوراق معمولاً سررسید های (۱۰ تا ۲۰ ساله) و برخی از آنها بدون سررسید است. این اوراق برخلاف اوراق خزانه به مبلغ اسمی فروخته می شود و در بازارهای بورس به طور گسترده ای مورد معامله قرار می گیرد.

**اوراق قرضه سازمان های دولتی:** اوراق بهادار بلند مدتی است که توسط سازمان ها و نهاد های دولتی (در ایالات متحده) منتشر می شود. وجوه حاصل از انتشار این اوراق بهادار، در طرح هایی که دولت متصدی آنهاست صرف می شود. از مهم ترین نهاد هایی که این اوراق را منتشر می کند، می توان به موسسه رهنی فدرال آمریکا اشاره نمود. نرخ بازده این اوراق از اوراق خزانه بیشتر است و سررسید آنها تا ۲۵ سال نیز می رسد.

**اوراق قرضه شهرداریها:** این اوراق به وسیله شهرداری های ایالتی و دیگر سازمان های دولتی مل فرودگاه ها و ادارات آموزش و پرورش، پارک ها و سازمان های عام المنفعه، منتشر می شود. وجوه حاصل از فروش اوراق مذکور برای تأمین مالی، طرح های سرمایه ای بلند مدت و نیز سرمایه در گردش به کار می رود. اوراق قرضه شهرداری ها معمولاً به صورت سری است؛ یعنی دارای نرخ ها و سررسید های مختلفی می باشند. اوراق قرضه شهرداری ها از مالیات های ایالتی و محلی معاف است و درآمد بهره آنها نیز، برای دارنده اوراق قرضه، از مالیات دولتی معاف می باشد. به همین علت خیلی از بانک ها، شرکت های بیمه و موسسات مشابه، با انگیزه های معافیت مالیاتی اقدام به سرمایه گذاری در اوراق قرضه شهرداری ها می کنند.

**اوراق قرضه شرکت ها:** اوراقی است که بیانگر بدهی بلند مدت شرکت ها بوده و با ارزش اسمی نسبتاً کم و به صورت درصدی از ارزش اسمی، قیمت گذاری می شوند. اغلب شرکت های بزرگ برای تأمین مالی عملیات خود، این نوع اوراق قرضه را منتشر می کنند و برخی نیز بیش از یک نوع اوراق قرضه منتشره، دارند. اغلب این اوراق، تضمین شده اند و همچنین به دلیل امکان ناتوانی شرکت ها در بازپرداخت بدهی ها، در نتیجه خطرپذیری (ریسک) بیشتر آنها، نرخ بازده شان معمولاً بیشتر از انواع دیگر اوراق قرضه است. سررسید این اوراق از «۲۰ تا ۴۰» سال بوده

و اقساط بهره آنها هر شش ماه پرداخت می شود. انواع مختلفی از اوراق قرضه شرکتی، وجود دارد که مهم ترین آنها، اوراق قرضه قابل تبدیل است. دارندگان اوراق قرضه قابل تبدیل، اختیار دارند تا در هر زمان آنها را در مقابل تعداد مشخصی سهام عادی و بدون پرداخت مبالغ نقدی، معاوضه کنند. این اوراق دارای دو ویژگی اند: از یک طرف دارای درآمد بهره ثابت بوده و از طرف دیگر ویژگی افزایش قیمت سهام عادی را داراست. به همین نسبت قیمت آنها، نسبت به سایر اوراق بهادار از نوسان بیشتری برخوردار است. آن دسته از اوراق قرضه شرکت ها که در صورت ورشکستگی صادر کننده آن، با دارایی های شرکت مورد حمایت قانونی قرار می گیرد، اوراق قرضه رهنی نامیده می شود. معمولاً اوراق قرضه شرکت های تولیدی و صنعتی از نظر ناتوانی در بازپرداخت اصل و بهره بدهی، خطرپذیرتر از شرکت های عام المنفعه است. همچنین شرکت های حمل و نقل مثل راه آهن و هواپیمایی نیز خطر بیشتری به همراه دارند. به همین علت، نرخ بازده اوراق قرضه آنها نسبت به سایر اوراق بیشتر است.

یکی از نوآوری های اخیر در بازار های مالی، به اوراق بهادار تبدیل کردن وام های رهنی است. یعنی وام های پر ریسک و دارای احتمال نقدشوندگی کم، به اوراق بهادار کم خطرتر با درجه نقدشوندگی بیشتر تبدیل می شود. از رایج ترین موارد آن می توان به اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی اشاره نمود. یعنی نوعی اوراق بهادار که نهاد های دولتی به پشتوانه اقساط ناشی از وام های رهنی منتشر می کنند.

**اوراق سهام:** برخلاف اوراق بهادار با درآمد ثابت، این اوراق نسبت به سود و دارایی های شرکت، پس از ادای تعهدات شرکت به اوراق بهادار با درآمد ثابت، دارای حقوق و ادعاست. دو نوع اصلی سهام عبارتند از: سهام ممتاز و سهام عادی.

**سهام ممتاز:** اگر چه از نظر فنی، سهام ممتاز از انواع سهام به شمار می رود، ولی بیشتر به نام اوراق بهادار دورگه شناخته می شوند؛ زیرا هم زمان، دارای مزایای سهام و اوراق قرضه با درآمد ثابت است. دارندگان سهام ممتاز موقع پرداخت سود و نیز هنگام ورشکستگی، نسبت به دارندگان سهام عادی اولویت دارند. دارندگان سهام ممتاز حقوق خود را پس از دارندگان اوراق قرضه می گیرند. سررسید سهام ممتاز، نامحدود است. هر چند صادر کنندگان آن، ملزم به بازخرید نیستند، اغلب سهام ممتاز منتشر شده، قابل بازخرید بوده و برای همیشه منتشره باقی نمی ماند. سهام ممتاز، جانشینی برای اوراق قرضه است، ولی نوسان قیمت آن از اوراق قرضه بیشتر است. اگر صادر کننده سهام ممتاز از پرداخت سود سالانه امتناع ورزد،



سودهای پرداخت نشده باید در آینده و پیش از هرگونه پرداختی به سهام داران عادی پرداخت شود. این در صورتی شدنی است که سهام ممتاز از نوع تراکمی باشد. یکی دیگر از انواع سهام ممتاز، نوع قابل تبدیل آن است که می توان آن را به سهام عادی تبدیل نمود. سهام ممتاز مشارکتی نیز از دیگر انواع سهام ممتاز است که در منابع اضافی شرکت همچون سهام عادی سهم می باشد. سهام ممتاز معمولاً دارای حق رأی نیست؛ اگر چه در برخی موارد محدود این حق را داراست. سود سهام ممتاز معمولاً به صورت درصدی از ارزش اسمی آن یا مبلغی معین، همچنین بازده و ریسک سهام ممتاز، از اوراق قرضه دولتی و شرکت های خصوصی بیشتر است. در بازار های مالی کشورهای صنعتی، معمولاً ۷۰ درصد از سود سهام ممتاز، مشمول مالیات نمی شود.

