

# فصل ۱

## مقدمه‌ای برای فهم سرمایه‌گذاری

- بازار سهامی که در سال ۱۹۹۹ کار خود را با موفقیت بالایی در ایالات متحده شروع کرده بود در عرض سه هفته ارزش بازار خود را تا بیش از ۹ درصد از دست داد. چرا؟
- شاخص سهام بورس مکزیک در سال ۱۹۹۱ به ۱۲۶ درصد افزایش یافت. به طوری که نسبت به سال قبل ۴۳ درصد افزایش پیدا کرد. آیا سرمایه‌گذاران ایالات متحده باید در این بازار سهام خارجی مشارکت کنند؟ اگر این چنین است، چرا؟
- در اوایل سال ۱۹۹۰، ۷۵ درصد از کارکنان شرکتهای ایالات متحده، علاقه‌ای به سرمایه‌گذاری و جوه خود در سهام نداشتند، در حالی که در سالهای بعد، سهام، یکی از بهترین روشهای سرمایه‌گذاری کارکنان بود. آیا علت این امر، هوشیاری آنان بود؟
- در طول ۶ سال گذشته فقط ۲۶ درصد از سهام پرتفلیوهایی که به صورت حرفه‌ای مدیریت می‌شده‌اند توانسته‌اند در ۵۰ درصد از موقعیت‌های پیش آمده در بازار سهام، با موفقیت عمل نمایند. چرا؟
- آیا یک اوراق قرضه بدون ریسک، می‌تواند در طول یک سال بازدهی معادل ۴۰ درصد یا بیشتر داشته باشد؟
- متوسط نرخ بازده سالانه سهام عادی، چه میزان است؟ چگونه یک سرمایه‌گذار می‌تواند انتظار داشته باشد که در آینده از سهام خود سود منطقی بدست آورد؟

هدف این کتاب این است که بتواند به شما کمک کند به سؤالات این چنینی پاسخ دهید، و به این نتیجه برسید که تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، باعث ارتقای رفاه اقتصادی خواهد شد. به همین منظور در این کتاب سعی شده مفاهیم اساسی سرمایه‌گذاری از نظر تئوری و عملی مطرح شود. در خصوص سرمایه‌گذاری، مباحث و روشهای تشریحی و کمی زیادی وجود دارد. برخی از این روشها فوق‌العاده مؤثر هستند، برخی دیگر با وجود اینکه ابتدایی‌اند، اما برخوردار از مفاهیم سرمایه‌گذاری قابل بکارگیری بوده ولی برخی دیگر بی‌ارزش هستند. این کتاب به دنبال روشهای مفید و مؤثری است که برای فضای سرمایه‌گذاری امروزی مؤثر باشد و شما بتوانید با استفاده از این روشها و مفاهیم در دنیای سرمایه‌گذاری امروزی به آن چیزهایی که می‌خواهید دست پیدا کنید. البته برخی از سرمایه‌گذاران خواسته‌های غیرواقعی دارند که این در نهایت می‌تواند باعث عدم دستیابی به نتایج مورد درخواست آنها گردد. انتظارات واقعی باعث می‌شود تا بتوانید از آنچه که یاد می‌گیرید به نحو صحیحی در راستای استفاده از منابع مالی خود استفاده کنید.

## ماهیت سرمایه‌گذاری

### برخی از تعاریف

واژه «سرمایه‌گذاری»<sup>۱</sup> می‌تواند دامنه‌ی وسیعی از فعالیتها را شامل شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری باشد. اگر چه کسانی که به صورت حرفه‌ای به سرمایه‌گذاری می‌پردازند از دارایی‌های دیگری، از قبیل گواهی خرید اسناد<sup>۲</sup>، برگ اختیار خرید و فروش سهام<sup>۳</sup>، اوراق قابل تبدیل و دارایی‌های مشهود مانند طلا و اشیاء قیمتی برای انجام سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاری می‌تواند دارای درجات مختلف ریسک‌پذیری باشد و هر فردی، خواه شخصی با تحصیلات دانشگاهی، و خواه یک شهروند عادی، می‌تواند با توجه به شرایط خود از تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کند.

سرمایه‌گذاری<sup>۴</sup> عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد. بنابراین سرمایه‌گذاری مستلزم مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری است.

