

مفاهیم بازار سرمایه

بر اساس سرفصل آموزشی و رئوس مطالب مصوب

شورای برنامه ریزی آموزشی و درسی علمی - کاربردی

بر گرفته از کتاب بازارها و نهادهای مالی

مدیریت آموزش شرکت بورس اوراق بهادار تهران

تدریس : دکتر حمید اروانه



# فصل اول

مروری بر نهادهای مالی



بازار مالی، بازاری است که در آن دارایی‌های مالی (اوراق بهادار) از قبیل سهام و اوراق قرضه، خرید و فروش می‌شوند. در بازارهای مالی زمانی وجوه انتقال می‌یابند که یک طرف معامله، دارایی‌های مالی را خریداری می‌کند. بازارهای مالی جریان انتقال وجوه را تسهیل می‌کنند و بدین ترتیب امکان سرمایه‌گذاری خانواده‌ها، بنگاه‌های تجاری و نهادهای دولتی را فراهم می‌سازند. این فصل درباره بازارهای مالی و نهادهای مالی فعال در آن بحث می‌کند.

اهداف این فصل تشریح موارد زیر است:

- انواع بازارهای مالی که در آن معاملات متعددی انجام می‌شود.
- ارزیابی اوراق بهادار در بازارهای مالی.
- نقش نهادهای مالی در بازارهای مالی.
- انواع نهادهای مالی که معاملات در بازارهای مالی را تسهیل می‌کنند.

### بازارهای مالی

بازارهای مالی، منابع پولی را از بازارهای دارای وجوه اضافی به بازارهای نیازمند به این منابع انتقال می‌دهند. این بازارها امکان دریافت وام دانشجویی برای دانشجویان، دریافت وام‌های اوراق رهنی برای خانواده‌ها، مخارج توسعه برای واحدهای تجاری و مخارج دولت‌ها را تأمین مالی می‌کنند. بدون بازارهای مالی، بسیاری از دانشجویان قادر به ادامه تحصیل و بسیاری از خانواده‌ها قادر به خرید خانه نخواهند بود. همچنین امکان رشد شرکت‌ها و عرضه انواع خدمات توسط دولت وجود نخواهد داشت. خانواده‌ها و واحدهای تجاری که سرمایه بازارهای مالی را تأمین می‌کنند، بابت سرمایه‌گذاری خود سود دریافت می‌نمایند. این سود، برای اطمینان از عرضه منابع به بازارهای مالی ضروری است. در صورت عدم عرضه منابع، بازارهای مالی نمی‌توانند پول را به بخشهای نیازمند انتقال دهند. مشارکت‌کنندگان اصلی در بازارهای مالی را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد: خانوارها،



بنگاه‌های تجاری و نهادهای دولتی. مشارکت‌کنندگانی که سرمایه بازارهای مالی را تامین می‌کنند «واحدهای دارای مزاد وجوه نقد<sup>۱</sup>» نامیده می‌شوند. خانوارها بخش اصلی این واحدها را تشکیل می‌دهند. مشارکت‌کنندگانی که برای تهیه پول وارد بازارهای مالی می‌شوند، «واحدهای دارای کسری وجوه نقد<sup>۲</sup>» نامیده می‌شوند. بسیاری از «واحدهای دارای کسری وجوه نقد» برای تهیه پول اقدام به انتشار اوراق بهادار به «واحدهای دارای مزاد وجوه نقد» می‌نمایند. یک ورقه بهادار، گواهی ادعای دارنده آن نسبت به ناشر است.

### توضیح با مثال

خزانه‌داری آمریکا برای تامین وجوه به شدت به بازارهای مالی نیاز دارد و در نتیجه به عنوان عمده‌ترین «واحد دارای کسری وجوه نقد» به شمار می‌رود. خزانه‌داری، اوراق خزانه منتشر می‌کند که در بازارهای مالی توسط خانواده‌ها و سایر «واحدهای دارای مزاد وجوه نقد» خریداری می‌شوند. این اوراق گواهی بدهی هستند که سررسید دارند. سررسید یعنی زمانی که خزانه‌داری وجوه دارنده اوراق بهادار را بازپرداخت می‌کند. برخی از واحدهای تجاری نیز، اوراق بدهی منتشر و برخی دیگر سهام می‌فروشند که به موجب آن، سرمایه‌گذاران، مالک بخشی از شرکت می‌شوند.

### انواع بازارهای مالی

هر بازار مالی به منظور تامین نیازهای خاص مشارکت‌کنندگان در آن بازار ایجاد می‌شود. به عنوان مثال برخی از مشارکت‌کنندگان ممکن است به سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و تعدادی دیگر به سرمایه‌گذاری بلندمدت تمایل داشته باشند. برخی از مشارکت‌کنندگان در زمان سرمایه‌گذاری ریسک بالایی را می‌پذیرند، حال آنکه برخی دیگر از ریسک پرهیز می‌کنند. تعدادی از

1 . Surplus units

2 . Deficit units



مشارکت‌کنندگان هنگام نیاز به پول ترجیح می‌دهند قرض بگیرند، درحالی‌که دیگران به فروش سهام روی می‌آورند. انواع بازارهای مالی را بر اساس ساختار سررسید و ساختار معاملات اوراق بهادار، می‌توان به این شرح طبقه‌بندی کرد:

**بازارهای سرمایه<sup>1</sup> و پول<sup>2</sup>:** معمولاً بازارهای مالی که معاملات اوراق بدهی را تسهیل می‌کنند بر اساس سررسید تقسیم بندی می‌شوند. بازارهای مالی که جریان وجوه کوتاه مدت (با سررسید کم‌تر از یکسال) را تسهیل می‌نمایند، به عنوان بازارهای پول و بازارهایی که جریان وجوه بلندمدت را تسهیل می‌کنند، به عنوان بازارهای سرمایه شناخته می‌شوند.

**بازارهای اولیه<sup>3</sup> و ثانویه<sup>4</sup>:** صرف نظر از اینکه اوراق بهادار متعلق به بازار سرمایه هستند یا بازار پول، تفکیک میان معاملات بازار اولیه و بازار ثانویه ضروری است. بازارهای اولیه، انتشار اوراق بهادار جدید و بازارهای ثانویه معامله اوراق بهادار موجود را تسهیل می‌نمایند. با معاملات در بازار اولیه، وجوه مورد نیاز ناشر اوراق بهادار تامین می‌شود، درحالی‌که معاملات در بازار ثانویه این‌گونه نیست. سهام جدید شرکت یا اوراق بهادار جدید خزانه‌داری در بازار اولیه معامله می‌شوند درحالی‌که معامله سهام موجود شرکت یا اوراق بهادار خزانه‌داری توسط هر فرد یا هر واحد تجاری دارنده آن، بازار ثانویه را تشکیل می‌دهد.

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 به فروش 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 به فروش برسانند. اگر اوراق بهادار، قابلیت نقدشوندگی نداشته باشند،

1 . Capital markets

2 . Money markets

3 . Primary markets

4 . Secondary markets



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.

**بازارهای خارج از بورس<sup>1</sup> و بازارهای سازمان یافته<sup>2</sup>:** برخی از معاملات بازار ثانویه در چارچوب معاملات سازمان یافته یا در بازاری مشهود<sup>3</sup> انجام می‌شوند. در بازار سهام آمریکا<sup>4</sup> (AMEX) و بازار سهام نیویورک<sup>5</sup>، به عنوان دو بازار ثانویه، معاملات منظمی انجام می‌شود. سایر معاملات در بازار خارج از بورس (OTC) و از طریق شبکه ارتباطات راه دور انجام می‌شود.

**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 واژه ریسک بیانگر عدم قطعیت بازده مورد انتظار می‌باشد.

## اوراق بهادار بازار پول

اوراق بهادار بازار پول، اوراق بدهی هستند و سررسید آنها یک سال یا کمتر می‌باشد. به طور کلی قابلیت نقدشوندگی آنها نسبتاً بالا است. اوراق بهادار بازار پول از بازده مورد انتظار کم و همچنین ریسک پایینی برخوردار است.

---

1 . Over The Counter markets (OTC)  
 2 . Organized markets  
 3 . Visible Marketplace  
 4 . American Stock Exchange  
 5 . New York stock exchange



## اوراق بهادار بازار سرمایه

اوراق بهادار بازار سرمایه، اوراق بهادار با سررسید بیش از یکسال هستند. سه نوع اوراق بهادار در بازار سرمایه وجود دارد که عبارتند از: اوراق قرضه، اوراق رهنی و سهام

**اوراق قرضه و اوراق رهنی<sup>1</sup>:** اوراق قرضه، قراردادهای بدهی بلندمدت هستند که نهادهای دولتی و شرکتها برای تامین مخارج عملیاتی خود منتشر می‌کنند. اوراق رهنی قراردادهای بدهی بلندمدت هستند که به منظور سرمایه‌گذاری برای خرید املاک به کار می‌روند.

اوراق قرضه، بازدهی را به صورت درآمد بهره (کوپن پرداخت سود) هر 6 ماه یکبار در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. از آنجا که اوراق قرضه و اوراق رهنی بیانگر بدهی هستند، میزان زمان پرداخت بازده و اصل سرمایه به سرمایه‌گذارانی که آنها را خریداری می‌کنند، مشخص است. در سررسید، اصل سرمایه و سود به سرمایه‌گذاران دارنده اوراق بدهی پرداخت می‌شود. اگر سرمایه‌گذاران نخواهند اوراق بدهی را تا سررسید نگه دارند، می‌توانند آنها را در بازار ثانویه بفروشند. از آنجا که امکان تغییر قیمت اوراق بهادار در طول زمان وجود دارد، سرمایه‌گذاران می‌توانند با فروش اوراق بهادار به قیمتی بیشتر از قیمت خرید، بازده خود را افزایش دهند.

برخی از اوراق بهادار پریسک هستند. زیرا ناشر آنها می‌تواند از بازپرداخت بدهی طبق قرارداد سرباز زند. در این شرایط ناشر، اوراق بدهی، کوپن سود و اصل سرمایه را پرداخت نمی‌کند. اوراق بدهی بلند مدت نسبت به اوراق بدهی بازار پول بازده بیشتری دارند اما ریسک آنها نیز بالاتر است.

**سهام:** اوراق سهام، اسنادی هستند که مالکیت جزئی در شرکت‌های ناشر را نشان می‌دهند و چون فاقد سررسید هستند و از منابع مالی بلندمدت به شمار می‌روند، در بخش اوراق بهادار بازار سرمایه تقسیم‌بندی می‌شوند. برخی از شرکتها حدود 25% از سود خود را بین سهامداران توزیع



می‌کنند. سایر شرکتها، تمامی درآمدهای خود را نگه داشته و سرمایه‌گذاری مجدد می‌کنند تا در آینده امکان رشد بیشتری داشته باشند.

اوراق سهام از آن جهت که بیانگر مالکیت جزئی هستند، با اوراق بدهی تفاوت دارند. همزمان با رشد شرکتها و افزایش ارزش آنها، ارزش سهام نیز افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق فروش سهم به قیمتی بالاتر از قیمت خرید، ارزش سرمایه خود را افزایش دهند. بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند با دریافت سودهای دوره‌ای (اگر وجود داشته باشد) و افزایش قیمت سهام وقتی که سهام خود را می‌فروشند، بازده به دست آورند. با این وجود اگر شرکت عملکرد ضعیفی داشته باشد و در نتیجه با گذشت زمان قیمت سهام آن کاهش یابد، سرمایه‌گذاران متحمل زیان می‌شوند. اوراق سهام نسبت به اکثر اوراق بدهی بلندمدت بازده بیشتری دارند اما احتمال ریسک آنها نیز بیشتر است.

### اوراق بهادار مشتقه<sup>1</sup>

علاوه بر اوراق بهادار بازار سرمایه و بازار پول، اوراق بهادار مشتقه نیز در بازارهای مالی معامله می‌شوند. اوراق بهادار مشتقه، قراردادهای مالی هستند که ارزش آنها از ارزش دارایی‌های اصلی (از قبیل اوراق بدهی یا اوراق سهام) گرفته شده باشد. بسیاری از اوراق بهادار مشتقه، سرمایه‌گذاران را به سوی مدیریت ریسک و سفته‌بازی سوق می‌دهند.

### سفته بازی (سوداگری)<sup>2</sup>

اوراق بهادار مشتقه امکان سفته بازی در انتقال دارایی‌های اصلی را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند بدون آن‌که مجبور به خرید دارایی اصلی باشد. برخی از اوراق بهادار مشتقه به سرمایه‌گذار

1. Derivative securities

2. Speculation





امکان می‌دهند که از افزایش ارزش اوراق بدهی منتفع شوند؛ درحالیکه برخی دیگر از اوراق مشتقه، به سرمایه‌گذار امکان می‌دهند که از کاهش ارزش اوراق بدهی منتفع شوند. بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند از انواع مختلف اوراق بهادار مشتقه استفاده کنند تا از افزایش یا کاهش در ارزش اوراق سهام سود ببرند. از آنجایی که اوراق بهادار مشتقه به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهند بدون خرید دارایی‌های اصلی روی آنها سفته بازی کنند، اوراق مشتقه آنها را قادر می‌سازد که بدون سرمایه اولیه زیاد، از گردش سرمایه بالا و بنابراین قدرت مالی زیادی برخوردار باشند. در این قدرت مالی، بازده سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مشتقه نسبت به بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌های اصلی، بیشتر می‌شود. البته ریسک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مشتقه نیز به نسبت بیشتر است.

### مدیریت ریسک

اوراق بهادار مشتقه را می‌توان به صورتی مورد استفاده قرارداد که کاهش دارایی‌های اصلی به کسب سود بینجامد. در نتیجه نهادهای مالی و سایر شرکتها می‌توانند برای تنظیم ریسک سرمایه‌گذاری فعلی خود، بر روی اوراق بهادار مشتقه نیز سرمایه‌گذاری کنند. به عنوان مثال اگر شرکتی سرمایه خود را به صورت اوراق قرضه نگهداری کند، می‌تواند با داشتن مقدار مشخصی اوراق بهادار مشتقه در صورت کاهش ارزش اوراق قرضه سود به دست آورد. به این ترتیب اوراق بهادار مشتقه به منظور کاهش ریسک شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرند. درواقع زیان‌های اوراق قرضه از طریق بازده اوراق بهادار مشتقه جبران می‌شود.

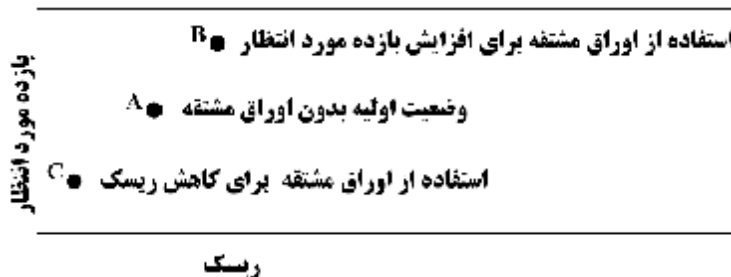
### توضیح با مثال

نمودار 1-1 نشان می‌دهد که چگونه می‌توان با ترکیب سرمایه‌گذاری روی اوراق بهادار مشتقه و انواع اوراق بهادار، ویژگی‌های ریسک و بازده را تغییر داد. شرکت وبر<sup>1</sup>، بر روی اوراق

1. Weber



بهاداری سرمایه‌گذاری می‌کند که میزان ریسک و بازده آنها با نقطه A مشخص شده است. شرکت برای افزایش بازده مورد انتظار خود می‌تواند مقدار مشخصی اوراق بهادار مشتقه نگهداری کند تا در صورت عملکرد خوب اوراق بهاداری که روی آنها سرمایه‌گذاری کرده، بازده خود را افزایش دهد. البته اگر زیانی رخ دهد، مانده اوراق بهادار مشتقه موجب افزایش این زیان می‌شود. بنابراین با داشتن اوراق مشتقه، ویژگی‌های ریسک و بازده شرکت را به نقطه B انتقال می‌دهد. البته شرکت می‌تواند وضعیت متضادی را برای اوراق بهادار مشتقه خود انتخاب کند. اگر اوراق بهاداری که شرکت بر روی آنها سرمایه‌گذاری کرده، عملکرد ضعیفی داشته باشند، اوراق مشتقه به کسب سود می‌انجامد و زیان اوراق بهادار را جبران می‌کند. در عین حال اگر اوراق بهادار سودده باشند، اوراق مشتقه می‌توانند منجر به زیان شوند. بنابراین داشتن اوراق مشتقه، سود یا زیان شرکت را محدود می‌کند و در نتیجه ویژگی‌های ریسک و بازده حاصل از این وضعیت، در نقطه C نشان داده می‌شود.