**سهام عادی:** این سهام بیانگر علائق مالک آن در شرکت است و دارنده سهام عادی به نسبت تعداد سهامی که از کل سهام شرکت در اختیار دارد، مالک شرکت محسوب می شود. سهام عادی معمولاً فاقد سررسید است. از حقوق سهامداران عادی می توان، «حق دریافت سود سهام در هنگام تقسیم سود، حق رأی در انتخاب هیأت مدیره و بازرسان شرکت و سایر تصمیماتی که شرکت در مجمع عمومی به رأی می گذارد» را نام برد. اگر سهام شرکت تنها در اختیار چند نفر خاص باشد، آن شرکت، شرکت سهامی خاص است. آنچه پس از پرداخت سود و دارایی ها به بستانکاران و دارندگان سهام ممتاز باقی می ماند، حق سهام داران عادی است. از آنجا که سهام عادی هرگز سررسید نمی شود، دارندگان آن لزوماً حق دریافت هیچ گونه وجه نقدی را ندارند و سود سهام لزوماً به آنها پرداخت نمی شود. سود تقسیمی هر سال معمولاً یا به صورت نقدی و یا به صورت سهام جایزه (افزایش سرمایه)، پرداخت می شود. مهم ترین مزایای سهام عادی رشد قیمت آن و همچنین افزایش سود بالقوه سهام عادی در آینده است. قیمت سهام عادی نوسان شدیدی داشته و معمولاً این نوع سهام بیشتر از دیگر اوراق بهادار در بازار های بورس معامله می شود. از مهم ترین علل استقبال سرمایه گذران از خرید سهام عادی، بازدهی بالای آن است. زیرا هر چند سهام عادی افت و خیز های زیادی دارد، لیکن بازدهی آن در بلند مدت، خطر احتمالی آن را جبران می نماید. سهام عادی در دفاتر شرکت، دارای ارزش اسمی است. بسیاری از شرکت ها، ارزش اسمی سهام عادی خود را به منظور کمینه کردن هزینه های نقل و انتقال سهام، در سطح پایینی تعیین می نمایند. باید به این نکته توجه داشت که پایین بودن ارزش اسمی سهام عادی به معنای ارزان بودن آن نیست و خریداران سهام عادی بیشتر به دنبال سودآوری آن هستند.

**اوراق مشتقه:** اوراق بهاداری هستند که اسمی آنها ناشی از اوراق بهادار معینی است. دو نوع از مهم ترین اوراق مشتقه، پیمان های تحویل آتی و برگ اختیار معامله است. اوراق مشتقه معمولاً بر روی ارز، اسناد بهادار یا کالاها و نیز طلا و نقره صادر می شود. قیمت این اوراق با تغییرات «نرخ بهره، شاخص سهام یا نرخ یک ارز یا کالا» متناسب است. اوراق مشتقه ابزاری برای کاهش یا انتقال خطر است که فاصله زمانی موجود تا اعمال آنها کمک می کند تا مخاطرات تعدیل گردد.

**پیمان آتی (قرارداد تحویل آتی):** قراردادی است که طبق آن فروشنده متعهد می شود که دارایی خاصی را در یک تاریخ معین (در آینده)، در مقابل دریافت مبلغ معینی وجه نقد از خریدار، به وی تحویل نماید. هر چند تا زمان تحویل، پرداخت وجه نقد لازم نیست، لیکن یک «ودیعه تضمین معامله»، برای کاهش احتمال امتناع هر دو طرف معامله، ضروری است بدین صورت که مبلغ این ودیعه، کمتر از ارزش قرارداد است. این قراردادها در گذشته بر روی کالا هایی همچون گندم، غلات و فلزات گرانبها، به صورت بلند مدت منعقد می شد؛ ولی، اخیراً برخی از ابزار های مالی، همچون اسناد خزانه، اوراق قرضه خزانه و گواهی سپرده بانکی نیز وارد این مقوله شده است. معامله گران قرارداد های تحویل آتی، به دو گروه تقسیم می شوند:

گروه اول، افرادی هستند که برای کاهش عدم اطمینان، ریسک و بی ثباتی قیمت ها در دوره های آتی، سراغ این قراردادها می روند. این افراد با خرید قرارداد آتی مطمئن می شوند که قیمت ها در آینده مشخص بوده و از نوسان های نامطلوب به دور خواهند بود. فروشندگان نیز به دنبال چنین اطمینانی هستند؛ گروه دوم، افراد سوداگرا یا سفته باز هستند، که سود آنها از عدم اطمینان قیمت های آینده، حاصل می شود. پیش بینی درست سوداگران معمولاً به سود زیادی منجر می گردد. معاملات قرارداد های تحویل آتی، در بورس انجام می شود. اتاق پایاپای، در مقابل خریدار، مسئولیت فروش و تحویل جنس، و در برابر فروشنده، مسئولیت خرید و پرداخت وجه را به عهده دارد. هر نوع کالای مورد معامله، حساب ویژه ای در دفاتر اتاق پایاپای، دارد.

**اختیار معامله:** اوراق بهاداری است که طبق آن، دارنده اختیار معامله، حق دارد (اما موظف نیست) که اوراق بهادار خاصی را در و یا تا تاریخی معین و با قیمتی مشخص معامله کند. دو نوع اصلی اختیار معامله، عبارت است از: اختیار خرید و اختیار فروش. اختیار خرید، به دارنده آن، این حق را می دهد که سهام خاصی را با قیمتی مشخص و تا تاریخی معین خریداری کند. خریداران اختیار خرید معتقدند چون سهام عادی افزایش خواهد یافت، اختیار خرید

ارزشمند است؛ در مقابل، اختیار فروش به دارنده آن حق می دهد که سهام خاصی را با قیمتی مشخص و تا تاریخی معین بفروشد. فروشندگان اختیار فروش معتقدند چون قیمت اوراق بهادار کاهش خواهد یافت، اختیار فروش ارزشمند است. اگر در هر زمان، اختیار معامله پیش از سررسید قابل اعمال باشد، اختیار معامله «آمریکایی» است و اگر تنها در تاریخ انقضاء قابل اعمال باشد، اختیار معامله «اروپایی» است. (توجه نمایید که منظور از واژه های آمریکایی و اروپایی، محل داد و ستد آنها نیست). اگر پیش بینی دارنده اختیار معامله در مورد قیمت های آتی درست از آب درنیاید، آن را اعمال نمی کند و تنها هزینه اندکی و به اندازه مبلغ اولیه، خواهد پرداخت.

انواع دیگری از اوراق مشتقه، همچون تاخت (قرارداد معاوضه) و قرضه ساختاری نیز وجود دارد. تاخت، خرید و فروش هم زمان اسناد بهادار مشابه، با تعهدات مشابه است. قرضه ساختاری نیز نوعی قرضه است که در آن اصل، سود یا هر دو، به شاخص مستقلی وابسته می شود؛ مثل اوراق قرضه ای که نرخ بهره آن، به نرخ مبادله یک ارز یا نرخ سود یک کشور دیگر، وابسته است. قرضه ساختاری نیز در بازار های خارج از بورس معامله می شود (جنانی، ۱۳۷۷، ص ۴۵). علاوه بر این، اوراق مشتقه ای وجود دارد که سببی از قرارداد های آتی یا قرارداد های اختیار معامله است، مانند قرارداد های سقف و قرارداد های کف. همچنین بایستی در نظر داشت که برای هر دارایی مالی، بازار های مشتقه نسبت به بازار نقدی (فوری) سه امتیاز دارند: نخست این که، با توجه به نوع اوراق مشتقه، انجام معامله در بازار مشتقه، برای تعدیل خطری که پرتفوی سرمایه گذاران با آن روبروست، هزینه کمتری در بازار نقدی دارد؛ دوم آن که، معاملات در بازار مشتقه سریع تر از بازار اوراق اصلی انجام می پذیرد؛ و نهایتاً اینکه، برخی از بازار های مشتقه می توانند معاملات دلاری بزرگ تری را بدون تأثیر گذاری نامناسب بر قیمت اوراق مشتقه، جذب کنند؛ یعنی بازار اوراق مشتقه می تواند نقدشوندگی بیشتری از بازار نقدی داشته باشد.

## انواع بازار های مالی

تا بدین جا با برخی از ابزار های مالی در بازار های مالی (سازمان یافته) آشنا شدیم. لیکن بدون شناسایی انواع بازارها شناخت کاملی از سیستم مالی نخواهیم داشت. انواع مختلفی از بازار های مالی، با تنوعی از سرمایه گذاری ها و مشارکت کنندگان وجود دارد. بازار های مالی را برحسب انواع سرمایه گذاریها، سررسید سرمایه گذاریها، انواع وام دهندگان و وام گیرندگان، محل بازار و انواع مبادلات دسته بندی می نمایند. در این قسمت متداول ترین تقسیم بندی های بازار های مالی ارائه می شود.

