



نام دانشجو: ماه سماء اسدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری - دانشکده تهران جنوب

نام استاد: جناب آقای دکتر عسکری

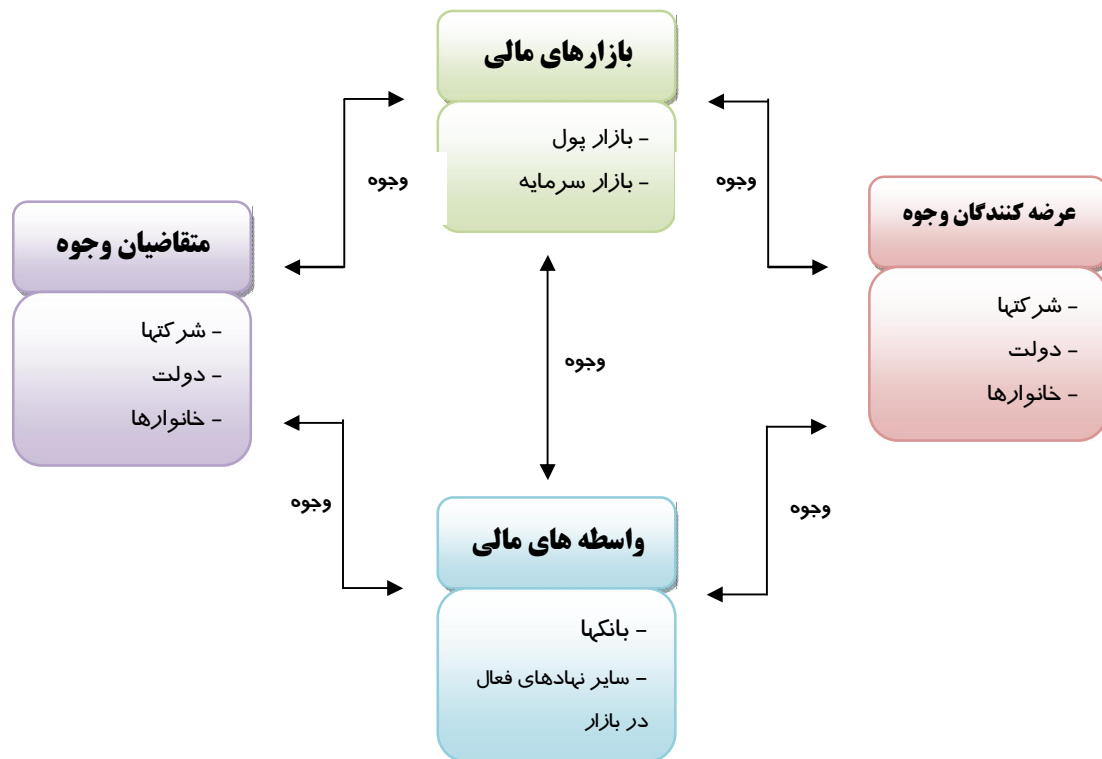
موضوع: بازارهای مالی

نام درس: تصمیم گیری در مسائل مالی

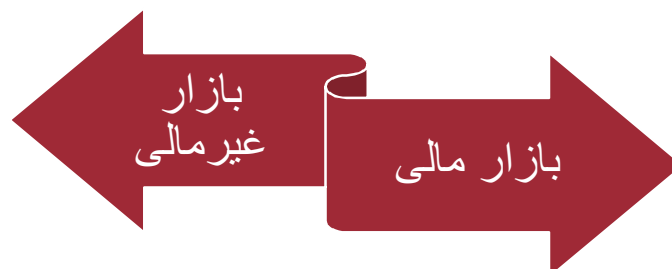
نیمسال اول ۱۳۹۲

مفاهیم بازارهای مالی

بازیگران عمده سیستم مالی^۱



انواع بازارها:



^۱ منبع: مقاله ابزار، نهاد و بازارهای مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)

۱- تعاریف بازارهای مالی

۱/۱- تعریف بازارهای مالی^۲

با تقسیم کل سیستم اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می‌توان به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پس‌انداز کنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد.

بازارهای مالی (financial market) نیز بازارهایی هستند که در آنها داراییهای مالی مبادله می‌شوند. (داراییهای مالی داراییهایی مثل سهام و اوراق قرضه هستند که ارزش آنها به ارزش تولیدات و خدمات ارایه شده توسط شرکت‌های منتشر کننده آنها وابسته است. تفاوت داراییهای مالی با داراییهای واقعی در این است که دارایی های واقعی ماهیت فیزیکی دارند مانند اتومبیل، املاک و مستغلات، و وسایل منزل.

چند نوع از داراییهای مالی عبارتند از: سپرده های سرمایه گذاری در بانکها، طرح های بازنشستگی که توسط صندوقهای بازنشستگی ارایه می‌شود، انواع بیمه نامه های شرکت های بیمه و در نهایت اوراق بهادار قابل داد و ستد در بورس اوراق بهادار که توسط کارگزاران خرید و فروش می‌شود).

در اقتصاد، **بازار مالی** به مکانی می‌اطلاق می‌شود که امکان خرید و فروش سهام، کالا یا هر محصول قابل تبدالی را برای مشارکت کنندگان با هزینه ای پایین فراهم می‌آورد. بازارهای مالی چند صده اخیر رشد قابل توجهی داشته و به طور مستمر درحال تکامل و افزایش نقدینگی در جهان است. وظیفه بازارها گردآوری خریداران و فروشندگان علاقه مند به مشارکت در بازار است. در واقع تمامی بازارهای مالی در پی گردآوری سرمایه و برقراری ارتباط بین جویندگان سرمایه (قرض گیرندگان) و دارندگان سرمایه (قرض دهندگان) هستند.

۱/۲- تعریف بازارهای مالی^۳

بازار مالی بازاری است که در آن دارایی های مالی (اوراق بهادار) از قبیل سهام و اوراق قرضه، خرید و فروش می‌شوند. در بازارهای مالی زمانی وجوه انتقال می‌یابند که یک طرف معامله، دارایی های مالی را خریداری

^۲ منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

^۳ منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

می کند. بازارهای مالی جریان انتقال وجوه را تسهیل می کنند و بدین ترتیب امکان سرمایه گذاری خانواده ها، بنگاههای تجاری و نهادهای دولتی را فراهم می سازند.

بازارهای مالی منابع پولی را از بازارهای دارای وجوه اضافی به بازارهای نیازمند به این منابع انتقال می دهند. این بازارها امکان دریافت وام دانشجویی برای دانشجویان، دریافت وامهای اوراق رهنی برای خانواده ها، مخارج توسعه برای واحدهای تجاری و مخارج دولتها را تامین مالی می کنند.

بدون بازارهای مالی، بسیاری از دانشجویان قادر به ادامه تحصیل و بسیاری از خانواده ها قادر به خرید خانه نخواهند بود. همچنین امکان رشد شرکتها و عرضه انواع خدمات توسط دولت وجود نخواهد داشت. خانواده ها و واحدهای تجاری که سرمایه بازارهای مالی را تامین می کنند، بابت سرمایه گذاری خود سود دریافت نمی نمایند. این سود، برای اطمینان از عرضه منابع به بازارهای مالی ضروری است. در صورت عدم عرضه منابع، بازارهای مالی نمی توانند پول را به بخشهای نیازمند انتقال دهند. مشارکت کنندگان اصلی در بازارهای مالی را می توان به سه دسته تقسیم کرد: خانوارها، بنگاههای تجاری و نهادهای دولتی.

۱/۳- تعریف بازارهای مالی^۴

بازار مالی بازاری است که دارایی های مالی در آن مبادله (خرید و فروش) می شوند. هرچند وجود بازار مالی شرط ضروری برای ایجاد و مبادله دارایی مالی نیست، در بیشتر اقتصادها ایجاد و مبادله دارایی های مالی در نوعی بازار مالی صورت می پذیرد. بازاری که در آن دارایی مالی بلافاصله واگذار می شود بازار آنی (spot market) یا بازار نقدی خوانده می شود.

۱/۴- تعریف بازارهای مالی^۵

بازارهای مالی، محلی است که در آن ابزار مالی خرید و فروش می شود.

انواع بازارها: بازار مالی و بازار غیرمالی

^۴ منبع: کتاب مبانی بازارها و نهادهای مالی (جلد اول) فرانک فبوزی ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی
^۵ منبع: مقاله ابزار، نهاد و بازارهای مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)

۱/۵- تعریف بازارهای مالی^۶

بازار مالی شامل بازار ابزارهای کوتاه مدت (بازار پول) و بلندمدت (بازار سرمایه) است. بازار مالی نقش مهمی در نظام اقتصادی کشورها ایفا می کند و به تعادل اقتصادی کمک می کند. در این بازار مشارکت کنندگان مختلفی از جمله: سرمایه گذاران، معامله گران، کارگزاران (بصورت مستقیم) و تحلیل گران مالی و نهادهای قانون گذار بصورت (غیرمستقیم) فعالیت می کنند.

۲- نقش بازارهای مالی

۲/۱- کارکردهای بازار مالی^۷

- جذب و تجهیز پس اندازها و تخصیص بهینه منابع (انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی) انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی نقش اساسی بخش مالی اقتصاد است. واحدهای اقتصادی به طور کلی شامل واحدهای دارای پس انداز و واحدهای سرمایه گذاری هستند. نقش بازارهای مالی این است که این دو گروه مزبور را به یکدیگر نزدیک کند و راهکاری فراهم نمایند که وجوه از واحدهای دارای مازاد پس انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع یا کسری پس انداز انتقال یابد. بدیهی است که تأثیر این نقل و انتقال وجوه فراهم آوردن امکانات سرمایه گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می شود که در صورت عدم وجود یا ضعف بازارهای مالی، امکان تحقق سرمایه گذاری های مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت.

- تعیین قیمت وجوه و سرمایه

قیمت وجوه و سرمایه نیز در بازارهای مالی تعیین می شود. بنابراین بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، بنگاه ها را در تصمیم گیری های سرمایه گذاری و برنامه ریزی های مالی کمک می کنند. به طوری که قیمت بازاری سرمایه توسط بنگاه می تواند با بازده انتظاری ناشی از آن مورد مقایسه قرار گیرد و بدین ترتیب بنگاه ها سرمایه خود را به سرمایه گذاری هایی که بازده آن ها بالاتر یا مساوی هزینه سرمایه آن هاست اختصاص دهند. همچنین با استفاده از هزینه سرمایه که در بازار مالی تعیین می شود، امکان مقایسه و ترجیح

^۶ منبع: گزارش معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس (سازمان بورس اوراق بهادار)

^۷ منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و بلند مدت فراهم می‌شود. اما فرآیند کشف قیمت در بازارهای مالی زمانی به درستی و به شکل عادلانه انجام می‌گیرد که شرایط رقابتی بر بازار حاکم باشد. در این شرایط عرضه و تقاضای وجوه و سرمایه، قیمت را تعیین می‌کند و قیمت تعیین شده توسط بازار بهترین راهنما برای عرضه‌کنندگان وجوه یعنی پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و تقاضاکنندگان وجوه یا سپرده‌پذیران خواهد بود. بدین‌وسیله تصمیم‌گیری برای هر دو گروه آسان خواهد شد و منابع سرمایه‌ای به بهترین نحو تخصیص خواهد یافت.

- انتشار و تحلیل اطلاعات

بازارهای مالی، اطلاعات را گردآوری می‌نمایند و از طریق قیمت‌های منتشر شده منعکس می‌نمایند. حتی افرادی که فرآیند پرهزینه ارزیابی بنگاه‌ها و مدیران و شرایط بازار سهام را طی نکرده‌اند، می‌توانند قیمت‌های سهام را که منعکس‌کننده اطلاعاتی است که دیگران به دست آورده‌اند، مشاهده کنند. انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط بازارهای مالی باعث می‌شود تا جامعه منابع ناچیزی را به منظور به دست آوردن اطلاعات هزینه کند. اقتصادی شدن کسب اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند به تخصیص بهتر منابع منجر گردد.

- تسهیل دادوستدها

سیستم‌های مالی که هزینه‌های مبادلاتی را کاهش می‌دهند، می‌توانند موجب تخصیصی‌تر شدن فعالیت‌ها، نوآوری تکنولوژی و رشد اقتصادی شوند. همان‌طور که آدام اسمیت (۱۷۷۹) نیز ادعا می‌کند، هزینه مبادلاتی کمتر باعث تخصیصی‌تر شدن کارها می‌شود. وجود واسطه‌ای همانند پول، باعث می‌شود تا هزینه‌های مبادله کالا تا حد زیادی کاهش یابد و امر مبادله ساده‌تر و روان‌تر گردد. وجود نهادهای واسطه‌ای نیز خود باعث کاهش این هزینه‌ها، تقسیم کار بهتر و در نتیجه کارایی و رشد بالاتر می‌شود.

- توزیع خطر و مدیریت ریسک

بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع می‌کنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری، از طریق ایجاد و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع

می‌شود. به عبارت دیگر بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) در ابعاد وسیع ریسک افرادی را که در فعالیت‌های اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس‌انداز کنندگان که حاضر به پذیرش ریسک یک بازده غیرمطمئن هستند، منتقل و بین آن‌ها توزیع می‌کنند.

بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه‌گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاری می‌کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می‌شود. کل ریسک به این علت کاهش می‌یابد که زیان در بعضی از سرمایه‌گذاری‌ها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه‌گذاری‌ها جبران می‌شود. بازارهای مالی همچنین ریسک عدم نقدشوندگی را کاهش می‌دهند. نقدشوندگی، عبارت از سهولت تبدیل دارایی‌ها به قدرت خرید در قیمت‌های مورد توافق است. هزینه‌های مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش نقدشوندگی شده و ریسک را افزایش می‌دهد. بازارهای مالی از طریق انتشار و تحلیل اطلاعات و تسهیل دادوستدها به کاهش ریسک عدم نقدشوندگی کمک می‌کنند.

۲/۲- کارکردهای بازار مالی^۸

- انتقال وجوه از دارندگان وجوه اضافی برای سرمایه‌گذاری به کسانی که به وجوهی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود نیاز دارند. (دارایی مشهود (tangible asset)، دارایی است که ارزش آن به برخی خصوصیات مادی آن بستگی دارد مثلاً: ساختمان، زمین، ماشین‌آلات)

- انتقال این وجوه به شیوه‌ای که خطر ملازم با دارایی مشهود، میان متقاضیان و عرضه‌کنندگان وجوه تقسیم شود.

- این بازارها سازوکاری برای تعیین قیمت (یا بجای آن بازده مورد انتظار) دارایی‌های مالی فراهم می‌کنند.

- بازارهای مالی مکانیسمی برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند تا دارایی مالی را بفروشد یعنی: نقدینگی دارایی را بیشتر می‌کند.

- هزینه‌های معاملات را کاهش می‌دهند. معاملات دو نوع هزینه دارند: هزینه جست و جو و هزینه اطلاعات

^۸ منبع: کتاب مبانی بازارها و نهادهای مالی (جلد اول) فرانک فیوزی ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی

هزینه جست و جو: هزینه های آشکار (مثلا: پول صرف شده برای درج این آگهی که فرد آماده است دارایی مالی را بخرد یا بفروشد) + هزینه های پنهان (مثلا: زمان صرف شده برای یافتن طرف معامله) هزینه اطلاعات: مقدار و احتمال وقوع جریان نقدینگی که از دارایی انتظار می‌رود.

۲/۳- کارکردهای بازار مالی^۹

- انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی:

بازار مالی، امکان انتقال وجوه را از واحدهای دارای مازاد پس انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع فراهم می‌کند. تأثیر این نقل و انتقال وجوه، فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری مولد است.

نحوه انتقال پس اندازها و تبدیل آنها به سرمایه‌گذاری:

انتقال مستقیم وجوه از سوی پس اندازکنندگان به شکل اعطای وام‌های بلندمدت (خرید اوراق قرضه) یا مشارکت در سرمایه‌گذاری (خرید سهام)

انتقال غیرمستقیم وجوه، از طریق واسطه‌های مالی

- فرآیند کشف قیمت: بازارهای مالی با تعیین قیمت سرمایه و وجوه، به بنگاههای اقتصادی در تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مالی کمک می‌کنند. در صورت وجود شرایط رقابتی در بازار، قیمت به درستی و عادلانه تعیین می‌شود.

- انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات: بازار کارآمد و قاعده مند مالی، با انتشار و تجزیه و تحلیل اطلاعات، به سرمایه‌گذاران و قرض‌گیرندگان در اتخاذ تصمیماتشان کمک می‌کند. نظارت بر انتشار به موقع اطلاعات، شفافیت و کارایی بازار مالی را افزایش می‌دهد.

- تسهیل داد و ستد: سیستم‌های مالی با کاهش هزینه‌های مبادلاتی موجب تخصیصی تر شدن فعالیت‌ها، نوآوری تکنولوژی و رشد اقتصادی می‌شوند.

- توزیع ریسک:

انتقال ریسک

^۹ منبع: مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران

اشتغال به فعالیتهای اقتصادی بزرگ و پرمخاطره به پس اندازکنندگان حاضر به پذیرش ریسک

ایجاد تنوع در سبد دارایی

کاهش ریسک نقدشوندگی از طریق انتشار و تحلیل اطلاعات و تسهیل دادوستد

۲/۴- کارکردهای بازار مالی^{۱۰}

- قیمت یابی (price discovery)

- فراهم آوردن نقدینگی (liquidity)

- کاهش هزینه معاملات (transaction cost)

۳- طبقه بندی انواع بازارهای مالی

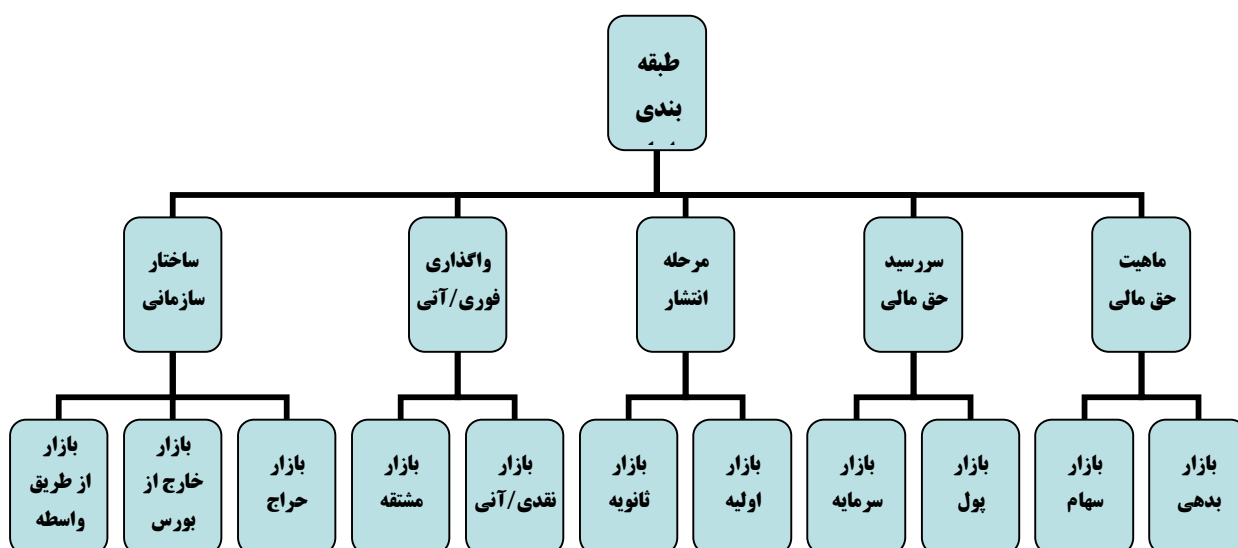
۳/۱- طبقه بندی بازارهای مالی^{۱۱}

خلاصه طبقه بندی بازارهای مالی:

بازار بدهی (اوراق قرضه) بازار سهام	طبقه بندی براساس ماهیت حق مالی
بازار پول بازار سرمایه	طبقه بندی براساس سررسید حق مالی
بازار اولیه بازار ثانویه	طبقه بندی براساس مرحله انتشار
بازار نقدی یا آتی بازار مشتقه	طبقه بندی براساس واگذاری فوری یا واگذاری آتی
بازار حراج بازار خارج از بورس بازار از طریق واسطه	طبقه بندی براساس ساختار سازمانی

^{۱۰} منبع: مقاله ابزار، نهاد و بازارهای مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۱۱} منبع: کتاب مبانی بازارها و نهادهای مالی (جلد اول) فرانک فیوزی ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی



۳/۲- انواع بازارهای مالی^{۱۲}

هر بازار مالی به منظور تامین نیازهای خاص مشارکت کنندگان در آن بازار ایجاد می شود. به عنوان مثال برخی از مشارکت کنندگان ممکن است به سرمایه گذاری کوتاه مدت و تعدادی دیگر به سرمایه گذاری بلندمدت تمایل داشته باشند. برخی از مشارکت کنندگان در زمان سرمایه گذاری ریسک بالایی را می پذیرند، حال آنکه برخی دیگر از ریسک پرهیز می کنند. تعدادی از مشارکت کنندگان هنگام نیاز به پول ترجیح می دهند قرض بگیرند، در حالی که دیگران به فروش سهام روی می آورند.