1. Investing

2. Warrant

3. Puts and calls

4. Investment

سرمایه‌گذاری مستلزم مدیریت ثروت سرمایه‌گذاران است. این ثروت شامل مجموع درآمد فعلی و ارزش فعلی درآمدهای آتی است. بنابراین ارزش فعلی و مفهوم بهره مرکب می‌تواند نقش مهمی در فرآیند سرمایه‌گذاری داشته باشد. اگرچه سرمایه‌گذاری دارای جنبه‌های مختلفی است ولی دو جنبه از آن حائز اهمیت است: «تجزیه و تحلیل» و «مدیریت» (سرمایه‌گذاری).

در این کتاب منظور از «سرمایه‌گذاری»، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و به خصوص اوراق بهادار قابل معامله است. دارایی‌های مالی<sup>۱</sup> به صورت اوراقی است که توسط دولت‌ها و شرکتها منتشر می‌شود. از طرف دیگر دارایی‌های دیگری وجود دارد که به آنها دارایی واقعی<sup>۲</sup> می‌گویند. این دارایی‌ها مشهود بوده و به صورت طلا، نقره، الماس، هنر (تابلو و...) و مواردی از این قبیل را شامل می‌شود.

اوراق بهادار قابل معامله، دارایی‌های مالی‌ای هستند که به آسانی و با حداقل هزینه در بازارهای انسجام یافته، قابل خرید و فروش باشند. پس می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری شامل دارایی‌های مالی و واقعی و هم چنین دارایی‌های قابل معامله و غیرقابل معامله است. به خاطر حیطة وسیعی که در پیش روی سرمایه‌گذاری وجود دارد، در این کتاب بیشتر تأکید ما روی اوراق بهادار قابل معامله<sup>۳</sup> است، اگر چه مفاهیم و تکنیکهایی که در این کتاب مطرح می‌شود در خصوص دارایی‌های واقعی نیز قابل بکارگیری است.

### نگاهی گذرا بر سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری وجوه مالی در دارایی‌های مختلف، تنها بخشی از کل تصمیم‌گیری‌ها و برنامه‌ریزی‌های مالی است که اغلب افراد انجام می‌دهند. قبل از اینکه افراد سرمایه‌گذاری انجام دهند هر فردی باید یک طرح کلی مالی را تنظیم کند. این چنین طرحی باید دربرگیرنده‌ی تصمیم‌گیری مربوط به انجام معامله باشد. به علاوه در خصوص نحوه‌ی مالکیت، طول عمر دارایی و میزان سودآوری آن، مد نظر قرار گیرد. سرانجام اینکه این طرح باید شامل میزان حداقل وجوه پس‌انداز ضروری نیز باشد.

در این کتاب فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران طرح کلی مالی خود را ریخته‌اند و حالا به دنبال اداره و ارتقای ثروت و دارایی خود از طریق سرمایه‌گذاری در یک ترکیب بهینه دارایی‌های مالی می‌باشند.

1. Financial assets

2. Real assets

3. Marketable securities

مفهوم «ترکیب بهینه»<sup>۱</sup> مهم است. برای اینکه ثروت افراد که به صورت دارایی‌های مختلف نگهداری می‌شود باید به صورت واحد ارزشیابی و مدیریت شود. ثروت باید به صورت پرتفلیو، مدیریت و ارزشیابی شود. پرتفلیو<sup>۲</sup> دربرگیرنده‌ی مجموعه‌ی سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار است.

### چرا سرمایه‌گذاری می‌کنیم؟

سرمایه‌گذاری برای کسب پول صورت می‌گیرد! اگرچه هر فردی با این عبارت موافق است، با این حال باید در آن دقیق‌تر شویم. ما به این خاطر سرمایه‌گذاری می‌کنیم که رفاه و آسایش فعلی و آتی خود را بهبود ببخشیم. در این کتاب فرض می‌کنیم که افراد انتظار دارند از سرمایه‌گذاری خود، فقط به صورت منافع پولی منتفع شوند.