نمودار 1-1: چگونگی استفاده از اوراق مشتقه برای تغییر ویژگی‌های ریسک و بازده سرمایه‌گذار

### ارزشگذاری اوراق بهادار در بازار مالی

هر یک از انواع اوراق بهادار، جریان نقدی منحصر به فردی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند. همانطور که گفته شد، سرمایه‌گذاران دارنده اوراق بهادار ممکن است از طریق دریافت‌های ادواری (کوپن سود) و یا فروش اوراق بهادار، بازده به دست آورند. به علاوه هر اوراق بهادار از میزان منحصر



به فردی عدم قطعیت برخوردار است که جریان نقدی مورد انتظار سرمایه‌گذار و در نتیجه بازده را تحت شعاع قرار می‌دهد. ارزشگذاری اوراق بهادار بر اساس ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار (با استفاده از نرخ تنزیل به خاطر عدم قطعیت) صورت می‌گیرد. از آنجا که گردش وجوه و عدم قطعیت مربوط به آن، برای هر اوراق بهادار منحصر به فرد است، ارزش هر اوراق بهادار نیز منحصر به فرد می‌باشد. قیمت‌گذاری اوراق بهادار در بازار براساس چگونگی ارزشگذاری آنها توسط مشارکت‌کنندگان در بازار صورت می‌گیرد.

### توضیح با مثال

در سهام نایک<sup>1</sup>، جریان نقدی سرمایه‌گذاران به صورت سود سهام سه ماهه و قیمت سهام در زمان فروش تعیین می‌شود. سود سهام آتی و همچنین قیمت سهم در آینده متغیر است. بنابراین جریان نقدی که سهام نایک در آینده برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌نماید نیز نامشخص است. سرمایه‌گذاران از طریق کسب اطلاعاتی در مورد عملکرد آینده نایک همچون گزارشات مربوط به صنعت کفش ورزشی، اظهارات نایک درباره فروش اخیر خود و گزارشات منتشر شده در زمینه توانایی مدیریت نایک، می‌توانند میزان نقدینگی دریافتی خود در آینده را برآورد نمایند. فرآیند ارزشگذاری در نمودار 2-1 ارائه شده است.

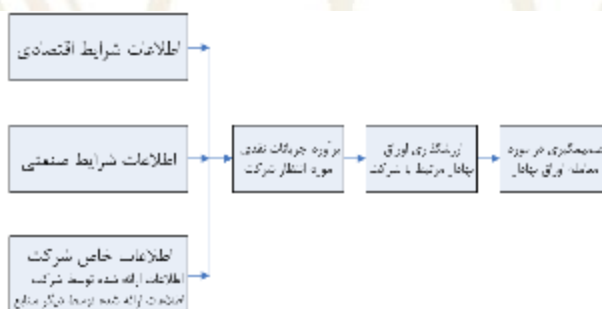
### تأثیر اطلاعات بر ارزش‌گذاری<sup>2</sup>

اگرچه همه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری به ارزشگذاری اتکاء می‌کنند، اما سرمایه‌گذاران مختلف براساس مجموعه اطلاعات موجود، ارزشگذاری کاملاً متفاوتی دارند. به عبارت دیگر

1. Nike  
2. Valuation



سرمایه‌گذاران، اطلاعات را به صورت‌های متفاوتی تفسیر می‌کنند و مورد استفاده قرار می‌دهند. برخی از سرمایه‌گذاران به منظور ارزشگذاری اوراق بهادار ممکن است بیشتر به اطلاعات اقتصادی یا صنعتی اتکاء نمایند؛ درحالیکه برخی دیگر ممکن است اخبار منتشر شده درباره عملکرد مدیریت شرکت را مورد توجه قرار دهند. هر ورقه بهادار یک قیمت تعادلی در بازار دارد که در آن قیمت، عرضه و تقاضا با هم برابرند. با این وجود، چون سرمایه‌گذاران از ارزیابی بازار، ارزش‌های متفاوتی را برای هر اوراق بهادار خاص استنباط می‌کنند، لزوماً در مورد قیمت مناسب بازار، توافق ندارند. معمولاً سرمایه‌گذاران بر روی اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری می‌کنند که برآوردشان از قیمت آن با ارزیابی بازار متفاوت باشد. بنابراین همانطور که در نمودار 1-2 نشان داده شده است، سرمایه‌گذاران ابتدا با استفاده از اطلاعات، جریان نقدی مورد انتظار را تخمین می‌زنند و سپس ارزش اوراق بهادار را تعیین می‌نمایند تا در مورد سرمایه‌گذاری روی آن ورقه بهادار تصمیم‌گیری کنند.



نمودار 1-2: استفاده از اطلاعات برای تصمیم‌گیری‌های مالی

وقتی سرمایه‌گذاران، اطلاعات جدیدی دریافت می‌کنند که موید احتمال افزایش جریان نقدی با عدم قطعیت کمتری است، آنگاه ارزیابی‌های خود را در زمینه آن ورقه بهادار بالا می‌برند. در نتیجه قیمت جاری، دیگر تعادلی نخواهد بود چراکه اغلب سرمایه‌گذاران به آن به عنوان اوراق بهادار ارزان



ارزش‌گذاری<sup>1</sup> شده می‌نگرند. لذا تقاضا برای اوراق بهادار در قیمت جاری افزایش می‌یابد و عرضه آن کم می‌شود؛ در نتیجه قیمت بازار تا سطح تعادلی جدیدی بالا می‌رود. در مقابل، وقتی سرمایه‌گذاران اطلاعات نامطلوب دریافت می‌کنند، در ارزیابی خود جریان نقدی مورد انتظار را کاهش می‌دهند یا نرخ تنزیل به کار رفته در ارزش‌گذاری را بالا می‌برند. در نتیجه ارزیابی آن اوراق بهادار کاهش می‌یابد و موجب تغییر شرایط عرضه و تقاضا و کاهش قیمت تعادلی می‌شود.

باگذشت زمان، اطلاعات جدیدی در زمینه شرایط اقتصادی و عملکرد واحدهای تجاری به دست می‌آید. سرمایه‌گذاران به سرعت تلاش می‌کنند تا نحوه تاثیر این اطلاعات بر ارزش اوراق بهادار را برآورد کنند. وقتی سرمایه‌گذاران بر اساس این اطلاعات اقدام به خرید و فروش می‌کنند، قیمت‌های تعادلی جدیدی برای اوراق بهادار به وجود می‌آید. برخی از اطلاعات تاثیر فوری بر قیمت اوراق بهادار می‌گذارند؛ چون فعالان بازار به محض افشاء اخبار، وضعیت خود را مشخص می‌کنند. خبرهای فاقد اطلاعات ارزشمند، عکس‌العمل بازار را در پی نخواهند داشت. در برخی موارد مشارکت‌کنندگان بازار قبل از اعلان خبر، در مورد سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری می‌کنند. به‌گونه‌ای که اگر خبر کاملاً قابل پیش‌بینی باشد، موجب عکس‌العمل بازار نمی‌شود.

## تأثیر اینترنت بر فرآیند ارزش‌گذاری<sup>2</sup>

اینترنت از راه‌های مختلفی موجب بهبود ارزش‌گذاری اوراق بهادار شده است. قیمت‌های اوراق بهادار به‌صورت پیوسته<sup>3</sup> اعلام می‌شوند و همواره برای سرمایه‌گذاران قابل دسترس هستند. اطلاعات بسیار زیادی درباره شرکت‌های ناشر اوراق بهادار به‌صورت پیوسته در دسترس هستند و امکان قیمت‌گذاری صحیح‌تر اوراق بهادار را فراهم می‌آورند. به علاوه، سفارش برای خرید یا فروش انواع

1. undervalued

2. Valuation

3. Online



مختلف اوراق بهادار به صورت پیوسته ارائه می‌شود که این خود تطبیق قیمت‌های اوراق بهادار با اطلاعات جدید را تسهیل می‌نماید.

### کارایی بازار<sup>1</sup>

از آنجا که قیمت اوراق بهادار را بازار تعیین می‌کند، شناخت ویژگی‌های مطلوب یا نامطلوب بازار از اوراق بهادار بر قیمت آنها تاثیر می‌گذارد. وقتی قیمت ورقه بهاداری کاملاً منعکس‌کننده همه اطلاعات موجود باشد، بازار آن ورقه بهادار کارا است. اگر بازار غیر کارا باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند از اطلاعات موجود نادیده گرفته شده توسط بازار استفاده کنند و به بازده غیرعادی<sup>2</sup> بلایی دست یابند.

کارا بودن بازار به این معنی نیست که افراد یا نهادهای سرمایه‌گذار، ابزارهای مختلف سرمایه‌گذاری موجود را نادیده بگیرند. سرمایه‌گذاران با توجه به میزان ریسکی که می‌پذیرند و نیز وضعیت مالیات و نقدشوندگی<sup>3</sup> اوراق بهادار مورد نظرشان، با یکدیگر تفاوت دارند و این موجب می‌شود که برخی از انواع اوراق بهادار برای برخی از سرمایه‌گذاران نسبت به دیگران مطلوبتر باشد. برخی از اوراق بهادار اگرچه ایمنی و قابلیت نقدشوندگی مطلوبی ندارند، اما ممکن است به خاطر بازده مورد انتظار بالا همچنان مورد توجه قرار گیرند. در صورتی که بازارهای مالی کارا باشند، هرگونه اطلاعات مربوط به ریسک، در قیمت اوراق بهادار منعکس خواهد شد. معمولاً سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا میان دستیابی به بازده بالا با تمایل به ریسک پایین و نقدشوندگی مناسب تعادل ایجاد کنند.

1 . Market efficiency  
2 . Abnormally  
3 . Liquidity



## اطلاعات نامتقارن

بسیاری از اطلاعاتی که توسط واحدهای تجاری منتشر می‌شود و در ارزیابی اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد، از طریق مدیران شرکتها ارائه می‌گردند. مدیران شرکت، اطلاعاتی درباره شرایط مالی خود دارند که لزوماً در دسترس سرمایه‌گذاران نیست. این وضعیت را اطلاعات نامتقارن<sup>1</sup> می‌نامند. اگر مدیران مرتباً اطلاعات و داده‌های مالی را به اطلاع عموم برسانند، شکاف میان اطلاعات مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. شرکت‌هایی که سهام آنها مورد معامله عموم قرار می‌گیرد، ملزم به افشاء اطلاعات مالی هستند. سرمایه‌گذاران معمولاً به صورت‌های مالی ارائه شده توسط مدیران واحدهای تجاری اتکا می‌کنند. از طرف دیگر ممکن است نظرات کارشناسان مالی را نیز مورد توجه قرار دهند. البته این نظرات ممکن است خود بر اساس صورت‌های مالی ارائه شده توسط مدیران شرکت باشد. فرآیند حسابداری نقش مهمی را در فرآیند ارزشگذاری ایفا می‌کند، چرا که سرمایه‌گذاران بر اساس گزارش‌های حسابداری هزینه‌ها و درآمدهای شرکت، جریان نقدی آتی را برآورد می‌کنند. از آنجا که سرمایه‌گذاران معمولاً از جریان نقدی شرکت برای تخمین ارزش آن استفاده می‌کنند، فرآیند ارزشگذاری تحت تاثیر صورت‌های مالی‌ای است که می‌توان از طریق آنها جریان نقدی شرکت را برآورد نمود.

حتی در زمان افشاء اطلاعات، اگر نتوان به برخی از اطلاعات ارائه شده توسط مدیران شرکت اعتماد کرد، همچنان مساله اطلاعات نامتقارن وجود خواهد داشت. انعطاف‌پذیری دستورالعمل‌های حسابداری، امکان دستکاری صورت‌های مالی شرکت توسط مدیران بی‌تعهد<sup>2</sup> را فراهم می‌آورد. صورت‌های مالی شرکت‌هایی که سهام آنها مورد معامله عموم قرار می‌گیرند، بایستی به صورت سالانه توسط حسابداران رسمی حسابرسی گردد. با این همه موارد زیادی وجود دارد که در آن درآمد شرکت بیش از حد واقعی برآورد شده و این موضوع تا سال بعد مشخص نگردیده است. در شرایط

1. Asymmetric information  
2. Unscrupulous managers



اطلاعات نامتقارن و با توجه به استفاده سرمایه‌گذاران از اطلاعات ناقص ارائه شده توسط مدیران شرکت، اوراق بهادار ممکن است نادرست قیمت‌گذاری شوند. اگرچه اینترنت امکان دستیابی به اطلاعات را بیشتر نموده ولی قادر به تصحیح اطلاعات گمراه کننده و ارائه شده توسط مدیران شرکت نیست. همانطور که در فصل بعد بحث خواهد شد، تعیین قوانین سخت‌تر برای تنبیه گروه‌هایی که مسئول ارائه اطلاعات گمراه کننده مالی هستند یک روش مقابله با مشکل اطلاعات نامتقارن است.

### تنظیم بازار مالی

به طور کلی بازار اوراق بهادار به منظور اطمینان از عملکرد منصفانه مشارکت‌کنندگان در بازار، تنظیم شده است. بسیاری از این مقررات در واکنش به روش‌های جعلی (فریبکارانه)<sup>1</sup> قبل از بحران بزرگ<sup>2</sup> به اجرا گذاشته شدند.

### افشای اطلاعات<sup>3</sup>

از آنجا که استفاده از اطلاعات نادرست موجب اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف می‌شود، قوانین زیادی برای اطمینان از افشاء اطلاعات درست از سوی واحدهای تجاری وضع شده است. هدف قانون اوراق بهادار مصوب سال 1933، اطمینان از افشاء کامل اطلاعات مالی در عرضه عمومی اوراق بهادار و نیز جلوگیری از تقلب در فروش اوراق بهادار بود. قانون معاملات اوراق بهادار سال 1934 الزام افشاء اطلاعات مورد نیاز بازارهای ثانویه را مد نظر قرار می‌داد. این قانون همچنین بسیاری از روش‌های فریبکارانه همچون ارائه صورت‌های مالی گمراه کننده و استراتژی‌های تجاری

1. Fraudulent practices

2. Great depression

3. Disclosure





طراحی شده برای دستکاری قیمت بازار را غیرقانونی اعلام کرد. به علاوه این قانون، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)<sup>1</sup> را به منظور نظارت بر بازارهای اوراق بهادار ایجاد نمود و SEC نیز با گذشت زمان، قوانین بیشتری را به مرحله اجرا گذاشت. قوانین اوراق بهادار از تصمیم‌گیری نادرست سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری جلوگیری نمی‌کند بلکه فقط برای افشاء کامل اطلاعات و در نتیجه جلوگیری از تقلب تلاش می‌کند.

همانطور که گفته شد، قیمت بازار اوراق بهادار از طریق اطلاعات جدید تاثیرگذار بر ارزشگذاری آن تعیین می‌شود. اگر اطلاعات تنها به گروه کوچکی از سرمایه‌گذاران ارائه شود، آنها نسبت به سرمایه‌گذاران دیگر از مزیت بالایی برخوردار می‌شوند. علی‌رغم نظارت قانونی، همچنان مواردی اتفاق می‌افتد که برخی از سرمایه‌گذاران به دلیل دسترسی بهتر به اطلاعات از مزیت تبعیض‌آمیزی برخوردار می‌شوند. به منظور تضمین دسترسی برابر به اطلاعات ناشران اوراق بهادار، مقررات به طور مرتب اصلاح شوند.