انواع بازارهای مالی را براساس ساختار سررسید و ساختار معاملات اوراق بهادار، می توان به این شرح طبقه بندی کرد:

- بازارهای سرمایه (Capital markets) و پول (Money markets)
- بازارهای اولیه (Primary markets) و ثانویه (Secondary markets)
- بازارهای خارج از بورس (Over The Counter markets-OTC) و بازارهای سازمان یافته (Organized markets)

^{۱۲} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

دانش بازارهای مالی، قدرت است:

دانش بازارهای مالی قدرت تصمیم‌گیری مالی را افزایش می‌دهد. مشارکت‌کنندگان در بازار مالی باید تصمیم بگیرند که از کدام بازارهای مالی استفاده کنند تا به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند یا سرمایه مورد نیاز خود را تامین کنند.

اوراق بهاداری که در بازارهای مالی معامله می‌شوند:

اوراق بهادار را می‌توان به اوراق بهادار بازار پول، اوراق بهادار بازار سرمایه یا اوراق بهادار مشتقه طبقه‌بندی کرد. هر اوراق بهادار از لحاظ ریسک و بازده دارای ویژگی‌های خاصی است. در اینجا ریسک به معنی عدم قطعیت بازده مورد انتظار می‌باشد.

۳/۳ - طبقه‌بندی بازارهای مالی^{۱۳}

- براساس نوع دارایی مالی یا ثابت و متغیر بودن درآمد ابزارهای مالی (بازار بدهی - بازار سهام)
- بر حسب سررسید تعهدات مالی (بازار پول، بازار دادو ستد ابزارهای مالی با سررسید کمتر از یکسال - بازار سرمایه، بازار دادو ستد ابزارهای مالی با سررسید بیش از یکسال)
- مرحله عرضه اوراق بهادار (بازار دست اول، بازار عرضه اوراق بهادار جدید الانتشار - بازار دست دوم، بازار دادوستد اوراق بهادار موجود)

۳/۴ - طبقه‌بندی بازارهای مالی^{۱۴}

بازارهای مالی بر پایه معیارهای متفاوتی قابل طبقه‌بندی هستند:

- طبقه‌بندی بر اساس حق مالی
- طبقه‌بندی بر اساس مرحله انتشار
- طبقه‌بندی بر اساس سررسید حق مالی
- طبقه‌بندی بر اساس نحوه پرداخت

^{۱۳} منبع: مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران

^{۱۴} منبع: بورس اوراق بهادار ایران (www.iranbourse.com)

۳/۵ - طبقه بندی بازارهای مالی^{۱۵}

- طبقه بندی بر اساس نوع دارایی

- طبقه بندی بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار

- طبقه بندی بر اساس سررسید تعهدات مالی

۴ - طبقه بندی انواع بازارها بر اساس ماهیت حق مالی (بازار سهام و بازار بدهی)

۴-۱ - بازار سهام

بازار سهام: در این بازار، سهام شرکت‌ها که نشانگر مالکیت دارنده آن در شرکت است، دادوستد می‌شود.^{۱۶}

بازار سهام (stock market): بازاری است که در آن خرید و فروش اوراق بهادار انجام می‌گیرد.^{۱۷}

ابزارهای مالی مبتنی بر حق مالی^{۱۸}

به طور کلی این اوراق نشان دهنده منافع مالک در یک واحد تجاری است. منافع ناشی از مالکیت اغلب به عنوان "منفعت باقیمانده" نامیده می‌شود زیرا طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی شرکت، در مرحله آخر تمام طلبها قرار دارد.

اوراق سهام

سرمایه هر شرکت سهامی، به قطعاتی تقسیم شده که هر یک از آنها را سهم گویند. بنابراین سهم عبارت از قطعاتی است که مجموع آن سرمایه را تشکیل می‌دهد.

دارنده سهم نمی‌تواند به نسبت سهم از مایملک شرکت مالک باشد بلکه به نسبت سهم خود از شرکت دارای حق می‌باشد و به موجب آن از منافع شرکت استفاده کرده و در مجمع عمومی رأی می‌دهد و در صورت انحلال از دارایی شرکت سهم خواهد برد.

سهام هر شرکت ممکن است به چند صورت بیرون بیاید به شرح زیر:

^{۱۵} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

^{۱۶} بورس اوراق بهادار ایران (www.iranbourse.com)

^{۱۷} منبع: www.hamshahrionline.ir

^{۱۸} منبع: مقاله انواع ابزار مالی مبتنی بر حق مالی، بدهی و فارکس، نویسنده: سهند حمزه ئی

- سهم با نام

- سهم بی نام

- سهم ممتاز

اوراق بهادار وابسته به سهام

اوراق بهاداری است که بیانگر ادعا و طلب بر سهام است یا آنکه ارزش آن به طریقی به آن سهام مربوط شود. انواع مختلفی از ابزارهای وابسته به سهام وجود دارند که عبارتند از:

- ابزارهای حق تقدم

- حق خرید اضافی سهام

- اختیار معامله سهام

- اسناد بدهی قابل تبدیل

- گواهی های اختیار معامله شاخص بندی شده

- قراردادهای آتی شاخص بندی شده

- سرمایه گذاری مشترک

- سپرده آمریکایی

- اسناد بدهی قابل تبدیل

به اوراق بهادار منتشر شده از طرف یک شرکت گفته می شود که دارنده آن اوراق می تواند آنها را طی دوره ای مشخص به سهام شرکت تبدیل نماید. قیمت تبدیل از بدو امر مشخص است.

- اختیار معامله سهام

اختیار معامله سهام، شامل اختیار معامله خرید و فروش بر سهام عادی است. این ابزار از این جهت جزء ابزارهای وابسته به سهام است که قیمت آن تابعی از سهام مربوطه است. به رغم رابطه آن با سهام مورد نظر، اختیار معامله سهام به وسیله منتشرکننده سهام به وجود نمی آید. در واقع هر فرد می تواند اختیار معامله سهام را با فروش آن ایجاد کند. از آنجایی که استفاده از یک نوع اختیار معامله احتمال خطر زیادی دارد، ترکیبی از اختیار فروش و اختیار خرید می تواند احتمال خطر بسیار کمی را داشته باشد.

- حق خرید اضافی سهام

حق خرید اضافی سهام شبیه اختیار معامله خرید سهام است. به این مفهوم که دارنده آن بدون آنکه تعهدی برای خرید سهام مربوطه از ارائه کننده آن داشته باشد، حقی بدست می آورد.

- حق تقدم

شرکتها از نظر قانونی باید چنان عمل کنند که انتشار سهام سبب تضعیف منافع سهامداران موجود نشود. در این شرایط، شرکت به سهامداران موجود حق خرید درصدی از سهام جدید به تناسب درصدی از سهام که در حال حاضر دارند، را می دهد و سپس سهام جدید را به خریداران جدید عرضه می کند. برای آنکه خرید سهام جدید برای سهامداران موجود جالب توجه باشد، شرکت حق تقدم انتشار می دهد. حق تقدم به مالک آن حق خرید تعدادی از سهام جدید را در قیمت ثابت که به آن قیمت حق تقدم می گویند می دهد. از این تعریف کاملاً روشن است که این حق مبین اختیار معامله است.

- ابزارهای سرمایه گذاری مشترک

ابزار سرمایه گذاری مشترک به ترتیباتی گفته می شود که در آن داراییها انباشت شده و سهام آنها به سهامداران فروخته می شود. صندوقهای مشترک که نمایانگر شرکت های سرمایه گذاری باز هستند معروفترین و رایج ترین واسطه برای بدست آوردن سهام شرکتها محسوب می شوند. در این صندوقها ارزش هر سهم صندوق به تناسب ارزش خالص دارایی آن ارزش بازاری شرکت منهای بدهیهای آن تعیین می شود. شکلهای دیگری از ابزارهای سرمایه گذاری مشترک وجود دارند که شامل شرکتهای سرمایه گذاری بسته و واحدهای تراکمی هستند.

- معاملات آتی شاخص بندی شده

معاملات آتی شاخصی قراردادهای آتی هستند که برای شاخص سهام، شاخص اوراق قرضه و دیگر شاخص ها نوشته شده اند. به بیان دیگر این قراردادها، قراردادهای آتی هستند که بر حسب تعدادی از شاخص های سهام نوشته شده اند.

- گواهیهای سپرده آمریکایی

در طول دهه های متمادی به دلایل متعددی مدیران پرتغوی در بازارهای پیشرفته فقط سهام شرکتهای ملی را خریداری می کردند. با گسترش بازار سهام خارجی و جهانی شدن صنعت مالی، مهندسان مالی در جستجوی راه هایی برآمدند تا اوراق بهادار خارجی را برای سرمایه گذاران قابل دسترس نمایند. به عنوان مثال، در آمریکا یک بانک تجاری تعداد زیادی از سهام خارجی را خریداری و این اوراق را در تراستی که به همین منظور تأسیس شده بود سپرده گذاری کرد. آن گاه بانک نوعی اوراق بهادار منتشر کرد که بیانگر منافع در آن تراست بود. این اوراق بنام گواهی های سپرده آمریکایی خوانده می شود. گواهیها خود اوراق بهادار آمریکایی بوده و در بازارهای آمریکا به شیوه معمول و رایج معامله می شوند. ذکر این نکته ضروری است که مالکیت گواهی سپرده به منزله مالکیت اوراق بهادار خارجی نیست. در عوض گواهی سپرده بیانگر مالکیت سهام در تراست است. از سوی دیگر، تراست مالک اوراق بهادار مربوطه است. از این رو ادعای سرمایه گذاران روی اوراق بهادار خارجی یک ادعای غیرمستقیم است.

انواع مشتقات نیز وجود دارند که در آنها یک طرف بدهکار و یک طرف بستانکار می شود، به نوعی مبتنی بر حق مالی و بدهی بودن آن به طرفی که قرار گرفته بستگی دارد.

کارکردهای اساسی بازار سهام: مدیریت انتقال ریسک و توزیع آن، شفافیت اطلاعات، کشف قیمت، ایجاد بازار رقابتی و همچنین یکی از کارکردهای مهم آن جمع آوری سرمایه ها و پس اندازهای کوچک برای تامین سرمایه مورد نیاز فعالیتهای اقتصادی است.

۲-۴- بازار بدهی

بازار اوراق بدهی: بازاری است که در آن ابزارهای با درآمد ثابت (اوراق قرضه) دادوستد می شوند.^{۱۹}

^{۱۹} بورس اوراق بهادار ایران (www.iranbourse.com)

ابزار های مالی مبتنی بر بدهی^{۲۰}

اوراق قرضه و انواع آن:

اوراق قرضه (بدهی) براساس مبانی گوناگون دسته بندی می شوند. مهم ترین مبانی عبارتند از: نرخ بهره، سررسید، ماهیت وام گیرنده، میزان انتشار، نوع وثیقه، شدت قابلیت تبدیل و تسعیر، نوع وابستگی وام گیرنده یا بدهی، هدف انتشار و نوع پولی که اوراق به آن پول انتشار می یابد.

اوراق بدهی براساس نرخ بهره به دو دسته نرخ بهره ثابت و نرخ بهره شناور تقسیم می شوند.

- اوراق قرضه با نرخ ثابت

اوراق قرضه رهنی: اوراق قرضه ای است که به وسیله یک دارایی حقیقی تضمین می شود. در اوراق قرضه رهنی، ناشر دارایی اش را در رهن دارندگان اوراق قرضه می گذارد. دارندگان اوراق قرضه رهنی به هنگام ورشکستگی شرکت، نسبت به دارایی رهنی ادعای یکسانی دارند. همه اوراق قرضه رهنی سررسید یکسان ندارند.

اوراق قرضه تضمین شده: بعضی از اوراق قرضه به وسیله نهاد دیگری تضمین می شود.

اوراق قرضه قابل تبدیل: به منظور افزایش فروش اوراق قرضه بدون تضمین و اوراق قرضه تراز دوم، ناشران در بیشتر موارد این ابزارها را قابل تبدیل به دیگر دارایی ها - عمدتاً سهام عادی - می کنند.

اوراق قرضه درآمدی: اوراق قرضه درآمدی می توانند تحت شرایط خاصی، فراتر از پرداخت بهره از درآمد عملیاتی ناشر نیز برخوردار شوند.

اوراق قرضه مسلسل: اوراق قرضه ای است که براساس سری زمانی تقسیم شده و هر کدام زمان سررسید خاص و بهره ویژه ای دارند.

اوراق قرضه با بهره صفر: یک ابزار بدهی است که با تنزیل ارزش اسمی فروخته می شود. چنانچه از نام آن پیداست، به این ابزارها هیچ نرخ بهره ثابتی تعلق نمی گیرد. در عوض، به مرور که به سررسید نزدیک می

^{۲۰} منبع: مقاله انواع ابزار مالی مبتنی بر حق مالی، بدهی و فارکس، نویسنده: سهند حمزه ئی

شوند، ارزش بازار آن تدریجاً افزایش می یابد. در نهایت، در سررسید، ارزش اسمی این اوراق بازپرداخت می شود.

- اوراق قرضه با نرخ شناور

گرچه هر ابزار کوتاه مدت نرخ معینی را پرداخت می کند؛ اما در هر دوره (عمدتاً سه ماهه)، این نرخ مورد تجدیدنظر قرار گرفته و به این ترتیب، این نوع استراتژی تأمین مالی ویژگی نرخ شناور را دارد. به طور کلی، این ابزارها اوراق با نرخ شناور خوانده شده و به نام اختصاری شناورها معروفند. اوراق با نرخ شناور از جمله ابزارهای بدهی از نوع اوراق قرضه اند که نرخ آنها به جای اینکه ثابت باشد، شناور است و بیشتر ابزارهای بدهی بلندمدت سنتی را تشکیل می دهند. بانک ها نیز اوراق بهادار با نرخ شناور منتشر کرده که به آن گواهی های سپرده با نرخ شناور می گویند.

وام

در اصطلاح معمولی و به معنای محدود، مبلغی پول است که از یک بانک بازرگانی با اندازه بهره جاری استقراض می شود. به معنای وسیع، هر پولی که از بانک یا موسسه و یا شخصی قرض شود را وام گویند. انواع وام شامل وام دلال، وام وثیقه دار، وام مصرفی، وام روز، وام سپرده، وام اعتباری، وام محوطه انبارداری، وام اجباری، وام مشارکت، وام تولید، وام تضمین شده، وام مدت دار، وام انبارداری، وام عندالمطالبه، وام بهره دار و وام غیر دیداری است.

بهره وام: قیمتی که شخصی به دیگری در مقابل کاربرد سرمایه وی می دهد. این گونه بهره را بهره صریح نیز گویند.

ارزش استقراضی؛ ارزش وام: در بیمه، حداکثر مبلغی است که می توان از وجوه اندوخته در بیمه عمر و غیره استقراض کرد.

حساب وام؛ حساب مساعده ها: حسابی که بانک برای شخص وام خواه باز می کند.

دارایی های وامی: دارایی های بانک که عبارتند از وجوهی که به وام خواهان به وام داده اند.

در یک دسته بندی از وام های خارجی نیز به انواع زیر می رسیم:

۱- Secured loan: در این نوع وام وثیقه ای بصورت دارایی دریافت می شود. از انواع این وام ها می توان Mortgage که مربوط به مسکن است را در نظر گرفت.

۲- Unsecured Loan: این وام ها در برابرشان از وام گیرنده دارایی به عنوان وثیقه دریافت نشده است که انواعی دارد مانند: Credit Card ها.

انواع مشتقات نیز وجود دارند که در آنها یک طرف بدهکار و یک طرف بستانکار می شود، به نوعی مبتنی بر حق مالی و بدهی بودن آن به طرفی که قرار گرفته بستگی دارد.

۵- طبقه بندی انواع بازارها براساس سررسید حق مالی (بازار پول و بازار سرمایه)

۱-۵- بازار پول و سرمایه^{۲۱}

معمولا بازارهای مالی که معاملات اوراق بدهی را تسهیل می کنند براساس سررسید تقسیم بندی می شوند. بازارهای مالی که جریان وجوه کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یکسال) را تسهیل می نمایند، بعنوان بازارهای پول و بازارهایی که جریان وجوه بلندمدت را تسهیل می کنند، بعنوان بازارهای سرمایه شناخته می شوند.

۲-۵- بازار پول^{۲۲}

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارند. همچنین می توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه های تجاری این امکان را می دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب در آورند.

ویژگی:

- اندک بودن ریسک نقدشوندگی و عدم پرداخت

- نقدینگی بالا

^{۲۱} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

^{۲۲} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

۳-۵- بازار پول در ایران^{۲۳}

در ایران بازار پول سازمان نیافته (غیر متشکل) وسیعتر از بازار پول رسمی و سازمان یافته است. تا قبل از تاسیس بانکهای خصوصی در ایران در سال ۱۳۸۲ به دلیل دولتی بودن شبکه بانکی کشور، عملاً نظام بانکی اعم از تجاری و تخصصی در دست دولت بود. در بخش رسمی بازار پول، تعداد زیادی نهاد مالی تحت عنوان انواع قرضه الحسنه ها و نهادهای مالی و اعتباری در ایران وجود دارد که بخش قابل توجهی از آن تحت نظارت بانک مرکزی نیستند بنابراین از ابتدای انقلاب تاکنون، نهادهای مالی و اعتباری کشور در بخش بازار سازمان یافته یا طبق مقررات و تحت نظر بانک مرکزی عمل می کنند و یا تعدادی از آنها مجوز تاسیس خود را از سایر سازمانها مانند سازمان اقتصاد اسلامی، نهادهای نظامی و انتظامی، وزارت کشور و غیره دریافت کرده اند. با این گستردگی بازارهای پولی و اعتباری غیررسمی و سازمان نیافته در ایران، بسیار وسیع تر از بازار پول رسمی کشور است. همین مساله باعث ایجاد تفاوت زیاد بین نرخ بهره وامها در بازار پول رسمی غیررسمی ایران شده است. ضمناً حجم زیاد نقدینگی در بازار غیررسمی که توسط سیاستهای پولی بانک مرکزی و سیاستهای مالی دولت قابل هدایت نیست، توانسته به افزایش نرخ تورم در کشور کمک کند.

بزارهای بازار پول^{۲۴}

- اسناد خزانه

اسناد خزانه، اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت منتشر می شوند و سررسید آنها به طور معمول سه ماه، شش ماه و یک سال است. این اسناد هنگام فروش به صورت تنزیل شده (به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی) به فروش می رسند و در تاریخ سررسید، دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می کند. پس در ردیف ابزارهای تنزیل شده بازار پول قرار می گیرند.

انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و به نمایندگی از دولت انجام می شود. مهمترین ویژگی اسناد خزانه، ریسک اندک آن است. سرمایه گذاری که وجوه خود را در اسناد خزانه سرمایه گذاری می کند مایل به پذیرش کمترین ریسک ممکن است. به همین دلیل این اسناد از بازده نسبتاً پایینی برخوردارند.

^{۲۳} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

^{۲۴} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

اسناد خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری که به‌دنبال سرمایه‌گذاری موقت در مکانی مطمئن هستند، خریداری می‌شود.

- پذیرش بانکی

پذیرش بانکی که دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معینی است، از جمله قدیمی‌ترین و کوچکترین (از نظر حجم و مبلغ) ابزارهای بازار پول به شمار می‌رود. اگر چه این ابزار مالی از قرن دوازدهم مورد استفاده واقع شده است، اما تا سال‌های دهه شصت که حجم تجارت بین‌الملل افزایش فوق‌العاده‌ای یافت، یک ابزار مهم در بازار پول به شمار نمی‌رفت.