وجوهی که سرمایه‌گذاری می‌شود می‌تواند ناشی از دارایی‌های موجود فرد، پول وام‌گرفته‌شده یا پس‌انداز باشد. افراد سعی می‌کنند از طریق صرفه‌جویی در مصرف امروز خود و پس‌انداز آن بتوانند مصرف آتی خود را بهبود ببخشند. سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند ثروت و دارایی خود را به نحو مؤثری مدیریت کنند تا بتوانند با محافظت آن از عواملی هم چون تورم، مالیات و سایر عوامل، بیشترین بازده را کسب نمایند. به خاطر این دلایل است که مردم پس‌انداز می‌کنند.

### اهمیت مطالعه‌ی سرمایه‌گذاری

همه‌ی مردم به نوعی دارای ثروتی هستند که ناشی از ارائه خدمات آنان در بازار کار است. اغلب مردم در بیشتر مواقع تصمیم‌گیریهایی را در خصوص سرمایه‌گذاری در زندگی خود انجام می‌دهند. برای مثال برخی از کارگران راجع به اینکه آیا وجوه مربوط به بازنشستگی خود را در سهام سرمایه‌گذاری کنند یا در اوراق قرضه، تصمیماتی را اتخاذ می‌کنند. برخی دیگر از افراد به دنبال حداکثر کردن بازده پس‌انداز خود از طریق سرمایه‌گذاری در گزینه‌های دیگر هستند.

یکی از تحولاتی که از سال ۱۹۹۰ در زندگی مردم بیشتر به چشم می‌خورد شرکت مردم در طرحهای بازنشستگی است. مردم برای اینکه مبالغی را برای دوران بازنشستگی پس‌انداز کنند تصمیم‌گیری‌هایی را در خصوص سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. در طرحهای سنتی، اغلب، مردم مبالغی را به صورت ماهانه

برای دوران بازنشستگی پس‌انداز می‌کردند، ولی حالا همین افراد منابع مالی خود را در خرید سهام، اوراق قرضه و سایر موارد مشابه به کار می‌اندازند. بنابراین در این حالت نتیجه تصمیم‌گیری که فرد انجام می‌دهد (اعم از سود یا زیان) بر روی مزایا و منافع بازنشستگی وی تأثیر می‌گذارد. همین عامل، دلیل بسیار مهمی برای مطالعه‌ی موضوعات سرمایه‌گذاری است.

افراد در تجزیه و تحلیل‌هایی که انجام می‌دهند در نهایت امید دارند که با توجه به ریسک سرمایه‌گذاری بازده متناسب با آن را بدست آورند. مطالعه‌ی دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و اصول مدیریت پرتفلیو می‌تواند باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سرمایه‌گذار شود. به علاوه انتظار می‌رود افراد با مطالعه‌ی اصول سرمایه‌گذاری تا آن جایی که ممکن است از اشتباهات جلوگیری کرده و آگاهانه تصمیم‌گیری نمایند.

### سرمایه‌گذاری به عنوان حرفه

علاوه بر دلایلی که در بالا به منظور اهمیت مطالعه سرمایه‌گذاری ذکر شد باید گفت که مطالعه سرمایه‌گذاری باعث ایجاد حرفه و مشاغلی نیز می‌شود. کسانی که می‌خواهند در این زمینه به صورت حرفه‌ای مشغول شوند باید به مطالعه‌ی سرمایه‌گذاری بپردازند.

کسانی که در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری دارای مهارت هستند می‌توانند نسبت به افراد عادی از سود بیشتری برخوردار باشند. برای مثال ممکن است سود اوراق قرضه دارای ۳۰۰,۰۰۰ تا ۴۰۰,۰۰۰ دلار باشد، در حالی که یک فرد باتجربه که در زمینه‌ی اوراق قرضه معامله می‌کند، ممکن است از همین اوراق تا ۷۵۰,۰۰۰ دلار نیز سود کسب کند. به عنوان مثال دیگر، کسانی که در شرکت وال‌استریت<sup>۱</sup> دارای تجربه‌ی کاری بالایی هستند نسبت به سایر افراد از سود بالایی برخوردارند و تجزیه و تحلیل‌های دقیقی ارائه می‌کنند. از میان ۸۰,۰۰۰ نمایندگان (کارگزاران سهام) که در ایالات متحده وجود دارند فقط تعداد کمی از آنها در سال ۱۹۹۱ سالانه دارای درآمد یک میلیون دلار یا بیشتر بودند. در حالی که متوسط درآمد اکثر این کارگزاران سهام، سالانه ۱۰۰,۰۰۰ دلار بوده و همین عامل، اهمیت مطالعه‌ی سرمایه‌گذاری در حرفه و مشاغل مربوط را می‌رساند.