## ۱- بازار پول و سرمایه

بازار مالی از نظر سررسید ابزار مورد معامله به دو دسته تقسیم می شود:

**بازار پول:** بازار پول، بازار مطالبات کوتاه مدت (حداکثر تا یک سال) را دربر می گیرد. گرایش اصلی بازار پول اصولاً بر ابزارهایی متمرکز است که با استفاده از آن ها بتوان به سرعت وضعیت نقدشوندگی را تغییر داد. به این علت است که در چنین بازاری سرعت نقدشوندگی بسیار بالا بوده و نیازهای کوتاه مدت تا یک سال در آن تأمین می شود. در عین حال، نرخ بهره در این بازار نیز بیش از حد متعارف است و به دلیل ماهیت کوتاه مدت آن، تبدیل وجوه جمع آوری شده به سرمایه مالی امکان پذیر نبوده و تنها برای تأمین مالی عملیات تولیدی و تجاری پیش بینی نشده به کار می رود. اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به فعالیت مشغول هستند عبارتند از: کارگزاران اوراق بهادار دولتی، بانک ها و سایر موسسات مالی.

**بازار سرمایه:** بازار سرمایه، بازاری است که ارتباط تنگاتنگی با پس انداز و سرمایه گذاری دارد و به مثابه یک واسطه مالی، پس انداز واحد های اقتصادی دارای مازاد را به واحد های دارای کسری، برای سرمایه گذاری انتقال می دهد. به عبارت دیگر بازار سرمایه، نقش هدایت و تخصیص منابع اقتصادی را به عهده دارد. در این بازار نیازهای بلند مدت (معمولاً بیش از یک سال) تأمین می شود. غالباً این گونه وجوه به سرمایه تبدیل می شود و با ریسک همراه است. از مهم ترین ابزارهای بازار سرمایه، در بازارهای مالی پیشرفته، می توان به انواع اوراق قرضه، معاملات تاخت و اختیار معامله اشاره کرد که در بخش اوراق بهادار بازار سرمایه مورد بحث قرار گرفت.

## ۲- بازار اولیه و بازار ثانویه

بازارهای مالی را از دید عمر ابزار مورد معامله می توان به بازار اولیه و بازار ثانویه دسته بندی کرد:

**بازار اولیه:** وجه مشخصه بازار اولیه این است که در آن، شرکت کنندگان در بازار (پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران) دارایی های مالی را مستقیماً از منابع اولیه آن خریداری می کنند. بازارهای اولیه، واحد های اقتصادی را قادر می سازند که نیازهای مالی خود را از طریق مراجعه به عموم و انتشار سهام تأمین نمایند. با انتشار سهام قابل مبادله در بازار، شرکت علاوه بر تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، بازاری نیز برای معاملات سهام فرا می سازد. منابع مالی که از این طریق جمع آوری می شود شرکت را قادر می سازد تا منابع مورد نیاز

خود را از طریق مناسب تری نسبت به شرکت های سهامی خاص تأمین نماید. شایان ذکر است که استفاده از این مزایا، هزینه هایی را دربردارد. به این صورت که شرکت، هزینه های مداومی را جهت اطلاع رسانی به سرمایه گذاران متحمل می شود و همچنین هزینه هایی که به طور مستقیم به هنگام انتشار و عرضه سهام از نظر قانونی، اداری، حسابرسی و حق خرید سهام، به عهده شرکت است. معمولاً در بازار های مالی مهم دنیا، عرضه سهام در بازار اولیه به روش های زیر صورت می گیرد:

۱. **روش تعهد شرکت:** در این روش، شرکت، آگهی پذیره نویسی اولی های را که در آن قیمت های عرضه آزمایشی اعلام شده است، منتشر می نماید. پس از آن، شرکت ناشر و بانک کارگزار، بازار را بررسی کرده و اطلاعات لازم در مورد میزان تمایل سرمایه گذاران به خرید سهام عرضه شده را جمع آوری و بررسی می نمایند. پس از تأیید و تصویب کمیسیون اوراق بهادار بورس، جهت عرضه عمومی، قیمت نهایی، تعیین می شود و آگهی پذیره نویسی نهایی صادر می گردد و سهام به عموم عرضه می شود. تحت این روش، متعهد خرید، موافقت می کند که ریسک ناشی از انتشار سهام را از طریق بخشی از سهام عرضه شده، به عهده گیرد. چنانچه تقاضا برای سهام عرضه شده پایین باشد، بانک کارگزار مجاز به فروش سهام فروش نرفته به قیمتی پایین تر از قیمت تعیین شده است. در این روش تحت هیچ شرایطی بانک کارگزار مجاز به فروش سهام به قیمتی بالاتر از قیمت تعیین شده نیست.

۲. **روش بهترین کوشش:** در این روش شرکت منتشر کننده سهام و بانک کارگزار آن، بر قیمت عرضه و همچنین حداقل و حداکثر میزان سهامی که باید به فروش رسد توافق می نمایند. بر اساس تصویب کمیسیون اوراق بهادار بورس، دوره زمانی مشخصی جهت فروش تعیین می شود، که طی این دوره بانک کارگزار نهایت سعی خود را برای فروش سهام به سرمایه گذاران به عمل می آورد. چنانچه حداقل تعیین شده از میزان سهام به فروش نرفت (معمولاً طی ۹۰ روز) عرضه عمومی، متوقف شده و پول سرمایه گذاران به آنان بازپس داده می شود. معمولاً این روش از سوی شرکت های کوچک به کار گرفته می شود.

**بازار ثانویه:** بازار ثانویه بازاری است که در آن، معامله بر روی اوراق بهادار موجود، که قبلاً انتشار یافته صورت می گیرد. در این بازار قیمتها بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین می شود و شرایط لازم جهت تبدیل دارایی های مالی به وجه نقد، فراهم می شود. در صورت نبود چنین بازاری، نه تنها اکثر سرمایه گذاران، تمایلی به خرید اوراق

بهادار از خود نشان نمی دهند، بلکه انتظار بازدهی نسبتاً بیشتری به منظور پوشش ریسک ناشی از عدم نقدشوندگی دارایی های مالی، خواهند داشت. میزان توسعه یافتگی بازار ثانویه یکی از عوامل مهم و تعیین کننده در رشد و کارایی بازار اولیه است در همین رابطه بازار بورس اوراق بهادار یکی از مهم ترین بازار های سرمایه و بازار ثانویه، شناخته شده است. بازار ثانویه، وقتی نقدشوندگی نامیده می شود که بتواند به سهولت شرایط مبادله میان خریداران و فروشندگان را به گونه ای فراهم نماید، که بدون ایجاد تغییر زیادی در قیمت، معاملات در قیمتی نزدیک به قیمت تعادل بازار، انجام شوند. بازار ثانویه می تواند به شکل های زیر وجود داشته باشد:

#### ۱. بازار مزایده (حراج): وجه مشخص بازار مزایده، تبادل مستقیم قیمت بین خریدار و فروشنده و یا کارگزار

آنهاست. در این بازار سفارشات در یک جا متمرکز شده و بالاترین پیشنهاد خرید و کمترین پیشنهاد فروش با هم تلاقی می کنند. از مشهورترین بازار های مزایده می توان به بازار بورس اوراق بهادار نیویورک و بازار طلای لندن اشاره کرد. تفاوت اساسی دو بازار فوق در این است که بازار مزایده بورس نیویورک بازاری است که در طول روز کاری، مزایده اوراق بهادار در آن انجام می گیرد، در حالی که در بازار طلای لندن، قیمت طلا به نرخ مزایده هایی که دوبار در روز تشکیل می شود، اعلام می گردد.

#### ۲. بازار کارگزاری: وقتی که به تعداد کافی، متقاضی در بازار مزایده وجود ندارد و معامله گران پیشنهاد مناسبی

دریافت نمی کنند؛ خریداران و فروشندگان، یک کارگزار را به خدمت می گیرند، تا اینکه طرف معامله مناسب آنها را پیدا کند. فروشنده اوراق بهادار از کارگزار خود می خواهد که فهرست اوراق بهادار خود را به کارگزار طرف خرید ارائه نماید و بر خلاف مزایده، در اینجا کارگزار اطلاعاتی درباره خریدار یا فروشنده، ارائه نموده و در مقابل، حق کمیسیون دریافت می نماید.