در هر حال این ابزار به منظور تأمین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب که این اوراق توسط یک مؤسسه تجاری و در وجه یک بانک تجاری خصوصی کشیده می‌شود و وقتی که بانک مزبور آن را یعنی بپذیرد به عنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

پذیرش بانکی از بازار ثانویه بسیار مناسبی برخوردار است. که دلالت، بانک‌های مرکزی خارجی و بانک‌های داخلی از مهمترین فعالان آن هستند.

- اوراق تجاری

نوعی اوراق قرضه کوتاه مدت (با سررسید ۲۷۰ روز یا کمتر) است که توسط شرکت‌های مالی و مؤسسات غیرمالی منتشر می‌شود. اوراق تجاری برای شرکت‌هایی که در کوتاه مدت به وجه نقد نیاز دارند، ابزار مالی مؤثری محسوب می‌شود. همچنین این اوراق می‌توانند به عنوان راهکار تأمین مالی میان مدت و حتی دراز مدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در این حالت، شرکت، اوراق تجاری جدید را به قصد پرداخت بدهی‌های سررسید شده قبلی خود منتشر می‌کند. البته در سال‌های اخیر بازار اوراق تجاری به طور فزاینده توسط بانک‌های تجاری به عنوان منبع وجوه قابل استقراض مورد استفاده قرار گرفته است.

اوراق تجاری بدون پشتوانه هستند و معمولاً بازپرداخت آن‌ها به وسیله دارایی خاصی تضمین نمی‌شود. هر چند که بنگاه‌های فروشنده این اوراق، می‌بایست دارای خطوط پشتیبانی کننده از طرف بانک‌های تجاری

باشند. در اکثر کشورها دسترسی به این بازار قانونمند است و تنها بنگاههایی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و از حداقل سرمایه تعیین شده‌ای برخوردار باشند، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند. اوراق تجاری همانند اسناد خزانه، به صورت تنزیل شده به فروش می‌رسند و بازده آن‌ها به روش تنزیل محاسبه می‌شود. اوراق تجاری بر خلاف اسناد خزانه، بازار دست دوم قابل توجهی ندارند و این عامل باعث کاهش قدرت نقدینگی آن شده است.

بزرگترین بازار اوراق تجاری در جهان مربوط به امریکاست. به طوری که حجم دادوستد در آن نزدیک به ۸۰ درصد مبادلات جهان را تشکیل می‌دهد. پس از آن، بازار کشورهای اروپایی قرار دارند که به رغم جوان بودن، طی سال‌های اخیر رشد قابل ملاحظه‌ای داشته‌اند.

- گواهی سپرده

گواهی سپرده جوان ترین و در عین حال مهمترین ابزار بازار پول است. این گواهی از اوایل دهه ۱۹۶۰ میلادی مطرح شد و به دلیل انعطاف‌پذیری، تنوع و بازار دست دوم سازمان یافته، به سرعت گسترش یافت. گواهی سپرده، سندی است که توسط یک مؤسسه سپرده‌پذیر - به‌طور معمول یک بانک - در قبال مبلغ مشخصی پول که نزد آن سپرده شده، منتشر می‌شود. این گواهی دارای سررسید و همچنین نرخ بهره معین است. این نوع سرمایه‌گذاری در واقع دو مزیت عمده دارد، نخست این که سرمایه‌گذار می‌تواند به دقت بازده پول خود را محاسبه کند. دوم، زمان سررسید اصل و بهره گواهی نیز مشخص است.

به طور معمول گواهی سپرده قابل معامله براساس بازار در نظر گرفته شده برای فروش به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم می‌شود. نوع داخلی این گواهی‌ها برای فروش در داخل کشور و نوع خارجی آن برای فروش در کشورهای دیگر به صورت ارزی منتشر می‌شوند. گواهی‌های سپرده ارزی خود به دو دسته بانکی و یورو تقسیم می‌شوند که این امر به دلیل اهمیت و جایگاه بازار آمریکا و بازار اروپا در بازار پول جهان است. گواهی‌های سپرده ارزی که به قصد فروش در آمریکا منتشر می‌شوند به نام گواهی‌های سپرده بانکی و گواهی‌های سپرده‌ای که برای فروش در اروپا منتشر می‌شوند به گواهی‌های سپرده یورو معروفند. همچنین

نوع دیگری از گواهی‌های سپرده وجود دارند که توسط مؤسسات اعتباری غیربانکی منتشر می‌شوند و به نام گواهی‌های سپرده اعتباری معروف هستند.

ابزارهای بازار پول^{۲۵}

- اسناد خزانه : اوراق بهادار کوتاه مدتی هستند که توسط دولت منتشر می‌شود و سر رسید آنها کمتر از یک سال (بطور معمول ۳ ماه ، ۶ ماه و یکسال) است . این اسناد هنگام فروش بصورت تنزیل شده (بمبلغ کمتر از ارزش اسمی) بفروش می‌رسند و در تاریخ سررسید ، دارنده آن مبلغ اسمی سند را دریافت می‌کند ، لذا در ردیف ابزارهای تنزیل شده بازار پول قرار میگیرند . انتشار و بازخرید این اوراق توسط بانک مرکزی و نمایندگی از طرف دولت انجام می‌شود . ریسک نکول این اوراق تقریباً برابر صفر می‌باشد . این اسناد از بازده نسبتاً پائینی برخوردار هستند . اسناد خزانه عمدتاً توسط مؤسسات سرمایه گذاری که بدنبال سرمایه گذاری موقت در یک مکان مطمئن هستند خریداری می‌شود.

(ریسک نکول : بمعنای عدم تمایل و یا عدم توانائی قرض گیرنده در بازپرداخت اصل و فرع پول در مواعدهای زمانی از پیش تعیین شده می‌باشد)

- پذیرش بانکی (برات بانکی): دستور پرداخت مبلغ معینی به حامل آن در تاریخ معین می‌باشد . این ابزار به منظور تامین مالی کالاهایی که هنوز از فروشنده به خریدار منتقل نشده است مورد استفاده قرار می‌گیرد . این اوراق توسط یک موسسه تجاری و در وجه یک بانک خصوصی کشیده می‌شود و وقتیکه بانک مزبور آن را بپذیرد بعنوان یک پذیرش بانکی شناخته می‌شود.

- اوراق تجاری : اوراق قرضه کوتاه مدت با سررسید ۲۷۰ روزه یا کمتر میباشد . توسط شرکتهای مالی و مؤسسات غیر مالی منتشر می‌شود . برای شرکتهای که در کوتاه مدت به وجه نقد احتیاج دارند ، ابزار مالی موثری محسوب می‌شود . تنها بنگاه‌های که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و از حداقل سرمایه تعیین شده برخوردار باشند ، می‌توانند به انتشار اوراق تجاری بپردازند . این اوراق بصورت تنزیل شده بفروش می‌رسند . این اوراق بازار دست دوم قابل توجهی ندارند و این عامل ، باعث کاهش نقدینگی آن شده است.

^{۲۵} منبع: انجمن آزموده کاران (www.forum.audit.ir)

- گواهی سپرده: این گواهی دارای سررسید و نرخ بهره معین می باشد. گواهی سپرده قابل معامله، بر اساس بازار در نظر گرفته شده برای فروش به ۲ دسته داخلی و خارجی تقسیم می شود. نوع خارجی آن بصورت ارزی منتشر می شود. گواهی سپرده ارزی خود به ۲ دسته بانکی و یورو تقسیم می شود. گواهی سپرده ارزی که بمنظور فروش در آمریکا منتشر می شود بنام گواهی سپرده بانکی و گواهی سپرده ای که برای فروش در اروپا منتشر می شود به گواهی سپرده یورو معروفند. نوع دیگری از گواهی های سپرده وجود دارند که توسط موسسات اعتباری غیر بانکی منتشر می شوند و بنام گواهی های سپرده اعتباری معروف می باشند.

- قراردادهای بازخريد: موافقتنامه ای است که بموجب آن یک بانک یا کارگزار اوراق بهادار، تعهد میکند که اوراق بهادار شرکت را بفروش برساند و متعاقباً شرکت متعهد می شود که همین اوراق را در زمانی معین بازخريد کند. در چنین سرمایه گذاریهایی علاوه بر قرارداد اصلی، یک وثیقه ثانویه هم وجود دارد.

- دلار اروپایی: پس اندازی که هم در بانک آمریکایی، بانک خارجی و یا شعب بانک در همه جا خارج از ایالات متحده نگهداری می شود، یک سپرده دلار اروپایی است که همواره برحسب دلار نامیده می شود. دلار موجود در شعبه سنگاپور بانک چیس منهن () را که یک حساب دلاری است، دلار اروپایی می نامند. علاوه بر آن بطور نمونه دلارهایی که در شهر نیویورک شعبه بارکلی اداره مرکزی در انگلستان پس انداز می شود، پس انداز دلار اروپایی نامیده می شود. بازار دلار اروپایی در همه جهان وجود دارد که بطور شبانه روزی (۲۴ ساعته) باز هستند. شهر نیویورک و سنگاپور در دنیا مهمترین مراکز دلار اروپایی می باشند، مراکزی که بیشترین معاملات بزرگ دلار اروپایی در آنجا رخ می دهد.

نهادهای بازار پول^{۲۶}

در ایران بانکهای تجاری، موسسات پولی و اعتباری غیربانکی، انواع موسسات قرض الحسنه و اتحادیه های اعتباری، نهادهای بازار پول را تشکیل می دهند.

^{۲۶} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

نهادهای بازار پول^{۲۷}

بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی از قبیل، بانک‌های تجاری و مؤسسات اعتباری غیربانکی از مهمترین نهادهای بازار پول به شمار می‌آیند. در کنار این واسطه‌های مالی، شرکت‌های تجاری، دولت و مؤسسات دولتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران و معامله‌گران و در نهایت سرمایه‌گذاران نیز در نقش مهمی در این بازار ایفا می‌کنند.

بانک مرکزی: به عنوان یکی از نهادهای اصلی بازار پول، نقش مهمی در تنظیم جریان پول و اعتبار در اقتصاد و تکمیل سیاستهای اقتصادی دولت‌ها بر عهده دارد. بانکداری دولت و بانکهای تجاری، اعطای وام به بانکهای تجاری، کنترل و تنظیم عرضه پول و انجام مبادلات مالی بین‌المللی از جمله مهمترین وظایف بانک مرکزی است.

بانک‌های تجاری: بزرگترین گروه نهادهای فعال در بازار پول هستند که منابع خود را از سپرده‌های دیداری، پس‌انداز و مدت‌دار، گردآوری و با استفاده از آن وام‌ارایه می‌کنند.

مؤسسات اعتباری غیر بانکی: این مؤسسات از طریق جذب سپرده‌های غیر دیداری، اخذ تسهیلات و استفاده از سایر ابزارهای مالی به تجهیز منابع مبادرت می‌کنند و منابع مزبور را به اعطای تسهیلات اعتباری اختصاص می‌دهند.

این مؤسسات قدرت خلق پول ندارند.

۲-۵- بازار سرمایه^{۲۸}

در بازار سرمایه اوراق بهادار با سررسید بیشتر از یک سال به فروش می‌رسد. با در نظر گرفتن این واقعیت که پس‌انداز و سرمایه‌گذاری برای رشد اقتصاد حیاتی هستند، بازار سرمایه پلی است که پس‌انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد را به واحدهای سرمایه‌گذاری که بدان نیازمندند انتقال می‌دهد. بنابراین بازار سرمایه، واحدهای پس‌اندازی و سرمایه‌گذاران را با یکدیگر ارتباط می‌دهد. از طرف دیگر سازوکارهای تعبیه شده در

^{۲۷} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

^{۲۸} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

این بازار از طریق رشد حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می‌کنند. استفاده از بازار سرمایه برای تأمین مالی مخارج دولت نیز از جمله قدیمی‌ترین و متداولترین شکل مبادلات مالی است. اتکای دولت‌ها به بازار سرمایه در اغلب اقتصادهای مدرن نه تنها از این جهت مهم است که دولت‌ها غالباً اوراق بدهی منتشر می‌کنند تا بخش عمده هزینه‌های خود را تأمین مالی نمایند، بلکه استقراض دولت غالباً حجم عظیمی از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام‌دهندگان را جذب می‌کند.

بازار سرمایه در ایران^{۲۹}

بازار سرمایه ایران در مقایسه با بازار پول از رسمیت و سازمان یافتگی بیشتری برخوردار است. بازار سرمایه کشور شامل بازار اوراق بهادار، قراردادهای وام و تسهیلات بانکهای تخصصی و تسهیلات بلندمدت بانکهای تجاری است. سیاست‌گذاری در انواع تسهیلات و اعتبارات بلندمدت در بخشهای صنعت و معدن، کشاورزی، بازرگانی، خدمات و مسکن توسط دولت و بانک مرکزی تعیین می‌شود. اما خط مشی‌های بازار اوراق بهادار از سال ۱۳۸۴ با تصویب قانون بازار اوراق بهادار از حیثه وظایف بانک مرکزی خارج شد و بعهد وزارت امور اقتصادی و دارایی گذاشته شد. در راس بازار سرمایه، شورای عالی بورس و اوراق بهادار قرار دارد که وزیر امور اقتصادی و دارایی ریاست شورا را عهده دار است.

نهادهای فعال

بورسهای اوراق بهادار، بورسهای کالا، بانکهای سرمایه‌گذاری، کارگزاران، معامله‌گران، بازارسازان، مشاوران سرمایه‌گذاری، شرکتهای سرمایه‌گذاری، مؤسسات رتبه‌بند، پردازشگران حرفه‌ای اطلاعات

ابزارهای بازار سرمایه

- ابزارهای تأمین مالی دراز مدت (سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه، اوراق مشارکت)
سهام: سهام صرف‌نظر از شکل آن، نشان‌دهنده منافع مالک در شرکت است و از آن‌جاکه طلب و ادعای سهامداران در مورد دارایی‌های شرکت در مرحله آخر تمام طلب‌ها قرار دارد، منافع سهام به عنوان "منفعت باقیمانده" شناخته می‌شود.

^{۲۹} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

سهام عادی: سهام عادی نوعی ابزار سرمایه‌گذاری است که نشانگر مالکیت دارنده آن در یک شرکت سهامی است و به دو دسته سهام با نام و سهام بی‌نام تقسیم می‌شود.

سهام ممتاز: سهام ممتاز نوعی اوراق بهادار است که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارایی‌های شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. این سهام زمانی منتشر می‌شود که هزینه سهام عادی بالاتر باشد.

اوراق قرضه: اوراق قرضه اسنادی هستند که به موجب آن‌ها ناشر متعهد می‌شود مبلغ معینی (بهره سالانه) را در فاصله‌های زمانی مشخص به دارنده پرداخت کند و در سررسید، اصل مبلغ را بازپرداخت کند.

اوراق مشارکت: اوراقی است که سود علی الحساب دارد و صادر کننده اوراق متعهد می‌شود اصل پول و سود قطعی را در تاریخ معین پرداخت کند.

- ابزارهای ویژه مدیریت خطر (قراردادهای اختیار معامله، قراردادهای آتی، قراردادهای معاوضه)

علاوه بر کارکرد تأمین مالی واحدهای اقتصادی دارای کسری، مقابله با ریسک همراه با سرمایه‌گذاری و به ویژه ریسک ناشی از نوسان‌های قیمتی از دیگر کارکردهای مهم بازار سرمایه است. این کارکرد بازار سرمایه، از طریق به‌کارگیری ابزارهایی تحت عنوان ابزارهای مشتق انجام می‌شود. اطلاق مشتق به این ابزارها به آن دلیل است که ارزش این ابزارها براساس، ارزش اوراق یا دارایی‌های دیگر تعیین می‌شود و در واقع مشتق از دارایی‌های دیگر است. معامله‌گران این ابزارها، برآنند که با پذیرش هزینه‌ای اندک، از ریسک زیاد نوسان قیمت اجتناب کرده و آن را به سایر سرمایه‌گذاران منتقل کنند. مهمترین ابزارهای مشتق بازار سرمایه عبارتند از:

قراردادهای اختیار معامله

اختیار معامله قراردادی دوطرفه بین خریدار و فروشنده است که براساس آن خریدار قرارداد حق (نه الزام و تعهد) دارد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت معین و در زمانی مشخص بخرد یا بفروشد. بنابراین براساس این قرارداد، دو طرف توافق می‌کنند که در آینده معامله‌ای انجام دهند. در این معامله خریدار اختیار معامله، در ازای پرداخت مبلغ معینی، حق خرید یا فروش دارایی مندرج در قرارداد را در زمانی مشخصی با قیمتی که هنگام بستن قرارداد تعیین شده است، به دست می‌آورد. از طرف دیگر،

فروشنده قرارداد اختیار معامله، در مقابل اعطای این حق به خریدار با دریافت مبلغ معینی هنگام عقد قرارداد، براساس مفاد قرارداد، آماده فروش دارایی مذکور است. چنان که از تعریف قرارداد اختیار معامله پیداست، دارنده قرارداد (خریدار) در اعمال حق خود مختار است و به عبارت دیگر هیچ تعهد و الزامی ندارد و در صورت صرف نظر وی از اجرای قرارداد، مبلغی را که در ازای این حق، پرداخته است از دست می‌دهد. از طرف دیگر فروشنده در صورت خواست خریدار، مجبور به اجرای قرارداد است.

قراردادهای اختیار معامله به دو دسته طبقه‌بندی می‌شوند:

الف) قرارداد اختیار خرید

دارنده این نوع اختیار معامله، حق دارد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت مشخصی (به قیمت توافقی) در دوره زمانی معینی بخرد.

ب) قرارداد اختیار فروش

این قرارداد به دارنده حق می‌دهد که مقدار معینی از دارایی مندرج در قرارداد را با قیمت توافقی در دوره زمانی مشخصی بفروشد. درحالی که خریدار قرارداد اختیار خرید، به امید افزایش قیمت آن را می‌خرد، خریدار قرارداد اختیار فروش پیش‌بینی می‌کند که قیمت در آینده کاهش خواهد یافت.

- قراردادهای آتی

تمامی انواع کالا را می‌توان هر روز در بازار آتی (نقد) دادوستد کرد. در این بازارها، خریدار و فروشنده برای تحویل آتی کمیت و کیفیت مشخصی از یک کالا، با یکدیگر به توافق می‌رسند. وقتی قیمت آتی دادوستد، نوسان داشته باشد، معامله‌گران با ریسک (خطر) روبرو خواهند بود؛ زیرا ارزش موجودی آنها ممکن است به‌طور چشمگیری تغییر یابد. برای ایمن شدن در برابر تغییرات ناگهانی قیمت، خریداران و فروشندگان می‌توانند به بازار تحویل آتی روی آورند که در آن قراردادهای تحویل آتی برای تحویل کمیت و کیفیت مشخصی از یک کالا با یک قیمت مشخص در یک زمان معین تنظیم می‌شود.

براساس این قرارداد، خریدار متعهد می‌شود که مقدار مشخصی از یک کالا را در تاریخ معین با قیمت معینی از فروشنده تحویل بگیرد و فروشنده متعهد می‌شود که کالای مورد نظر را براساس مفاد قرارداد در همان

تاریخ و با همان قیمت به خریدار تحویل دهد. در سررسید قرارداد تحویل آتی، فروشنده با دریافت قیمت، کالای موضوع قرارداد را به خریدار تحویل می‌دهد و تسویه انجام می‌شود. به عبارت دیگر، تسویه قراردادهای آتی به صورت تحویل فیزیکی کالا است.

- قراردادهای معاوضه

توافقی دوطرفه برای مبادله یک جریان نقدی در آینده است. این قرارداد، برای مبادله ارزش کالا و نرخ بهره منعقد می‌شود.

نهادهای بازار سرمایه

- بورس اوراق بهادار: نهاد فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار است که وظیفه اصلی آن فراهم آوردن بازاری شفاف برای دادوستد اوراق بهادار است.

- بورس کالا: نهاد سازمان یافته‌ای است که به منظور داد و ستد کالا در چارچوب قرارداد آتی، اختیار معامله و معاوضه تشکیل میشود.

- مؤسسات سپرده گذاری و نگهداری اوراق بهادار: این مؤسسات با هدف نگهداری اوراق بهادار و انتقال مالکیت اوراق بدون انتقال فیزیکی آن، و به طور کلی تسهیل و تسریع داد و ستد در بازار اوراق بهادار ایجاد شده‌اند.

- بانک سرمایه گذاری: در بازار اولیه فعالیت میکند و قیمت گذاری، بازاریابی و فروش اوراق بهادار شرکتها را در انتشار اولیه از طریق عرضه عمومی یا خصوصی بر عهده دارد.

- کارگزار: واسطه بین خریدار و فروشنده اوراق بهادار است که به عنوان نماینده مشتری و به حساب مشتری، در مقابل دریافت کارمزد، به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازد.