علاوه بر موارد بالا، مدیرانی که در خصوص پرتفلیو و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار صاحب‌نظرند،

دارای فرصتهای شغلی زیادی می‌باشند. بسیاری از مؤسسات مالی از قبیل شرکتهای کارگزاری و بانکهای سرمایه‌گذاری اعم از بانکها و شرکتهای بیمه به خدمات تجزیه و تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری نیازمند می‌باشند. شرکتهای کارگزاری با استفاده از تجربه‌ی تحلیل‌گران، به ارائه خدمات به مشتریان از طریق ارائه گزارشهای تحقیقی می‌پردازند. بانکهای سرمایه‌گذاری سعی می‌کنند از طریق تجزیه و تحلیل‌گران کارآمد به فروش اوراق بهادار جدید و ارزشیابی شرکتهای برای کسب مشتریان جدید بپردازند. بانکها و شرکتهای بیمه مالک پرتفلیویی از اوراق بهادارند و برای اینکه به خوبی اداره شوند باید درست ارزشیابی شوند. صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری با استفاده از تجزیه و تحلیل افراد خیره برای خرید و فروش سهام، به ارزشیابی اوراق بهادار می‌پردازند.

همه‌ی این مؤسسات مالی که درباره‌ی آنها در بالا بحث شد برای مدیریت پرتفلیو اوراق بهادار خود نیازمند مدیران پرتفلیو می‌باشند. مدیران پرتفلیو مسئول اخذ تصمیمات مناسب در خصوص پرتفلیو و خرید و فروش اوراق بهادار هستند. آنها باید به سوالاتی از قبیل چه چیز باید بخرند، چه چیزی باید بفروشند و چه موقع خرید و فروش نمایند پاسخ دهند. عملکرد این مدیران از روی وضعیت پرتفلیو شرکت برآورده می‌شود و میزان موفقیت این مدیران را می‌توان از روی وضعیت پرتفلیو آن شرکت فهمید.

### بیان فرآیند سرمایه‌گذاری

بیان فرآیند سرمایه‌گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در این حالت، فعالیتهای مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری تجزیه شده، عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران که بر روی تصمیم‌گیری آنها تأثیر می‌گذارد مورد بررسی قرار می‌گیرد. در سالهای اخیر سهام عادی نسبت به پس‌انداز و اوراق قرضه از بازده بالایی برخوردار بوده است. آیا در این حالت همه‌ی سرمایه‌گذاران برای کسب بازده بیشتر در سهام عادی سرمایه‌گذاری می‌کنند؟ جواب این سؤال این است که بازده بالا همواره ریسک بالایی نیز به دنبال دارد و تمامی تصمیمات سرمایه‌گذاری براساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد. بنابراین، اولین کار، بررسی رابطه میان ریسک و بازده سرمایه‌گذاری و تعیین روابطی است که میان آنها وجود دارد. با توجه به رابطه‌ای که میان ریسک و بازده وجود دارد در ادامه به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری، پرداخته می‌شود. هم چنین تصمیمات متعدد جداگانه‌ای می‌باید اتخاذ گردد. با توجه به اهداف سازمان این

فرآیند تصمیم‌گیری به طور سنتی در یک فرآیند دو مرحله‌ای صورت می‌گیرد: «تجزیه و تحلیل اوراق بهادار» و «مدیریت پرتفلیو».

«تجزیه و تحلیل اوراق بهادار» شامل ارزشیابی اوراق بهادار است، در حالی که «مدیریت پرتفلیو» شامل مدیریت مجموعه‌ی سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار در قالب پرتفلیو (مجموعه دارایی‌ها) با ویژگیهای منحصر به خودش می‌باشد.