### واکنش قانونی به رسوایی‌های مالی<sup>2</sup>

رسوایی شرکت‌های انرون<sup>3</sup>، ورلدکام<sup>4</sup> و رسوایی‌های مالی دیگر در سال‌های 2001-2002 حاکی از عدم کفایت قوانین موجود جهت جلوگیری از تقلب می‌باشند. انرون از طریق مبالغه در درآمدهای خود، سرمایه‌گذاران را فریب داد. همچنین از ارائه اطلاعات مربوطی که تاثیر منفی بر قیمت سهامش داشت، امتناع کرد. قبل از اینکه اطلاعات علنی شود، بسیاری از مدیران انرون، سهام خود را فروختند. آنها توانستند سهام خود را به قیمت نسبتاً بالایی بفروشند زیرا تا آن زمان اطلاعات نامناسب در اختیار عموم قرار داده نشده بود. ورلدکام نیز سرمایه‌گذاران را از طریق اغراق در

1. Securities and Exchange Commission

2. Financial scandals

3. Enron

4. WorldCom



درآمدهای خود فریب داد. مشارکت‌کنندگان بازارهای مالی از اینکه مدیران شرکت چگونه توانسته بودند پیش از افشاء اطلاعات نامناسب، صورت‌های مالی شرکتشان را تحریف کنند، شوکه شدند. بسیاری از مشارکت‌کنندگان بازار مالی تصور می‌کردند که صورت‌های مالی دقیق هستند. در بعضی موارد حسابرسانی که برای اطمینان از صورت‌های مالی شرکت استخدام شده بودند، به مسئولیت خود عمل نکردند، در نتیجه مدیران توانستند پیش از آنکه اغلب مشارکت‌کنندگان در بازار مالی از وضعیت مالی واقعی شرکت آگاه شوند، سهام خود را بفروشند.

در واکنش به این رسوایی‌های مالی، قوانین متعددی برای الزام شرکتها به ارائه اطلاعات مالی دقیق‌تر و کاملتر وضع شد. همچنین محدودیت‌های بیشتری برای اطمینان از حسابرسی مناسب حسابرسان و نظارت مناسب هیئت مدیره شرکت در نظر گرفته شد. این قوانین به منظور جلب مجدد اعتماد سرمایه‌گذارانی وضع شد که منابع بازار مالی را تامین می‌کردند. قانون‌گذاران، از طریق این اقدامات تلاش کردند تا مشکل اطلاعات نامتقارن و سوءظن واحدهای دارای مزاد وجوه نقد (سرمایه‌گذاران) را به اطلاعات ارائه شده توسط واحدهای دارای کسری وجوه نقد (شرکتها) کاهش دهند و یا از بین ببرند تا واحدهای دارای مزاد در آینده علاقه بیشتری به عرضه وجوه داشته باشند.

### سایر مقررات

علاوه بر خود بازارها، مقرراتی برای نهادهای مالی شرکت کننده در این بازارها نیز وضع شد. برخی از مقررات برای تمامی نهادهای مالی لازم‌الاجراست. در حالیکه برخی دیگر صرفاً در مورد نوع خاصی از نهادهای مالی اعمال می‌شود. در گذشته، مقررات انواع خدمات مالی قابل ارائه توسط شرکت مالی را محدود می‌کرد. البته در سال‌های اخیر بسیاری از این قوانین حذف شده‌اند (جزئیات قوانین در متن ارائه شده است).



عملکرد نهادهای مالی مختلف با مقررات در ارتباط است. در اعمال مقررات برای هر نهاد مالی، قانونگذاران باید یک اصل را در نظر داشته باشند. آنها باید تلاش کنند تا با اعمال مقررات کافی، ایمنی بازار را بدون اینکه با اعمال قوانین زیاد کارایی و رقابت را کاهش دهند، تضمین نمایند.

### بازارهای مالی جهانی

به منظور بهبود انتقال وجوه از واحدهای دارای مازاد به واحدهای دارای کسری وجوه نقد، بازارهای جهانی به طور مداوم در سراسر جهان گسترش می‌یابند. در بعضی از کشورها بازارهای مالی به تازگی ایجاد شده‌اند. در برخی دیگر همچون ایالات متحده، بازارهای مالی به منظور رفع عدم کارایی در حال تغییرند. بازارهای مالی در کشورهای مختلف از نظر میزان وجوهی که از واحدهای دارای مازاد به واحدهای دارای کسری منتقل می‌شوند و بر حسب انواع وجوه موجود با هم متفاوتند. این بازارها در برخی از کشورها نسبت به سایر کشورها بسیار پیشرفته‌ترند.

### چگونگی تأثیر بازارهای مالی بر توسعه اقتصادی

اخیرا بسیاری از کشورهای خارجی به اقتصادهای بازارگرا<sup>1</sup> که در آن واحدهای تجاری به منظور رفع نیازها یا خواسته‌های مشتریان ایجاد می‌شوند، روی آورده‌اند. اقتصاد بازار نیازمند توسعه بازارهای مالی است. به طوریکه واحدهای تجاری بتوانند وجوه مورد نیاز برای تولید محصولات را تامین مالی نموده و مشتریان نیز بتوانند وجه مورد نیاز برای خرید محصولات خود را تامین نمایند.

### توضیح با مثال

قبل از سال 1990 بسیاری از کشورهای اروپای شرقی، فرصت محدودی را برای واحدهای دارای مازاد و دارای کسری فراهم کرده بودند. در نتیجه واحدهای تجاری خصوصی به وجوه دسترسی

1 . Market - oriented



نداشتند و نمی‌توانستند توسعه یابند. به علاوه خانواده‌ها به پول دسترسی نداشتند و قادر به خرید خانه نبودند. عمدتاً واحدهای تجاری، دولتی بودند و بر وجوه دولتی تکیه داشتند. از سال 1990 دولت‌های این کشورها امکان خصوصی‌سازی یا فروش شرکت‌های دولتی به اشخاص را فراهم کردند. به علاوه بعضی از واحدهای تجاری سهام منتشر کردند و بدین ترتیب بسیاری از سرمایه‌گذاران دیگر که در واحدهای تجاری کار نمی‌کردند، توانستند در مالکیت آنها شریک شوند. بازارهای مالی در این کشورها ایجاد شد تا تضمین کند که واحدهای تجاری می‌توانند وجوه مورد نیاز خود را از واحدهای دارای مازاد تامین نمایند. با انجام این تغییرات، واحدهای تجاری خصوصی اکنون می‌توانند از طریق اخذ وام یا انتشار سهام، تأمین مالی نمایند. واحدهای دارای مازاد، فرصت یافته‌اند تا به برخی واحدهای تجاری اعتبار (وام) بدهند یا سهامدار سایر واحدهای تجاری شوند.

### یکپارچگی جهانی<sup>1</sup>

بسیاری از بازارهای مالی در سراسر جهان ادغام شده‌اند تا به مشارکت‌کنندگان اجازه دهند وجوه را از بازارهای یک کشور به کشور دیگر انتقال دهند. سرمایه‌گذاران خارجی در ایالات متحده از طریق خرید اوراق خزانه آمریکا و انواع دیگر اوراق بهادار منتشر شده توسط واحدهای تجاری به عنوان واحدهای دارای مازاد نقشی کلیدی ایفا می‌کنند. در مقابل، برخی از سرمایه‌گذاران مستقر در ایالات متحده از طریق خرید اوراق بهادار شرکت‌های خارجی و نهادهای دولتی به عنوان واحدهای اصلی دارای مازاد، برای کشورهای خارجی عمل می‌کنند. به علاوه، سرمایه‌گذاران بازده بالقوه و ریسک اوراق بهادار در بازارهای مالی کشورهای مختلف را ارزیابی می‌کنند و در بازاری سرمایه‌گذاری می‌کنند که با میزان ریسک و بازده مورد علاقه آنها متناسب باشد.

1. Global integration



با یکپارچه شدن بازارهای مالی، تغییرات بازار آمریکا تاثیر مضاعف بر تغییرات بازار خارجی می‌گذارد و برعکس. امروزه نرخ بهره بیشتر به فعالیت‌های وامدهی و وامگیری خارجی حساس است. زیرا نرخ بازده تحت تاثیر میزان عرضه و تقاضا برای وجوه قرار دارد.

**موانع یکپارچگی جهانی:** با وجود افزایش ادغام بازارهای مالی، موانع بسیاری در این راه وجود دارد. برخی موانع، انتقال وجوه به بازارهای مالی خارجی را محدود می‌کند. مانع دیگر کمبود اطلاعات در مورد شرکت‌های خارجی است که سرمایه‌گذاران تمایل دارند در آنها سرمایه‌گذاری کنند. در سال‌های اخیر، اینترنت امکان دسترسی به اطلاعات را افزایش داده است اما اطلاعات موجود ممکن است در بین کشورهای مختلف یکنواخت نباشد. به عنوان مثال هر کشور مقررات حسابداری خاص خود را وضع می‌کند. در نتیجه سرمایه‌گذاران ممکن است در تفسیر صورت‌های مالی ارائه شده توسط واحدهای تجاری در سایر کشورها دچار مشکل شوند.

مانع دیگر، هزینه اضافی معاملات بین‌المللی در بازارهای مالی است. چون این معاملات مستلزم تلاش بیشتر واسطه‌هاست که برای واحدهای دارای کسری یا مازاد که تمایل دارند در مقیاس جهانی سرمایه‌گذاری یا تامین مالی کنند، گرانتر است. هزینه معاملات با استفاده از ارتباطات الکترونیکی به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته، اما همچنان بالاتر از هزینه معاملات داخلی است.

### یکپارچه سازی بازار مالی در اروپا

پیشرفت‌های موفقیت‌آمیز در زمینه یکپارچه‌سازی بازارهای مالی جهانی در اروپا اتفاق افتاد. در گذشته بازارهای مالی در هر کشور اروپای غربی به خوبی توسعه یافته ولی از بازارهای مالی کشورهای دیگر مجزا بودند. حتی در صورت فقدان قوانین مربوط به منع معاملات خارجی، تفاوت قوانین مالیاتی و سایر مقررات، معاملات بین‌المللی را پیچیده می‌کرد. اما در دهه‌های 1980 و 1990 قوانین زیادی حذف شدند تا واحدهای دارای کسری و مازاد وجوه در یک کشور اروپایی



بتوانند از بازارهای مالی در سراسر اروپا استفاده کنند. برخی از بورس‌های اوراق بهادار در کشورهای اروپایی مختلف ادغام شدند تا سرمایه‌گذاران راحت‌تر بتوانند همه معاملات سهام خود را در بورس واحدی انجام دهند. از سال 1999، پذیرش یورو به عنوان واحد پول توسط 12 کشور اروپایی (به اصطلاح منطقه اروپا<sup>1</sup>) به یکپارچه‌سازی بیشتر بازار مالی در اروپا انجامید. زیرا اکنون تمامی اوراق بهادار منتشر شده در این کشورها بر اساس یورو قیمت‌گذاری می‌شوند. در نتیجه سرمایه‌گذاران مجبور به تبدیل پول خود نیستند.

## بازار ارز<sup>2</sup>

معاملات مالی بین‌المللی (به استثنای بازار منطقه اروپا) مستلزم مبادله ارز می‌باشند. بازار ارز، مبادله ارزها را تسهیل می‌کند. بسیاری از بانک‌های تجاری و سایر نهادهای مالی به عنوان واسطه در بازار ارز فعالیت می‌کنند. در واقع این نهادها از طریق هماهنگ نمودن مشارکت‌کنندگانی که در صدد تبدیل یک واحد پول به واحد دیگر هستند، به عنوان واسطه عمل می‌کنند. همچنین برخی از این نهادهای مالی به عنوان معامله‌گران با سرمایه‌گذاری بر روی ارزهای خارجی، تقاضای بازار ارز را تسهیل می‌کنند.

## توضیح با مثال

بانک اوهارای<sup>3</sup> شیکاگو درخواست شرکتها برای تبدیل دلار به ین ژاپن را دریافت می‌کند. همچنین درخواست شرکت‌های دیگر جهت مبادله "ین به دلار" را نیز می‌پذیرد. در هر مقطع زمانی قیمت فروش ین همواره کمی بالاتر از قیمت خرید بانکی آن است. از این رو هنگامیکه این بانک ین

1 . Eurozone

2 . Foreign exchange market

3 . O'Hara



را از یک شرکت گرفته و آن را در اختیار شرکتی دیگر قرار می‌دهد، سود به دست می‌آورد. بانک اوهارا در مورد سایر ارزها نیز این عملیات را انجام می‌دهد.

وقتی شرکتی ارزی را تقاضا می‌کند که از طریق اوهارا پوشش داده نمی‌شود، بانک به عنوان معامله‌گر عمل می‌نماید. به عنوان مثال یک شرکت مکزیکی برای خرید ملزومات از یک شرکت آمریکایی خواهان تبادل پزو با دلار آمریکا است. بانک اوهارا فاقد مشتریانی است که به پزو نیاز دارند. بانک نیاز شرکت مکزیکی را برطرف می‌کند و اکنون پزو در اختیار دارد. اگر در طول زمان قیمت پزو مکزیکی در بازار افزایش یابد، بانک سود می‌برد. در مقابل اگر ارزش پزو در بازار کاهش یابد زیان می‌کند.

**نرخ ارز<sup>1</sup>:** همانند سهام، قیمت اغلب ارزها در بازار بر اساس وضعیت عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. در صورت انتقال ناگهانی تقاضای کل برای واحد پول خاصی توسط شرکتها، دستگاه‌های اجرایی دولتی و اشخاص یا در صورت انتقال منحنی عرضه کل آن قیمت فروش آن پول تغییر می‌یابد.

### توضیح با مثال

در گذشته در بانکهایی که پزو مکزیکی با دلار آمریکا مبادله می‌شد، درخواست مشتریان برای تبدیل پزو به دلار نسبت به درخواست برای تبدیل دلار به پزو بیشتر بود. در نتیجه با گذشت زمان موجودی پزو بسیاری از این بانکها بیشتر از میزان دلخواه شد. آنها در تلاش برای کاهش اشتیاق مشتریان آتی برای تبدیل پزو به دلار تصمیم می‌گیرند قیمت پزو را کاهش دهند. مشتریان در قیمت پایین‌تر، دلار کمتری را به ازای میزان مشخصی پزو دریافت می‌کنند.



### نقش نهادهای مالی در بازارهای مالی

اگر بازارهای مالی کامل بودند، همه اطلاعات در مورد هر نوع اوراق بهاداری که در بازارهای اولیه و ثانویه معامله می‌شوند (شامل صلاحیت اعتباری ناشر اوراق بهادار) به طور مداوم و آزادانه در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شد. به علاوه تمامی اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاران علاقمند به خرید اوراق بهادار و همچنین سرمایه‌گذارانی که قصد فروش اوراق بهادار را دارند، آزادانه در دسترس قرار می‌گرفت. به علاوه اگر همه اوراق بهاداری به فروش گذاشته شده را بتوان به اجزاء کوچکتر طبق نظر سرمایه‌گذار تقسیم کرد و هزینه‌های معاملاتی وجود نداشت، دیگر نیازی به واسطه‌های مالی نخواهد بود.