- معامله گر: واسطه مالی است که به حساب خود به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازد و از تفاوت قیمت خرید و فروش سود می‌برد.

- بازارگردان: این نهاد با داشتن توان مالی و تخصص لازم، عهده دار مسئولیت حفظ بازاری منظم و مداوم در سهامی خاص است.

- مشاور سرمایه گذاری: نهادی است که به اشخاص یا نهادهای دیگر در زمینه ارزشگذاری اوراق بهادار، سرمایه گذاری در اوراق بهادار و خریدوفروش اوراق مزبور، مشاوره می دهد.
- شرکت سرمایه گذاری: واسطه مالی است که کارکرد اصلی آن، مدیریت تخصصی سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار است.
- مؤسسه رتبه بند: کارکرد اصلی این مؤسسات، رتبه بندی اوراق بدهی شرکتها با توجه به ریسک عدم بازپرداخت یا ورشکستگی است.
- پردازشگر حرفه ای اطلاعات: فعالیت عمده این مؤسسات، گردآوری و پردازش اطلاعات به منظور اتخاذ تصمیم در زمینه سرمایه گذاری در اوراق بهادار است.

ابزارهای مالی مورد معامله در بازار سرمایه ایران^{۳۰}

- سهام عادی
- گواهی حق تقدم
- اوراق مشارکت

نقش نظام بانکی در بازار سرمایه ایران^{۳۱}

نظام بانکی یکی از بخشهای مهم اقتصادی است. بانکها با سازمان دهی منابع مازاد نقدی مردم و تجهیز و هدایت پس اندازها و سپرده های آنها به اشخاص حقیقی و حقوقی که با کمبود وجوه نقد مواجه اند، نقش مهمی را در رشد اقتصادی، رشد تولید، سرمایه گذاری و اشتغال بعهده داشته و مبادلات تجاری و بازرگانی را تسهیل می کنند. هر قدر نظام بانکی پیشرفته تر عمل کند، بازارهای مالی توسعه می یابند و در نتیجه رشد اقتصادی را موجب می شوند. در کشور ما بانکها با جمع آوری سپرده های مردمی و هدایت آنها به سمت واحدهای اقتصادی متقاضی این وجوه، بخشی از این نیاز را طبق مقررات پولی و بانکی کشور تامین می کنند. بانکهای ایرانی چه دولتی و چه خصوصی موظف به اجرای قانون بانکداری بدون ربا (مصوب شهریور ۱۳۶۲) و کلیه مقررات و ضوابط تعیین شده از طرف بانک مرکزی هستند.

^{۳۰} منبع: بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)

^{۳۱} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

تسهیلات اعطایی نظام بانکی کشور برای تامین منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی در بازار سرمایه اولیه از ویژگی های زیر برخوردار است:

- اغلب تسهیلات نظام بانکی جز در مورد بخش مسکن معمولاً کوتاه مدت و میان مدت است (حداکثر ۷ سال)

- تسهیلات اعطایی در نظام بانکی مستلزم دریافت وثایق و تامین کافی می باشد. در پرداخت این تسهیلات، سابقه اعتباری مشتریان و نوع وثایق قابل قبول از آنها حائز اهمیت است.

- تسهیلات اعطایی جز در مورد سرمایه گذاری مستقیم دارای محدودیت در میزان مشارکت نظام بانکی است.

- تامین منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط نظام بانکی براساس قراردادهایی انجام می گیرد. در این قراردادها مدت مشارکت، مدت بازپرداخت تسهیلات و نحوه تمدید قرارداد مستلزم کسب مجوزهای مربوطه است.

در ایران بانکهای تجاری بمنظور تنوع بخشیدن به سرمایه گذاری های خود معمولاً علاوه بر انجام فعالیتهای بانکی، اقدام به سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار نیز می نمایند. سرمایه گذاری بانکهای تجاری در بازار سرمایه از منطلق اقتصادی خاصی پیروی نمی کند. بلکه بدلیل دولتی بودن بانکها میزان سرمایه گذاری آنها تحت تاثیر سیاستهای کلان اقتصادی کشور است. تفاوت عمده ای بین بانکهای تجاری کشور ما با بانکهای تجاری سایر کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا وجود دارد. بانکهای تجاری کشور ما علاوه بر انجام عملیات سنتی بانکداری خود، سرمایه گذاریهای عمده ای نیز انجام می دهند. بانکهای تجاری کشورهای صنعتی پیشرفته اجازه سرمایه گذاری در شرکتهای تولیدی و بازرگانی را ندارند زیرا اگر بانک تجاری در شرکتهای سرمایه گذاری کند، نمی تواند از پرداخت وام و اعتبار به آن شرکت اجتناب کند. در این شرایط پرداخت وام و اعتبارات براساس اصل تخصیص بهینه منابع انجام نخواهد شد. ممکن است بانکهای تجاری اعتباری به شرکتهای ذینفع خود بدهند که اگر در آن شرکت سرمایه گذاری نمی کردند حاضر به پرداخت تسهیلات بانکی به آن نبودند. در کشورهای پیشرفته بانکهای تجاری وظایف خود را در تامین مالی دارایی

های جاری اشخاص حقیقی و حقوقی متمرکز می کنند. از طرف دیگر وظیفه اصلی بانکهای تخصصی، تامین مالی دارایی های ثابت شرکتهای تولیدی، کشاورزی و ساختمانی است.

نظام مالی حاکم بر داد و ستدهای مالی ایران به دلیل نوع نهادهای مالی موجود، قدمت و حجم فعالیت آنها، مبتنی بر شبکه بانکی است. حاکمیت قانون عملیات بانکی بدون ربا، نظام بانکی و بازارهای مالی رسمی کشور را از ویژگی های خاصی برخوردار ساخته است. این ویژگی یکی تضعیف وظایف سنتی بانکداری و دیگری تضعیف مرزها و حوزه های فعالیت بانکهای تجاری و تخصصی در چارچوب عملیات بانکداری بدون رباست.

با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا، تعریف سنتی بانکداری یعنی واسطه گری مالی بین پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران در مورد بانکهای کشور ما مصداق ندارد. البته آنگونه که پیشرفتهای فناوری مالی در برخی از کشورهای توسعه یافته ایجاب می کند، بانکها بعنوان موسسات مالی علاوه بر انجام نقش واسطه گری مالی در بازار پول، اقدام به تامین مالی طرحهای سرمایه گذاری در بازار سرمایه در قالب قراردادهای مشارکتی و یا بصورت مستقل در بخشهای مختلف اقتصادی و غیردولتی می نمایند. پیشرفت های فناوری مالی و تداخل روزافزون فعالیتها در بازارهای پول و سرمایه مسئولان مالی و اقتصادی کشورهایی مانند ژاپن، سوئیس و سنگاپور را بر آن داشته است که دیدگاه سنتی یعنی دوگانگی بازارهای پول و سرمایه را کنار گذاشته و بمنظور هماهنگی بیشتر، وظیفه نظارت بر بازارهای پول و سرمایه را برعهده یک مقام ناظر (هیات بازار سرمایه) واگذار نمایند. طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانکها در چارچوب عقود پیش بینی شده می توانند در بازار پول و بازار سرمایه، در عقود تجاری و غیرتجاری به صورت مشارکتی و غیرمشارکتی اقدام به سرمایه گذاری نمایند.

* گرایش سیستم مالی کشورها به بازار پول یا سرمایه^{۳۲}



جریان غالب:



* مقایسه روشهای مبتنی بر بدهی و سرمایه^{۳۳}

معایب روشهای مبتنی بر بدهی	مزایای روشهای مبتنی بر بدهی
عدم تضمین بازپرداخت سرمایه	حفظ مالکیت
افزایش جذابیت برای وام دهندگان	حفظ سود باقیمانده
افزایش نقدینگی پروژه	ایجاد سپر مالیاتی

^{۳۲} منبع: مقاله ابزار، نهاد و بازارهای مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۳۳} منبع: مقاله روشهای نوین تامین مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)

مزایای روشهای مبتنی بر سرمایه	معایب روشهای مبتنی بر سرمایه
نیاز به وثیقه مکفی	عدم حفظ مالکیت
کاهش امکان وام گیری	مشارکت در سود باقیمانده
افزایش ریسک نقدینگی	مالیات بیشتر
کاهش جریانهای نقدی آزاد	

*انواع بازار سرمایه^{۳۴}

معاملات اوراق بهادار از لحاظ تشکیل سرمایه و سرمایه گذاری مجدد به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم می شود.

۶- طبقه بندی انواع بازارها براساس مرحله انتشار (بازار اولیه و بازار ثانویه)

۶/۱- تعاریف بازارهای اولیه و ثانویه

بازارهای اولیه و ثانویه^{۳۵}

۱- بازار سرمایه اولیه:

بازاری است که برای اولین بار انتشار اوراق بهادار توسط شرکتهای تولیدی، تجاری و مالی (اعم از بورسی و غیربورسی)، دولت و نهادهای عمومی برای تامین مالی میان مدت و بلندمدت و تحت عنوان افزایش سرمایه و یا استقراض انجام می شود. عرضه کنندگان سرمایه در ایران، بانکها، موسسات مالی و اعتباری، شرکتهای بیمه، شرکتهای سرمایه گذاری، صندوقهای بازنشستگی و عموم سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی ایرانی و یا سرمایه گذاران نهادی خارجی هستند. در بازار سرمایه کشور، سهام عادی، گواهینامه حق تقدم سهامی عادی، اوراق مشارکت، وام و تسهیلات اعتباری عرضه می شوند.

^{۳۴} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

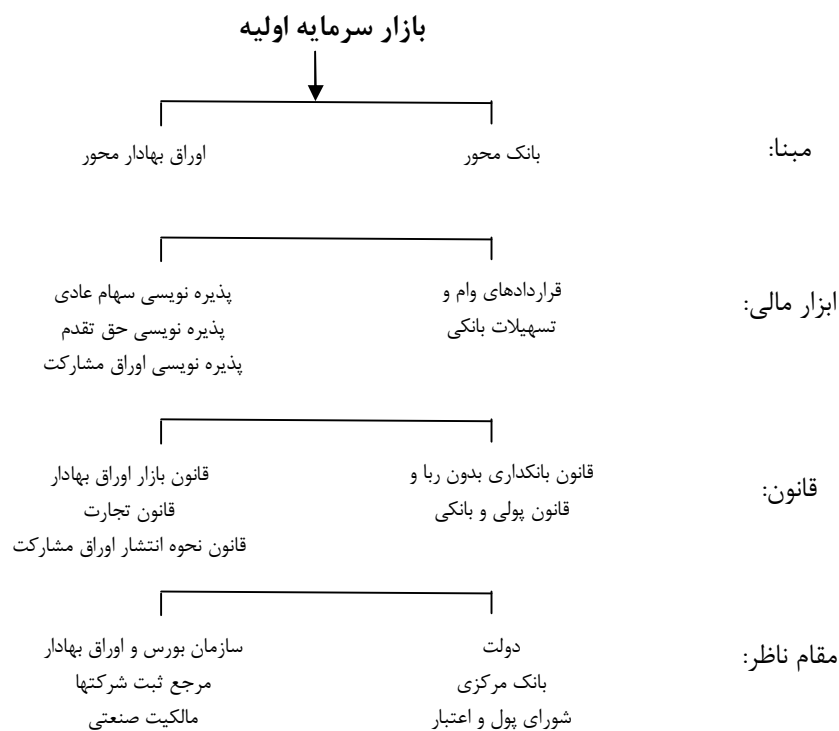
^{۳۵} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

طبق بند ۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار اولیه بازاری است که پذیره نویسی اوراق بهادار جدید شرکتها اعم از شرکتهای تازه تاسیس و یا فعال در آن انجام می شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می گیرد.

طبق ماده ۲۰ این قانون، عرضه عمومی اوراق بهادار در "بازار اولیه" منوط به ثبت آن نزد "سازمان" با رعایت مقررات این قانون می باشد. "عرضه عمومی" اوراق بهادار به هر طریق بدون رعایت مفاد این قانون ممنوع است.

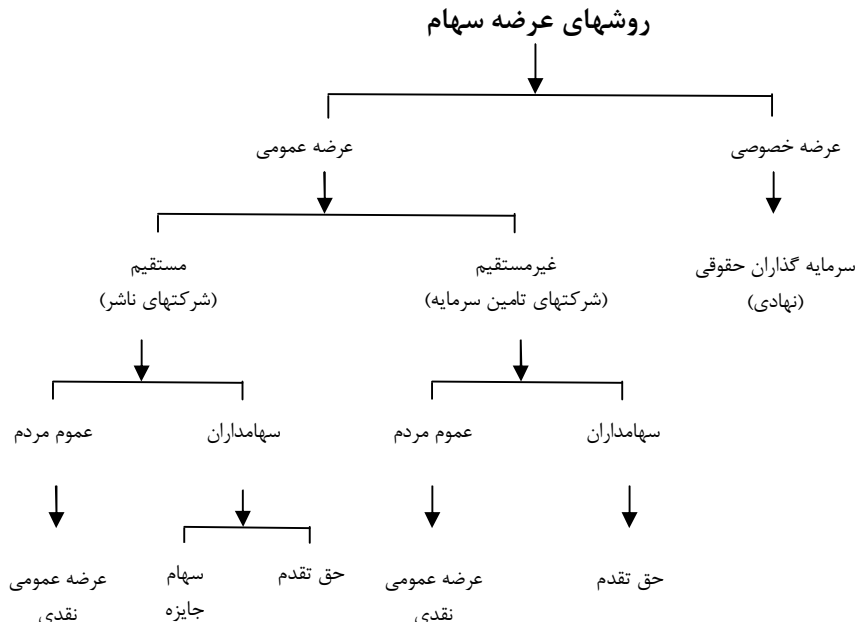
طبق ماده ۲۵ قانون بازار اوراق بهادار، از تاریخ لازم الاجرا شدن این قانون، برای ثبت شرکتهای سهامی عام یا افزایش سرمایه آنها اجازه انتشار اعلامیه پذیره نویسی توسط مرجع ثبت شرکتها پس از موافقت "سازمان" صادر می شود.

نمودار ۱، بازار اولیه کشور را بر مبنای بانک محوری و اوراق بهادار محوری نشان می دهد:



نمودار ۱: بازار سرمایه اولیه کشور

نمودار ۲، روشهای عرضه سهام در بازار سرمایه اولیه کشور را نشان می دهد:



نمودار ۲: روشهای انتشار سهام عادی در بازار اولیه ایران

* طبق ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار:

عرضه عمومی: عرضه اوراق بهادار منتشره به عموم مردم جهت فروش به آنهاست.

عرضه خصوصی: فروش مستقیم اوراق بهادار توسط شرکت ناشر به سرمایه گذاران نهادی است.

شرکتهای تامین سرمایه: شرکتهایی هستند که بعنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عموم سرمایه گذاران حقیقی و نهادی منابع مورد نیاز ناشر را با تضمین و تعهد فروش اوراق بهادار آن تامین می نمایند. این شرکتها می توانند عملیات کارگزاری، معامله گری، بازارگردانی، مشاوره، سبدگردانی، پذیره نویسی، تعهد پذیره نویسی را با اخذ مجوز از سازمان بورس انجام دهند.

حق تقدم: عرضه سهام عادی جدید به سهامداران موجود در شرکت است تا آنها بتوانند به نسبت درصد مالکیت خود، سهام جدید را به قیمت معین و در مهلت مقرر پذیره نویسی نمایند.

سهام جایزه: انتشار سهام عادی از طریق انتقال سود انباشته به حساب سرمایه و توزیع رایگان آن بین سهامداران به نسبت درصد مالکیت است.

۲- بازار سرمایه ثانویه:

به معاملات اوراق بهادار قبلاً منتشر شده در بین عموم مردم در بورس و خارج از بورس، بازار ثانویه گویند. طبق بند ۱۰ از ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار ثانویه بازاری است که اوراق بهادار پس از عرضه اولیه در آن مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. در ایران قراردادهای وام و تسهیلات اعطایی در شبکه بانکی، بازار ثانویه فعال و سازمان یافته‌ای ندارند و اساساً این تسهیلات در بازار ثانویه معامله نمی‌شوند اما بازار ثانویه اوراق بهادار، بازار رسمی و سازمان یافته‌ای است.

ویژگی مهم اوراق بهادار معامله شده در بازار ثانویه، نقدشوندگی آن است که نشان می‌دهد تا چه اندازه می‌توان اوراق بهادار را بدون کاهش قیمت و راحت بفروش رساند. برخی اوراق بهادار، بازار ثانویه فعالی دارند که در هر زمان، تعداد زیادی خریدار و فروشنده مایل به معامله آن اوراق بهادار هستند.

سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی اوراق بهادار را ترجیح می‌دهند تا در هر زمان بتوانند بدون کمترین کاهش قیمت آنها را بفروش برسانند. اگر اوراق بهادار، قابلیت نقدشوندگی نداشته باشند، سرمایه‌گذاران ممکن است نتوانند خریدار مناسبی برای آن در بازار ثانویه بیابند و گاه مجبورند برای جذب مشتری، اوراق بهادار فاقد قابلیت نقدشوندگی را با کاهش قیمت زیاد به فروش رسانند.

هدف و فواید تاسیس بازار ثانویه عبارت است از:

۱- امکان معاملات و نقل و انتقال مالکیت انواع اوراق بهادار را فراهم می‌کنند.

۲- قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار را افزایش می‌دهد.

۳- جذب سرمایه‌های راکد سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی را فراهم می‌کند.

۴- در بورس قیمت منصفانه اوراق بهادار تعیین می‌شود.

بازار اولیه و بازار ثانویه^{۳۶}

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

- 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 .

شرکت برای انتشار اوراق بهادار می تواند به دو طریق عمل کند : یا خود رأساً کلیه امور مربوط به حجم ، نوع و مبلغ ریالی عرضه و تعیین قیمت آنرا انجام دهد و یا آنرا از طریق مؤسسات و شرکت هایی که در این کار تخصص دارند انجام دهد. مؤسسات یا شرکت هایی که در سایر کشورها ، در بازار اولیه این نقش را بر عهده دارند ، بانک ها یا مؤسسات تأمین سرمایه نامیده می شوند. البته در ایران ، طبق وظایفی که بر عهده شرکت های کارگزاری گذاشته شده آنها می توانند در انتشار اوراق بهادار جدید شرکت ها کمک کنند.

▪ مؤسسات تأمین سرمایه

مؤسسات تأمین سرمایه ، مؤسساتی هستند که نقش واسطه بین شرکتهای نیازمند منابع مالی و سرمایه گذاران را ایفا می کنند. این موسسات با داشتن امکانات تخصصی و اطلاعات کافی ، با بررسی و ارزیابی اوراق بهادار شرکت ها یا مؤسسات ، در امر انتشار و فروش آن ، به شرکتهای و یا مؤسسات منتشر کننده کمک می کنند. مؤسسات تأمین سرمایه در این نقش ، بیشتر وظیفه انتقال سرمایه را بر عهده دارند و عملاً کمتر درگیر تأمین مالی شرکت ها می شوند . اینگونه مؤسسات با داشتن سازمان مجهزی برای توزیع سهام و اوراق قرضه شرکتهای و یا حتی مؤسسات دولتی ، قادرند با حداقل هزینه ممکنه ، منابع مورد نیاز را در اختیار صادر کنندگان اوراق بهادار قرار دهند.

^{۳۶} منبع: نشریه موج

از نظر سرمایه گذاران و صاحبان منابع مالی ، خدمات مؤسسات تأمین سرمایه دارای اهمیت خاصی است زیرا : اولاً ، مؤسسات تأمین سرمایه قبل از انتشار سهام یا قرضه شرکت ، وضع مؤسسه انتشار دهنده را به طور دقیق مورد بررسی قرار می دهند . آنها در این کار از خدمات گروه های تخصصی متعدد شامل حقوق دانان ، حسابداران خبره ، متخصصان فنی و اقتصاد دانان استفاده کرده ، وضعیت شرکت را به دقت مورد مطالعه قرار می دهند ؛ کاری که یک فرد به تنهایی قادر به انجام آن نمی باشد. ثانیاً ، مطالعه و بررسی وضعیت مالی شرکت و متعاقب آن اقدام عملی و حمایت از فروش اوراق بهادار شرکت نوعی تضمین از طرف مؤسسه تأمین سرمایه به شمار می رود که خود موجب اطمینان سرمایه گذار در واگذاری منابع می گردد.