آخرین مرحله، بررسی عوامل مهم بیرونی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

### ماهیت اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری

بازده: <sup>۱</sup> چرا سرمایه‌گذاری می‌کنیم؟ در یک عبارت ساده می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران می‌خواهند از پول خود، سودی را کسب نمایند. وجه نقد دارای یک هزینه فرصت از دست رفته است، در صورتی که یک وجه نقد را نگهداری کنید فرصت کسب سود از طریق آن وجه نقد را از دست خواهید داد. به علاوه، در یک فضای تورمی، قدرت خرید پول کاهش می‌یابد، به عبارت دیگر وقتی نرخ تورم بالا باشد قدرت خرید به سرعت کاهش می‌یابد.

ریسک: <sup>۲</sup> سرمایه‌گذاران دوست دارند بازده آنها تا جایی که امکان داشته باشد زیاد باشد؛ ولی باید توجه داشت که میزان بازده تحت تأثیر ریسک قرار دارد. سال ۱۹۸۲ در ایالات متحده، سال خوبی برای بازار سهام بود. به طوری که بازده کلی اوراق مربوط به سهام عادی از ۲۰ درصد بالا رفت. با وجود این در همین سال برخی از صندوقهایی که به صورت حرفه‌ای اداره می‌شدند با زیان روبرو شدند. همان‌طور که از این مثال برمی‌آید، اوراق بهادار قابل معامله دارای ریسک، بازده‌های متفاوتی دارند! بنابراین تصمیم سرمایه‌گذاری همیشه باید براساس ریسک و بازده صورت‌گیرد و این دو عامل هیچ‌گاه منفک از هم نیستند.

ریسک دارای انواع مختلفی است و به همین دلیل تعاریف متعددی نیز دارد. در اینجا، ریسک عبارت است از میزان اختلاف بازده واقعی یک سرمایه‌گذاری از بازده مورد انتظار آن. با توجه به این تعریف، می‌توان گفت که بازده اسمی مورد انتظار اوراق خزانه‌ی <sup>۳</sup> ایالات متحده عملاً هیچ ریسکی ندارد، برای

1. Return

2. Risk

3. Treasury Bill

چرا که احتمال اینکه دولت ایالات متحده نسبت به بازخرید تعهدات خود در سررسید ۱۲ یا ۲۶ هفته ناتوان باشد دور از انتظار است. از طرف دیگر احتمال دارد شرکت هگزان<sup>۱</sup> و جنرال موتور نتوانند اوراق قرضه‌ی خود را با سررسید ۳۰ ساله باز خرید نمایند (هر چند میزان این ریسک پایین است). ریسک سهام عادی نسبتاً بیشتر است و بازده مورد انتظار آن می‌تواند در طول یکسال، شش‌ماه، یک‌ماه و حتی یک روز متغیر باشد.

حال این سؤال پیش می‌آید که آیا سرمایه‌گذاران از ریسک نفرت دارند؟ معمولاً در اقتصاد و به خصوص در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند. بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاقه‌ای ندارند. به عبارت دقیق‌تر باید گفت که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند. یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز<sup>۲</sup> کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارد. توجه داشته باشید که در این حالت پذیرفتن ریسک یک کار غیرمنطقی نیست، اگرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد. چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد. در واقع، سرمایه‌گذاران به طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند.

سرمایه‌گذاران به صورت ضمنی یا آشکارا با توجه به ریسک‌پذیری خود دست به سرمایه‌گذاری می‌زنند. سرمایه‌گذارانی که ریسک بالایی را قبول می‌کنند انتظار بازده بالایی را نیز دارند و برعکس سرمایه‌گذارانی که ریسک پایینی را قبول می‌کنند انتظار بازده پایینی را دارند.

همان‌طور که قبلاً گفتیم سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر کردن بازده خود هستند. باین حال آیا می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران به دنبال حداقل کردن ریسک خود هستند؟ خیر! به این دلیل که حداقل کردن میزان ریسک، مخصوصاً نرخ بازده پایین، دارای هزینه‌هایی است. حداقل کردن ریسک به نگهداری‌های دارای ریسک بدون ریسک مثل پس‌انداز و اوراق خزانه منجر می‌شود. در حالی که کسانی که سرمایه‌گذاری می‌کنند علاقه‌مند هستند رابطه‌ی منطقی بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری خود ایجاد کنند.