از آنجا که بازارها ناقص هستند، خریداران و فروشندگان اوراق بهادار، دسترسی کامل به اطلاعات ندارند و همیشه قادر به تقسیم اوراق بهادار به اندازه مورد نظر خود نمی‌باشند. برای حل مشکلات ناشی از کاستی‌های بازار نیاز به نهادهای مالی داریم. آنها درخواستها را از واحدهای دارای مازاد و کسری وجوه در زمینه اوراق بهاداری که قرار است فروخته یا خریداری شوند، دریافت نموده و این اطلاعات را برای هماهنگی خریداران و فروشندگان مورد استفاده قرار می‌دهند. از آنجا که مقدار اوراق بهادار خاصی که قرار است به فروش برسد همیشه با مقدار مورد نظر سرمایه‌گذاران برابر نیست، گاهی اوقات نهادهای مالی اوراق بهادار را به اجزاء کوچکتر تقسیم کرده و آن را میان سرمایه‌گذاران متعدد توزیع می‌کنند تا کل آنها به فروش برسد. بدون نهادهای مالی هزینه‌های معاملاتی و اطلاعاتی در بازار مالی بسیار زیاد می‌شود.





### نقش نهادهای سپرده‌پذیر<sup>1</sup>

نهاد سپرده‌پذیر یک نوع واسطه مالی مهم است که سپرده‌ها را از واحدهای دارای مازاد دریافت نموده و از طریق وام و خرید سهام به واحدهای دارای کسری وجوه نقد اعتبار می‌دهد. این نهادها به دلایل زیر مورد اقبال عموم هستند:

- 1- برای واحدهای دارای مازاد، حساب‌های سپرده دیداری افتتاح می‌کنند که از نظر مبلغ و نقدینگی مطلوب هستند.
  - 2- وجوه دریافتی از طریق سپرده‌ها را به صورت وام با شرایط مطلوب از نظر مقدار و سررسید در اختیار واحدهای دارای کسری قرار می‌دهند.
  - 3- ریسک وام‌های اعطا شده را می‌پذیرند.
  - 4- برای ارزیابی صلاحیت اعتباری واحدهای دارای کسری نسبت به واحدهای دارای مازاد تبحر و تجربه بیشتری دارند.
  - 5- به واحدهای دارای کسری وام می‌دهند لذا در مقایسه با واحدهای دارای مازاد بهتر می‌توانند وام‌های بازپرداخت نشده را وصول کنند.
- برای اینکه بیشتر به ارزش این خدمات پی ببرید، فرآیند انتقال وجوه از واحدهای دارای مازاد به واحدهای دارای کسری، با فرض عدم وجود نهادهای سپرده‌پذیر را در نظر بگیرید. هر واحد دارای مازاد باید واحدهای دارای کسری وجوه نقد را شناسایی کند تا مقدار معینی وام بدهد. به علاوه هر واحد دارای مازاد باید ارزیابی اعتبار مشتری را انجام دهد و ریسک عدم بازپرداخت را نیز بر عهده بگیرد. در چنین شرایطی احتمال دارد که بسیاری از واحدهای دارای مازاد به جای انتقال وجوه به واحدهای دارای کسری آنها را نزد خود نگه دارند. بنابراین جریان وجوه از واحدهای دارای مازاد به واحدهای دارای کسری وجوه نقد مختل می‌شود.

1 . Depository institutions



هنگامی که نهاد سپرده‌پذیر وامی را اعطاء می‌نماید، در واقع به عنوان یک وام دهنده عمل می‌کند؛ درست مثل اینکه اوراق بدهی خریداری کرده است. هر چه قرارداد وام بانکی مختص شرایط شخص وام‌گیرنده باشد، نسبت به اوراق بدهی در بازار ثانویه قابلیت فروش کمتری خواهد داشت زیرا جزئیات شرایط قرارداد وام به‌طور قابل توجهی در قراردادهای مختلف متفاوت می‌باشد و هر سرمایه‌گذار بالقوه مجبور است تمامی شرایط را قبل از خرید وامها در بازار بررسی کند.

### بانک‌های تجاری<sup>1</sup>

به طور کلی بانک‌های تجاری عمده‌ترین نهاد سپرده‌پذیر هستند. آنها حساب‌های سپرده‌گذاری متعددی را برای واحدهای دارای مازاد افتتاح می‌کنند و مستقیماً با اعطای وام و یا خرید اوراق بدهی، وجوه سپرده‌گذاری شده را به واحدهای دارای کسری وجوه انتقال می‌دهند. بانک‌های تجاری به بخش خصوصی و دولتی خدمت ارائه می‌دهند و خانواده‌ها، نهادهای دولتی و واحدهای تجاری از خدمات سپرده‌پذیری و اعطای تسهیلات وام آنها بهره‌مند می‌شوند.

### نهادهای پس‌انداز<sup>2</sup>

نهادهای پس‌انداز که گاهی اوقات به عنوان «نهادهای اندوخته»<sup>3</sup> نیز نامیده می‌شوند، نوع دیگری از نهادهای سپرده‌پذیر هستند. این نهادها شامل «انجمن‌های وام و پس‌انداز» (S&L)<sup>4</sup> و بانک‌های پس‌انداز هستند. انجمن‌های وام و پس‌انداز مانند بانک‌های تجاری حساب‌های سپرده‌گذاری به واحدهای دارای مازاد ارائه می‌کنند و سپس این سپرده‌ها را به واحدهای دارای کسری وجوه انتقال می‌دهند. در هر حال S&L بر وام‌های رهنی مسکن تمرکز دارند، در حالی که

---

1. Commercial Banks  
 2. Savings institutions  
 3. Thrift institutions  
 4. Saving and Loan associations



فعالیت بانک‌های تجاری بر اعطای وام‌های تجاری تمرکز دارد. این تفاوت در تخصیص وجوه، موجب شده است که در طول زمان، عملکرد بانک‌های تجاری و S&L به طور قابل ملاحظه‌ای با یکدیگر متفاوت باشند. البته سیاست مقررات‌زدایی در دهه‌های اخیر، امکان انعطاف‌پذیری بیشتر S&L در تخصیص وجوه را فراهم آورده است. در نتیجه عملکرد آنها بسیار شبیه به عملکرد بانک‌های تجاری شده است. اگرچه سرمایه‌گذاران می‌توانند مالک سهام S&L باشند، ولی در اغلب موارد این شرکت‌ها، شبیه صندوق مشترک سرمایه‌گذاری در مالکیت سپرده‌گذاران هستند.

بانک‌های پس‌انداز بسیار شبیه به S&L هستند و تنها تفاوت آنها این است که از وجوه، استفاده متنوع‌تری می‌کنند. البته این تفاوت با گذشت زمان کاهش یافته است. اغلب بانک‌های پس‌انداز نیز همچون S&L صندوق مشترک سرمایه‌گذاری هستند.

**اتحادیه‌های اعتباری<sup>1</sup>:** اتحادیه‌های اعتباری از دو جهت با بانک‌های تجاری و نهادهای پس‌انداز متفاوتند.

1- غیر انتفاعی هستند.

2- فعالیت‌های خود را به اعضای اتحادیه اعتباری که با هم قرارداد مشترک دارند (از قبیل اتحادیه یا کارفرمای مشترک) محدود می‌کنند. اتحادیه‌های اعتباری به دلیل ویژگی‌های قرارداد مشترک، بسیار کوچک‌تر از نهادهای سپرده‌پذیر دیگر هستند و اکثر وجوه خود را به منظور اعطای وام به اعضای خود به کار می‌برند.



### نقش نهادهای مالی غیر سپرده‌پذیر<sup>1</sup>

نهادهای غیر سپرده‌پذیر وجوه را از منابعی غیر از حسابهای سپرده تامین می‌کنند اما همچنان نقش عمده‌ای در واسطه‌گری مالی به عهده دارند. این نهادها به طور خلاصه در زیر توضیح داده می‌شوند.

### شرکت‌های تامین مالی<sup>2</sup>

اغلب شرکت‌های تامین مالی، وجوه خود را از طریق انتشار اوراق بهادار تامین نموده و سپس آنها را در اختیار افراد و واحدهای تجاری کوچک قرار می‌دهند. وظایف شرکت‌های تامین مالی در واقع با وظایف نهادهای سپرده‌پذیر همپوشانی دارد. البته هر موسسه بر بخش خاصی از بازارهای مالی تمرکز دارد.

### صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری<sup>3</sup>

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، سهم‌الشرکه<sup>4</sup> را به واحدهای دارای مازاد فروخته و وجوه حاصله را برای خرید سبدهی از اوراق بهادار به کار می‌گیرند. به لحاظ ترکیب دارایی‌های کل، آنها یک نهاد مالی غیر سپرده‌پذیر مهمی هستند. برخی از صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، بیشتر در اوراق بهادار بازار سرمایه از قبیل سهام یا اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کنند و برخی دیگر که به صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول معروفند، در اوراق بهادار بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند. حداقل وجوه برای خرید انواع اوراق بهادار توسط صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری معمولاً بیشتر از پس‌اندازهای یک واحد دارای مازاد وجوه است. با خرید سهم‌الشرکه صندوق‌های

1 . Nondepository Financial institutions

2 . Finance companies

3 . Mutual funds

4 . Shares



مشترک سرمایه‌گذاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول پس‌اندازکنندگان کوچک می‌توانند با وجوه کم، در سبد متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند.

### شرکت‌های اوراق بهادار<sup>1</sup>

این شرکتها وظایف متعددی را در بازار مالی انجام می‌دهند. برخی از این شرکتها از منابع اطلاعاتی خود استفاده می‌کنند تا به عنوان یک کارگزار، معاملات اوراق بهادار را بین طرفین انجام دهند. بسیاری از معاملات مالی تا حدودی استاندارد شده‌اند. به عنوان مثال معاملات سهام معمولاً به صورت ضربی از 100 سهم انجام می‌شوند. به منظور تسریع معاملات اوراق بهادار، فرآیند تحویل و تسویه حساب اوراق بهادار نیز تا حدودی استاندارد است.

کارگزاران، کارمزدی را برای انجام معاملات دریافت می‌کنند. این کارمزد از محل تفاوت میان قیمت‌های خرید و فروش کسب می‌شود. برای معاملات غیرمتداول از آنجا که زمان بیشتری صرف هماهنگ کردن فروشنندگان و خریداران می‌شود، این هزینه کارمزد که درصدی از ارزش معامله است، افزایش می‌یابد؛ برای معاملات با مبلغ نسبتاً ناچیز نیز هزینه کارمزد بیشتری دریافت می‌شود تا زمان صرف شده برای معامله جبران شود.

علاوه بر خدمات واسطه‌ای، شرکت‌های اوراق بهادار، خدمات بانک سرمایه‌گذاری را نیز ارائه می‌کنند. برخی از این شرکتها، اوراق بهادار تازه منتشرشده را در اختیار شرکتها و نهادهای دولتی قرار می‌دهند. این اقدام با فعالیتهای واسطه‌گری سنتی متفاوت است. چون با بازار اولیه سر و کار دارد. شرکت‌های اوراق بهادار هنگام تضمین فروش اوراق بهادار تازه منتشر شده می‌توانند اوراق بهادار را به قیمتی تثبیت شده یا به بهترین قیمت ممکن به فروش رسانند.

به علاوه، شرکت‌های اوراق بهادار، اغلب به عنوان معامله‌گر عمل می‌کنند و با تعدیل موجودی اوراق بهادار خود، بازاری را برای اوراق بهادار خاصی ایجاد می‌کنند. درآمد کارگزار، از تفاوت قیمت

1 . Securities firms



خرید و فروش به دست می‌آید، ولی درآمد معامله‌گر تحت تاثیر عملکرد سبد سهام است. همچنین برخی از معامله‌گران خدمات واسطه‌گری نیز ارائه می‌نمایند و در نتیجه از هر دو فعالیت درآمد کسب می‌کنند.

فعالیت دیگر بانک سرمایه‌گذاری که توسط شرکت‌های اوراق بهادار ارائه می‌شود، خدمات مشاوره‌ای در زمینه ادغام و سایر روش‌های تجدید ساختار شرکت است. شرکت‌های اوراق بهادار نه تنها در برنامه شرکت برای تجدید ساختار همکاری می‌کنند، بلکه با جایگزینی اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت، ساختار سرمایه شرکت را تغییر می‌دهند.

### شرکت‌های بیمه<sup>1</sup>

این شرکتها بیمه‌نامه را به افراد و شرکتها عرضه می‌نمایند تا زیان‌های مالی حاصل از فوت، بیماری و خسارت اموال را کاهش دهند. آنها در مقابل، بابت ارایه خدمات حق بیمه دریافت می‌کنند و وجوه دریافتی (حق بیمه) را سرمایه‌گذاری می‌نمایند تا وجوه حاصله را برای جبران خسارت احتمالی به کارگیرند. معمولاً شرکت‌های بیمه، وجوه را در سهام یا اوراق قرضه شرکتها و یا اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری می‌نمایند. بدین ترتیب، هزینه واحدهای دارای کسری وجوه را تامین می‌کنند و در نتیجه به عنوان واسطه‌های مالی مهم عمل می‌نمایند. عملکرد کلی آنها به عملکرد سهام و اوراق قرضه‌هایی ارتباط دارد که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند.

### صندوق‌های بازنشستگی<sup>2</sup>

بسیاری از شرکتها و نهادهای دولتی، طرح‌های بازنشستگی را برای کارمندان خود در نظر می‌گیرند. کارمندان، کارفرمایان آنها یا هر دو به صورت دوره‌ای به صندوق‌های بازنشستگی کمک می‌کنند. صندوق‌های بازنشستگی، روش موثر پس‌انداز برای زمان بازنشستگی افراد می‌باشند. این صندوق‌ها تا زمانیکه افراد اقدام به برداشت از حساب‌های بازنشستگی خود ننمایند، وجوه را مدیریت می‌کنند. پول سپرده شده در حساب‌های بازنشستگی افراد معمولاً توسط صندوق در سهام یا اوراق

1 . Insurance companies

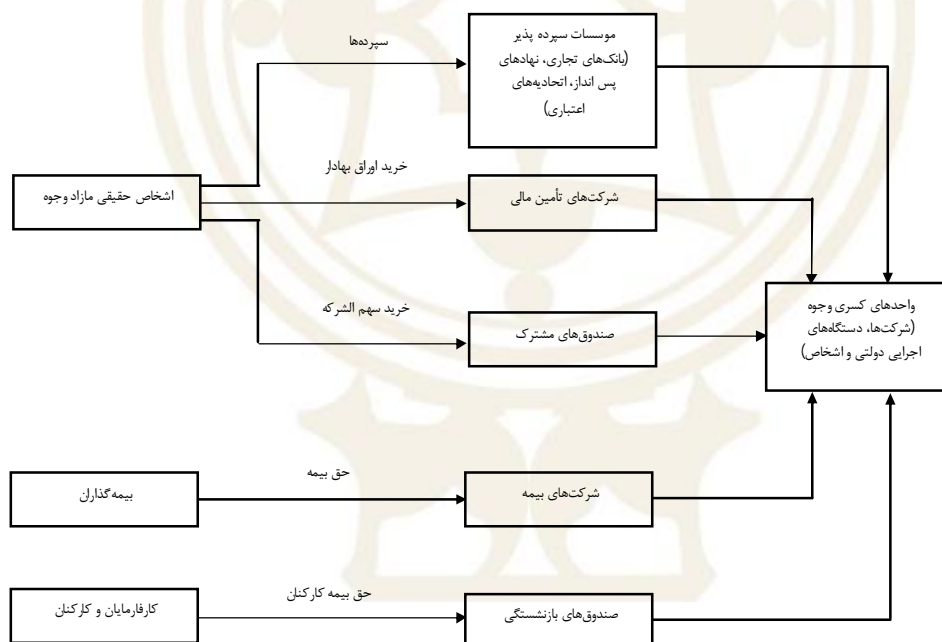
2 . Pension funds



قرضه شرکتها یا اوراق قرضه دولتی سرمایه‌گذاری می‌شود. بدین ترتیب صندوق‌های بازنشستگی، نیاز واحدهای دارای کسری وجوه نقد را تامین می‌نمایند و در نتیجه به عنوان یک واسطه مالی مهم عمل می‌کنند.