مؤسسات تأمین سرمایه با توجه به توافق خود با شرکت های فروشنده و منتشر کننده اوراق بهادار ، خدمات متنوعی انجام می دهند که موارد زیر از اهم آنها می باشد:

▪ پذیره نویسی:

در این حالت ، مؤسسه تأمین سرمایه ابتدا کلیه اوراق بهاداری که شرکت قصد عرضه آن را دارد خریده ، سپس خود اقدام به عرضه و فروش آن می کند . تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش به عموم حق الزحمه این خدمت می باشد .

▪ قرارداد حداکثر تلاش :

طی این توافق ، مؤسسه تأمین سرمایه ، حداکثر سعی و تلاش خود را در عرضه اوراق بهادار شرکت منتشر کننده بکار می گیرد. در این نوع قرارداد ، شرکت تهیه سرمایه فقط نقش نماینده فروش را ایفا می کند و مسئولیتی نسبت به اوراق بهادار بفروش نرفته ندارد. در این حالت ، مؤسسه تأمین سرمایه بابت خدمات عرضه خود ، کارمزد دریافت می کند.

▪ ارائه مشاوره:

مؤسسات تأمین سرمایه در رابطه با بهترین شیوه تأمین مالی برای شرکتی که قصد تأمین مالی دارد ، خدمات مشاوره ای ارائه می دهند .

در مواردی که میزان انتشار مورد نظر ، بسیار بزرگ یا پر مخاطره باشد به جای یک مؤسسه تأمین سرمایه ، چند مؤسسه تأمین سرمایه مسئولیت عرضه را بعهده می گیرند. در این موارد ، مؤسسات با هم تشکیل اتحادیه ای داده ، مسئولیت عرضه اوراق بهادار را بین خود تقسیم می کنند.

شکل عرضه در بازار اولیه می تواند عمومی یا خصوصی باشد . در عرضه عمومی ، عموم سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی می توانند در خرید اوراق بهادار منتشره ، شرکت کنند . در عرضه خصوصی ، اوراق بهادار منتشره به گروهی خاص عرضه می شود . این گروه می تواند یک یا چند سرمایه گذار خاص باشد مثل شرکت های بیمه که در برخی موارد تمام یا بخشی از اوراق بهادار عرضه شده یک شرکت را می خردند . گروه مزبور می تواند از سهامداران قبلی خود شرکت باشند که در آن صورت ، این انتشار را عرضه از طریق حق تقدم می نامند و در نهایت ، گروه مورد بحث می تواند کارکنان خود شرکت باشد.

بعد از اتمام دوره عرضه در بازار اولیه ، اگر سرمایه گذاری قصد معامله اوراق بهادار مربوطه را داشته باشد باید به بازار ثانویه رجوع کند.

- 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 آنجا 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 گیرد به ویژه اینکه هیچ مکانیزی 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 بر اساس 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 شرکت هایی 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، حائز 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 بازار ها ، 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 بنا بر شرایطی که برای پذیرش شرکت ها در هر یک از تابلوها وضع می شود، جایگاه معاملاتی آنها در هر تابلو مشخص می شود. معمولاً درجه اعتبار این تابلو ها با یکدیگر متفاوت و نزولی است . بطوری که شرکت های 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 معاملاتی برای انواع اوراق بهادار ، معمولاً زمان معاملاتی تابلو ها 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.

در بورس اوراق بهادار کشور ما ، در حال حاضر بخشهای بازار به دو دسته قسمت اصلی شامل تابلوی اول و تابلوی دوم و بازار فرعی تقسیم بندی شده است.

▪ مقایسه بخش غیر منسجم بازار ثانویه با بخش منسجم (بازار بورس)

در مقایسه با بخش غیر منسجم بازار ثانویه ، بورس اوراق بهادار مزایای متعددی دارد که اهم آن به شرح زیر است.

۱- وجود مکان یا محلی مشخص برای معامله اوراق بهادار:

طبیعتاً با وجود این مکان ، خریداران و فروشندگان می دانند که برای معامله اوراق خود باید به کجا رجوع کنند. البته این مکان ممکن است لزوماً یک نقطه جغرافیایی مشخص نبوده بلکه شبکه ای از ارتباطات رایانه ای باشد که در نقاط مختلف پراکنده اند. (به چنین بازاری که تمرکز جغرافیایی خاصی ندارد ، بازار غیر متمرکز یا OTC _over the counter_ می گویند.

۲- تسهیل مبادله اوراق بهادار از طریق تعیین قیمت معامله اوراق بهادار:

در این بازار مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین کننده قیمت است نه صرفاً توافق دو طرف خریدار و فروشنده.

۳- جذاب ساختن سرمایه گذاری در اوراق بهادار از طریق حفظ قابلیت نقدینگی و قابلیت فروش سریع اوراق بهادار:

از آنجا که بازار و خریداران مشخص هستند ، اوراق بهادار را می توان بسیار سریع تبدیل به نقد کرد.

۶/۲- تفاوت بازار اولیه و بازار ثانویه در بازار سرمایه و چگونگی پشتیبانی بازار ثانویه از بازار

اولیه^{۳۷}

بازار اولیه: به فروش اوراق مالی جدید اشاره دارد. در این بازار شرکتهای تامین سرمایه حضور دارند و اهم فعالیت آنها به یکی از اشکال زیر می باشد:

- انجام امور مقدماتی نظیر: پذیرش، آماده سازی ناشر اوراق

- پذیرش ریسک: تعهد پذیره نویسی اوراق را بعهده می گیرد.

- توزیع اوراق: تعهد توزیع اوراق بهادار را بعهده می گیرد.

^{۳۷} منبع: آشنایی با مفاهیم مقدماتی بازارها، ابزارها و نهادهای مالی (شرکت کارگزاری بانک ملی ایران)

بازار ثانویه: به معاملات اوراق مالی بعد از عرضه اولیه اشاره دارد، نقدینگی اوراق مالی به واسطه بازار ثانویه تضمین می شود. بازار ثانویه با نقدینگی بالا از دو جنبه اهمیت دارد:

- از دید سرمایه گذاران: بازار با نقدینگی بالا، پیوستگی اطلاعاتی که در قیمت سهام وجود دارد را بالا می برد.

- از دید شرکتها: فرایند تامین مالی شرکتها با هزینه کمتر انجام می شود.

تفاوت های بازار اولیه و ثانویه^{۳۸}

با مقایسه بازار اولیه و ثانویه می توان به تفاوت های زیر رسید:

۱- خریداران اوراق بهادار در بازار اولیه کارمزدی پرداخت نمی کنند، اما در بازار ثانویه باید کارمزد پرداخت شود.

۲- معاملات در بازار اولیه از طریق پذیره نویسی نزد بانکهای عامل یا بانکهای سرمایه گذاری و شرکتهای کارگزاری انجام می شود اما در بازار ثانویه همه معاملات باید از طریق کارگزاران انجام شود.

۳- در بازار اولیه مهلت معینی برای پذیره نویسی و درخواست خرید تعیین می شود اما خرید از طریق بازار ثانویه محدودیت زمانی ندارد.

۴- در پذیره نویسی اوراق بهادار، در بازار اولیه محدودیتی برای خرید تعداد اوراق بهادار در نظر گرفته می شود اما در بازار ثانویه این نوع محدودیت ها وجود ندارد.

۵- در بازار اولیه فرایند تشکیل و افزایش سرمایه انجام می گیرد، اما در بازار ثانویه خرید و فروش اوراق بهادار (سهام) باعث افزایش سرمایه نمی شود.

۶- خریداران اوراق بهادار معمولاً نمی توانند اوراق بهادار خود را از طریق همان بازار به فروش رسانند اما در بازار ثانویه امکان فروش اوراق بهادار مهیا است.

^{۳۸} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

- ۷- در بازار اولیه اوراق بهادار عرضه شده معمولاً به قیمت اسمی و یا به قیمت پایه عرضه می شود، اما در بازار ثانویه اوراق بهادار به قیمت روز و براساس عرضه و تقاضا معامله می شود.
- ۸- قیمت اوراق بهادار در دوره عرضه در بازار اولیه تثبیت می شود اما در بازار ثانویه قیمت ها براساس عرضه و تقاضا در نوسان است.
- ۹- خریداران اوراق بهادار در بازار اولیه ریسک سرمایه گذاری (ریسک عملیاتی یا تجاری) زیادی را تقبل می کنند اما خرید اوراق بهادار از بازار ثانویه با توجه به عملکرد سرمایه گذاری گذشته و حال شرکت از ریسک عملیاتی کمتری برخوردار است.
- ۱۰- عملکرد مدیریت در اوراق بهادار عرضه شده در بازار اولیه مبهم است اما در بازار ثانویه تا حدود زیادی قابل پیش بینی است.
- ۱۱- بازار اولیه فاقد قدرت نقدشوندگی است اما بازار ثانویه قدرت نقدشوندگی زیادی برای اوراق بهادار ایجاد می کند.
- ۱۲- شرکتهای متقاضی سرمایه در بازار اولیه مستقیماً می توانند به مردم (پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران) مراجعه کنند اما تامین مالی از طریق بازار ثانویه مستلزم بکارگیری خدمات واسطه گری شرکتهای کارگزاری است.
- ۱۳- عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه مستلزم رعایت تشریفات قانونی و الزامات ثبت و تشکیل پرونده نزد مرجع رسمی بازار سرمایه است اما عرضه ثانویه اوراق بهادار در بازار ثانویه مستلزم ثبت و تشکیل پرونده نیست.
- ۱۴- عدم موفقیت در فروش همه اوراق بهادار در بازار اولیه باعث عدم شکل گیری شرکت و عدم اجرای پروژه ها می شود اما عدم معامله سهام شرکت در بازار ثانویه تاثیری از این لحاظ بر شرکت ندارد.
- ۱۵- عرضه سهام در بازار اولیه باعث افزایش تعداد سهام شرکت می شود اما عرضه سهام در بازار ثانویه، تعداد سهام شرکت را افزایش یا کاهش نمی دهد.

۷- طبقه بندی انواع بازارها براساس نحوه پرداخت (بازار نقدی (آنی) و بازار مشتقه)

۷/۱- بازار نقدی و مشتقه^{۳۹}

بازار نقدی: بازار نقدی یک بازار مالی عمومی است، که در آن ابزارهای مالی یا کالاها برای تحویل فوری مبادله می شوند. این بازار مخالف بازار آتی است که در آن تحویل در آینده انجام می پذیرد. بازار مشتقه: بازار مشتقه بازار مالی برای مشتقات و ابزارهای مالی مانند قراردادهای آتی و اختیارات است. این اوراق بر مبنای انواع دیگری از دارایی ها منتشر می شوند. بازارهای نقدی و مشتقه می تواند به اشکال زیر باشد:

- بازار دارای ساختار یا بورس

- فرابورس (OTC)

قوانین و نحوه انجام معامله در این دو بازار بسیار متفاوت هستند. به این دلیل اکثر فعالان بازارهای مالی ترجیح می دهند در هر دو بازار فعالیت نمایند.

* در ادبیات مالی، بازار مشتقه به عنوان مکمل بازار نقدی شناخته می شود، چرا که این بازار کمتر کارکرد تامین مالی دارد اما با ارائه ابزارهای پوشش ریسک، اطمینان کافی برای سرمایه گذاران فعال در بازار نقدی ایجاد می کند و باعث توسعه و تقویت کارکردهای بازار نقدی می شود. همین ویژگی برای بازار ارز یا بازار محصولات کشاورزی هم قابل تصور است.^{۴۰}

۷/۲- بازار اوراق مشتقه^{۴۱}

اوراق مشتقه: قراردادی که ارزش آن به دارایی مالی مربوطه بستگی دارد. کارکرد اقتصادی عمده اوراق مشتقه: ارائه راه برای مهار کردن خطر است. انواع اوراق مشتقه:

- قراردادهای آتی/آینده

- قراردادهای اختیار معامله

^{۳۹} منبع: بورس اوراق بهادار ایران (www.iranbourse.com)

^{۴۰} منبع: دنیای اقتصاد (نویسنده: سردار خالدی)

^{۴۱} منبع: کتاب مبانی بازارها و نهادهای مالی (جلد اول) فرانک فیوزی ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی

قرارداد آتی/آینده: موافقت نامه ای است که بموجب آن طرفین موافقت می کنند که معامله بر سر یک دارایی مالی را بنا بر قیمتی از پیش تعیین شده در زمانی مشخص در آینده انجام دهند. یک طرف با خرید دارایی مالی و طرف دیگر با فروش دارایی مالی موافقت می کند. هر دو طرف موظف به اجرای قرارداد هستند و هیچیک از آنها نباید کارمزدی مطالبه کنند.

قرارداد اختیار معامله: قرارداد اختیار معامله به دارنده قرارداد اختیار می دهد، اما او را موظف نمی کند، که یک دارایی مالی را به قیمتی مشخص از طرف دیگر بخرد یا به او بفروشد. خریدار قرارداد باید مبلغی به فروشنده بپردازد که آنرا قیمت اختیار یا حق شرط (option price) می گویند. آنگاه که اختیار معامله به دارنده اختیار این حق را می دهد که از طرف دیگر دارایی مالی بخرد، این اختیار را اختیار خرید گویند. اگر اختیار به دارنده اختیار این حق را بدهد که دارایی مالی را به طرف دیگر بفروشد این اختیار را اختیار فروش می گویند.

اوراق مشتقه به دارایی های مالی محدود نمی شوند. برخی اوراق مشتقه به کالاها و فلزات گرانبها مربوط می شوند. علاوه بر این، اوراق مشتقه ای وجود دارند که سببی از قراردادهای آتی یا قراردادهای اختیار معامله هستند. این اوراق عبارتند از: قراردادهای معاوضه (swaps)، قراردادهای سقف (caps)، قراردادهای کف (floors)

نقش اسناد مشتقه:

قراردادهای مشتقه راهی کم هزینه برای مهار کردن برخی خطرهای عمده در اختیار ناشر اوراق و سرمایه گذار قرار میدهد.

اوراق مشتقه نقش اساسی در بازار مالی جهانی دارند. متأسفانه عامه مردم (و گاه ناظران بازار سرمایه و قانون گذاران) بازار مشتقه را تنها وسیله ای برای سفته بازی (یعنی قمار قانونی) بشمار می آورند. بدون وجود اوراق مشتقه و بازاری برای داد و ستد آنها، نظام مالی جهان یکپارچگی امروزی را نمی داشت.

بازار اوراق مشتقه سه امتیاز بر بازار نقدی دارد:

۱- هزینه کمتر معاملات

۲- سرعت بیشتر در اجرای معاملات

۳- نقدینگی بیشتر

۸- طبقه بندی انواع بازارها براساس ساختار سازمانی (بازار حراج، بازار خارج از بورس و

بازار از طریق واسطه)

۸/۱- بازارهای مالی سازمان یافته و سازمان نیافته

بازارهای خارج از بورس و بازارهای سازمان یافته^{۴۲}

برخی از معاملات بازار ثانویه در چارچوب معاملات سازمان یافته یا در بازاری مشهود (Visible marketplace) انجام می شوند. در بازار سهام آمریکا (American Stock Exchange=AMEX) و بازار سهام نیویورک (New York Stock Exchange)، بعنوان دو بازار ثانویه، معاملات منظمی انجام می شود. سایر معاملات در بازار خارج از بورس (OTC) و از طریق شبکه ارتباطات راه دور انجام می شود.

- بازارهای مالی سازمان یافته^{۴۳}

بورسهای ملی: سهام شرکتهای بزرگ و معتبر با پذیرش شرایط خاص در بورس ملی هر کشور معامله می شود.

بورسهای منطقه ای: شرکتهای کوچک که شرایط سهلتری برای پذیرش در مقایسه با بورسهای منطقه ای دارند در این بورسها معامله می شوند.

^{۴۲} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی
^{۴۳} منبع: مقاله آشنایی با مفاهیم مقدماتی بازارها، ابزارها و نهادهای مالی (شرکت کارگزاری بانک ملی ایران)

– بازارهای سازمان نیافته (فرا بورس)^{۴۴}

بازارهای فرا بورس: کلیه معاملات اوراق بهاداری که در بورسهای ملی و منطقه ای هر کشور معامله نمی شود، در بازارهای فرا بورس معامله می شود. در این بازار معامله گران رسمی ثبت شده نزد این بازارها نیز به انجام سفارش سرمایه گذاران می پردازند.

بازار سوم: در این بازار غیررسمی، سرمایه گذاران نهادی بواسطه کارگزاران اقدام به معامله می کنند و در بیشتر شرایط معاملات مذکور بصورت معامله عمده صورت می گیرد. کارمزد این معاملات در بازار پایین است.

بازار چهارم: در این بازار، کارگزاران دخالتی ندارد و یک شبکه ارتباطی میان طرفین معامله به تطبیق سفارش مشتریان می پردازد.

نارسائی عمده فرا بورس:^{۴۵}

– عدم کارائی بازار

مزایای پذیرش شرکتها در فرا بورس ایران:^{۴۶}

– افزایش نقدشوندگی سهام

– شکوفایی اقتصادی

– تامین مالی آسان و ارزان

– بهره مندی از معافیت مالیاتی

– نقل و انتقال سریع، آسان و کم هزینه سهام

– اطلاع رسانی هماهنگ و گسترده به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل

– بهره گیری از امکان وثیقه گذاری سهام و اخذ ساده تر تسهیلات بانکی

– صدور اوراق مشارکت و گواهی سپرده

^{۴۴} منبع: مقاله آشنایی با مفاهیم مقدماتی بازارها، ابزارها و نهادهای مالی (شرکت کارگزاری بانک ملی ایران)

^{۴۵} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرا بورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۴۶} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرا بورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

بازار خارج از بورس (فرا بورس) در ایران^{۴۷}

طبق بند ۸ از ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار خارج از بورس بازاری است که در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک، معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می گیرد. طبق ماده ۲۸ این قانون، تاسیس بازارهای خارج از بورس منوط به ثبت آن نزد "سازمان" است و فعالیت آنها تحت نظارت "سازمان" انجام می شود. در این راستا مجوز تاسیس شرکت فرا بورس در سال ۱۳۸۷ از سوی سازمان صادر گردید.

برنامه اولیه این شرکت آن است که شرکتهای کوچک و متوسط را که در حال رشد هستند و شرایط احراز و پذیرش در بورس تهران را ندارند، جذب نماید. در این بازار محدودیتی برای خرید و فروش سهام شرکتهای نیست. انتظار می رود بعلاوه سهولت حضور شرکتهای در آن، حجم معاملات سهام در این بازار بیش از بورس اوراق بهادار تهران باشد.

تا قبل از شکل گیری رسمی فرا بورس، معاملات سهام در بازار خارج از بورس بطور غیررسمی از طریق شرکتهای مختلف انجام می گرفت. انتظار می رود در بازار فرا بورس ابتدا سهام شرکتهای مورد معامله قرار گیرد و در آینده قراردادهای آتی نیز معامله شود.

فواید بازار فرا بورس عبارتند از:

- ۱- کشف قیمت اوراق بهادار شرکتهای
- ۲- شفافیت عملکرد مالی و تجاری شرکتهای
- ۳- انجام معاملات منصفانه
- ۴- سهولت در تامین مالی و افزایش سرمایه شرکتهای
- ۵- کمک به جذب نقدینگی و سرمایه های کشور

^{۴۷} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

اوراق مشتقه	اوراق قرضه
قراردادهای آتی	شرکتی
اختیار معامله	دولتی
سواپ	شهرداری
	اوراق بهادار با پشتوانه وامهای رهنی

ابزارهای مشتقه در ایران^{۴۹}

طبق بند ۱۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار مشتقه بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا داد و ستد می شود. بازار مشتقه در ایران در مقایسه با سایر کشورهای پیشرفته بازار بسیار کوچک و یا غیرفعالی است. ابزارهای مشتقه اوراق بهاداری هستند که ارزش بازاری آنها وابسته به اوراق بهادار اصلی (مادر) و یا یک دارایی واقعی و فیزیکی دیگری است بنابراین ارزش بازار مشتقه ها تابع دو عامل است: یکی مزایا و منافع مستقیم اوراق مشتقه و دیگری منافع غیرمستقیم آن که به ارزش یک دارایی مالی و یا واقعی اصلی دیگری بستگی دارد.