رابطه ریسک و بازده: در حیطه‌ی دارایی‌های مالی، سرمایه‌گذاران می‌توانند همانند شکل ۱-۱ هر نوع ریسک و بازده‌ای را انتخاب کنند. خط RF تا B رابطه‌ی میان ریسک و بازده را برای همه‌ی



سرمایه‌گذاری که مزایل هستند در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کنند نشان می‌دهد. این رابطه همیشه دارای شیب متمایل به بالاست، برای اینکه محور عمودی بازده موردانتظار<sup>۱</sup> است و سرمایه‌گذار منطقی ریسک بالایی را نمی‌پذیرد مگر اینکه انتظار داشته باشد این ریسک با بازده بالا جبران خواهد شد. بازده مورد انتظار باید به اندازه‌ی کافی بالا باشد تا بتواند ریسک بیشتر را جبران کند؛ با این حال هیچ تضمینی وجود ندارد که بازده اضافی حتماً حاصل خواهد شد.

RF در شکل ۱-۱ عبارت است از بازده یک دارایی بدون ریسک از قبیل اوراق خزانه. در این حالت ریسک سرمایه‌گذاری صفر است و بازده مورد انتظار برابر است با نرخ فعلی بازده یک دارایی بدون ریسک، مانند اوراق خزانه. این نرخ بازده بدون ریسک<sup>۲</sup> که در دسترس همه سرمایه‌گذاران قرار دارد در سر تا سر این کتاب با علامت RF نشان داده شده است.

در شکل ۱-۱ موقعیت‌های نسبی و تخمینی برخی از داراییهای مالی که بعداً در فصل دوم در خصوص آنها بحث خواهد شد نشان داده شده است. در این شکل هرچه از سمت اوراق خزانه که بدون ریسک هستند به سمت اوراق قرضه، اوراق سهام و غیره که ریسک دار هستند حرکت می‌کنیم، با توجه به افزایش ریسک، میزان بازده مورد انتظار نیز افزایش می‌یابد. سهام عادی در مقایسه با اوراق قرضه کاملاً با ریسک است ولی میزان ریسک آن از اوراق اختیار خرید و فروش سهام<sup>۳</sup> یا پیمانهای آتی<sup>۴</sup> کمتر است (تمامی این اصطلاحات در فصل دوم توضیح داده شده است).

بر روی خط RF تا B می‌توان مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را با توجه به ریسک و بازده آن مشخص کرد. هر یک از این دارایی‌ها نیز مانند سهام عادی با توجه به نوع سهام، دارای ریسک و بازده متنوعی است.

نکته مهم در شکل ۱-۱ این است که رابطه میان ریسک و بازده مورد انتظار باید در یک فضای منطقی تعیین شود. سرمایه‌گذاری که سعی دارند نرخ بازده بیشتری داشته باشند بایستی بپذیرند که میزان ریسک آنها نیز افزایش پیدا خواهد کرد. اگر چه همه‌ی سرمایه‌گذارانی که به صورت منطقی عمل می‌کنند از بازده استقبال و از ریسک دوری می‌کنند ولی با این حال با درجات مختلف ریسک و بازده و رابطه‌ی آن موافق هستند. سرمایه‌گذاران دوست دارند متناسب با ریسک‌پذیری خود به بازده مناسب دست پیدا