### مقایسه نقش نهادهای مالی

نقش نهادهای مالی در تسهیل جریان پول از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری وجوه نقد در نمودار 1-3 نشان داده شده است. سمت چپ نمودار بیانگر واحدهای دارای مازاد وجوه نقد و سمت راست بیانگر واحدهای دارای کسری است. سه روش مختلف انتقال وجوه از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری در این نمودار نشان داده شده است.



نمودار 1-3: مقایسه نقش نهادهای مالی



یک روش انتقال سپرده‌ها از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری از طریق نهادهای سپرده‌پذیر به صورت وام است.

روش دوم، خرید اوراق تجاری توسط شرکت‌های تامین مالی است که در واقع بدینوسیله وجوه نقد به صورت وام در اختیار واحدهای دارای کسری قرار می‌گیرند.

روش سوم، خرید سهام توسط صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری است. در این روش صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، سهام واحدهای دارای کسری وجوه نقد را خریداری می‌کنند. واحدهای دارای کسری وجوه نقد از منابع شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، نیز تامین مالی می‌کنند. شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، سهام و اوراق قرضه زیادی را خریداری نموده و بدین ترتیب، بخش زیادی از مخارج واحدهایی مانند شرکتها و نهادهای دولتی مواجه با کسری وجوه نقد را تامین می‌نمایند.

شرکت‌های اوراق بهادار در نمودار 3 - 1 نشان داده نشده‌اند ولی نقش بسیار مهمی را در تسهیل انتقال وجوه ایفا می‌کنند. بسیاری از معاملات بین نهادهای مالی و واحدهای دارای کسری توسط شرکت‌های اوراق بهادار انجام می‌گیرد. به علاوه، برخی از وجوه در نتیجه معاملات اوراق بهادار مستقیماً از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری وجوه نقد انتقال می‌یابند. در این معاملات، شرکت‌های اوراق بهادار به عنوان کارگزار عمل می‌کنند.

### نقش نظارتی نهادهای مالی

علاوه بر نقش‌های بیان شده، نهادهای مالی بر عملکرد شرکت‌هایی که سهامشان مورد معامله عموم قرار می‌گیرد، نظارت می‌کنند. از آنجا که شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و برخی از صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران عمده سهام هستند، در مدیریت شرکت‌هایی که سهامشان مورد معامله عموم قرار می‌گیرد تا حدودی موثر می‌باشند. در سال‌های اخیر، بسیاری از سرمایه‌گذاران حقوقی بزرگ، مدیریت شرکت‌های خاصی را مورد انتقاد قرار دادند و این انتقادات به تجدید ساختار شرکت یا اخراج مدیران در بعضی از موارد انجامیده است. بنابراین سرمایه‌گذاران حقوقی نه تنها شرکتها را از نظر مالی حمایت می‌کنند بلکه تا حدودی بر کار آنها نظارت دارند. این





سرمایه‌گذاران به عنوان سهامداران فعال تضمین می‌کنند که مدیران شرکت‌ها به نفع سهامداران تصمیم‌گیری نمایند.

### نهادهای مالی

در نمودار 4-1 به طور خلاصه منابع اصلی و کاربردهای وجوه برای هر نوع موسسه مالی ارائه شده است. نهادهای سپرده‌پذیر به خانواده‌های دارای پس‌انداز خدمت می‌کنند. خانواده‌های دارای کسری وجوه نقد از خدمات نهادهای سپرده‌پذیر و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. شرکت‌های بزرگ و دولت‌ها با انتشار اوراق بهادار، سرمایه مورد نیاز خود را از تمامی انواع نهادهای مالی تامین می‌نمایند.

منابع اصلی وجوه	مصارف اصلی وجوه	نهادهای مالی
سپرده‌های خانواده‌ها، واحدهای تجاری و دستگاه‌های دولتی	خرید اوراق بهادار دولتی و شرکتی، اعطای وام به واحدهای تجاری و خانواده‌ها	بانک‌های تجاری
سپرده‌های خانواده‌ها، واحدهای تجاری و دستگاه‌های دولتی	خرید اوراق بهادار دولتی و شرکتی، اعطای وام‌های رهنی و سایر وام‌ها به خانواده‌ها و واحدهای تجاری	مؤسسات پس‌انداز
سپرده‌های اعضای اتحادیه‌های اعتباری	اعطای وام به اعضای اتحادیه اعتباری	اتحادیه‌های اعتباری
فروش اوراق بهادار به خانواده‌ها و واحدهای تجاری	اعطای وام به خانواده‌ها و واحدهای تجاری	شرکت‌های تأمین مالی
فروش سهام به خانواده‌ها، واحدهای تجاری و دستگاه‌های دولتی	خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلندمدت	صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری
فروش سهام به خانواده‌ها، واحدهای تجاری و دستگاه‌های دولتی	خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی کوتاه‌مدت	صندوق‌های بازار پول
حق بیمه و سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها	خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلندمدت	شرکت‌های بیمه
حق بیمه سهم کارکنان و کارفرما	خرید اوراق بهادار شرکتی و دولتی بلندمدت	صندوق‌های بازتسهلتی

نمودار 4-1: منابع اصلی وجوه و کاربردهای آن



## رقابت بین نهادهای مالی

انتظار می‌رود یک موسسه مالی به صورتی عمل کند که ارزش دارایی‌های مالکان خود را حداکثر نماید. ارزش یک نهاد مالی عبارت از ارزش فعلی جریان نقدی آتی آن است. در نتیجه ارزش آن تا حدود زیادی به رشد و سودآوری شرکت بستگی دارد. به علاوه ارزش آن تحت تاثیر میزان ریسک شرکت نیز هست، زیرا نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک ارتباط مستقیم دارد. مدیران به عنوان نماینده مالکان عمل می‌کنند و باید با هدف به حداکثر رساندن ارزش شرکت، تصمیم‌گیری نمایند. در دهه‌های 1960 و 1970، تصمیم‌گیری‌های مدیریتی محدود بود. چون فعالیت نهادهای مالی بسیار تخصصی و محدود بود. لذا رقابت محدودی بین انواع مختلف نهادهای مالی وجود داشت. بانک‌های تجاری به عنوان وام‌دهندگان وجوه کوتاه‌مدت به واحدهای تجاری فعالیت می‌کردند؛ در حالی که شرکت‌های اوراق بهادار، وجوه بلندمدت در اختیار شرکتها قرار می‌دادند. نهادهای پس‌انداز در اوراق رهنی تخصص داشتند، درحالی‌که شرکت‌های بیمه در اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کردند. در طول این دو دهه برای به‌دست آوردن وجوه، رقابت بسیار کمی وجود داشت. سپرده‌گذاری واحدهای دارای مازاد وجوه نقد در بانک‌های تجاری و نهادهای پس‌انداز به منظور جلوگیری از رقابت به شدت کنترل می‌شدند. در دهه 1970، توسعه صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری به رقابت بر سر وجوه واحدهای دارای مازاد انجامید. مقررات‌زدایی از نرخ سپرده‌ها در اوایل دهه 1980، رقابت بر سر این وجوه را افزون کرد. به علاوه در دهه 1980، قانون‌گذاران امکان انعطاف بیشتر نهادهای پس‌انداز، شرکت‌های بیمه و دیگر نهادهای مالی در استفاده از وجوه را فراهم آوردند. روند افزایش انعطاف‌پذیری در دهه 1990 ادامه یافت. امروزه بسیاری از نهادهای مالی به منظور متنوع‌سازی وظایف خود، محصولات و خدمات متعددی را ارائه می‌دهند. در نتیجه خدمات آنها همپوشی<sup>1</sup> بیشتری دارد و رقابت در میان آنها نیز افزایش یافته است. از آنجایی که نهادهای قانون‌گذاری متفاوتی برای انواع مختلف نهادهای مالی وجود دارد، هماهنگی میان این قانون‌گذاران

1. Overlap



بسیار دشوار است. قوانین مختلف می‌تواند موجب ایجاد مزیت رقابتی برخی از نهادهای مالی نسبت به نهادهای مالی دیگر شود.

### تأثیر اینترنت بر رقابت

اینترنت رقابت میان نهادهای مالی را به شدت افزایش داده است. برخی از بانک‌های تجاری صرفاً برای ارائه خدمات پیوسته ایجاد شده‌اند و چون هزینه‌های کمتری دارند، نرخ بهره بالاتری به سپرده‌ها می‌دهند و نرخ بهره کمتری نیز برای وام‌ها طلب می‌کنند. بانک‌های دیگر نیز خدمات پیوسته را عرضه می‌نمایند که سبب کاهش هزینه‌ها، افزایش کارایی و همچنین افزایش رقابت بانکی می‌شود. تعدادی از شرکت‌های بیمه، بسیاری از خدمات خود را به صورت پیوسته ارائه می‌نمایند که این موجب کاهش هزینه‌های عملیاتی شده و سایر شرکت‌های بیمه را مجبور می‌کند تا قیمت خدمات خود را رقابتی تعیین کنند. برخی از شرکت‌های کارگزاری اغلب خدمات خود را به صورت پیوسته عرضه می‌کنند که این کار هزینه‌های عملیاتی آنها را کاهش داده و سایر شرکت‌های کارگزاری را وادار می‌سازد قیمت خدمات خود را رقابتی تعیین کنند.

اینترنت، واحدهای تجاری و شهرداری‌ها را نیز قادر ساخته است که با ارائه اوراق بهادار به صورت پیوسته و فروش مستقیم آنها به سرمایه‌گذاران، شرکت‌های اوراق بهادار را از گردونه حذف کنند. این قابلیت شرکت‌های اوراق بهادار را ملزم می‌سازد که در ارائه خدمت به ناشران اوراق بهادار، رقابتی‌تر عمل کنند.

### ادغام نهادهای مالی

با کاهش مقررات، مدیران نهادهای مالی خدمات منعطف‌تری ارائه می‌کنند که به افزایش ارزش و جریان نقدی می‌انجامد. کاهش قوانین، فرصت بیشتری برای بهره‌گیری از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس را در اختیار نهادهای مالی قرار داده است. بانک‌های تجاری، سایر بانک‌های تجاری را



خریداری می‌کنند تا بتوانند با یک زیرساختار مشخص، فعالیت‌های بیشتری انجام دهند. با افزایش میزان خدمات ارائه شده، میانگین هزینه عرضه خدمات (مانند وامها) کاهش می‌یابد. نهادهای پس‌انداز به منظور نیل به صرفه‌جویی ناشی از مقیاس برای فعالیت وامدهی رهنی ادغام شده‌اند. شرکت‌های بیمه به گونه‌ای ادغام شده‌اند که میانگین هزینه ارائه خدمات بیمه‌ای کاهش یابد. کاهش مقررات امکان سرمایه‌گذاری انواع مختلف نهادهای مالی در حوزه‌های مختلف اقتصادی را نیز فراهم آورده است. بانک‌های تجاری با نهادهای پس‌انداز، شرکت‌های اوراق بهادار، شرکت‌های تامین مالی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه ادغام شده‌اند. اگرچه مدیریت عملیاتی هر موسسه مالی معمولاً جداگانه صورت می‌گیرد، با این حال یک مجتمع مالی این مزیت را برای مشتریان دارد که تمامی خدمات مالی مورد نیاز خود را از یک موسسه مالی دریافت کنند.

### توضیح با مثال

ادغام سیتی کراپ<sup>1</sup> و تراولرز گروپ<sup>2</sup> را برای تشکیل سیتی گروپ<sup>3</sup> در نظر بگیرید. واحد تجاری سیتی کراپ در ایالات متحده به بانکداری تجاری، تامین مالی مصرف‌کننده<sup>4</sup>، کارت‌های اعتباری<sup>5</sup> و تامین مالی واحدهای تجاری کوچک<sup>6</sup> می‌پرداخت و تراولرز گروپ به طور سنتی به بیمه عمر، بیمه دارایی و بیمه حوادث تمرکز داشت. البته تراولرز گروپ قبل از ادغام با سیتی کراپ، شرکت سالومن برادر<sup>7</sup>، (یک شرکت اوراق بهادار که خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری از قبیل تضمین فروش اوراق بهادار را ارائه می‌کرد) و همچنین شرکت اسمیت بارنی<sup>8</sup>، که خدمات کارگزاری ارائه می‌نمود خریداری کرده بود.

- 1 . Citicrop
- 2 . Travelers group
- 3 . Citigroup
- 4 . Consumer finance
- 5 . Credit cards
- 6 . Small business finance
- 7 . Salomon Brothers
- 8 . Smith Barney



ادغام سیتی کراپ و تراولرز موجب تشکیل مجتمع مالی به ارزش 72 میلیارد دلار شد که وام‌های بازرگانی، خدمات مشاوره‌ای برای شرکتهایی که به منظور تجدید ساختار برنامه‌ریزی کرده بودند، وام‌های مصرفی<sup>1</sup>، کارت‌های اعتباری، بیمه، خدمات تضمین فروش<sup>2</sup>، خدمات کارگزاری و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری را عرضه می‌کرد. اگرچه هریک از انواع عملیات سیتی گروپ منحصر به فرد است، اما می‌تواند از مزیت‌های ارتباط خود با سایر فعالیتهای در همان مجتمع مالی بهره‌مند شود. به عنوان مثال از آنجا که تضمین فروش اوراق بهادار معمولاً مستلزم استفاده از عملیات کارگزاری برای عرضه اوراق بهادار تازه منتشر شده شرکتها است، واحد تضمین فروش ممکن است برخی از کارها را به واحد کارگزاری واگذار کند. واحد صندوق مشترک سرمایه‌گذاری نیز به منظور انجام معاملات اوراق بهادار، برخی از کارها را به واحد کارگزاری واگذار می‌کند. به علاوه هر واحد می‌تواند برای عرضه خدمات مضاعف، مشتریان خود را با واحدهای دیگر مرتبط سازد. ادغام‌های جدید دیگری نیز موجب ایجاد مجتمع‌های مالی شده است. مورگان استانی<sup>3</sup> که یک بانک سرمایه‌گذاری بود، به منظور توسعه فعالیت‌های کارگزاری خود، شرکت دین ویتز<sup>4</sup> را خریداری کرد. واچوویا<sup>5</sup> که یک بانک تجاری بود، کوراستیتس فایننشیال<sup>6</sup> را برای توسعه خدمات مالی خود خریداری کرد و جی پی مورگان چیس<sup>7</sup> (یک بانک بازرگانی) بانک وان<sup>8</sup> را به منظور گسترش فعالیت‌های کارت اعتباری و بانکداری خرده فروشی خریداری نمود. مجموع دارایی‌های این دو موسسه مالی بیش از 1 میلیارد دلار بود. به طور کلی چنین خریدهایی، امکان گسترش خدمات نهادهای مالی را فراهم آورده است.

ولز فارگو<sup>9</sup> نمونه کلاسیک تکامل خدمات مالی است. این شرکت ابتدا بر بانکداری بازرگانی متمرکز بود اما فعالیت خود را به خدمات غیر بانکی شامل اوراق رهنی، وام‌های واحدهای تجاری

1 . Consumer loan  
 2 . Underwriting services  
 3 . Morgan Stanley  
 4 . Dean Witter  
 5 . Wachovia  
 6 . Core States Financial  
 7 . J.P. Morgan Chase  
 8 . Bank One  
 9 . Wells Fargo



کوچک، وام‌های مصرفی، املاک، خدمات واسطه‌ای، بانکداری سرمایه‌گذاری، خدمات مالی پیوسته و بیمه گسترش داد. در گزارش سالانه اخیر ولز فارگو آمده است:

"متنوع سازی فعالیتها، ما را بزرگتر از یک بانک ساخته است. در واقع ما یک شرکت خدمات مالی متنوع هستیم. ما در صنعتی با رشد سریع و متنوع به نام خدمات مالی رقابت می‌کنیم. این ما را در برابر هرگونه رکودی که تاثیر اجتناب‌ناپذیر بر هر بخش از صنعت ما دارد، یاری می‌کند."