#### ۳. بازار دلالی: مشکل اصلی بازار کارگزاری این است که به هنگامی که درصدد یافتن طرف معامله هستند، عرضه

جدیدی در بازار صورت گرفته و قیمت تعادلی اوراق بهادار تغییر می کند. به این ترتیب دلال ها از این فرصت استفاده کرده و به حساب خود خرید و فروش می کنند و ریسک ناشی از نوسان قیمت تعادلی را متقبل می شوند. بسیاری از اوراق بهادار، نظیر اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شرکت ها و اوراق سهام، در بازار دلالی خرید و فروش می شوند. شایان ذکر است که بازار ثانویه علاوه بر بورس، بازار خارج از بورس (OTC) را نیز در بر می گیرد. هرگونه معامله بر روی اوراق بهادار شرکت هایی که در بازار بورس پذیرفته نشده اند، در این بازار صورت می گیرد. از ویژگی های این

بازار این است که بر خلاف بازار بورس که به عنوان یک بازار متشکل، در مرکز خاصی متمرکز است و بازار سازمان یافته شناخته می شود، بازار معاملات خارج از بورس، از پراکندگی برخوردار بوده و از محدودیت های کمتری برای ورود به بازار مالی برخوردار است. تفاوت بازار معاملات خارج از بورس با بازار متشکل بورس در این است که در این بازار افرادی تحت عنوان دلال مشغول فعالیت هستند که پیشنهادات خرید یا فروش را در قیمت های مشخص اعلام کرده و به حساب خود نیز خرید و فروش انجام می دهند و از این طریق شکاف زمانی میان عرضه و تقاضای غیر منتظره را پوشش می دهند

### بازار کارآ چیست؟

همانطور که در فصل های گذشته مطرح شد، سرمایه گذاران قیمت سهام را بر اساس جریان نقدی مورد انتظار حاصل از سهام و ریسک آن تعیین می کنند. سرمایه گذارانی که منطقی عمل می کنند باید بتوانند از تمامی اطلاعات موجود و یا اطلاعاتی که می توانند کسب کنند به نحو احسن استفاده کنند. این اطلاعات می تواند شامل اطلاعات معلوم و یا بر آوردهایی درباره آینده باشد. در هر صورت، اطلاعات، عامل مهمی در تعیین قیمت سهام است و به همین دلیل بحث مهمی در مباحث مربوط به مفهوم بازارهای کارآ به شمار می رود.

**بازار کارآ<sup>۲۱</sup>**، بازاری است که در آن اطلاعات موجود بلافاصله بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می گذارند. مفهوم بازار کارآ را بر این فرض استوار است که سرمایه گذاران در تصمیمات خرید و فروش خود، تمامی اطلاعات مربوط را در قیمت سهام لحاظ خواهند کرد. بنابراین، قیمت فعلی سهام شامل تمامی اطلاعات شناخته شده اعم از اطلاعات گذشته (مانند سود مربوط به فصل یا سال گذشته)، و اطلاعات فعلی است. اطلاعات فعلی می تواند شامل اطلاعاتی باشد که اعلام شده ولی هنوز اعمال نشده است (مانند خبر تجزیه سهام)، به علاوه اطلاعاتی که از نظر منطقی استنباط شده است نیز در قیمت ها منعکس می شود. برای مثال، اگر بسیاری از سرمایه گذاران بر این عقیده باشند که نرخ بهره به زودی کاهش خواهد یافت. این تصور، قیمت ها را قبل از آنکه واقعاً این چنین موردی اتفاق بیفتد تحت تأثیر قرار خواهد داد.

**مفهوم بازار کارآ** به این معنی است که اطلاعات به محض آشکار شدن سریعاً بر قیمت ها تأثیر می گذارند. در ایالات متحده با استفاده از تجهیزات ارتباطات الکترونیکی، اطلاعات به محض وقوع سریعاً و یا به صورت همزمان

<sup>21</sup>Efficient Market (EM)

درمیان کارگزاران و مؤسسات سرمایه گذاری پخش می شود. افراد معمولی که به این تجهیزات دسترسی ندارند از طریق رادیو، تلویزیون و یا خطوط اختصاصی تلویزیون و در نهایت از طریق مجلاتی مثل مجله وال استریت، از خبرها و اطلاعات مطلع می شوند.

### ریسک:

ریسک و بازده در سرمایه گذاری و تأمین مالی همیشه با هم هستند و نمی توان آنها را جدا از هم فرض کرد، چرا که تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری همیشه بر اساس رابطه میان ریسک و بازده صورت می گیرد. سرمایه گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند.

**تعریف ریسک<sup>۲۲</sup>:** میزان اختلاف میان بازده واقعی سرمایه گذاری با بازده مورد انتظار.

بیشتر سرمایه گذاران بر این تصورند که بازده واقعی کمتر از بازده مورد انتظار است. هر چه پراکندگی بازده بیشتر باشد ریسک نیز بیشتر خواهد بود.

### منابع ریسک:

چه چیزی باعث ایجاد ریسک برای دارایی مالی می شود؟ معمولاً سرمایه گذاران به عوامل مختلفی همچون ریسک نوسان نرخ بهره و ریسک بازار اشاره می کنند.

الف- **ریسک نوسان نرخ بهره<sup>۲۳</sup>:** ریسک نوسان نرخ بهره، ریسکی است که یک سرمایه گذار به هنگام خریدن اوراق قرضه با بهره ثابت می پذیرد. قیمت چنین اوراق قرضه ای که در صورت افزایش نرخ بهره در بازار کاهش می یابد و دارنده آن در صورت فروش اوراق قرضه خود قبل از سررسید متحمل زیان می شود. قیمت اوراق بهادار با نرخ بهره رابطه معکوسی دارد، به عبارت دیگر با افزایش نرخ بهره قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ بهره، قیمت اوراق بهادار افزایش می یابد. تأثیر ریسک نوسان نرخ بهره بر روی اوراق قرضه خیلی بیشتر از سهام عادی است و بیشتر مورد توجه دارندگان اوراق قرضه است. با تغییر نرخ بهره، قیمت اوراق قرضه در جهت معکوس تغییر می کند.

<sup>22</sup>Risk

<sup>23</sup>Interest Rate Risk



ب) **ریسک بازار**<sup>۲۴</sup>: ریسک بازار عبارتست از تغییر در بازده که ناشی از نوسانات کلی بازار است. همه اوراق بهادار در معرض ریسک بازار هستند اگر چه سهام عادی بیشتر تحت تأثیر این نوع ریسک است. ریسک بازار می تواند ناشی از عوامل متعددی از قبیل رکود، جنگ، تغییرات ساختاری در اقتصاد، و تغییر در ترجیحات مشتریان باشد.

ج) **ریسک تورمی**<sup>۲۵</sup>: این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می دهد عبارتست از ریسک قدرت خرید، یا کاهش قدرت خرید وجوه سرمایه گذاری شده. این نوع ریسک با ریسک نوسان نرخ بهره مرتبط است، برای اینکه نرخ بهره معمولاً در اثر افزایش تورم، افزایش می یابد. علت این است که قرض دهندگان به منظور جبران ضرر ناشی از قدرت خرید، سعی می کنند نرخ بهره را افزایش دهند.

- **ریسک تجاری**<sup>۲۶</sup>: ریسک ناشی از انجام تجارت و کسب و کار در یک صنعت خاص یا یک محیط خاص را ریسک تجاری می گویند. برای مثال، شرکت جنرال موتورز تحت تأثیر تغییرات قیمت نفت در سطح جهان و یا واردات ژاپنی ها قرار می گیرد.

د) **ریسک مالی**<sup>۲۷</sup>: ریسک مالی، ریسک ناشی از بکارگیری بدهی در شرکت است. شرکتی که میزان بدهی آن بیشتر باشد ریسک مالی آن افزایش می یابد.