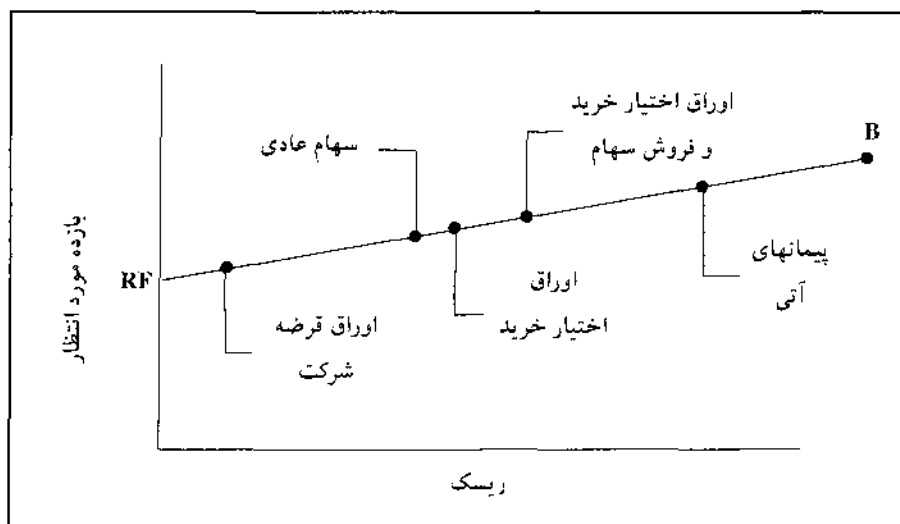
1. Expected return

2. Risk-Free Rate of Return

3. Puts and Calls

4. Futures Contracts

کنند. در اقتصاد فرض بر این است که سرمایه‌گذاران همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت خود هستند، در حالی که سرمایه‌گذاران با توجه به ریسک و بازده دست به سرمایه‌گذاری می‌زنند.



شکل ۱-۱ - رابطه ریسک و بازده برای سرمایه‌گذاران

همیشه در نظر داشته باشید که رابطه میان ریسک و بازده که در شکل ۱-۱ نشان داده شده است مربوط به انتظارات سرمایه‌گذار در زمان آینده است. این بدان معنی است که قبل از اینکه سرمایه‌گذاری عملاً صورت گیرد، سرمایه‌گذار انتظار دارد نسبت به ریسک بالا، بازده بالایی کسب کند. این مورد، تنها انتظاری قابل ملموس است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز، که اکثریت سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهند، به آن توجه دارند.

در جدول ۱-۱ برخی از روابطی که در خصوص ریسک و بازده در اکثر فعالیتهای سرمایه‌گذاری وجود دارد به نمایش گذاشته شده است. این جدول عملکرد (بازده کل) گروههای مختلف صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری که پرتفلیویی از اوراق بهادار را ایجاد می‌کنند را بین سالهای ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۱ میلادی نمایش می‌دهد.

همان‌طور که در جدول ۱-۱ نشان داده شده است در این دوره، سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه نسبت به سرمایه‌گذاری در سهام عادی از عملکرد پایینی برخوردار است. انتظار داریم که نتایج حاصل از جدول ۱-۱ با موارد مندرج در شکل ۱-۱ مطابقت داشته باشد. برای اینکه ریسک سهام عادی بیشتر از ریسک

اوراق قرضه است و به طور متوسط بازدهی آن در بلندمدت باید بیشتر از بازدهی اوراق قرضه باشد. بنابراین همان طور که می‌بینیم بازده کل سرمایه‌گذاری پرتفلیوی پرمخاطره (با ریسک بالا) در حدود ۱۱۲۵/۶ درصد و در مقابل، بازده کل پرتفلیو اوراق قرضه دولتی در حدود ۳۳۵/۲ درصد است. از طرف دیگر، طولانی‌ترین دوره سرمایه‌گذاری برای اوراق قرضه شرکت ۱۷ ماه و برای پرتفلیوی سهام پرمخاطره ۳۲ ماه است. به علاوه بیشترین کاهش ارزش بازار برای پرتفلیوی پرمخاطره ۳۴/۴ درصد بوده، در حالی که بیشترین کاهش ارزش بازار برای اوراق قرضه دولتی فقط ۸/۹ درصد بوده است.

اگر قرار باشد برای بدست آوردن وجوه نقد قسمتی از پرتفلیوی خود را نقد کنید در بدترین حالت عملکرد، ترجیح می‌دهید کدامیک از پرتفلیوی خود را نگهداری کنید؟ از طرف دیگر، اگر قرار باشد در طول این ۱۶ سال پرتفلیوی را نگهداری کنید کدام را انتخاب می‌کنید؟ پاسخ به این چنین سؤالاتی به رابطه‌ی میان ریسک و بازده بر می‌گردد. اگر سرمایه‌گذاران به دنبال بازده بالایی باشند بایستی ریسک بالایی را نیز متقبل شوند. با این حال ریسک بالای آنها با تشکیل مجموعه سرمایه‌گذاری (پرتفلیو) کاهش می‌یابد.