اوراق مشتقه رایج در بورس و یا خارج از بورس کشور عبارتند از:

۱- اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام عادی

۲- گواهینامه حق تقدم خرید سهام عادی

۳- واریزنامه ارزشهای صادراتی

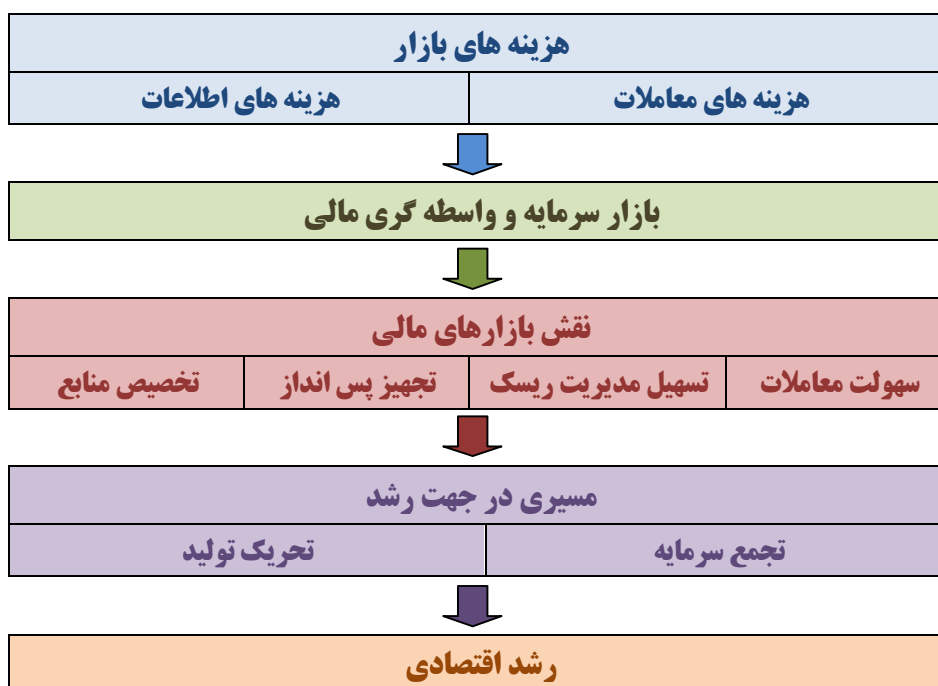
^{۴۸} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرابورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۴۹} منبع: کتاب بازارها و نهادهای مالی (جف مادورا) ترجمه: دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی

محصولات جدید قابل معامله در فرابورس ایران:^{۵۰}

محصولات مبتنی بر سرمایه	محصولات مبتنی بر بدهی
واحدهای سرمایه گذاری صندوقها	اوراق مشارکت
صندوق قابل معامله در بورس	گواهی سپرده
صندوق زمین و ساختمان	اوراق بهادار با پشتوانه وامهای رهنی
صندوق طلا	اوراق صکوک
صندوق پروژه	اوراق استصناع

ضرورت و اهمیت بازارهای خارج از بورس:^{۵۱}



۸/۲- بازارهای حراج، چانه زنی و کارکردها^{۵۲}

بازار مبتنی بر سفارش (بازار حراج): این بازارها شامل فرآیند حراج یا مزایده در یک مکان فیزیکی معین است. در این بازارها کارگزاران، امور مربوط به سرمایه گزاران را انجام میدهند و سعی می کنند بهترین قیمت را در معاملات کسب کنند.

^{۵۰} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرابورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۵۱} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرابورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

^{۵۲} منبع: انجمن آزموده کاران (www.forum.audit.ir)

بازار مبتنی بر قیمت (بازار چانه زنی، بازار سهمیه ای): این بازار شامل شبکه ای از معامله گران است که از طریق آمادگی برای خرید و فروش اوراق بهادار با قیمت های مشخص بازار را تشکیل می دهند.

۸/۳ – بازارهای معاملات دست دوم اوراق بهادار^{۵۳}

" تقسیم بندی معاملات دست دوم اوراق بهادار در بازارهای ثانویه "

نوع بازار	فعالیت
بازار اول	معاملات سهام شرکتهای پذیرفته شده بورسها در بورس
بازار دوم	معاملات سهام شرکتهای غیربورسی در بازار خارج از بورس
بازار سوم	معاملات سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس در بازار خارج از بورس
بازار چهارم	معاملات خصوصی بین سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاران عادی از طریق شبکه های الکترونیک

بورسها در حیطه **بازارهای اول** قرار می گیرند. بورسها در قالب سازمانها و نهادهای رسمی و در برخی از کشورها بصورت شرکتهای سهامی تحت نظارت و با توجه به قوانین سازمانهای بورس و اوراق بهادار کشور فعالیت می کنند.

ویژگیهای بورس: معامله سهام توسط اعضا و الزامات حداقل سرمایه

اعضاء بورس: کارگزاران، معامله گران و متخصصان هستند که در ازای پرداخت مبلغ معینی به بورسها از توانایی انجام معامله در بورس برخوردارند.

بازارهای دوم و سوم، بازارهای خارج از بورس نامیده می شوند.

در بازار دوم عمدتاً سهام شرکتهایی که از توانایی پذیرفته شدن در بورسها برخوردار نیستند، داده و ستد می شود. بازارهای دوم نیز خود براساس شرایط پذیرش شرکتهای به بازارهای کوچکتر تقسیم می شود.

سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که در بازار خارج از بورس مورد معامله قرار می گیرد تحت عنوان بازار سوم نامیده می شود. بازار سوم عموماً بوسیله سرمایه گذاران نهادی (institutional investors) مورد استفاده قرار می گیرد.

^{۵۳} منبع: گزارش معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس (سازمان بورس اوراق بهادار)

بازار چهارم بازاری است که معاملات آن توسط نهادهای سرمایه گذاری و افراد، بدون حضور واسطه صورت می گیرد.

۸/۴ - مقایسه بورسها و بازارهای خارج از بورس^{۵۴}

در سالهای اخیر شرایط دشوار پذیرش، هزینه های زیاد و کارمزد بالای بورس باعث شده شرکتها و سرمایه گذاران تمایل بیشتری به مبادله در بازار خارج از بورس داشته باشند. این موضوع باعث شده بازارهای خارج از بورس بعنوان رقیبی برای بورسها نقش و جایگاه خود را در مبادلات اوراق بهادار بیش از پیش مستحکم نمایند. همین مساله سبب شده بورسها شرایط پذیرش شرکتها را تسهیل نموده و در مقابل شرایط خروج از بورس را دشوارتر کنند.

اما با وجود اینکه بازارهای خارج از بورس شرایط پذیرش و معامله ساده تری را پیش روی شرکتها و سرمایه گذاران اعم از نهادها و سرمایه گذاران عادی قرار می دهند ولی به دلایل زیادی هنوز بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای نظام یافته مانند بورسها را ترجیح می دهند. طبیعی است که برخی از سرمایه گذاران که مهارت زیادی در امر سرمایه گذاری ندارند، بعلت امنیت بیشتر و ریسک کمتر به معامله در بورسها می پردازند. سهام شرکتها یا سایر نهادهای سرمایه گذاری، توسط سرمایه گذاران انفرادی معامله می شود و به همین علت بورسها جایگاه خود را در بازار سرمایه حفظ کرده اند.

اما در هر صورت شرکتها با در نظر گرفتن عواملی از جمله: ساختار سرمایه، میزان درآمد و سوددهی، نحوه انتشار اطلاعات و سرمایه گذاران نیز با توجه به میزان مهارت و دانش سرمایه گذاری و ریسک گریزی بازار دلخواه خود را انتخاب نموده و به مبادله در آن می پردازند. با این وجود یکی از مشخصه های بازارهای خارج از بورس که آنها را از بورسها متمایز می کند نحوه انجام معاملات و مشارکت کنندگان این بازارها است.

^{۵۴} منبع: گزارش معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس (سازمان بورس اوراق بهادار)

" مقایسه بورس و بازار خارج از بورس "

بازار خارج از بورس	بورس	
مذاکره	حراج	روش انجام معامله
بازارسازان - معامله گران	کارگزاران - متخصصان	اعضا
آسانتر	دشوarter	شرایط پذیرش
الکترونیک	حضوری یا الکترونیک	نحوه ارتباط سرمایه گذاران
ندارد	دارد	مکان فیزیکی
کمتر	بیشتر	شفافیت

برخی از تفاوت های بورس و فرابورس: ^{۵۵}

- بازار فرابورس هیچ مکان متمرکز و خاصی ندارد که داد و ستد کنندگان یا متخصصین مانند بورس کلاسیک گرد هم آیند.

- قوانین استاندارد اقلام مورد مبادله در بازار فرابورس انعطاف پذیر می باشند. قوانین معمولاً ناشی از توافق طرفین می باشد.

- ساعات کار فرابورس از انعطاف بیشتری برخوردار است.

- بورس رسمی برای فعالان در این بازار، شفافیت قیمتتها و کاهش ریسک را بدنبال دارد در صورتیکه در بازارهای فرابورسی با توجه به اینکه شرایط معاملات با نظر طرفین قرارداد تعیین می شود، این شرایط به صورت کامل وجود ندارد.

۸/۵- تفاوت سیستم های معاملاتی بر مبنای سفارش و بر مبنای قیمت گذاری ^{۵۶}

در یک تقسیم بندی کلی از سیستم های مورد استفاده در بورسها و بازارهای خارج از بورس، این سیستم ها عمدتاً در دسته بر مبنای سفارش یا بر مبنای قیمت گذاری قرار می گیرند. تفاوت اصلی بین بازارهایی که این دو سیستم بهره می برند در نحوه نمایش سفارشها و قیمت های خرید و فروش نهفته است. در بازارهایی

^{۵۵} منبع: انجمن آرموده کاران (www.forum.audit.ir)

^{۵۶} منبع: گزارش معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس (سازمان بورس اوراق بهادار)

که از سیستم بر مبنای سفارش استفاده می کنند تمامی قیمت های خرید و فروش نمایش داده می شوند. این در حالی است که در بازارهای بر مبنای قیمت گذاری، توجه اصلی به قیمت های خرید و فروش بازاریاران و سایر مشارکت کنندگان معطوف می شود. البته باید خاطر نشان کرد که این تقسیم بندی بسیار کلی بوده و ممکن است بازارها ترکیبی از سیستم ها را تحت عنوان سیستم های هیبریدی (Hybrid systems) مورد استفاده قرار دهند.

– سیستم های بر مبنای سفارش (Order driven Systems)

مزایا:

در یک بازار بر مبنای سفارش، تمامی سفارش های خریداران و فروشندگان به همراه قیمت و حجم اوراق بهادار نمایش داده می شود.

بهترین مزیتی که بازارهای استفاده کننده از این سیستم ها از آن سود می برند، شفافیت این سیستم است؛ بدین صورت که تمامی سفارشهای خرید و فروش به همراه قیمت های آن در معرض دید عموم قرار دارند.

معایب:

در این بازارها هیچگونه تضمینی برای اجرای سفارشها وجود ندارد، در حالی که در بازارهای بر مبنای قیمت گذاری چنین تضمینی تا حدود زیادی وجود دارد.

– سیستم های بر مبنای قیمت گذاری (Quote driven Systems)

در یک بازار بر مبنای قیمت گذاری، تنها پیشنهادات خرید و فروش بازاریاران و معامله گران نمایش داده می شود. در چنین بازاری بازاریاران قیمت های خرید و فروش را در زمان تمایل به معامله، به بازار ارسال می کنند البته باید توجه داشت که قیمت های خرید و فروش براساس عرضه و تقاضا در بازار بطور مستمر تغییر می کنند.

با وجود اینکه سفارش های فردی در بازار بر مبنای قیمت گذاری مشاهده نمی شوند، بازاریاران هر سهم سفارش مشتریان را از موجودی خود یا از طریق تطابق با سفارشی دیگر اجرا می کند.

مزیت اصلی اینگونه بازارها، نقدینگی موجود بواسطه حضور بازاریاران برای هر سهم است.

۸/۶- تامین مالی ارزی^{۵۷}

نقش فرابورس در تامین مالی ارزی:



ویژگی فرابورس ارزی در ایران:

- امکان انجام معاملات ارز بصورت سازمان یافته تر
- امکان نظارت بیشتر مقام ناظر بر بازار ارز
- حضور معامله گران بجای صرافها
- شفافیت بیشتر بازار ارز
- تسهیل معاملات ارز

۹- تئوری بازارهای مالی

تئوری های پایه مالی

تئوری بازار کارا	یوجین فاما
تئوری نمایندگی	فیشر
تئوری پورتفولیو	مارکوتیز
تئوری قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای	شارپ
تئوری قیمت گذاری اختیار معامله	بلک&شولز

^{۵۷} منبع: مقاله ویژگی های تامین مالی در فرابورس (دکتر حسین عبده تبریزی)

۱- فرضیه بازار کار^{۵۸}

فرضیه بازار کار آ یکی از اساسی‌ترین فرضیات در میان تئوری‌های مالی مدرن محسوب می‌شود. با این حال، این فرضیه از تفسیر رفتار غیرمنطقی ناتوان است؛ زیرا در آنجا فرض بر این است که قیمت بازاری اوراق بهادار منعکس‌کننده تاثیر تمامی داده‌های مرتبط نیز هست. «یوجین فاما» بنیان‌گذار تئوری کارآیی بازار است. پروفیسور فاما می‌گوید که به‌رغم وجود استثنائاتی که با تئوری مالی مدرن توجیه‌پذیر نیست، کارآیی بازار نباید در سایه رفتارشناسی مالی به دست فراموشی سپرده شود. او در واقع اشاره می‌کند که بسیاری از استثنائات موجود در تئوری‌های سنتی اتفاقات تصادفی کوتاه‌مدتی هستند که در نهایت اصلاح می‌شوند. فاما در مقاله خود در سال ۱۹۹۸ بیان می‌دارد که بسیاری از یافته‌های رفتارشناسی مالی با یکدیگر تناقض دارند. او ادامه می‌دهد که در نهایت رفتارشناسی مالی مجموعه‌ای از بی‌قاعدگی‌ها و استثنائاتی است که برایشان در تئوری کارآیی بازار تفسیر و توضیح وجود دارد.

استثنائات:

ظهور مستمر بی‌قاعدگی و استثنائات در فرضیه اقتصاد سنتی، نقش بسزایی در شکل‌گیری دانش رفتارشناسی مالی داشته است. این استثنائات و تکرار آنها به طور مستقیم تئوری‌های مدرن مالی و اقتصادی که با فرض رفتار منطقی و عقلانی شکل گرفته‌اند را نقض می‌کنند.

در ماه ابتدایی سال نو (ژانویه) بازده قیمت سهام یک شرکت کوچک به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش می‌یابد، به این پدیده اثر سال نو می‌گویند.

این با فرضیه بازار کار آ که حرکات اتفاقی را برای قیمت سهام پیش‌بینی می‌کند، در تضاد است. در مطالعات انجام شده در سال ۱۹۷۶ توسط «رازف» و «کنی» به نام «بازار سرمایه فصلی (بحث بازده سهام)»، مشخص شد که از سال ۱۹۰۴ تا ۱۹۷۴ بازده ماهیانه قیمت سهام شرکت‌های کوچک در ژانویه حدود ۳/۵ درصد بوده در حالی که در سایر ماه‌ها این رقم نزدیک به ۰/۵ درصد گزارش شده است. این نتیجه نشان‌دهنده آن است که عملکرد ماهیانه سهم‌های کوچک به طور نسبی از یک ساختار ثابت پیروی

^{۵۸} منبع: کتاب مدیریت سرمایه‌گذاری (ویلیام اف شارپ، گوردن جی. الکساندر، جفری وی. بیللی) ترجمه شریعت پناهی و جعفری

می کنند؛ در حالی که این امر با آنچه توسط فرضیه سنتی مالی پیش بینی می شود، در تناقض است. می توان نتیجه گیری کرد که یک سری از عوامل غیر متعارف این ساختار منظم را شکل می دهند. یک توضیح برای موج به وجود آمده در ژانویه این است که سرمایه گذاران جهت استفاده از معافیت مالیاتی، سهامی را که با قیمت بالاتر خریداری کرده اند می فروشند و زیان آن را شناسایی می کنند؛ این باعث می شود که در ژانویه، هنگامی که سرمایه گذاران انگیزه کمتری برای فروش دارند، قیمت ها افزایش یابد. اگرچه معافیت مالیاتی در انتهای سال می تواند تا حدی علت به وجود آورنده تاثیرات ژانویه باشد، در جاهایی که هیچ مالیات بر سود خرید و فروش سهام هم وجود ندارد، این تاثیرات همچنان اتفاق می افتد. این اتفاق غیرمتعارف زمینه را برای القای این تفکر که فرضیه های سنتی قادر به توضیح تمام اتفاقات دنیای واقعی نیستند، فراهم می کند.

یکی از اولین و قابل ملاحظه ترین کاربردهای مفهوم انتظارات عقلایی، **نظریه بازارهای کارآ در رابطه با قیمت دارایی ها است.** در صورتی که ارزش فعلی یک متغیر (مثل قیمت های روزانه سهام) بهترین پیش بینی ممکن از مقادیر آتی آن باشد، گفته می شود که رشته مشاهدات مربوط به آن از الگوی گام تصادفی پیروی می کنند. نظریه بازارهای کارآی قیمت سهام از مفهوم انتظارات عقلایی برای رسیدن به این نتیجه استفاده می کند که تغییرات قیمت سهام پس از آنکه اثر تنزیل و سود سهام به خوبی از آنها زدوده شود، از الگوی گام تصادفی پیروی می کنند. زنجیره استدلال های مربوط به این نتیجه گیری در زیر آورده می شوند:

- سرمایه گذارها در تلاش برای پیش بینی قیمت ها همه منابع اطلاعات از جمله الگوهایی را که در تغییرات پیشین قیمت ها قابل تشخیص هستند مورد بررسی قرار می دهند.
 - سرمایه گذارها آن دسته از سهامی را که انتظار دارند بازدهی شان بالاتر از حد متوسط باشد، می خرند و آنهایی را که انتظار دارند بازدهی کمتری داشته باشند، می فروشند.
- آنها با انجام این کار قیمت سهامی را که انتظار دارند بازدهی اش نسبت به حد متوسط بالاتر باشد، افزایش می دهند و قیمت سهامی را که انتظار دارند بازدهی اش در قیاس با مقدار متوسط پایین تر باشد، پایین

می‌آورند. قیمت تمام سهم‌ها تا جایی تغییر پیدا می‌کند که بازدهی‌های انتظاری (تعدیل شده از اثر ریسک) همه آنها برابر شوند. برابر شدن بازدهی‌های انتظاری بدان معنا است که پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذارها به صورت قیمت‌های سهام درآمده یا در آنها انعکاس پیدا می‌کنند. به بیان دقیق‌تر این امر بدان معنا است که قیمت‌های سهام به گونه‌ای تغییر می‌یابند که پس از تعدیل بابت انعکاس سود سهام، ارزش زمانی پول و تفاوت ریسک، با بهترین پیش‌بینی بازار از قیمت آتی آنها برابر می‌شوند. از این رو تنها عواملی که می‌توانند قیمت‌های سهام را تغییر دهند، عوامل تصادفی هستند که نمی‌توان آنها را از قبل شناخت. بنابراین تغییرات قیمت‌های سهام از الگوی گام تصادفی تبعیت می‌کنند.

نظریه گام تصادفی به معنای واقعی کلمه در معرض صدها آزمایش تجربی قرار گرفته است. این آزمایش‌ها به خوبی این نظریه را تایید می‌کنند. اگر چه برخی مطالعات صورت گرفته به شرایطی رسیده‌اند که با این نظریه تناقض دارند، اما نظریه فوق حداقل با تقریب اولیه بسیار خوبی چگونگی تغییر قیمت دارایی‌ها را توضیح می‌دهد.