ه) **ریسک نقدینگی**<sup>۲۸</sup>: ریسک نقدینگی، ریسک مرتبط با بازار ثانویه ای است که اوراق بهادار در آن معامله می شوند. آن دسته از سرمایه گذاریهایی که خرید و فروش آن به آسانی صورت گیرد و هزینه مبادله آن بالا نباشد از نقدینگی بالایی برخوردار است. هر چه عدم اطمینانی در خصوص عامل زمان و ابهام قیمتی بالا باشد میزان ریسک نقدینگی نیز افزایش می یابد. ریسک نقدینگی اوراق خزانه خیلی کم و یا صفر است، در حالیکه ریسک نقدینگی سهام مربوط به بازارهای خارج از بورس بیشتر است.

ی- **ریسک نرخ ارز**<sup>۲۹</sup>: تمامی سرمایه گذارانی که امروزه به صورت جهانی و بین المللی سرمایه گذاری می کنند در تبدیل سود ناشی از تجارت جهانی و بین المللی به پول رایج کشور خود با ریسک نرخ ارز مواجه هستند.

<sup>24</sup>Market Risk

<sup>25</sup>Inflation Risk

<sup>26</sup>Business Risk

<sup>27</sup>Financial Risk

<sup>28</sup>Liquidity Risk

<sup>29</sup>Exchange Rate Risk

می‌توان گفت ریسک نرخ ارز، ریسک ناشی از تغییر در بازده اوراق بهادار در نتیجه نوسانات ارزشهای خارجی است. به ریسک نرخ ارز، ریسک ارزشهای خارجی<sup>۳۰</sup> نیز گفته می‌شود.

و- **ریسک کشور**<sup>۳۱</sup>: ریسک کشور که به آن ریسک سیاسی نیز گفته می‌شود ریسک مهمی است که سرمایه گذاران امروزه با آن مواجه هستند. سرمایه گذارانی که در کشورهای دیگر سرمایه گذاری می‌کنند باید به ثبات آن کشور از ابعاد سیاسی و اقتصادی آن توجه داشته باشند. کشورهایی که از ثبات سیاسی و اقتصادی بالایی برخوردارند این نوع ریسک در آن کشورها پایین است.

### **روابط زیر را در مورد رابطه ریسک و بازده می‌توان انتظار داشت:**

۱- بازده مورد انتظار بایستی رابطه مثبتی با ریسک داشته باشد، به این معنا که روابط آتی میان ریسک بازده باید مثبت باشد.

۲- در دوره‌های زمانی بلند مدت، مانند دوره‌های ۲۰ ساله یا بیشتر، رابطه تاریخی (رابطه داده‌های مربوط به گذشته) میان ریسک و بازده باید مثبت باشد.

۳- در دوره‌های زمانی کوتاه مدت، مانند یک یا دو سال، انتظار می‌رود رابطه ریسک و بازده همیشه مثبت باشد، با این حال این رابطه ممکن است منفی و یا با شیبی به سمت پایین باشد. برای اینکه اگر این حالت درست نباشد در آن صورت نباید انتظار ریسک را داشته باشیم.

### **• مفاهیم ریسک و بازده**

#### **• بازده:**

- همانطور که در فصل اول اشاره کردیم هدف سرمایه گذاران حداکثر کردن بازده مورد انتظار است، اگر چه آنها نظر دارند ریسک اولیه را کاهش دهند. بازده<sup>۳۲</sup> در فرآیند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می‌شود.
- بازده ناشی از سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران حائز اهمیت است، برای اینکه تمامی بازی سرمایه گذاری به منظور کسب بازده صورت می‌گیرد. یک ارزیابی از بازده، تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی

<sup>30</sup>Currency Risk  
<sup>31</sup>Country Risk  
<sup>32</sup>Return

ریسک) است که سرمایه گذاران می‌توانند برای مقایسه سرمایه گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. برای درک بهتر عملکرد سرمایه گذاری، اندازه گیری بازده واقعی (مربوط به گذشته) لازم است. مخصوصاً اینکه بررسی بازده مربوط به گذشته در تخمین و پیش بینی بازده‌های آتی نقش زیادی دارند.

- **بازده تحقق یافته در مقابل بازده مورد انتظار**

- تعیین تفاوت میان بازده تحقق یافته و بازده مورد انتظار از اهمیت بالایی برخوردار است برای اینکه این دو بحث در مسائل و مباحث سرمایه گذاری به طور وسیعی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بازده تحقق یافته<sup>۳۳</sup>، بازده‌ای است که واقع شده است، یا بازده‌ای است که کسب شده است. در واقع **بازده تحقق یافته** بازده‌ای است که، به وقوع پیوسته و واقع شده است.

- **بازده مورد انتظار<sup>۳۴</sup>**، عبارتست از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده بدست آورند. بازده مورد انتظار با عدم اطمینان همراه است و احتمال دارد برآورده شود و یا اینکه برآورده نشود. سرمایه گذاران برای کسب بازده مورد انتظار بایستی یک نوع دارایی را خریداری کنند و توجه داشته باشند که این بازده ممکن است تحقق نیابد. سرمایه گذاری بر روی اوراق بهادار ریسک دارد و در بلند مدت می‌تواند باعث برآورده شدن بازده مورد انتظار سرمایه گذاران شود، در حالی که در کوتاه مدت این امر کمتر اتفاق می‌افتد.

- **اجزای بازده:**

- **بازده معمولاً از دو بخش تشکیل می‌شود:**

- **سود دریافتی<sup>۳۵</sup>:** مهمترین جزء بازده سودی است که به صورت جریان‌های نقدی دوره‌ای سرمایه گذاری بوده و می‌تواند به شکل بهره یا سود تقسیمی باشد. ویژگی متمایز این دریافته‌ها این است که منتشر کننده پرداختهایی را به صورت نقدی به دارنده دارایی پرداخت می‌کند. این جریان‌های نقدی با قیمت اوراق بهادار نیز مرتبط است.

---

<sup>33</sup>Realized Return  
<sup>34</sup>Expected Return  
<sup>35</sup>Yield

- سود (زیان) سرمایه<sup>36</sup>: دومین جزء مهم بازده، سود (زیان) سرمایه است که مخصوص سهام عادی است ولی در مورد اوراق قرضه بلند مدت و سایر اوراق بهادر یا درآمد ثابت نیز مصداق دارد. به این جزء که ناشی از افزایش (کاهش) قیمت دارایی است سود (زیان) سرمایه می‌گویند. این سود (زیان) سرمایه ناشی از اختلاف بین قیمت خرید و قیمت زمانی است که دارنده اوراق قصد فروش آنها را دارد. این اختلاف می‌تواند سود و یا زیان باشد.

## بازده

بازده، متوسط نرخ است که در طول یک دوره زمانی مشخص (دوره سرمایه گذاری) از سرمایه گذاری در یک دارایی، به دست می‌آید. نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی - سرمایه گذاری به شمار می‌رود. این نرخ کاربرد بسیار وسیعی دارد که با توجه به انواع آن تفاوت می‌کند. انواع بازده و کاربرد هر یک به شرح زیر می‌باشد:

### ۱- نرخ بازده بازار

اشاره به نرخ دارد که از مجموع بازار در طی یک دوره مشخص به دست می‌آید. این نرخ در واقع میانگین موزون بازده تمام اوراق بهادر موجود در یک بازار است. این رقم غالباً به عنوان نرخ مطمئن برای مقایسه سرمایه گذاری‌های مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد. بازده بازار را می‌توان به طور تقریبی از روی برخی شاخص قیمت‌های بازار (شاخص بورس) محاسبه کرد.

### ۲- بازده مورد انتظار بازار

نرخ است که اکثر شرکت‌کنندگان در بازار (سرمایه‌گذاران) از سرمایه‌گذاری انتظار دارند. این نرخ در واقع رقمی است که شرکت‌کنندگان بازار و سرمایه‌گذاران تا حدودی بر آن توافق نظر دارند. تفاوت این نرخ با نرخ قبلی در این است که نرخ بازده بازار، نرخ تحقق یافته است ولی نرخ بازده مورد انتظار بازار، نرخ است که انتظار تحقق آن می‌رود.