نمودار 5-1: ساختار سازمانی مجتمع مالی



## تأثیر ادغام بر ارزشگذاری

هنگامی که مدیران نهادهای مالی به منظور دستیابی به صرفه‌جویی حاصل از مقیاس یا گسترش حوزه فعالیت، به دنبال ادغام می‌روند، شاید بتوانند ارزش شرکت خود را از طریق افزایش جریان نقدی (افزایش درآمد یا کاهش هزینه) بالا ببرند. در عین حال ادغام ممکن است به منظور متنوع‌سازی خدمات نهاد مالی و کاهش ریسک صورت گیرد. سطح پایین ریسک، امکان کاهش نرخ بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران را فراهم آورده و به افزایش ارزش می‌انجامد.

**ساختار متعارف مجتمع مالی<sup>1</sup>:** نمودار 5 - 1 بیانگر ساختار سازمانی متداول یک مجتمع مالی است. به طور سنتی موانع عمده‌ای برای ورود به هر یک از نهادهای خدمات مالی (از قبیل بانکداری، اوراق رهنی، کارگزاری و بیمه) وجود دارد. بنابراین فقط تعداد محدودی از شرکتها در این صنعت رقابت می‌کنند. موانع مالی، از عرضه انواع گسترده این خدمات در اکثر شرکتها جلوگیری می‌کند.

در سال‌های اخیر موانع ورود به صنعت کاهش یافته و امکان ورود شرکتهایی که در زمینه خاصی دارای تخصص هستند، به سایر خدمات مالی فراهم شده است. بسیاری از شرکتها از طریق خریداری سایر شرکت‌های خدمات مالی توسعه یافته‌اند. بنابراین بسیاری از مجموعه‌های مالی، از نهادهای مالی متعددی تشکیل شده‌اند که قبلاً مستقل بوده‌اند اما اکنون زیرمجموعه مجتمع مالی محسوب می‌شوند.

اشخاص حقیقی می‌توانند برای دستیابی مناسب به بیمه درمانی و عمر، خدمات کارگزاری، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، مشاوره در زمینه سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مالی، سپرده‌های بانکی و وام‌های شخصی به یک مجتمع مالی مراجعه کنند. اشخاص حقوقی می‌توانند برای بیمه اموال و حوادث، طرح‌های بیمه درمانی کارکنان، وام‌های بازرگانی، مشاوره در تجدید ساختار

1. Conglomerate



فعالیت‌ها، انتشار اوراق قرضه یا سهام و مدیریت طرح بازنشستگی به سراغ مجتمع مالی بروند. انتظار می‌رود که بسیاری از مجموعه‌های مالی با ارائه خدمات مالی متنوع به مشتریان خود رشد کنند. به عنوان مثال ولز فارگو خدمات مالی مورد نیاز 15 میلیون (به طور متوسط) مشتری خود را فراهم می‌نماید. بنابراین در حال حاضر به دنبال ارائه بقیه خدمات مالی است که توسط سایر شرکت‌های خدمات مالی عرضه می‌شود.

### گسترش جهانی از طریق نهادهای مالی

بسیاری از نهادهای مالی به طور سنتی به منظور سرمایه‌گذاری در زمینه تخصصی خود توسعه یافته‌اند. بانک‌های تجاری، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های اوراق بهادار از طریق ادغام در سطح بین‌المللی توسعه یافته‌اند. با ادغام بین‌المللی نهادهای مالی، شرکت جدیدی بوجود می‌آید تا خدمات هر دو نهاد را به همه مشتریان ارائه کند. به عنوان مثال یک بانک تجاری آمریکایی ممکن است در زمینه وام و یک شرکت اوراق بهادار اروپایی در زمینه خدماتی چون تضمین فروش اوراق بهادار تخصص داشته باشد. ادغام این دو نهاد، امکان ارائه خدمات بانک آمریکایی به مشتری اروپایی (مشتریان شرکت اوراق بهادار اروپایی) و همچنین عرضه خدمات شرکت اوراق بهادار اروپایی به مشتری آمریکایی را فراهم می‌سازد. از طریق تلفیق مهارت‌های تخصصی و مشتریان، نهادهای مالی جدید می‌توانند خدمات بیشتری را به مشتریان عرضه کنند و مشتریانی در سطح بین‌المللی داشته باشند.

پذیرش یورو توسط 12 کشور اروپایی موجب افزایش تجارت بین کشورهای اروپایی و ایجاد محیطی رقابتی‌تر در اروپا شده است. نهادهای مالی اروپایی که در گذشته با نهادهای مالی دیگر در کشور خود رقابت می‌کردند، متوجه شدند که باید با نهادهای مالی کشورهای دیگر نیز رقابت بیشتری داشته باشند. در نتیجه بسیاری از نهادهای مالی به ادغام در سطح بین‌المللی روی آوردند تا بتوانند به مشتریان خود در سراسر اروپا خدمات متنوع‌تری ارائه کنند. آنها می‌توانند با ارائه خدمات





خود به تعداد بیشتری از مشتریان، کارایی را افزایش دهند (هزینه‌ها را کم کنند) و در واقع قیمت خدمات خود را رقابتی‌تر نمایند.

بسیاری از نهادهای مالی برای بهره‌گیری از مزایای بازارهای جدید تلاش می‌کنند. به عنوان مثال مریل لینچ<sup>1</sup> و سایر شرکت‌های بزرگ اوراق بهادار به منظور ارائه خدمات تضمین فروش به شرکتها و نهادهای دولتی در کشورهای متعدد گسترش یافته‌اند. نیاز به این خدمات در کشورهایی که واحدهای تجاری آن خصوصی شده‌اند، به طور قابل توجهی افزایش یافته است. به علاوه بانک‌های تجاری به منظور اعطای وامها در بازارهای نوظهور گسترش یافته‌اند. اگرچه وامدهی در بازارهای نوظهور می‌تواند بازده زیادی داشته باشد، ولی ریسک بالایی هم دارد. بحران آسیا که در سال 1997 آغاز شد، به عدم پرداخت وام‌های تجاری بین‌المللی عرضه شده توسط نهادهای مالی ایالات متحده آمریکا و اروپا انجامید. تعدادی از نهادهای مالی همچنان به عرضه وام در بازارهای نوظهور (البته نه به شدت قبل از بحران) ادامه می‌دهند.

### خلاصه

- بازارهای مالی، انتقال وجوه از واحدهای دارای مازاد وجوه نقد به واحدهای دارای کسری را تسهیل می‌نمایند. با توجه به تنوع نیازهای پولی واحدهای دارای کسری، بازارهای مالی متعددی ایجاد شده است. بازار اولیه، امکان انتشار اوراق بهادار جدید و بازار ثانویه، امکان فروش آن اوراق بهادار را فراهم می‌سازد. بازارهای پولی، فروش اوراق بهادار کوتاه‌مدت و بازارهای سرمایه فروش اوراق بهادار بلندمدت را تسهیل می‌نمایند.
- ارزشگذاری اوراق بهادار بر اساس ارزش فعلی جریان نقدی که پیش بینی می‌شود در آینده وجود داشته باشد، انجام می‌شود. اطلاعات جدیدی که بیانگر تغییر در جریان نقدی



یا میزان عدم قطعیت باشند، بر قیمت اوراق بهادار در بازارهای مالی تاثیر می‌گذارند. سرمایه‌گذاران، شرایط اقتصادی کشور و شرایط خاص هر شرکت را که بر جریان نقدی مورد انتظار یا میزان عدم قطعیت بازده اوراق بهادار آن شرکت تاثیر بگذارند بررسی می‌کنند.

- نهادهای سپرده‌پذیر و غیر سپرده‌پذیر، به تامین مالی نیازهای واحدهای دارای کسری کمک می‌کنند. نهادهای سپرده‌پذیر می‌توانند به عنوان واسطه‌ها در بازارهای مالی عمل کنند زیرا اطلاعات بیشتری درباره منابع و کاربرد وجوه دارند، قابلیت ارزیابی درجه اعتبار وام‌گیرندگان را دارند و می‌توانند وجوه سپرده را بر حسب مبلغ و سررسید مورد نظر وام‌گیرندگان تقسیم کنند.

### دیدگاه موافق و مخالف

آیا فن‌آوری رایانه‌ای موجب از بین رفتن واسطه‌گری مالی می‌شود؟

**دیدگاه موافق:** بله. واسطه‌گری مالی از مزیت دسترسی به اطلاعات سود می‌برد. با آسان شدن قابلیت دسترسی به اطلاعات، اشخاص حقیقی اطلاعات مورد نیاز خود را قبل از سرمایه‌گذاری و وام‌گیری در اختیار خواهند داشت. بنابراین دیگر برای تصمیم‌گیری به واسطه‌های مالی نیاز نخواهند داشت.

**دیدگاه مخالف:** نه. افراد تنها به اطلاعات متکی نیستند، بلکه به تخصص هم نیاز دارند. برخی از واسطه‌های مالی در تجزیه و تحلیل تخصص پیدا کرده‌اند، به‌طوری‌که می‌توانند وام اعطا کنند. واحدهای دارای مزاد وجوه، به جای اعطای وام مستقیم، عرضه وجوه به واسطه‌های مالی را ادامه خواهند داد. زیرا توانایی تشخیص درجه اعتبار را ندارند، حتی اگر اطلاعات بیشتری در مورد وام‌گیرندگان بالقوه داشته باشند. برخی واسطه‌های مالی دیگر، ساختار فیزیکی برای ارائه خدمات به



مشتریان را ندارند، اما می‌توانند از افراد متخصص برای ارزیابی درجه اعتباری وام‌گیرندگان بالقوه استفاده کنند.

چه کسی درست می‌گوید؟ از روش‌های جستجوی مورد علاقه خود برای درک بهتر موضوع استفاده کنید. دیدگاه خود را در این باره بنویسید.

### تمرین جریان وجوه

#### نقش بازارها و نهادهای مالی

این تمرین بر معاملات یک شرکت تولیدی (شرکت کارسون<sup>1</sup>) در بازارهای مالی تاکید دارد و نحوه ادغام نهادها و بازارهای مالی و همچنین نحوه تسهیل جریان وجوه در محیط مالی و واحدهای تجاری را توضیح می‌دهد. در انتهای هر فصل سوالاتی درباره شرکت کارسون مطرح می‌شود که پاسخگویی به آنها مستلزم استفاده از مفاهیم آموزشی در رابطه با جریان پول در آن فصل است.

شرکت کارسون شرکت تولیدکننده بزرگی در کالیفرنیا است که حدود 20 سال پیش توسط خانواده کارسون تاسیس شد. هزینه اولیه آن با سرمایه‌گذاری توسط خانواده کارسون و 10 فرد دیگر تامین شد. در طول زمان، شرکت کارسون اقدام به اخذ وام‌های زیادی از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌های تجاری نموده است. نرخ بهره وامها به نرخ بهره بازار که هر 6 ماه تعیین می‌شود، بستگی دارد. بنابراین هزینه سرمایه کارسون تحت تاثیر نرخ بهره است. شرکت کارسون یک خط اعتباری با بانک دارد تا در صورت نیاز مبرم به وجوه، به طور موقتی از آن استفاده کند. این شرکت اوراق بهادار خزانه خریداری کرده و در صورت مواجهه با مشکلات نقدینگی می‌تواند آنها را بفروشد.

ارزش دارایی شرکت کارسون حدود 50 میلیون دلار و فروش سالانه آن حدود 100 میلیون دلار است. رشد آن تا حدودی به خاطر خریداری سایر شرکت‌هاست. کارسون معتقد است به تامین مالی

1. Carson Company



بلندمدت نیاز خواهد داشت. لذا برای وامگیری وجوه بیشتر از طریق وام یا انتشار اوراق قرضه برنامه‌ریزی کرده است. همچنین برای افزایش منابع مالی، انتشار سهام در سال آتی را مد نظر دارد. کارسون شرایط بازارهای مالی مبنی بر ورود و خروج جریان وجه نقد و لذا عوامل مؤثر بر ارزش شرکت را به دقت پایش می‌کند.

- 1- از چه نظر شرکت کارسون یک واحد دارای مازاد وجه نقد است؟
- 2- از چه نظر شرکت کارسون یک واحد دارای کسری وجه نقد است؟
- 3- چگونه شرکت‌های تامین مالی به توسعه شرکت کارسون کمک می‌کنند؟
- 4- چگونه بانک‌های تجاری، توسعه شرکت کارسون را تسهیل می‌کنند؟
- 5- چرا ممکن است در طول مرحله رشد، دسترسی کارسون به تامین مالی از طریق بدهی محدود باشد؟
- 6- چگونه بانک‌های سرمایه‌گذاری، توسعه کارسون را تسهیل می‌کنند؟
- 7- چگونه کارسون برای توسعه خود، از بازار اولیه استفاده می‌کند؟
- 8- چگونه کارسون می‌تواند از بازار ثانویه استفاده کند؟
- 9- اگر بازارهای مالی کامل بودند، چگونه امکان اجتناب کارسون از نهادهای مالی فراهم می‌شد؟
- 10- وام‌های اعطایی توسط بانک‌های تجاری به شرکت، کارسون را ملزم نموده تا قبل از اجرای هرگونه پروژه بزرگی، تایید آنان را اخذ نماید. هدف از این شرط چیست؟ آیا این شرط به نفع سهامداران شرکت است؟



## پیوست مترجم

### بازار پول

در ایران بازار پول سازمان نیافته (غیرمتشکل) وسیع‌تر از بازار پول رسمی و سازمان یافته است. تا قبل از تأسیس بانک‌های خصوصی در ایران در سال 1382 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 قرض‌الحسنه‌ها 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 می‌کنند و یا تعدادی از آن‌ها مجوز تأسیس خود را از سایر سازمان‌ها مانند سازمان اقتصاد اسلامی، نهادهای نظامی و انتظامی، وزارت کشور و غیره دریافت کرده‌اند. با این حال گستردگی بازارهای پولی و اعتباری غیررسمی و سازمان نیافته در ایران، بسیار وسیع‌تر از بازار پول رسمی کشور است. همین مسأله باعث ایجاد تفاوت زیاد بین نرخ بهره وام‌ها در بازار پول رسمی و 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. برای رفع این مسایل، مجلس شورای اسلامی در تاریخ 83/10/22 قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی را به تصویب رساند. طبق ماده 1 این قانون، اشتغال به عملیات بانکی توسط اشخاص حقیقی و حقوقی تحت هر عنوان و تأسیس و ثبت هرگونه نهاد مالی و اعتباری بدون دریافت مجوز از بانک مرکزی ممنوع است. طبق تبصره 2 این ماده، اشخاصی که بدون دریافت مجوز اقدام به عملیات بانکی می‌کنند، موظفند ظرف یک‌ماه از اجرای این قانون اقدام به اخذ مجوز از بانک مرکزی نمایند. در غیر این صورت فعالیت پولی آن‌ها توسط نیروی انتظامی متوقف می‌شود. طبق ماده 2 این قانون، نظارت بر حسن اجرای سیاست‌های پولی و اعتباری مصوبات شورای پول و



اعتبار بر عهده بانک مرکزی است. در ایران بانک‌های تجاری، مؤسسات پولی و اعتباری غیربانکی، انواع مؤسسات قرض‌الحسنه و اتحادیه‌های اعتباری، نهادهای بازار پول را تشکیل می‌دهند.