بررسی رفتار قیمت دارایی‌های فیزیکی و سرمایه‌ای از آغاز شکل‌گیری بازارها مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده است و تحقیقات علمی و تجربی متعددی در این زمینه انجام شده است. از اوایل قرن بیستم، اعتقاد گروهی از دست‌اندرکاران بازارهای اوراق بهادار، بر این بود که مطالعه تاریخی قیمت‌ها، حاوی اطلاعات مفیدی برای پیش‌بینی قیمت‌ها در آینده است، لذا با بدست آوردن روند قیمت‌ها، الگوی تغییرات شناخته می‌شود. از دهه ۱۹۳۰ مطالعات دیگری که در نقطه مقابل این دیدگاه قرار داشت، آغاز شد. تمرکز اصلی این تحقیقات روی تصادفی بودن رفتار قیمت سهام بود. نتایج این مطالعات به صورت یک جریان فکری و نظری قوی وارد مباحث اقتصاد و سرمایه‌گذاری گردید. برای اولین بار برنشتین اظهار داشت که نمی‌توان رفتار آینده قیمت را پیش‌گویی کرد. مدتی بعد رابرتز با استفاده از جدول اعداد تصادفی، تغییرات قیمت‌ها را برای مدت ۵۲ هفته بررسی نمود. وی نتیجه گرفت که رفتار سری زمانی قیمت‌ها مشابه اعداد تصادفی است. نتایج مطالعات دیگر موجب شد تا محققین به سمت فرضیه گشت تصادفی روی آورند. تا اینکه یوجین فاما رساله دکتری خود را در سال ۱۹۶۵ به این موضوع اختصاص داد. وی با استفاده از تغییرات لگاریتم قیمت‌های ۳۰ سهم و

با استفاده از ضریب همبستگی به این نتیجه رسید که همبستگی بسیار ضعیفی بین تغییرات متوالی قیمت‌ها وجود دارد و الگوی با اهمیتی در تغییرات متوالی قیمت سهام مشاهده نمی‌شود. لذا با تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته قیمت، نمی‌توان آینده آن را پیش‌بینی نمود. نظریه فاما بازار سرمایه آمریکا تکان داد. زیرا برای اولین بار به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، سفته‌بازان و تحلیل‌گران اوراق بهادار گفته می‌شد که نمی‌توان حرکات قیمت‌ها را پیش‌بینی نمود. وی بیان کرد که اگر برخی سرمایه‌گذاران یا تحلیل‌گران، به سود دست یافته‌اند، بر مبنای شانس بوده است. بر اساس این نظریه، هیچکس نمی‌تواند در بلندمدت به طور سیستماتیک بیشتر از میزان ریسکی که متحمل شده است، بازده کسب کند. در چنین بازاری، قیمت سهام انعکاسی از اطلاعات مربوط به آنهاست و تغییرات قیمت‌ها دارای الگوی خاص و قابل پیش‌بینی نیست.

در دنیای مالی، سه نوع کارایی در بازار سرمایه وجود دارد:

۱- کارایی اطلاعاتی

۲- کارایی تخصصی

۳- کارایی عملیاتی

در ادامه به توضیح هر یک از آنها پرداخته خواهد شد.

کارایی اطلاعاتی

وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس سریع آن بر قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شوند به سرعت بر قیمت تاثیر می‌گذارند. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. بازار کارا باید نسبت به اطلاعات جدید، حساس باشد. اگر اطلاعات جدیدی به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها متناسب با اطلاعات جدید تغییر خواهند کرد. کارایی اطلاعاتی خود به سه شکل ضعیف، نیمه‌قوی و قوی تقسیم می‌شود.

شکل ضعیف بازار کارا

یکی از متداول‌ترین نوع اطلاعات در ارزیابی ارزش اوراق بهادار، داده‌ها و اطلاعات مربوط به بازار است. برخی از اطلاعات مربوط به دوره‌های قبل بوده و تاثیر آنها در قیمت‌های اوراق بهادار منعکس شده است و

تاثیری در پیش بینی تغییرات آتی قیمت ها ندارد، به همین دلیل از ارزش کمتری برخوردارند. این نوع اطلاعات که تاثیر کمتری بر روی قیمت سهام دارند شکل ضعیف از بازار کاراً را نشان می دهد. پس شکل ضعیف بازار کاراً می گوید که با مطالعه روند تاریخی قیمت سهام ، قادر نیستیم روند آینده قیمت سهام را پیش بینی کنیم ، قیمت سهام روند خاصی ندارد، بازار سهام حافظه ای ندارد؛ یعنی قیمت سهام در بازار کاراً به شکل تصادفی تغییر می کند.

شکل نیمه قوی بازار کاراً

سطح متدوال تر کارایی بازار نه تنها شامل اطلاعات موجود قیمتی است، بلکه شامل تمام اطلاعات شناخته شده و در دسترس مانند اطلاعات مربوط به درآمد، سود تقسیمی، اعلان تجزیه سهام، پیشرفتهای جدید در مورد محصولات، مشکلات تامین مالی و تغییرات مربوط به حسابداری است به چنین بازاری که این اطلاعات سریعاً در قیمتها منعکس شود بازار کاراً نیمه قوی گفته می شود.

شکل قوی بازار کاراً

قوی ترین شکل بازار کاراً است که در آن قیمت‌های سهام کاملاً تحت تاثیر اطلاعات اعم از اطلاعات عمومی و غیر عمومی (محرمانه) است. اگر بازار کاراً به شکل قوی آن وجود داشته باشد، هیچ گروهی از سرمایه گذاران نمی توانند در یک برهه از زمان بیش از نرخ بازده منتفع شوند. پرتفلیوهایی که به صورت حرفه ای مدیریت میشوند معمولاً جزء این دسته هستند.



توجه:

هنگامی که صحبت از بازار کارا میشود، مراد همان بازار کارا به شکل نیمه قوی است، زیرا در آمریکا قوانین سختی وجود دارد که مانع استفاده از اطلاعات داخلی (اطلاعات خصوصی) برای خرید و فروش اوراق بهادار میشود. از این رو، به دلیل محدودیت در استفاده از تمام اطلاعات مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل قیمت‌های بازار، بازار اوراق بهادار همواره به عنوان بازار نیمه قوی در نظر گرفته میشود.

شکل ضعیف نشانگر گشت تصادفی بوده و هیچ‌کس نمی‌تواند با استفاده از پیگیری تاریخی قیمت‌ها، بازدهی غیرمعمول بدست آورد و بدین ترتیب تحلیل تکنیکی در بازار سودمند نخواهد بود. در شکل نیمه قوی فرض می‌شود که قیمت‌ها در هر لحظه از زمان تمامی اطلاعات منتشره قابل دسترس را در خود منعکس می‌کنند، از این رو تحلیل بنیادی منجر به کسب سود غیرمعمول نخواهد شد. در شکل قوی گفته می‌شود قیمت‌ها در هر زمان، تمامی اطلاعات عمومی و خصوصی را منعکس می‌کنند و کاربرد آن چنین خواهد بود که مبادله بر اساس اطلاعات نهانی سود غیرمعمول ایجاد نخواهد کرد.

کارایی تخصیصی

یکی از عمده‌ترین پیامدهای کارایی بازار این است که از منابع موجود به بهترین حالت و به شکل بهینه و مطلوب بهره‌برداری می‌شود. یکی از وظایف مهم بازار سرمایه، باید تأمین مالی شرکت‌ها و نهادها باشد. بازارهایی دارای کارایی تخصیصی می‌باشند که در آنها پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بهره‌وری نهایی سرمایه، تأمین مالی می‌شوند. تخصیص هنگامی بهینه است که بیشترین بخش سرمایه متوجه سودآورترین فعالیت شود.

کارایی عملیاتی:

کارایی عملیاتی اشاره به تسهیل و سرعت مبادله در بازار دارد که از طریق آن بازارهای سرمایه امکان ملاقات خریداران و فروشندگان را ممکن می‌سازند. این نوع کارایی منجر به افزایش سرعت نقدشوندگی دارایی‌ها می‌شود. بازاری از نظر عملیاتی کارا محسوب می‌شود که هزینه انجام مبادلات در آن در حداقل ممکن باشد.

ویژگی‌های بازار کارا:

به طور کلی ویژگی‌های بازار کارا عبارتند از:

۱. قیمت اوراق بهادار در برابر اطلاعات جدید به صورتی سریع و دقیق واکنش نشان دهد.
۲. تغییر در بازده مورد انتظار بر اساس صرف ریسک و نرخ بهره متعلق به دوره‌های زمانی گذشته مورد توجه قرار می‌گیرد.
۳. تغییر در قیمت سهم بر اساس سایر رویدادهای تصادفی مورد بحث قرار می‌گیرد.
۴. هیچ قاعده داد و ستدی نمی‌تواند از طریق تجربیات شبیه‌سازی شده، بازده بهتری بدست آورد.
۵. سرمایه‌گذاران متخصص نمی‌توانند به صورت فردی یا گروهی به بازدهی‌های برتر یا بیشتر دست یابند.

در مورد هر کدام از ویژگی‌های بالا تحقیقات بسیاری انجام شده است. مطالعات انجام شده در مورد اولین ویژگی بازار کارا یعنی واکنش سریع و دقیق به اطلاعات جدید بخش مهمی از دانش مالی را تشکیل می‌دهد. **فاما، فیشر، جنسن و رال** واکنش قیمت سهم در برابر تجزیه سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتیجه بررسی آنان با الگوی بازار کارا سازگار بود. رندل من، جونز و لاتان واکنش قیمت سهم به اعلام سود خالص را مورد بررسی قرار دادند. آنان به این نتیجه رسیدند که قیمت سهم در برابر سود خالص با یک دوره ۹۰ روزه پس از افشای اطلاعات، به طور کامل واکنش نشان نخواهد داد. از این رو، نتایج حاصل با شکل نیمه‌قوی بازار کارا هم سازگار نیست.

دومین ویژگی بازار کارا مربوط به تغییر تصادفی قیمت سهم است. اگر بازار کارا باشد، قیمت کنونی سهم باید همه اطلاعات را منعکس سازد و تنها در برابر دریافت اطلاعات جدید (که نمی‌توان آنها را پیش‌بینی کرد) واکنش نشان دهد. این نوع اطلاعات از نظر ماهیت، به صورت تصادفی و غیرقابل پیش‌بینی وارد بازار می‌شوند. از آنجا که قیمت سهم پس از ورود این اطلاعات به صورت آنیو دقیق واکنش نشان می‌دهند، بنابراین تغییر در قیمت سهم در طول زمان باید به صورت تصادفی باشد. از نظر آماری تصادفی بودن به معنی ثابت بودن توزیع احتمال تغییرات قیمت سهم است. برای اینکه این نوع تغییرات با ویژگی‌های بازار

کارا سازگار باشد، باید بهترین برآورد مربوط به تغییرات مورد انتظار در قیمت سهم، برای آینده با تغییراتی که در قیمت سهم، در هر زمانی از گذشته رخ داده است، هیچ رابطه‌ای نداشته باشد. محققینی که در گذشته در مورد ویژگی تصادفی بودن قیمت سهام مطالعه نموده‌اند، بر دوره‌های زمانی نسبتاً کوتاه‌مدت متمرکز شده‌اند. در زمان کنونی مدارک و شواهد مهمی وجود دارد مبنی بر اینکه اگر تغییرات درصدی در قیمت سهام، برای دوره‌های زمانی بلندمدت محاسبه شوند، تغییرات درصدی متوالی در قیمت سهام دارای همبستگی منفی بسیار بالایی می باشند.

شواهد تجربی عدم تأیید کارایی بازار:

در سال‌های اخیر، در مورد گستره یا میزان کارایی بازارهای اوراق بهادار پرسش‌های زیادی مطرح شده است. یافته‌هایی مانند اثر آخر ماه، اثر ژانویه، معمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اثر عرضه اولیه سهام و... تحت عنوان استثناها در بازار، شبهات جدید را درباره فرضیه بازار کارا و نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و در کل، تئوری مالی مدرن مطرح کردند. اگرچه پژوهشگران بسیاری با ارایه شواهد تجربی، صحت مدل بازار را زیر سؤال برده‌بودند و شواهدی ارائه داده بودند که بازار از کارایی برخوردار نیست، ولی ارایه مقاله فاما و فرنچ تأثیر شگرفی بر دیدگاه دست‌اندرکاران بازار داشت. همان‌گونه که قبلاً اشاره شد، فاما به عنوان نظریه‌پرداز فرضیه بازار کارا معروف گشت. وی در زمان ارایه مقاله خود در سال ۱۹۶۵ انقلابی در بازار سرمایه ایجاد کرد. او در ایجاد نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نیز، نقش به‌سزایی داشت. ولی پس از آنکه راس مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ را در سال ۱۹۷۶ ارائه داد فاما و فرنچ نظریات راس را مورد تأیید قرار دادند و اعتبار مدل بازار شارپ را زیر سؤال بردند. آنان بتای مدل بازار را معیار اشتباهی برای ریسک قلمداد نمودند و پس از اعلام نتایج تحقیقات خود، اظهار داشتند که یا بازار سرمایه کارا نیست و یا اینکه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای فاقد اعتبار است و یا هر دو صادق است.

از آنجا که یک نظریه‌پرداز نظریه خود را مورد انتقاد جدی قرار می‌دهد، این مقاله انقلاب دیگری در بازار سرمایه ایجاد کرد که به انقلاب دوم فاما شهرت یافت.

علاوه بر آن محققان بسیاری شواهد تجربی عدم کارایی بازار، مانند واکنش قیمت سهام به اطلاعات جدید، تفاوت بازده شرکت‌های کوچک و بزرگ، تفاوت بازده سهام در ماه‌های خاصی از سال و همچنین روزهای خاصی از هفته و سودآوری راهبردهای سرمایه‌گذاری را گزارش کرده‌اند. با مشاهده این شواهد تجربی، عده زیادی فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران را مورد تردید قرار داده و نتیجه گرفته‌اند که فرضیه بازار کارا فاقد اعتبار است چرا که فاما به یک فرض بسیار مهم اشاره می‌کند: سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار دارای رفتار منطقی هستند.

آنها بر اساس آخرین اطلاعات و اخبار اقدام به خرید و فروش می‌کنند و جهت تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق بهادار درایت کافی دارند. همان‌طور که ملاحظه می‌گردد فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران از ارکان عمده فرضیه بازار کاراست.

۲- تئوری نمایندگی^{۵۹}

تئوری قرارداد: بر اساس تئوری قرارداد هر واحد تجاری قراردادهای مختلفی میان اشخاص مختلف تنظیم نموده و با آنها در ارتباط است. این افراد میتوانند سهامداران، اعتبار دهندگان، مشتریان، فروشندگان، دولت، مدیران و کارکنان باشد. بسته به اندازه و بزرگی واحد تجاری تعداد افراد درگیر در این قراردادها ممکن است کم یا زیاد باشد. سهامداران و اعتبار دهندگان منابع مالی مورد نیاز واحد تجاری را تامین می‌کنند و در عوض بازده مورد انتظار خود را می‌خواهند. مدیران و کارکنان مهارت خود را به شرکت عرضه می‌کنند و انتظار جبران آنرا از طریق حقوق و پاداش دارند. فروشندگان مواد اولیه و یا تجهیزات را به شرکت می‌فروشند و در عوض انتظار دریافت وجه آنرا دارند. مشتریان در ازای خرید کالاها و خدمات به واحدهای تجاری پول پرداخت و یا تعهد پرداخت آنرا تقبل می‌کنند. همچنین دولت در ازای دریافت مالیات خدمات عمومی را به شرکت ارائه می‌کند. در مدل قراردادی مذکور فرض می‌شود که همه به دنبال منافع شخصی خود هستند بنابراین همکاری آنها با واحد تجاری تا زمانی ادامه خواهد یافت که برای آنها منفعتی وجود داشته باشد. اگر واحد تجاری منابعی که از اشخاص طرف قرارداد خود در یافت میکند را به گونه‌ای بکار گیرد که ارزشی

^{۵۹} منبع: مقاله نظریه‌ها، الگوها و روش‌های آزمون کارایی بازار سرمایه (محمد نمازی، زکیه شوشتریان) مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز

بیش از ارزش منابع بکار گرفته شده بدست آورد در آن صورت منافع اشخاص طرف قرارداد خود را احتمالا تامین نموده و این موضوع باعث می شود که آنها قرارداد خود را با واحد تجاری فسخ ننمایند.

agency theory یا **تئوری نمایندگی** یا ترجمه صحیح تر آن تئوری کارگزاری بیان دیگری از تئوری قرار داد است. رابطه نمایندگی قراردادی است که به موجب آن یک گروه (مالکان) فرد یا گروهی را به عنوان مباشر یا نماینده خود انتخاب می کنند و او را در جایگاه مسئول و مأمور ارائه خدمات مشخص در واحد تجاری قرار می دهند. انعقاد قرارداد مستلزم تفویض اختیار به نماینده است. هدف هر دو گروه نیز به حداکثر رساندن مطلوبیت خود است لیکن ممکن است بین حداکثر شدن منافع سهامداران و منافع شخصی مدیران تضاد به وجود آید که آن را مشکل یا مسئله نمایندگی گویند. همچنین رابطه نمایندگی میان اعتبار دهندگان و واحد تجاری و مدیران آن وجود دارد. در این رابطه فرض میشود که اعتبار دهنده به مدیر (نماینده) اجازه می دهد که از منافی که او در اختیار واحد تجاری قرار داده است استفاده نماید. بعبارت دیگر مدیر اختیار تصمیم گیری بر منابعی را که متعلق به او نیست را دارد و این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع اعتبار دهنده عمل نکند. در این مورد نیز مشکل نمایندگی رخ می دهد. این تئوری نقش مهمی در تدوین تئوری اثباتی در حسابداری دارد.

شاید بد نباشد که تعریفی هم از تئوری اثباتی داشته باشیم. تئوری اثباتی توسط ناتس و زیمرمن معرفی و رواج یافته است. این تئوری از اقتصاد به عاریه گرفته شده است. این اصطلاح در اقتصاد برای تمیز تحقیقاتی که بمنظور توضیح و پیش بینی پدیده ها و تحقیقاتی که هدف آنها حکم و دستور است بکار می رود. واتس و زیمرمن می گویند که تئوری اثباتی حسابداری به تشریح رویه های حسابداری می پردازند.

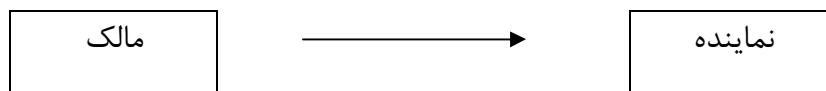
این تئوری برای توضیح و پیش بینی رفتار شرکتهایی که از یک رویه خاص استفاده می کنند و همچنین شرکتهایی که نمی خواهند از یک رویه مشخص استفاده کنند بکار می رود. این تئوری در مورد اینکه شرکتها از چه رویه ای باید استفاده کنند توضیحی نمی دهد (تئوری دستوری).

تئوری اثباتی به روابط میان اشخاص مختلفی که منابع واحد تجاری را تامین می کنند توجه دارد و چگونگی کمک حسابداری را در انجام این وظیفه را توضیح میدهد. تئوری اثباتی بر این فرض اقتصادی مبتنی است

که اعمال اشخاص برای نفع شخصی انجام می شود و اشخاص این اعمال را برای افزایش ثروت خود به طریقی فرصت طلبانه انجام خواهند داد. تئوری اثباتی جدا از مباحث علم اقتصاد قویا به فرضیات کارائی بازار یعنی واکنش بازار سرمایه نسبت به اطلاعات حسابداری و نقش و توافقات قراردادی که در کاهش تضادها و تعارض های موجود در واحد تجاری که این خود ناشی از تئوری نمایندگی ای کارگزاری نشات گرفته می پردازد.

الگوی اساسی نمایندگی:

شکل زیر رابطه بین نماینده (مدیر) و مالک (سهامدار) را در چارچوب تئوری نمایندگی نشان می دهد. نظریه نمایندگی، مبتنی بر فرض های مختلفی از جمله فرض های رفتاری مشخص بین سهامدار و مدیر است و می توان آن ها را به صورت زیر خلاصه کرد.



<ul style="list-style-type: none"> - ماکزیمم مطلوبیت مورد انتظار - بی تفاوتی نسبت به ریسک - توانایی پیش بینی آینده و دریافت اطلاعات 	<ul style="list-style-type: none"> - ماکزیمم مطلوبیت مورد انتظار (پولی و غیرپولی) - ریسک گریزی - تمایل به کارگریزی - رفتار در جهت منافع سهامدار - توانایی پیش بینی آینده و پردازش اطلاعات
--	--

مشکلات نمایندگی

<ul style="list-style-type: none"> - تضاد منافع بین سهامدار و مدیر - عدم تقارن اطلاعات بین سهامدار و مدیر - اثرات انتخاب نامطلوب - خطر اخلاقی - عدم اطمینان و شراکت ریسک

۳- تئوری پرتفولیو

پورتفولیو که به آن پورتفوی (با تلفظ Portfoy) نیز میگویند در بین معامله گران بازار بورس به سبد سهام شهرت یافته است.

تئوری پورتفولیوی مدرن (MPT) اینطور معنی میشود که شما با خرید چند نوع از سهام مختلف بازار به جای فقط یک نوع سهام، ریسک معاملات را پایین می آورید. بطور کلی سبد سهام یعنی کل سهام های گوناگونی که در تملک یک معامله گر حقیقی یا حقوقی قرار دارد.