**مثال:** در سال ۷۹، نسبت  $\frac{P}{E}$  مورد استفاده در ارزیابی سهام پذیرفته شده در بورس، به طور متوسط حدود ۴ بود به عبارتی بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار که حاصل  $\frac{E}{P}$  می‌باشد حدود  $\frac{1}{4}$  یا ۲۵٪ بوده است.

### ۳- نرخ بازده واقعی دارایی

<sup>36</sup>Capital Gain (loss)

بازده یک دارایی، نرخ است که از سرمایه گذاری در یک دارایی (مثل یک ورقه سهم یا قرضه) به دست می آید. با توجه به انواع مختلف اوراق بهادار، محاسبه بازده برای هر یک روش خاصی دارد که در بخش هر یک از اوراق بهادار به تفصیل مطرح شده است. همان طور که اشاره شد، سرمایه گذاران توسط مقایسه بازده واقعی دارایی با بازده مورد انتظار خودشان، سرمایه گذاری را قبول یا رد می کنند.

#### ۴- نرخ بازده مورد انتظار

بازده مورد انتظار، نرخ است که هر فرد سرمایه گذار با توجه به شرایط خود از سرمایه گذاری در یک یا مجموعه ای دارایی، در طول دوره سرمایه گذاری انتظار دارد. این نرخ توسط سرمایه گذار به دو شکل استفاده می شود. اول به عنوان نرخ تنزیل در محاسبه ارزش اوراق بهادار، دوم به عنوان معیاری در سنجش مناسب بودن یا نبودن اوراق بهادار. کاربرد نرخ بازده مورد انتظار در هر یک از موارد، به تفصیل در بخش ارزیابی انواع اوراق بهادار، تشریح می شود. در این قسمت، نحوه به دست آمدن این نرخ مطرح می شود. در مجموع سه عامل، مشترکاً نرخ بازده را شکل می دهند. این عوامل را می توان در رابطه زیر ملاحظه کرد:

صرف تورم + صرف ریسک + نرخ بهره واقعی = نرخ بازده مورد انتظار

**نرخ بهره واقعی:** نرخ بهره واقعی، حداقل نرخ است که یک فرد، بابت صرف نظر کردن از مصرف فعلی پول، و موکول کردن آن به تاریخی در آینده مطالبه می کند. چنین نرخ، به طور متوسط چیزی حدود ۳ تا ۵ درصد است.

**صرف ریسک:** صرف ریسک رقمی است که سرمایه گذاران بابت ریسک به نرخ مورد انتظار خود می افزایند.

**صرف تورم:** اصولاً تورم، افزایش تدریجی قیمت کالاها و خدمات است. فزونی تقاضا بر عرضه، افزایش بهای تمام شده محصولات و عوامل روانی، دلایل اصلی ایجاد تورم هستند. تورم صرف نظر از این که منشأ ایجاد آن چه باشد، باعث می شود قدرت خرید پول در آینده نسبت به زمان حاضر کم شود. به عبارتی پولی که در آینده به دست می آید حتی اگر بیشتر از مبلغ پول فعلی باشد، لزوماً همان قدرت خرید را ندارد و حتی ممکن است ارزشی کمتر از ارزش پول فعلی را داشته باشد. برای درک تأثیر تورم بر قدرت خرید، مثال زیر را در نظر بگیرید:

**مثال:** در شرایطی که تورم ۲۵٪ و نرخ بهره واقعی مورد نظر سرمایه گذار ۴٪ باشد حداقل نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار برای جلوگیری از کاهش ارزش پول با فرض نبودن ریسک برابر خواهد شد با:

$$۲۹\% = ۲۵\% + ۴\% = \text{نرخ بازده مورد انتظار}$$

#### هزینه فرصت، جانشینی برای نرخ بازده مورد انتظار فرد

یکی از معیارهایی که می تواند به عنوان جانشینی مناسب برای حداقل نرخ بازده مورد انتظار در ارزیابی و انتخاب دارایی ها (سرمایه گذاری) مورد استفاده و استناد قرار گیرد، هزینه فرصت است. به زبان ساده، هزینه فرصت، نرخ

بازدهی است که می توانست در صورت سرمایه گذاری کردن وجوه در فرصتی دیگر به دست آید. برای درک نحوه تعیین هزینه فرصت، فرض کنید فرد هیچ ایده ای برای سرمایه گذاری نداشته، وجوه را نزد خود نگاه می دارد. هزینه فرصت این فرد، نرخ است که می توانست حداقل از سپردن این وجوه در بانک به دست آورد. در مثال دیگر فرض کنید برای فردی دو فرصت سرمایه گذاری وجود دارد: الف) سرمایه گذاری در اوراق قرضه و ب) سرمایه گذاری در یک دارایی فیزیکی (مانند خرید یک ملک) هزینه فرصت این فرد با همین مفروضات نرخ است که در صورت سرمایه گذاری در یکی، می توانست از دیگری به دست آورد.

طبعاً در ارزیابی و انتخاب سرمایه گذاری ها، این نرخ می تواند کمک کننده باشد. به ویژه در شرایطی که سرمایه گذاران قادر نیستند نرخ بازده مورد انتظار خود را به درستی تعیین کنند.

سرمایه گذاران می توانند در سرمایه گذاری های خود، هزینه فرصت، یعنی بازدهی که می توانند به طریقی دیگر به دست آورند را به عنوان حداقل نرخ بازده قابل قبول خود مورد استفاده قرار دهند. یعنی در صورت نداشتن یک نرخ بازده مورد انتظار، آن ها سرمایه گذاری هایی را قبول خواهند کرد که حداقل هزینه فرصتشان را تأمین سازد.

### **تئوری پرتفلیو:**

لغت پرتفلیو<sup>۳۷</sup>، در عبارت ساده، به ترکیبی از دارایی ها گفته می شود که توسط یک سرمایه گذار برای سرمایه گذاری تشکیل می شود این سرمایه گذار می تواند یک فرد یا یک مؤسسه باشد. از نظر تکنیکی، یک پرتفلیو در بر گیرنده مجموعه ای از دارایی های واقعی و مالی سرمایه گذاری شده یک سرمایه گذار است. با این حال، در این فصل تأکید ما بر روی دارایی های مالی است. بسیاری از مردم از طریق برنامه ریزی و بر مبنای علمی و یا تصمیم معمولی پرتفلیویی از دارایی های (دارایی های واقعی و مالی) را تشکیل می دهند. به عبارت دیگر می توان گفت پرتفلیو مجموعه دارایی های یک نفر یا یک سازمان است.

مطالعه تمام جنبه های پرتفلیو، مدیریت پرتفلیو نام دارد. این واژه وسیع در برگیرنده مفاهیم تئوری پرتفلیو است، که بخش مهمی از سرمایه گذاری و مطالب این فصل را شامل می شود. در این فصل به تجزیه و تحلیل مدل تئوری کلاسیک پرتفلیو که توسط مارکوئیتز ارائه شده است خواهیم پرداخت.

## مدل مارکوویتز:

در سال ۱۹۵۰ هری مارکوویتز<sup>۳۸</sup> مدل اساسی پرتفلیو را ارائه کرد که مبنایی برای تئوری مدرن پرتفلیو گردید. قبل از مارکوویتز سرمایه گذاران با مفاهیم ریسک و بازده آشنا بودند. اگر چه آنها با مفهوم ریسک آشنا بودند ولی معمولاً نمی توانستند آن را اندازه گیری کنند. سرمایه گذاران از قبل می دانستند که ایجاد تنوع مناسب است و نباید «همه تخم مرغهایشان را در یک سبد بگذارند». با این حال، مارکوویتز، اولین کسی بود که مفهوم پرتفلیو و ایجاد تنوع را به صورت روش رسمی بیان کرد. او به صورت کمی نشان داد که چرا و چگونه تنوع سازی پرتفلیو می تواند باعث کاهش ریسک پرتفلیو (مجموعه سرمایه گذاری) یک سرمایه گذار شود.