### نقش نظام بانکی در بازار سرمایه

نظام بانکی یکی از بخش‌های مهم اقتصادی است. بانک‌ها با سازمان‌دهی منابع مازاد نقدی مردم و تجهیز و هدایت پس‌اندازها و سپرده‌های آن‌ها به اشخاص حقیقی و حقوقی که با کمبود وجوه نقد مواجه‌اند، نقش مهمی را در رشد اقتصادی، رشد تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال به‌عهده داشته و مبادلات تجاری و بازرگانی را تسهیل می‌کنند. هر قدر نظام بانکی پیشرفته‌تر عمل کند، بازارهای مالی توسعه می‌یابند و در نتیجه رشد اقتصادی را موجب می‌شوند. در کشور ما بانک‌ها با جمع‌آوری سپرده‌های مردمی و هدایت آن‌ها به سمت واحدهای اقتصادی متقاضی این وجوه، بخشی از این نیاز را طبق مقررات پولی و بانکی کشور تأمین می‌کنند. بانک‌های ایرانی چه دولتی و چه خصوصی موظف به اجرای قانون بانکداری بدون ربا (مصوب شهریور 1362) و کلیه مقررات و ضوابط تعیین شده از طرف بانک مرکزی هستند. تسهیلات اعطایی نظام بانکی کشور برای تأمین منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی در بازار سرمایه اولیه از ویژگی‌های زیر برخوردار است:

- اغلب تسهیلات نظام بانکی جز در مورد بخش مسکن معمولاً کوتاه‌مدت و میان‌مدت است (حداکثر 7 سال).
- تسهیلات اعطایی در نظام بانکی مستلزم دریافت وثایق و تأمین کافی می‌باشد. در پرداخت این تسهیلات، سابقه اعتباری مشتریان و نوع وثایق قابل قبول از آن‌ها حائز اهمیت است.
- تسهیلات اعطایی جز در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم دارای محدودیت در میزان مشارکت نظام بانکی است.



- تأمین منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط نظام بانکی بر اساس قراردادهایی انجام می‌گیرد. در این قراردادها مدت مشارکت، مدت بازپرداخت تسهیلات و نحوه تمدید قرارداد مستلزم کسب مجوزهای مربوطه است (امیر ارصلانی 1381 ص 33).

در ایران بانکهای تجاری به منظور تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری‌های خود معمولاً علاوه بر انجام فعالیت‌های بانکی، اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار نیز می‌نمایند. سرمایه‌گذاری بانکهای تجاری در بازار سرمایه از منطبق اقتصادی خاصی پیروی نمی‌کند. بلکه به دلیل دولتی بودن بانکها میزان سرمایه‌گذاری آنها تحت تأثیر سیاست‌های کلان اقتصادی کشور است. تفاوت عمده‌ای 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، سرمایه‌گذاری‌های عمده‌ای نیز انجام می‌دهند. بانکهای تجاری در کشورهای صنعتی پیشرفته اجازه سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی را ندارند. زیرا اگر بانک تجاری در شرکتی سرمایه‌گذاری کند، نمی‌تواند از پرداخت وام و اعتبار به آن شرکت اجتناب کند. در این شرایط پرداخت وام و اعتبارات بر اساس اصل تخصیص بهینه منابع انجام نخواهد شد. ممکن است بانکهای تجاری اعتباری به شرکت‌های ذی‌نفع خود بدهند که اگر در آن شرکت سرمایه‌گذاری نمی‌کردند، حاضر به پرداخت تسهیلات بانکی به آن نبودند. در کشورهای پیشرفته بانکهای تجاری وظایف خود را در تأمین مالی دارایی‌های جاری اشخاص حقیقی و حقوقی متمرکز می‌کنند. از طرف دیگر وظیفه‌ی اصلی بانکهای تخصصی، تأمین مالی دارایی‌های ثابت شرکت‌های تولیدی، کشاورزی و ساختمانی است (عقیلی کرمانی 1373 ص 9 - 118).

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 ویژگی‌های خاصی برخوردار ساخته است. این ویژگی یکی تضعیف



وظایف سنتی بانکداری و دیگری تضعیف مرزها و حوزه‌های فعالیت بانک‌های تجاری و تخصصی در چارچوب عملیات بانکداری بدون رباست.

با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا، تعریف سنتی بانکداری یعنی واسطه‌گری مالی بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران در مورد بانک‌های کشور ما مصداق ندارد. البته آن‌گونه که پیشرفت‌های فناوری مالی در برخی از کشورها توسعه یافته‌ایجاب می‌کند، بانک‌ها به عنوان مؤسسات مالی علاوه بر انجام نقش واسطه‌گری مالی در بازار پول، اقدام به تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در قالب قراردادهای مشارکتی و یا به صورت مستقل در بخش‌های مختلف اقتصادی و غیردولتی می‌نمایند. پیشرفت‌های 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 به منظور هماهنگی بیشتر، وظیفه نظارت بر بازارهای پول و سرمایه را بر عهده یک مقام ناظر (هیأت بازار سرمایه) واگذار نمایند. طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک‌ها در چارچوب عقود پیش‌بینی شده می‌توانند در بازار پول و بازار سرمایه، در عقود تجاری و غیرتجاری به صورت مشارکتی و غیرمشارکتی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند (بازمحمدی 1381 ص 40).

### بازار سرمایه

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 1384 با تصویب قانون بازار اوراق بهادار از





حیطه وظایف بانک مرکزی خارج شد و به عهده وزارت امور اقتصادی و دارایی گذاشته شد. در رأس بازار سرمایه، شورای عالی بورس و اوراق بهادار قرار دارد که وزیر امور اقتصادی و دارایی ریاست شورا را عهده‌دار است. طبق ماده 2 این قانون «در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای قانون «شورا» و «سازمان» با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شود». طبق ماده 2 آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، همه نهادهایی که بر اساس قانون مجوز تأسیس و فعالیت خود را از شورا یا سازمان دریافت می‌کنند مانند بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس، کانون‌ها، بازارهای مشتقه، بورس‌های کالایی، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و نهادهای مالی دیگر تحت نظارت این قانون می‌باشند. بنابراین با تصویب قانون بازار اوراق بهادار، عملاً نظارت بر بازار سرمایه از حیطه قلمرو وظایف مقام ناظر بر بازار پول کشور خارج شد. طبق ماده 26 این قانون، وظایف و اختیارات بانک مرکزی موضوع ماده 4 قانون نحوه انتشار اوراق بهادار (مصوب 76/6/30) به «سازمان» واگذار می‌شود.

### انواع بازار سرمایه

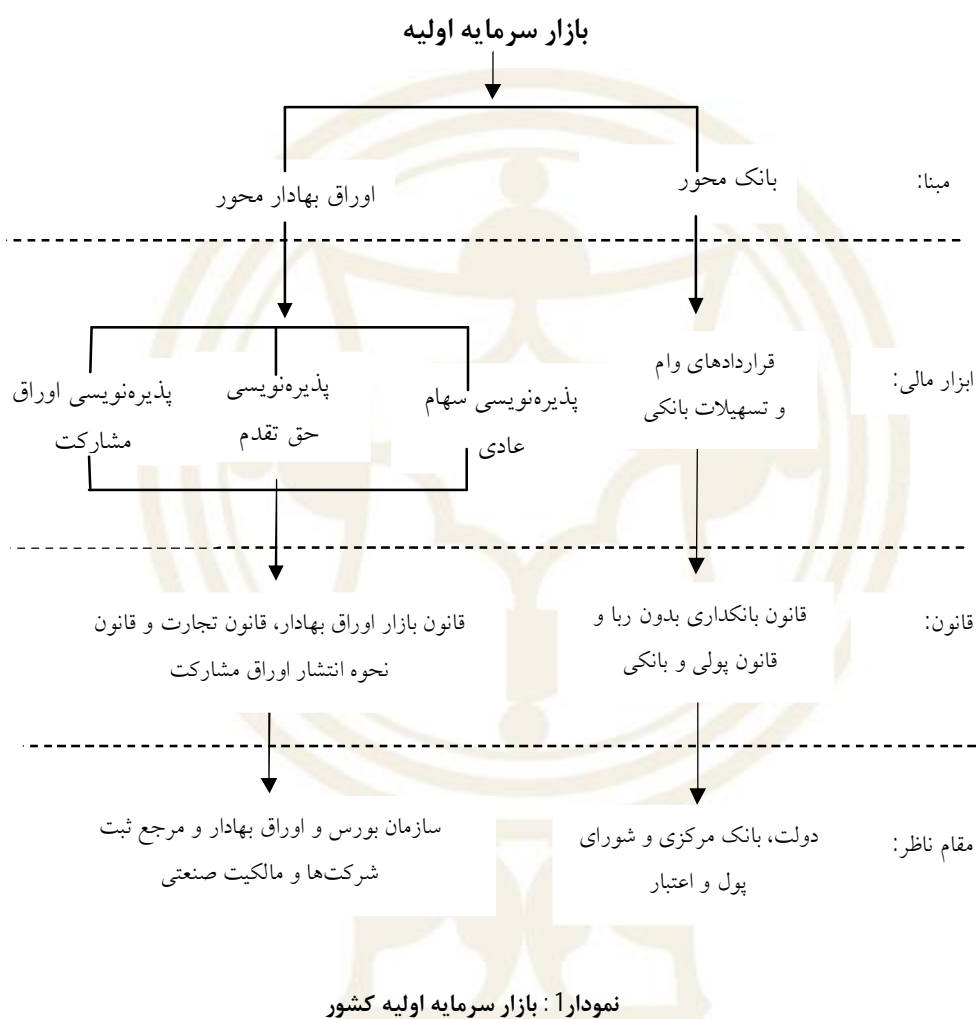
معاملات اوراق بهادار از لحاظ تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری جدید به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم می‌شود که در زیر به شرح آنها می‌پردازیم:

1- **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 تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت و تحت عنوان افزایش سرمایه و یا استقراض انجام می‌شود. عرضه‌کنندگان سرمایه در ایران، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و عموم سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی ایرانی و یا سرمایه‌گذاران نهادی



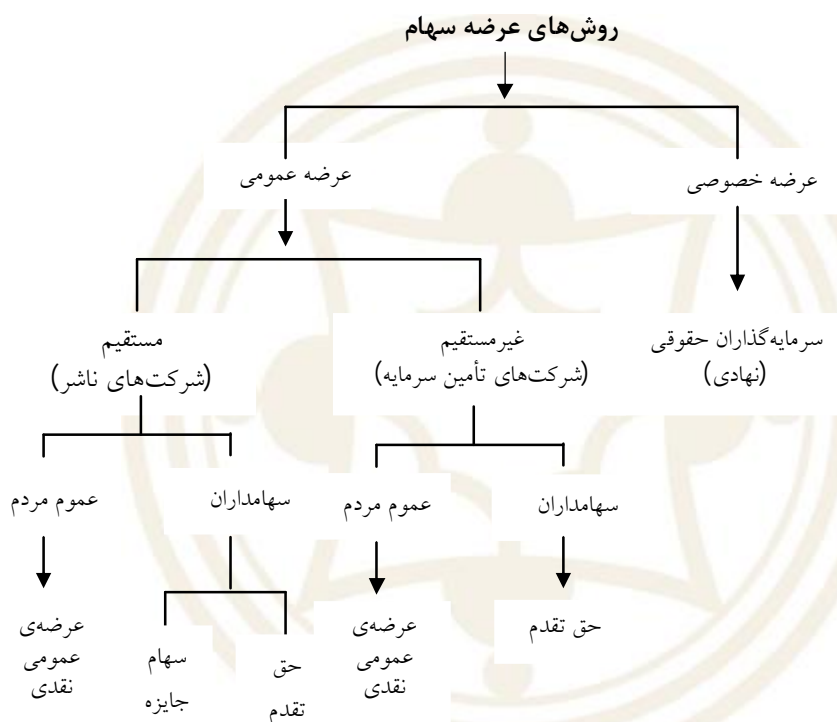
خارجی هستند. در بازار سرمایه اولیه کشور، سهام عادی، گواهینامه حق تقدم سهام عادی، اوراق مشارکت، وام و تسهیلات اعتباری عرضه می‌شوند. طبق بند 9 از ماده 1 قانون بازار اوراق بهادار، بازار اولیه بازاری است که پذیرهنویسی اوراق بهادار جدید شرکت‌ها اعم از شرکت‌های تازه تأسیس و یا فعال در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می‌گیرد. طبق ماده 20 این قانون، عرضه عمومی اوراق بهادار در «بازار اولیه» منوط به ثبت آن نزد «سازمان» با رعایت مقررات این قانون می‌باشد. «عرضه عمومی» اوراق بهادار به هر طریق بدون رعایت مفاد این قانون ممنوع است. طبق ماده 25 قانون بازار اوراق بهادار، از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون، برای ثبت شرکت‌های سهامی عام یا افزایش سرمایه آنها اجازه انتشار اعلامیه پذیرهنویسی توسط مرجع ثبت شرکت‌ها پس از موافقت «سازمان» صادر می‌شود.

نمودار 1 بازار اولیه کشور را بر مبنای بانک محوری و اوراق بهادار محوری نشان می‌دهد:



مأخذ: مترجم

نمودار 2 روش‌های عرضه سهام در بازار سرمایه اولیه کشور را نشان می‌دهد:



نمودار 2: روش‌های انتشار سهام عادی در بازار اولیه ایران

منبع: عباسی 1383 ص 7 و 1

طبق ماده 1 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 سرمایه‌گذاران نهادی است.



شرکت‌های تأمین سرمایه: شرکت‌هایی هستند که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عموم سرمایه‌گذاران حقیقی و نهادی منابع مورد نیاز ناشر را با تضمین و تعهد فروش اوراق بهادار آن تأمین می‌نمایند. این شرکت‌ها می‌توانند عملیات کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سب‌گردانی پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی 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 پذیرهنویسی نمایند (عباسی 1383 ص 81).

سهام جایزه: انتشار سهام عادی از طریق انتقال سود انباشته به حساب سرمایه و توزیع رایگان آن بین سهامداران به نسبت درصد مالکیت است (عباسی 1383 ص 113).

2- 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 10 از ماده 1 قانون بازار اوراق بهادار، بازار ثانویه بازاری است که اوراق بهادار پس از عرضه اولیه در آن مورد دادوستد قرار می‌گیرد. در ایران قراردادهای وام و تسهیلات اعطایی در شبکه بانکی، بازار ثانویه فعال و سازمان‌یافته‌ای ندارند و اساساً این تسهیلات در بازار ثانویه معامله نمی‌شوند. اما بازار ثانویه اوراق بهادار، بازار رسمی و سازمان‌یافته‌ای است. این بازار ابتدا به دنبال تصویب قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مورخ 1345/2/27 تأسیس و از بهمن 1346 فعالیت خود را با پذیرش سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، سهام شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه عباس‌آباد به طور رسمی آغاز کرد. گرچه در ماده 1 این قانون، معاملات اوراق قرضه شرکت‌ها و شهرداری‌ها نیز امکان‌پذیر بوده اما بعد از انقلاب به دلیل محدودیت‌های قانون بانکداری بدون ربا هیچ شرکت ایرانی اوراق قرضه‌ای را منتشر نکرده و در نتیجه معاملات اوراق قرضه بخش خصوصی در ایران بعد از انقلاب در بازار اولیه و ثانویه وجود خارجی نداشته است. طبق ماده 3 قانون بازار اوراق بهادار بورس اوراق بهادار بازار متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران



طبق مقررات این قانون مورد دادوستد قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود. در بند 24 از ماده 1 این قانون آمده است شورای بورس، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. هدف و فواید تأسیس بازار ثانویه عبارت است از:

- 1- امکان معاملات و نقل و انتقال مالکیت انواع اوراق بهادار را فراهم می‌کنند.
- 2- قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار را افزایش می‌دهد.
- 3- جذب سرمایه‌های راکد سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی را فراهم می‌کند.
- 4- در بورس قیمت منصفانه اوراق بهادار تعیین می‌شود.

### تفاوت‌های بازار اولیه و ثانویه

با مقایسه‌ی بازار اولیه و ثانویه می‌توان به تفاوت‌های زیر رسید.