بطور مثال: شخصی تعداد ۱۰۰۰ سهم از شرکت A، ۱۰۰۰ سهم از شرکت B و ۱۰۰۰ سهم از شرکت C را خریداری کرده است. به این ترتیب می گوئیم این معامله گر، سه سهم مختلف را هر یک به ارزش ... در سبد سهام خود دارد. اما اگر تعداد ۳۰۰۰ سهم شرکت A را خریدیده بود می گفتیم که این معامله گر، فقط سهام شرکت A را در سبد سهام خود دارد یا بعبارت دیگر سبدي تک سهمی ایجاد کرده.

به نظر شما کدام یک از این دو حالت گفته شده، ریسک کمتری برای معامله گر خواهد داشت؟

اساس نظریه MPT اینچنین بیان می شود: بازدهی سهام های مختلف درون سبد، برابر با جمع بازدهی تک تک آنهاست اما ریسک کل سبد لزوماً برابر با جمع ریسک تک تک سهام های داخل سبد نیست. بنابراین با مدیریت سبد سهام میتوان بهره وری را بالاتر برد و نسبت بازدهی به ریسک را بهبود بخشید.

میزان ریسک سبد به میزان همبستگی سهام داخل سبد و همچنین نوع و مقدار هر سهم مربوط است. بطور مثال اگر شما سهام سه شرکت مختلف را بخرید اما همه آن سه شرکت از یک صنعت انتخاب شده باشند، همبستگی سبد سهام بالا رفته و ریسک کل سبد به جمع ریسک تک تک سهام داخل سبد نزدیک میشود.

اما چنانچه این سه شرکت هر یک از صنعتی جداگانه باشند، همبستگی پایین آمده و ریسک سبد نسبت به جمع ریسک تک تک سهام داخل سبد، کمتر میشود. با این حال، انتخاب سهام هایی از صنایع مختلف لزوماً کارا نخواهد بود و حتی ممکن است ریسک شما را بالا هم ببرد.

برای درک بهتر موضوع مثالی می زنیم:

فرض داریم سه سهم مختلف که هر یک ۳۳,۳٪ از ارزش سبد را دارا باشند، انتخاب کنیم. یک سهم از صنعت دارویی، یک سهم از صنعت کانه های فلزی و یک سهم از فلزات اساسی. چنانچه شرایط برای بازار دارو بد شود دو سهم دیگر در پرتفوی ما ریسک سهم دارویی را کنترل میکنند اما از آنجایی که دارویی ها پتانسیل های خوبی دارند دیری نمی پاید که بحران در صنعت دارو تمام شده و سهام دارویی ما به رشد خود ادامه خواهد داد.

اما اگر فقط سهام دارویی را خریده بودیم نمیتوانستیم ۲٪ منفی خوردن کل سرمایه مان را در روز تماشا کنیم و عاقبت با ضرر خارج میشدیم. سپس بحران به پایان میرسید و سهام دارویی دوباره مثبت میشد و ما انگشت به دهن گرفته و میگفتیم: چی شد دوباره مثبت شد؟

دیگر فرقی نمیکند، چون مقداری از سرمایه با ارزش مان را دور ریخته ایم این در حالی است که داشتن سبد سهام خوب باعث میشد تا سهام دارویی به اندازه یک سوم از کل ضرر دهد و دو سهم دیگر به اندازه دو سوم سود میدادند. به این ترتیب، نه تنها در این بحران ما ضرر نکرده بودیم بلکه فقط سودمان کمتر شده بود و بعد از بحران دوباره همه چیز درست میشد. این مزایا برای یک سبد سهام خوب است. اما چنانچه سبد سهام شما خوب انتخاب نشده باشد.

روش تئوری مدرن پورتفولیو MPT

این روش که ابتدا توسط هری مارکویتز به صورت عملی بیان شد براساس یک سری مفروضات خاصی است که اهم آن گویای این است که بازار کار است و انتشار اطلاعات به صورت یکپارچه و در اختیار همگان است و شفافیت اطلاعات در معاملات حاکم است. مبنای این روش بر پایه این استدلال استوار است که احتمال خطر از دست دادن سرمایه یا سود یک نوع سهام در بازار بسیار بیشتر از مجموعه یا ترکیب سهام است.

لذا قاعدتاً سرمایه گذار حرفه ای نباید تمامی سرمایه خود را در یک قلم دارایی سرمایه گذاری کند (و منطق اقتصادی نیز این را تایید می کند) بلکه بایستی آن را در مجموعه ای از سهام یا دارائی ها سرمایه گذاری کند که این مجموعه به پرتفوی معروف است. پرتفوی یا سبد سهام متشکل از سهام متعدد شرکت هایی است که

در شرایط عادی احتمال کاهش بازده همه دارائی‌ها تا حدودی به صفر نزدیک است و تلاش‌ها بر این است که ریسک غیرسیستماتیک یا تنوع‌پذیر به حداقل ممکن تقلیل یابد. به همین جهت ترکیب پرتفوی بهتر است به‌گونه‌ای باشد که نوسانات مشابهی نداشته باشند یعنی زمانی که بازده یکی کاهش پیدا می‌کند بازده دیگری افزایش یابد. در این راستا مراحل زیر توسط سرمایه‌گذار و یا معامله‌گر در بازار رعایت می‌شود.

۱. تعیین بازده مورد انتظار سبد سهام و تک تک سهام

۲. ارزیابی وضعیت سهام مختلف و انتخاب آنها

۳. بهینه کردن ترکیب سهام (پرتفوی)

۴. ارزیابی پرتفوی و بازنگری در مجموعه سهام

تحلیل پرتفوی، کاربرد زیادی در آنالیز ریسک و بازده و نیز تجزیه و تحلیل بازار دارد و به همین خاطر نرم افزارهایی طراحی شده است که قابلیت محاسبه ریسک بازار و مقایسه آن با ریسک صنعت و شرکت‌ها را دارد. در روش پرتفوی مدرن مجموعه تلاش‌ها وقف این است که بازده پرتفوی فرد سرمایه‌گذار به بازده بازار نزدیک شود و در وضعیت مطلوب، بازدهی بیشتر از آن به‌دست آورد. در این حالت پرتفوی کل بازار یک شاخص ارزیابی است که ریسک آن نیز با شاخص بتا (Beta) محاسبه می‌شود. این تحلیل کاربرد زیادی در آنالیز ریسک و تجزیه و تحلیل بازار دارد و مبنای کار سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است.

۴- تئوری قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای

مدل CAPM و تئوری مربوط به قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، شیوه ای است که دارایی ها را با توجه به ریسک آنها قیمت گذاری می کند و در مورد تصمیم گیری با در نظر گرفتن ریسک سهام برای رسیدن به بازده مورد انتظار پرتفوی سهام بحث می کند.

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای [Capital Asset Pricing Model (CAPM)]:

- مدلی برای ارزش‌گذاری دارایی‌های مالی براساس ریسک سیستماتیک آنها.

در سال ۱۹۶۴ ویلیام شارپ مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) را ارائه کرد. همچنین، همزمان کارهایی نیز توسط ترینر (۱۹۶۱) و لینتر (۱۹۶۵) صورت گرفته بود. در واقع، CAPM، تئوری

پرتفوی توسعه یافته هری مارکوویتز، برای معرفی مفاهیم ریسک سیستماتیک و ریسک خاص [Systematic and Specific risk] بود. ویلیام شارپ به دلیل کار بر روی این مفاهیم همراه با هری مارکوویتز و مرتون میلر در سال ۱۹۹۰ برنده جایزه نوبل شد.

CAPM فرضیاتی را جهت ساده‌سازی به کار می‌گیرد:

▪ هیچ‌گونه مالیات یا هزینه معاملاتی [Transaction Costs] وجود ندارد.

▪ همه سرمایه‌گذاران افق سرمایه‌گذاری یکسانی دارند.

- همه سرمایه‌گذاران عقاید یکسانی در مورد بازدهی‌های مورد انتظار [Expected Returns]، نوسانات [Volatilities] و همبستگی‌ها [Correlations] سرمایه‌گذاری‌های در دسترس دارند.

در چنین دنیای ساده‌ای، پرتفوی فوق‌کارای [Super-Efficient Portfolio] باید همان پرتفوی بازار [Market Portfolio] باشد توپین (۱۹۵۸). همه سرمایه‌گذاران پرتفوی بازار را نگهداری خواهند کرد و سپس برای رسیدن به سطح مطلوب ریسک اقدام به ایجاد موقعیت‌های غیراهرمی در دارایی بدون ریسک می‌کنند.

CAPM ریسک پرتفوی را به دو بخش سیستماتیک و ریسک خاص تجزیه می‌کند. ریسک سیستماتیک، ریسک نگهداری پرتفوی بازار است.

۱. ریسک سیستماتیک؛ ریسک مرتبط با بازار که گریزی از آن نیست و برای محاسبه ی بازدهی مناسب، سرمایه‌گذار را اذیت می‌کند. مثال: نوسان نرخ بهره، رکود اقتصادی، جنگ و ...

۲. ریسک خاص؛ باری هر دارایی، منحصر به فرد است یعنی تابع حرکات بازار نمی‌باشد. برعکس ریسک سیستماتیک که همیشه پابرجاست، ریسک خاص را می‌توان با تنوع بخشی بازار کاهش داد.

در واقع مدل CAPM بوجود آمده تا میزان ریسک سیستماتیک (موجودی مودی و غیرقابل حذف) را برای پیش بینی حداقل خسارات ناشی از آن محاسبه کند.

فرضیات؛

۱. هیچ مالیات یا هزینه معاملاتی وجود ندارد.
۲. همه سرمایه گذاران افق سرمایه گذاری مشابهی دارند.
۳. همه سرمایه گذاران عقاید یکسانی در مورد بازدهی های مورد انتظار، نوسانات و همبستگی ها، سرمایه گذاری های در دسترس دارند.

عامل بتا؛

پروفسور Ema و همکارانش با مطالعه بازدهی سهام بورس های نیویورک بین سال های ۱۹۶۳ تا ۱۹۹۰ دریافتند که بزرگترین عامل ابهام در دقت کار مدل CAPM، چیزی جز عامل بتا نیست. بتا شاخصی برای ریسک سیستماتیک است و رابطه ی بین بازده سهام و بازده شاخص بازار است. اگر $B=1$ یعنی یک درصد تغییر در شاخص بازار در نتیجه یک درصد تغییر در قیمت سهام. اگر $B=0$ یعنی هیچ رابطه ای بین شاخص بازار و قیمت سهام وجود ندارد. تنها اطمینانی که از بتا خواهیم داشت این است که پرتفوی های بابتای بزرگتر از یک (اعم از بازدهی مثبت و منفی) از بازار جلوتر خواهند بود پرتفوی های کوچکتر از یک، حرکتی کند خواهند داشت. این مطلب توجه سرمایه گذاران را به خود جلب کرده و باعث شده آنها بجای نگهداری وجه نقد، پول خود را در سهام های با بتای پایین در بازار خرسی و در سهام های با بتای بالاتر در بازار گاوی سرمایه گذاری کنند. بر اساس مدل CAPM ارتباط بین ریسک و بازده، بصورت خطی است یعنی رابطه مستقیم با هم دارند.

(پاداش یا صرف ریسک) بتا + نرخ بازده بدون ریسک = بازده مورد انتظار

بر طبق مدل CAPM بتا واحد واحد اندازه گیری ریسک سیستماتیک مربوط به سهام است. در واقع بتا، میزان بالا و پائین رفتن قیمت سهام با میزان بالا و پائین رفتن قیمت کلیه سهام بازار را اندازه گیری می کند.

CAPM یک تئوری ساده است که نتیجه ای ساده دارد بطوریکه به سرمایه گذاران ریسک گریز هم این اطمینان خاطر را می دهد که اگر سهام هایی با ریسک بیشتر از ریسک بازار خریداری کنند به بازدهی بیشتر

از بازدهی کل بازار می رسند. این تئوری توسعه داده شده تئوری پرتفولیوی مارکتوویتس (MPT) می باشد که به معرفی مفاهیم ریسک سیستماتیک و ریسک خاص می پردازد.

علی رغم دقت کم این مدل، می توان ادعا نمود معیاری مناسب برای اندازه گیری ریسک و بازدهی مورد انتظار می باشد و به سرمایه گذاران کمک می کند تا مقدار بازدهی را در مقابل ریسکی که متحمل می شوند را تشخیص دهند. صرف نظر از اینکه ما چه میزان تنوع در پرتفوی خود ایجاد کنیم حذف تمامی ریسکها میسر نخواهد بود. از دید یک سرمایه گذار ما مستحق دریافت آن نرخ بازدهی هستیم که نسبت به ریسک تحمل شده پاداشی در خور باشد. مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای به ما کمک می کند تا ریسک سرمایه گذاری را محاسبه کرده و نرخ بازدهی مورد انتظار بایسته را تعیین کنیم.

۵- تئوری قیمت گذاری اوراق اختیار خرید معامله

الگوی قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای، نظریه ای تحققی برای تعیین بازده مورد انتظار ارائه می کند، و به این ترتیب، قیمت فعلی دارایی را به جریان نقدی آینده مورد انتظار، مرتبط می کند. به علاوه، بسیاری از مسایل مهم تعیین خط مشی شرکتها مستلزم آگاهی از ارزشیابی داراییهایی همچون اختیار خرید سهام است که بازده آنها موقوف به ارزش داراییهای دیگر است. بلاک و شولز (۱۹۷۳) برای حل مشکل دریاچه ای را نشان می دهند که در آن راه حل ارزشیابی اختیار خرید سهام یافت می شود. اختیار خرید سهام امریکایی به صاحب آن این حق را می دهد که سهمی را در قیمت اعمال مشخص و در هر زمانی قبل از «تاریخ اعمال» مشخص خریداری کند. آنها به این نکته توجه دارند که موقعیت بدون خطر می تواند از طریق تأمین مبادله بین اختیار معامله و سهام مربوط حفظ شود، اگر این تأمین به طور پیوسته در طول زمان اصلاح شود. به منظور اجتناب از بروز فرصتهایی برای سود اربیتراژی بدون خطر، بازده این تأمین مبادله باید با نرخ بدون خطر بازار برابر باشد؛ این شرط تصویری از قیمت تعادلی اختیار خرید به دست می دهد.

بلاک و شولز درمی یابند که اگر توزیع جریان نقدی شرکت ثابت باشد، تحلیل قیمت گذاری اختیار معامله می تواند برای ارزشیابی سایر مطالبات احتمالی، نظیر حقوق صاحبان سهام و بدهی شرکتی مورد استفاده قرار گیرد که از اهرم استفاده می کند. از این دیدگاه، حقوق صاحبان سهام هر شرکتی که از اهرم استفاده می کند،

اختیار خریدی از ارزش کل دارایی‌های شرکت است؛ اختیاری که قیمت اعمال آن برابر با ارزش اسمی بدهی و تاریخ انقضای آن معادل تاریخ سررسید بدهی شرکت است. تحلیل بلاک و شولز الگویی برای ارزشیابی حقوق صاحبان سهام و بدهی شرکت به دست می‌دهد. افزایش ارزش دارایی‌های شرکت، بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام و وپشش بدهی را افزایش می‌دهد و ارزش جاری هر دو این‌ها را نیز بالا می‌برد. افزایش ارزش اسمی بدهی، ادعای صاحبان بدهی را بر دارایی‌های شرکت بالا می‌برد؛ چون صاحبان سهام آخرین مدعیان نسبت به دارایی‌های شرکت تلقی می‌شوند، ارزش جاری حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. افزایش زمان بازپرداخت بدهی یا افزایش نرخ بدون خطر، ارزش فعلی بدهی را تقلیل می‌دهد و ارزش حقوق صاحبان سهام را بالا می‌برد. افزایش نرخ واریانس یا طولانی شدن زمان تا سررسید، پراکندگی ارزش‌های احتمالی شرکت را در تاریخ سررسید بدهی افزایش می‌دهد. از آن‌جا که صاحبان بدهی حداکثر رقمی را می‌توانند دریافت کنند، افزایش پراکندگی، احتمال عدم پرداخت بدهی را افزایش می‌دهد، ارزش بدهی را پایین می‌آورد و ارزش حقوق صاحبان سهام را بالا می‌برد.

جمع بندی^{۶۰}

تئوری مدرن پرتفوی که توسط مارکوویتز (Markowitz, 1959) و بعدها توسط شاگردان وی مانند شارپ (Sharp W.F . 1970) و لینتنر (Lintner .J. 1965) توسعه داده شد و فرضیه بازار کارای سرمایه که اولین بار توسط فاما (E.F. Fama 1970) عنوان گردید، از ابتدای دهه ۵۰ به بعد بعنوان ایده های قابل قبول و اثر گذار و زیر بنا و شالوده تحقیقات دانشمندان و پژوهشگران مالی در آمد. اصول این تئوریها در بازار های مالی نیز راهنمای عمل مدیران سرمایه گذاری و سایر فعالان بازار قرار گرفت. اما پیچیدگی بازارهای مالی و مطالعاتی که در پی تناقض نتایج ناشی از تحقیقات انجام شده در اجرا در بازارهای مالی پیش آمد، دانشمندان مالی را برآن داشت تا نسبت به مفروضات این تئوریها بررسی و تجدید نظر نمایند. نتایج بدست آمده از تحقیقات اخیر در بازارهای مالی پیشرفته نشان می‌دهد که تفسیر بازار سرمایه در دنیای واقعی با آنچه که فاما و هم فکران او تحت عنوان فرضیه بازار کارای سرمایه مطرح می‌نمایند، متفاوت و

^{۶۰} سید جلال صادقی شریف (دکتری مدیریت مالی از دانشگاه تهران)

پیچیده است. مفروضات حاکم بر بازارهای واقعی با مفروضات ساده تئوری مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارایی سرمایه تفاوت اساسی دارد. به عبارتی بازارهای واقعی بسیار پیچیده تر از آن هستند که بتوان آنها را در قالب یک یا دو تئوری و مدل جای داد و برآن اساس در آن بازارها فعالیت نمود. عوامل پیچیده رفتاری، روانی و ارزش های اقتصادی مختلف تاثیر بسیاری بر قیمت سهام دارند. بنابراین بزعم مطالعات اخیر دانشمندان مالی که در این مقاله به آنها اشاره خواهد شد، به دلیل عدم کارایی بازارها در تعیین ارزش و اثر آن بر قیمت گذاری دارایی های مالی، عامل نمایندگی و عوامل پیچیده روانی و رفتاری و ارزش های اقتصادی متعدد، بازارهای سرمایه هیچگاه به کارایی کامل نخواهند رسید. مقاله حاضر قصد دارد تا نتایج تحقیقات انجام شده در بازارهای مالی پیشرفته و مکانیزمهای عدم کارایی بازارهای مالی که مقدمه ای بر دانش جدید مالی است را بیان نماید.

منابع:

- ❖ کتاب مبانی و بازارهای مالی (جلد اول) - فرانک فیوزی، فرانکو مودیلیانی، مایکل فری - دکتر حسین عبده تبریزی - انتشارات پیشبرد
- ❖ مجموعه مقالات مالی و سرمایه گذاری - دکتر حسین عبده تبریزی و میثم رادپور - انتشارات پیشبرد
- ❖ بازارها و نهادهای مالی - جف مادورا - دکتر ابراهیم عباسی و علی آدوسی - مدیریت آموزش شرکت بورس اوراق بهادار
- ❖ کتاب مدیریت سرمایه گذاری - ویلیام اف شارپ، گوردن جی. الکساندر، جفری وی. بیلی - شریعت پناهی و جعفری
- ❖ مقاله انواع ابزار مالی مبتنی بر حق مالی، بدهی و فارکس (نویسنده: سهند حمزه ئی)
- ❖ مقاله ویژگی های تامین مالی در فرابورس (دکتر حسین عبده تبریزی)
- ❖ مقاله ابزار، نهاد و بازارهای مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)
- ❖ مقاله روشهای نوین تامین مالی (دکتر حسین عبده تبریزی)
- ❖ گزارش معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس (سازمان بورس اوراق بهادار)
- ❖ آشنایی با مفاهیم مقدماتی بازارها، ابزارها و نهادهای مالی (شرکت کارگزاری بانک ملی ایران)
- ❖ دنیای اقتصاد (نویسنده: سردار خالدي)
- ❖ نشریه موج
- ❖ مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران
- ❖ انجمن آزموده کاران (www.forum.audit.ir)
- ❖ بورس اوراق بهادار ایران (www.iranbourse.com)
- ❖ بورس اوراق بهادار (www.tse.ir)
- ❖ www.hamshahrionline.ir