## رابطه ریسک و نرخ بازگشت سرمایه

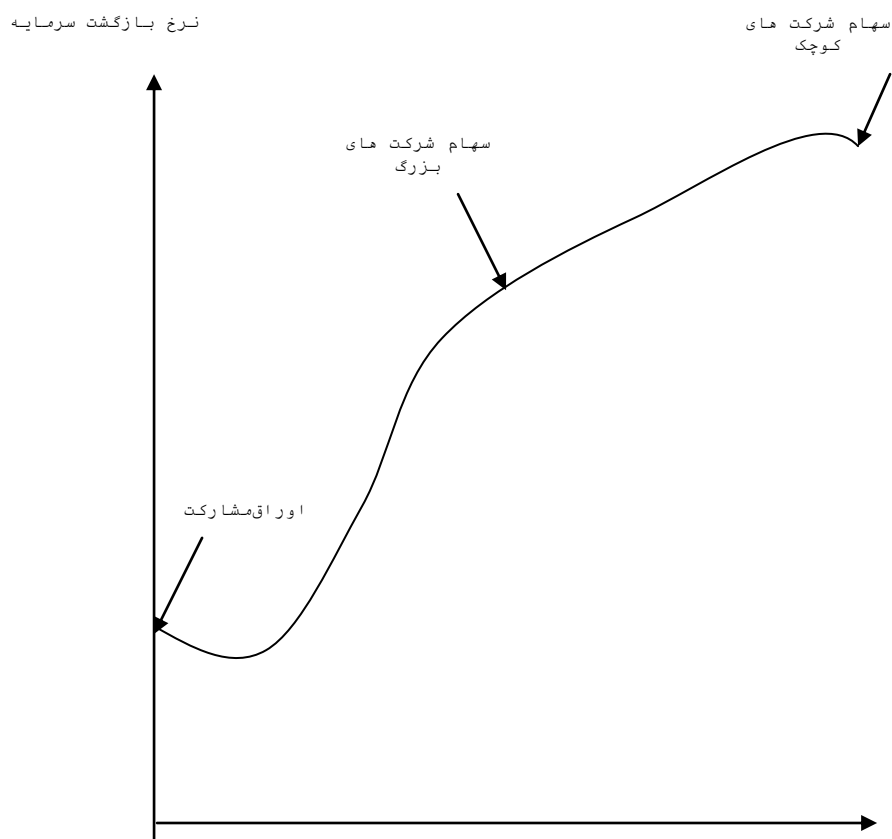
در شکل ۲۱-۱ می توانید مطالبی را که تاکنون مطرح گردیده به صورت بهتری مشاهده نمایید. این نمودار ارتباط بین سود و ریسک سرمایه گذاری را به صورت تقریبی نشان می دهد. در ابتدای نمودار، حالتی است که ریسک سرمایه گذاری نزدیک به صفر می باشد. طبیعی است در این حالت کمتری سود نیز برای سرمایه گذار، حاصل خواهد گردید.

به دلیل اینکه دریافت سود حاصل از این نوع سرمایه گذاری، صرفاً نیازمند انتظار و گذر زمان می باشد، به سود حاصل از این نوع سرمایه گذاری، ارزش زمانی سرمایه (Time value of money) گفته می شود. در قسمتی میانی نمودار، سهام شرکت های بزرگ قرارداد که اگر چه سود بیشتری دارند، اما سرمایه گذاری در آنها با ریسک همراه خواهد بود. یک مطلب بسیار مشخص است و آن این است که حداکثر سوددهی در بازار سهام، عمدتاً مربوط به شرکت های کوچک، ناشناخته و یا در حال رشد می باشد. شرکت های بزرگ در این مرحله را پشت سر گذاشته و با گام های کوتاه اما محکم، مسیر توسعه را طی می کند.

<sup>38</sup>Harry Markowitz

بنابراین بدیهی است که حداکثر سود در بازار سهام از سرمایه گذاری در سهام شرکت های کوچک و در حال رشد حاصل می گردد. ضمن اینکه خرید سهام این نوع شرکت ها با ریسک بیشتری نیز همراه خواهد بود. به همین دلیل، سرمایه گذاران در این بخش از بازار ضمن احتمال دریافت سود بیشتر، همواره نگرانی بیشتری نیز (به دلیل احتمال سود کمتر و حتی ضرر) خواهند داشت. به همین دلیل در ادبیات سرمایه گذاری، سود حاصل از سرمایه گذاری را دارای دو مؤلفه انتظار (Wait Component) و نگرانی (Worry Component) می دانند.

در پایان این بحث، می بایست دو نکته را مورد تأکید قرار داد. نخست اینکه سرمایه گذاری های دارای سود و ریسک بالا، لزوماً سود بیشتری نسبت به سرمایه گذاری های بدون ریسک به همراه نخواهند داشت. بلکه صرفاً احتمال سود آوری آنها بیشتر می باشد.





## شکل ۲۱- بررسی رابطه بین ریسک و نرخ بازگشت سرمایه

نکته دوم این است که هر نوع ریسک در سرمایه گذاری، لزوماً با سود بیشتر همراه نخواهد بود. بسیاری از ریسک ها می توانند صرفاً ناشی از تشخیص و تخمین اشتباه سرمایه گذار بوده و یا به سادگی با کمی دقت و توجه قابل اجتناب باشند. طبیعتاً نمی توان انتظار داشت که این نوع ریسک ها با پاداش خاصی برای سرمایه گذار همراه گردند.

بسیاری از تحلیلگران بازار سرمایه معتقدند که سود قابل توجه در سرمایه گذاری، تنها با شناخت مفهوم ریسک و اتخاذ تصمیمی آگاهانه و هوشمندانه بر این مبنا حاصل می گردد.

## مزایا و معایب حق خرید سهام مزایا

۱. حق خرید امکان استفاده از تأمین مالی متعادل بین بدهی و سهام را میسر می سازد.
۲. حق خرید زمینه انتشار بدهی با نرخ بهره ی پایین تر را فراهم می آورد.
۳. حق خرید به عنوان عامل جذابیت انتشار بدهی یا سهام ممتاز به کار می رود.

## معایب

- ۱- در صورت اعمال، منجر به کاهش ارزش سهام می شود.
- ۲- ممکن است زمانی اعمال شود که شرکت نیاز به سرمایه ی اضافی ندارد.
- ۳- اعمال آن می تواند موجب کاهش کنترل شود.

## مقایسه حق خرید سهام و حق تقدم خرید سهام

حق تقدم بین سهامداران فعلی به صورت مجانی توزیع می شود و الزام قانونی دارد ولی حق خرید سهام به صورت اختیاری و معمولاً برای جذاب شدن به همراه اوراق قرضه منتشر می شود. سهامداران مختارند که حق

تقدم را اعمال و سهام را خریداری کنند یا آن را در بازار بفروشند، همچنین، حق تقدم، زمان انقضای کوتاه‌تری نسبت به حق خریدار دارد.

## اوراق بهادار قابل تبدیل

اوراق بهادار قابل تبدیل، اوراقی هستند که توسط دارنده‌ی آن و بر اساس شرایط توافق شده، قابل تبدیل به سهام عادی باشند. اوراق مشارکت، اوراق قرضه و سهام ممتاز قابل تبدیل مثال‌هایی از این نوع اوراق هستند. زمانی که دارنده‌ی ورقه‌ی بهادار قابل تبدیل اقدام به مبادله می‌کند، در ازای ورقه‌ی بهادار خود و بدون پرداخت پول، تعداد مشخصی سهام عادی دریافت می‌کند. برخی که با آن، ورقه بهادار قابل تبدیل به سهام عادی تبدیل می‌شود، نسبت تبدیل نامیده شده و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{نسبت تبدیل} = (\text{قیمت تبدیل} \div \text{ارزش اسمی ورقه‌ی بهادار قابل تبدیل})$$

قیمت تبدیل، ارزش مؤثری است که دارنده ورقه بهادار قابل تبدیل، در زمان تبدیل بابت هر سهم عادی متحمل می‌شود، قیمت و نسبت تبدیل، در زمان انتشار این گونه اوراق بهادار مشخص می‌شود. قیمت تبدیل متأثر از رشد بالقوه‌ی شرکت است. لذا هر چه رشد بالقوه بیشتر باشد، قیمت تبدیل نیز بالا خواهد بود.