- 1- خریداران اوراق بهادار در بازار اولیه کارمزدی پرداخت نمی‌کنند، اما در بازار ثانویه باید کارمزد پرداخت شود.
- 2- معاملات در بازار اولیه از طریق پذیرهنویسی نزد بانک‌های عامل یا بانک‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های کارگزاری انجام می‌شود، اما در بازار ثانویه همه‌ی معاملات باید از طریق کارگزاران انجام شود.
- 3- در بازار اولیه مهلت معینی برای پذیرهنویسی و درخواست خرید تعیین می‌شود. اما خرید از طریق بازار ثانویه محدودیت زمانی ندارد.
- 4- در پذیرهنویسی اوراق بهادار، در بازار اولیه محدودیتی برای خرید تعداد اوراق بهادار در نظر گرفته می‌شود، اما در بازار ثانویه این نوع محدودیت‌ها وجود ندارد.
- 5- در بازار اولیه فرآیند تشکیل و افزایش سرمایه انجام می‌گیرد، اما در بازار ثانویه خرید و فروش اوراق بهادار (سهام) باعث افزایش سرمایه نمی‌شود.



- 6- خریداران اوراق بهادار معمولاً نمی‌توانند اوراق بهادار خود را از طریق همان بازار به فروش رسانند. اما در بازار ثانویه امکان فروش اوراق بهادار مهیا است.
- 7- در بازار اولیه اوراق بهادار عرضه شده معمولاً به قیمت اسمی و یا به قیمت پایه عرضه می‌شود، اما در بازار ثانویه اوراق بهادار به قیمت روز و بر اساس عرضه و تقاضا معامله می‌شود.
- 8- قیمت اوراق بهادار در دوره‌ی عرضه در بازار اولیه تثبیت می‌شود. اما در بازار ثانویه قیمت‌ها بر اساس عرضه و تقاضا در نوسان است.
- 9- خریداران اوراق بهادار در بازار اولیه ریسک سرمایه‌گذاری (ریسک عملیاتی یا تجاری) زیادی را تقبل می‌کنند. اما خرید اوراق بهادار از بازار ثانویه با توجه به عملکرد سرمایه‌گذاری گذشته و حال شرکت از ریسک عملیاتی کمتری برخوردار است.
- 10- عملکرد مدیریت در اوراق بهادار عرضه شده در بازار اولیه مبهم است اما در بازار ثانویه تا حدود زیادی قابل پیش‌بینی است.
- 11- بازار اولیه فاقد قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار است اما بازار ثانویه قدرت نقدشوندگی زیادی برای اوراق بهادار ایجاد می‌کند.
- 12- شرکت‌های متقاضی سرمایه در بازار اولیه مستقیماً می‌توانند به مردم (پس‌انداز کنندگان و سرمایه‌گذاران) مراجعه کنند. اما تأمین مالی از طریق بازار ثانویه مستلزم به کارگیری خدمات واسطه‌گری شرکت‌های کارگزاری است.
- 13- عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه مستلزم رعایت تشریفات قانونی و الزامات ثبت و تشکیل پرونده نزد مرجع رسمی بازار سرمایه است. اما عرضه‌ی ثانویه اوراق بهادار در بازار ثانویه مستلزم ثبت و تشکیل پرونده نیست.



14- عدم موفقیت در فروش همه‌ی اوراق بهادار در بازار اولیه باعث عدم شکل‌گیری شرکت و عدم اجرای پروژه‌ها می‌شود اما عدم معامله‌ی سهام شرکت در بازار ثانویه تأثیری از این لحاظ بر شرکت ندارد.

15- عرضه‌ی سهام در بازار اولیه باعث افزایش تعداد سهام شرکت می‌شود، اما عرضه‌ی سهام در بازار ثانویه، تعداد سهام شرکت را افزایش یا کاهش نمی‌دهد.

### نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه ایران

نهادهای مالی یک مفهوم گسترده است و شامل سازمان‌هایی است که به عنوان عامل یا نماینده، دلال یا واسطه معاملات فعالیت می‌کنند. این نهادها بر حسب اینکه برای مردم یا به حساب خود در بازار معامله می‌کنند، به دو دسته عاملان یا کارگزاران و واسطه‌های مالی تقسیم می‌شوند. نهادهای مالی یک بنگاه مالی می‌باشند که می‌توانند یکی از چند خدمات مالی مثل پذیرش سپرده، کارگزاری اوراق بهادار، مدیریت وجوه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار را برعهده گیرد. نهادهای مالی به صورت شخصیت‌های حقوقی از طریق جذب منابع و تخصیص آنها به صورت بهینه و کارشناسانه نقش اساسی در ایجاد ارزش افزوده اقتصادی به‌عهده دارند.

### واسطه‌های مالی

نهادهایی هستند که به حساب خود در بازار مالی فعالیت می‌کنند و از طریق انجام معامله به حساب خود، به نقل و انتقال وجوه و تسهیل آن کمک می‌کنند. واسطه‌های مالی با گردآوری دارایی‌های مالی از طریق بازار سرمایه، آنها را به انواع دارایی‌های متفاوت و بهتری تبدیل می‌کنند. وجوه جمع‌آوری شده گاهی بدهی‌های واسطه مالی را تشکیل می‌دهد. واسطه‌های مالی به سه دسته تقسیم می‌شوند:

**نهادهای سپرده‌پذیر:** واسطه‌های مالی هستند که سپرده افراد، شرکت‌ها و سازمان‌ها را می‌پذیرند و وام می‌دهند. این نهادها با واگذاری بدهی‌های خود به مردم به صورت سپرده وجوه مورد





نیاز خود را به دست می‌آورند. برای این نهادها وجوه نقد کافی اهمیت زیادی دارد. مانند بانک‌های تجاری، بانک‌های پس‌انداز، اتحادیه‌های اعتباری و بانک‌های وام و پس‌انداز.

**نهادهای قراردادی:** این نهادها واسطه‌هایی هستند که وجوه مورد نیاز خود را در زمان‌های مشخص طبق قرارداد دریافت می‌کنند. از آنجایی که آنها می‌توانند تا حدودی پرداخت‌های آینده خود را پیش‌بینی کنند، مانند سازمان‌های سپرده‌پذیر نگران از دست دادن وجوه خود نیستند. در نتیجه نقدینگی دارایی‌ها برای این دسته از نهادها اهمیت زیادی دارد: مانند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی. این سازمان‌ها می‌توانند منابع وجوه خود را در اوراق بهادار بلندمدت مانند اوراق قرضه شرکت‌ها، سهام و وام‌های رهنی سرمایه‌گذاری کنند. به این نهادها واسطه‌های مالی غیر پولی (غیر پذیره‌نویس) نیز می‌گویند. این نهادها با جمع‌آوری پس‌اندازهای جامعه در جهت‌دهی به اعتبارات نقش اساسی ایفا می‌کنند. طبق تعریف صندوق بین‌المللی پول، عمده‌ترین تفاوت بین واسطه‌های غیر پولی با بانک‌های سپرده‌پذیر آن است که تعهدات مؤسسات مالی غیرپولی به عنوان وسیله پرداخت در اقتصاد قابل قبول نیست (IMF 1984).

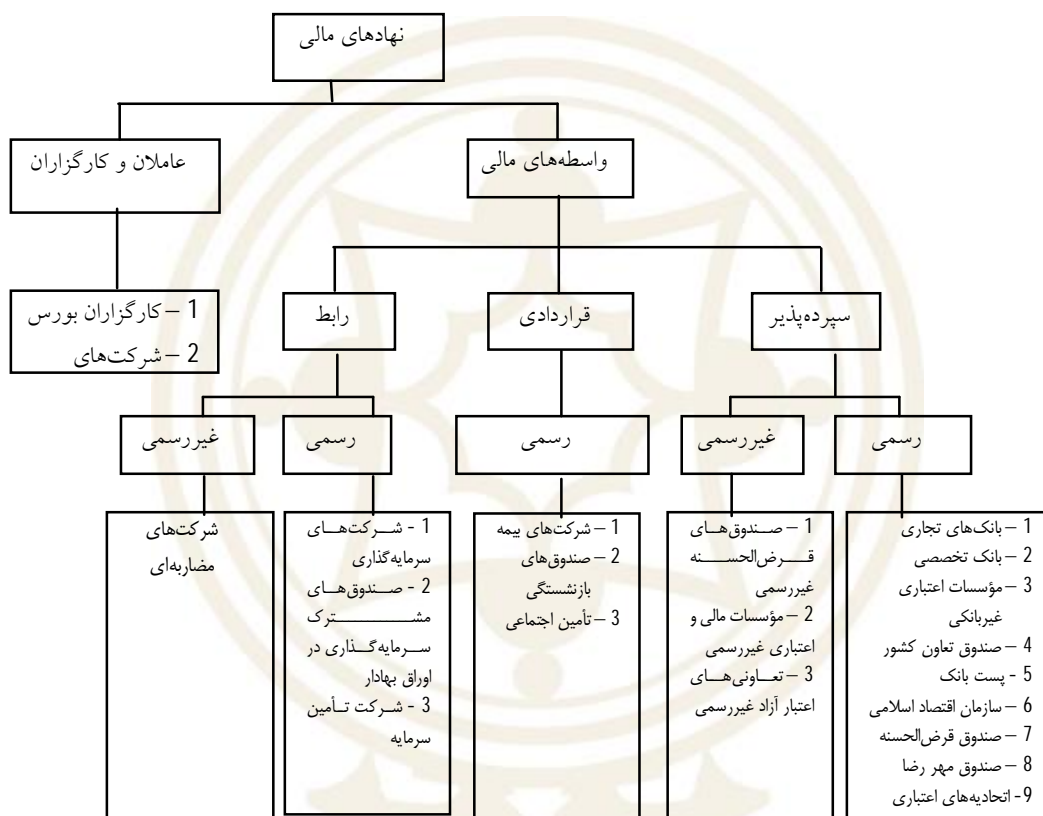
**نهادهای رابط:** این نهادها غالباً تسهیل‌کننده مبادله انواع اوراق بهادار و یا در خلق آنها مؤثرند. مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات. این سازمان‌ها نقش رابط بین سرمایه‌گذاران و متقاضیان وجوه را به عهده دارند.

**عاملان یا کارگزاران:** از جمله نهادهای مالی هستند که غالباً در بازار ثانویه به خرید و فروش اوراق بهادار بر حسب تقاضای سرمایه‌گذاران اقدام می‌کنند. کارگزاران خرید و فروش را به حساب و به نام مشتریان انجام داده و در قبال آن کارمزد دریافت می‌کنند. معامله‌گران نیز از جمله نهادهای مالی هستند که به نام خود و برای خود نیز می‌توانند به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام کنند.



### طبقه بندی نهادهای مالی در ایران

نمودار 3، نهادهای مالی را بر حسب انواع واسطه‌های مالی و عاملان نشان می‌دهد.



نمودار 3: طبقه‌بندی نهادهای مالی در ایران



### بازار خارج از بورس (فرا بورس) در ایران

طبق بند 8 از ماده 1 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 می‌گیرد. طبق ماده 28 این قانون، تأسیس بازارهای خارج از بورس منوط به ثبت آن نزد «سازمان» است و فعالیت آنها تحت نظارت «سازمان» انجام می‌شود. در این راستا مجوز تأسیس شرکت فرا بورس در سال 1387 از سوی سازمان صادر گردید. سرمایه اولیه این شرکت 10 میلیارد تومان پیش‌بینی شده است که بر اساس مجوز شورای بورس 20% سهام فرا بورس به شرکت بورس، 60% به نهادهای مالی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های کارگزاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی و 20% برای پذیره‌نویسی عمومی تخصیص یافته است. 79% از سرمایه‌های اولیه این شرکت توسط مؤسسان که تعداد آنها 141 شرکت است پرداخت شده و 21% بقیه از 87/4/25 تا 87/5/2 برای پذیره‌نویسی عرضه‌ی عمومی شد. این شرکت فعالیت خود را از اواخر تابستان 87 شروع کرد. 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 شرکت‌ها نیست. انتظار می‌رود به علت سهولت حضور شرکت‌ها در آن، حجم معاملات سهام در این بازار بیش از بورس اوراق بهادار تهران باشد.

تا قبل از شکل‌گیری رسمی فرا بورس، معاملات سهام در بازار خارج از بورس به طور غیررسمی از طریق شرکت‌های مختلف انجام می‌گرفت. انتظار می‌رود در بازار فرا بورس ابتدا سهام شرکت‌ها مورد معامله قرار گیرد و در آینده قراردادهای آتی نیز معامله شود. فواید بازار فرا بورس عبارتند از:

- 1- کشف قیمت اوراق بهادار شرکت‌ها
- 2- شفافیت عملکرد مالی و تجاری شرکت‌ها
- 3- انجام معاملات منصفانه



4- سهولت در تأمین مالی و افزایش سرمایه شرکت‌ها

5- کمک به جذب نقدینگی و سرمایه‌های کشور

### ابزارهای مشتقه در ایران

طبق بند 11 ماده 1 قانون بازار اوراق بهادار، بازار مشتقه بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا دادوستد می‌شود. بازار مشتقه در ایران در مقایسه با سایر کشورهای پیشرفته بازار بسیار کوچک و یا غیرفعال 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 مشتقه‌ها 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:

1- اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام عادی

2- گواهینامه حق تقدم خرید سهام عادی

3- واریزنامه ارزهای صادراتی.

### مجتمع مالی

هنگامی که یک نهاد مالی خدمات مالی اعم از خدمات بانکداری، بیمه‌ای اشخاص و اموال، تأمین سرمایه و تضمین و تعهد، فروش اوراق بهادار، کارگزاری اوراق بهادار، لیزینگ اتومبیل و ماشین‌آلات، خدمات صندوق مشترک سرمایه‌گذاری، شرکت سرمایه‌گذاری، درجه‌بندی شرکت‌ها و اوراق بهادار و تحلیل‌گری اوراق بهادار را در قالب شرکت‌های مستقل خود یکجا ارائه نماید، به آن، مجتمع مالی گویند. در ایران برخی از بانک‌های خصوصی مانند پارسیان به این سمت حرکت کرده و به تدریج به یک مجتمع مالی تبدیل می‌شوند. به عنوان مثال بانک پارسیان علاوه بر ارائه خدمات



بانکداری دارای شرکت‌های مستقلی است که خدمات لیزینگ، خدمات کارگزاری و معامله‌گری اوراق بهادار و خدمات بیمه‌ای را ارائه می‌دهد.

### افشای اطلاعات و درجه کارایی بورس تهران

درجه کارایی بازار با میزان و سرعت افشاء اطلاعات همبستگی دارد. هر قدر شرکت‌های بورسی اطلاعات مالی و غیرمالی خود را کامل و به سرعت افشاء نمایند و در نتیجه میزان و مدت نگهداری اطلاعات درون سازمانی کوتاه‌تر و کمتر باشد، کارایی اطلاعاتی بازار افزایش می‌یابد و در نتیجه قیمت‌ها در هر لحظه با اطلاعات جدید سریعاً تطبیق می‌یابد و قیمت منصفانه سهام در هر زمان کشف و تعیین می‌شود. در این حالت، بازار از نظر اطلاعاتی کارایی خواهد داشت.

طبق بند 32 ماده 1 قانون بازار اوراق بهادار، اطلاعات نهانی (خصوصی) هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشران مربوط می‌شود، در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوطه تأثیر می‌گذارد. طبق ماده 42 این قانون، ناشر اوراق بهادار موظف است صورت‌های مالی را طبق مقررات قانونی، استانداردهای حسابداری و آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی ابلاغی از سوی «سازمان» تهیه کند.

در سال‌های گذشته برخی از پژوهش‌های انجام شده در ایران وضعیت کارایی اطلاعاتی بورس تهران را نشان می‌دهند (فدایی‌نژاد 1374، نمازی و شوشتریان 1374 و سینایی 1373).