اوراق قرضه قابل تبدیل، ماهیتی شبیه سهام دارد زیرا ارزش بازار آن، به ارزش آن در صورت تبدیل (ونه ارزش اوراق قرضه بودنش) بستگی دارد.

## ارزیابی اوراق بهادار قابل تبدیل

اوراق قرضه بهادار قابل تبدیل، ماهیتاً ورق‌های ترکیبی است زیرا ویژگی‌های آن هم مشابه سهام عادی و هم اوراق قرضه است. دارنده‌ی ورقه‌ی بهادار قابل تبدیل انتظار دارد که نهایتاً هم بازده بهره و هم سود سرمایه را به

دست آورد. بازده بهره، حاصل تقسیم بهره اوراق قرضه به قیمت بازار آن در زمان خرید است. بازده سود سرمایه نیز از تفاوت بین قیمت قرضه به قیمت بازار در زمان خرید است. بازده سود سرمایه نیز از تفاوت بین تبدیل و قیمت سهام در تاریخ انتشار و پیش بینی نرخ رشد قیمت سهام بدست می آید.

**مثال نمونه-** در شرکت فواد یک ورقه قرضه، ۱۰۰/۰۰۰ ریالی، به ۱۸ سهم عادی که ب های هر یک در

بازار ۵/۲۰۰ ریال است قابل تبدیل می باشد، ارزش تبدیل ورقه قرضه برابر است با:  $5/200 \times 18 = 93/600$

### **مزایا و معایب اوراق بهادار قابل تبدیل**

#### **مزایا از دیدگاه شرکت**

۱- اوراق بهادار قابل تبدیل موجب جلب بیشتر سرمایه گذاران می شود زیرا سرمایه گذاران با داشتن امتیاز تبدیل قادر خواهند بود در صورت افزایش قیمت سهام اوراق خود را تبدیل کنند.

۲- انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، در مقایسه با انتشار اوراق قرضه غیر قابل تبدیل هزینه بهره کمتری دارد.

۳- اوراق بهادار قابل تبدیل را می توان در شرایط نامساعد بازار پولی که در آن، حتی یک شرکت معتبر نیز قادر به عرضه اوراق قرضه یا سهام ممتاز نیست، عرضه کرد.

۴- انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل، محدودیت های کمتری بر شرکت تحمیل می کند

۵- قابلیت تبدیل می تواند وسیله ای برای انتشار سهام به قیمتی بیشتر از قیمت فعلی بازار باشد.

۶- شرط باز خرید، شرکت را قادر می سازد قیمت تبدیل شده دارنده را وادار به تبدیل کند؛ در حالی که شرکت اوراق قرضه غیر قابل تبدیل منتشر و سپس برای بازپرداخت آن، سهام عادی منتشر کند، متحمل هزینه های انتشار

مضعف خواهد شد. در حالی که هزینه های انتشار در عرضه اوراق بهادار قابل تبدیل، تنها یک بار در زمان انتشار این اوراق تحمیل می شود.

### **مزایا از دیدگاه سرمایه گذار**

۱. اوراق بهادار قابل تبدیل، امکان تحصیل سود سرمایه بالقوه‌ی ناشی از افزایش قیمت سهام را فراهم می آورد.
۲. به علت وجود ماهیت دوگانه، در صورت ضعیف شدن عملکرد شرکت، برای دارنده ریسک مشتری دارد.
۳. در برخی کشورها، وجه الضمان لازم در خرید نسیه اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل که معمولاً از طرف کارگزاران مطالبه می شود بسیار کمتر از حالت خرید سهام عادی است. بنابراین برای خرید این اوراق، پول بیشتری می توان از کارگزاران استقراض کرد.

### **معایب از دیدگاه شرکت**

۱. در صورت افزایش قابل توجه قیمت سهام، به جای انتشار اوراق بهادار قابل تبدیل با قیمت تبدیلی پایین، بهتر می بود تأمین مالی شرکت با تأخیر و از طریق انتشار معمولی سهام در زمان بالا بودن قیمت سهام انجام می شد.
۲. در صورتی که قیمت سهام افزایش نیابد، شرکت متعهد به بازپرداخت اوراق قرضه قابل تبدیل خواهد شد.

### **معایب از دیدگاه سرمایه گذار**

- ۱- بازدهی اوراق قابل تبدیل کمتر از اوراق بهادار مشابهی است که قابلیت ندارد.
- ۲- تعهدات اوراق قرضه قابل تبدیل معمولاً نسبت به سایر تعهدات بدهی از اولویت کمتری برخوردار می باشد و بنابراین از درجه قرضه‌ی پایین تری برخوردار است.

### **مقایسه اوراق بهادار قابل تبدیل و حق خرید سهام**

تفاوت هایی بین اوراق بهادار قابل تبدیل و حق خرید سهام به شرح زیر است:

۱- اعمال اوراق بهادار قابل تبدیل، وجه نقد اضافی برای شرکت در بر ندارد در صورتی که با اعمال حق خرید وجه نقد به شرکت وارد می‌شود.

۲- با تبدیل اوراق قرضه، نسبت بدهی به دلیل کاهش مبلغ بدهی کاهش می‌یابد؛ در حالی که اعمال حق خرید، حقوق صاحبان سهام را افزایش می‌دهد و میزان بدهی ثابت باقی می‌ماند.

۳- شرکت با استفاده از اوراق بهادار قابل تبدیل، به دلیل ویژگی باز خریدار آن، کنترل بیشتری بر زمانبندی ساختار سرمایه‌ی خود دارد تا با حق خرید.

سوالات مبانی مدیریت سرمایه گذاری

۱. مفاهیم زیر را تعریف کنید:

سرمایه گذاری

بازده

ریسک

سهام شرکتهای

بازار اولیه

بازار ثانویه

سهام ممتاز

سهام عادی

نرخ بهره واقعی

صرف ریسک

۲. رابطه ریسک و بازده را با رسم نمودار توضیح دهید؟
۳. مزایای قانونی تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی را نام ببرید؟
۴. موانع و مشکلات قانونی تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی را نام ببرید؟
۵. دارایی های غیر قابل معامله را نام ببرید و یک مورد را تفسیر کنید؟
۶. اوراق بهادار بازار پول را تفسیر کنید؟
۷. دلار اروپایی را تفسیر کنید؟
۸. اوراق خزانه را تفسیر کنید؟
۹. پیمان آتی (قرارداد تحویل آتی) را تفسیر کنید؟
۱۰. بازار دلالی را به طور کامل تفسیر کنید؟
۱۱. بازار کارگزاری را به طور کامل تفسیر کنید؟
۱۲. بازار مزایده (حراج) را بطور کامل تفسیر کنید؟
۱۳. بازار کار آ را بطور کامل تفسیر کنید؟
۱۴. ریسک را تعریف کرده و منابع آنرا نام ببرید و یک مورد را تفسیر کنید؟
۱۵. روابط بین ریسک و بازده را بطور کامل بیان کنید؟
۱۶. تفاوت بین بازده تحقق یافته در مقابل بازده مورد انتظار را بیان کنید؟
۱۷. نرخ بازده واقعی دارایی را تفسیر کنید؟
۱۸. نرخ بازده مورد انتظار را تفسیر کنید؟
۱۹. تئوری پرتفیلور را بطور کامل توضیح دهید؟

۲۰. مدل مارکوئیتز را بطور کامل تفسیر کنید؟
۲۱. رابطه ریسک و نرخ بازگشت سرمایه را با رسم نمودار تفسیر کنید؟
۲۲. مزایا و معایب اوراق بهادار را از دیدگاه سرمایه گذار فقط نام ببرید؟ سه مورد کافیست.
۲۳. مقایسه اوراق بهادار قابل تبدیل و حق خرید سهام را نام ببرید؟

موفق باشید

قجر