جدول ۱-۱: عملکرد صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری، ۱۹۷۶-۱۹۹۱

عملکرد (کل بازده)	بلندترین دوره سرمایه‌گذاری (به‌ماه)	بدترین میزان کاهش بازار	گروه سرمایه‌گذاری
٪۳۴۱/۲	۱۷	٪-۸/۷	صندوق اوراق قرضه با کیفیت بالا
٪۳۳۵/۲	۱۲	٪-۸/۹	صندوق اوراق قرضه دولتی
٪۳۸۴	۲۱	٪-۱۶/۵	صندوق اوراق قرضه بنجل با بازده بالا
٪۷۷۵	۱۹	٪-۲۲	صندوق درآمد حقوق صاحبان سهام
٪۷۵۰	۲۷	٪-۲۲/۹	صندوق سهام بین‌المللی
٪۷۲۳/۹	۲۰	٪-۲۴/۶	صندوق درآمد و سهام رو به رشد
٪۱۰۳۰/۸	۲۰	٪-۲۸/۲	صندوق سهام رو به رشد
٪۱۴۰۹/۱	۲۴	٪-۳۱/۷	صندوق سهام شرکتهای کوچک
٪۱۱۲۵/۶	۳۲	٪-۳۴/۴	صندوق سهام پرمخاطره

## ساختار فرآیند تصمیم‌گیری

سرمایه‌گذاران می‌توانند تلاش کنند از میان طیف وسیعی از اوراق بهادار، آنهایی را که دارای بازده مورد انتظار بالایی هستند انتخاب کنند. با این حال آنها در این انتخاب، ریسک رادر نظر می‌گیرند. سرمایه‌گذاران با استفاده از فرایند دو مرحله‌ای زیر اوراق بهادار را مورد تجزیه و تحلیل و مدیریت قرار می‌دهند: «تجزیه و تحلیل اوراق بهادار» و «مدیریت پرتفلیو».

**تجزیه و تحلیل اوراق بهادار:**<sup>۱</sup> این مرحله اولین قسمت فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است و شامل ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه است که به آن تجزیه و تحلیل اوراق بهادار گفته می‌شود. تجزیه و تحلیل گران حرفه‌ای اوراق بهادار، معمولاً توسط مؤسسات سرمایه‌گذاری به کار گرفته می‌شوند. البته، میلیونها نفر به صورت غیرحرفه‌ای در خصوص سرمایه‌گذاری انفرادی به تجزیه و تحلیل می‌پردازند.

ارزشیابی اوراق بهادار کار وقت‌گیر و دشواری است. برای این کار ابتدا باید ویژگی‌های اوراق بهادار مختلف و عوامل تأثیرگذار بر آنها را شناسایی کرد. در مرحله‌ی بعد، به منظور برآورد و تخمین قیمت یا ارزش این اوراق بهادار باید یک مدل ارزشیابی را به کار گرفت. ارزش اوراق بهادار تابعی است از بازده‌های موردانتظار آتی اوراق بهادار و ریسک آن. هر یک از این دو پارامتر (بازده موردانتظار و ریسک) باید برآورد شده، سپس با هم در مدل آورده شود.

فرآیند ارزشیابی اوراق قرضه معمولاً آسان‌تر است برای اینکه بازدهی آن مشخص است و ریسک آن را می‌توان از طریق داده‌ها و اطلاعات موجود برآورد کرد. با این حال، این به آن معنا نیست که تمامی مسائل مربوط به تجزیه و تحلیل اوراق قرضه به آسانی قابل حل است. نرخ بهره اولین عاملی است که بر قیمت اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد، با این حال کسی نمی‌تواند به طور ثابت تغییرات این نرخ را پیش‌بینی کند.

فرآیند ارزشیابی سهام عادی پیچیده‌تر از اوراق قرضه است. برای اینکه در این حالت سرمایه‌گذار با کل اقتصاد، صنعت مربوطه و شرکت خاص سر و کار دارد. در فرآیند ارزشیابی سهام عادی هم بازده موردانتظار و هم ریسک آن باید برآورد شود.

مدیریت پرتفلیو: دومین جزء مهم فرآیند تصمیم‌گیری «مدیریت پرتفلیو»<sup>۱</sup> است. بعد از اینکه اوراق بهادار مورد ارزشیابی قرار گرفتند بایستی یک پرتفلیو (مجموعه سرمایه‌گذاری) انتخاب شود. مفاهیم مربوط به چربایی و چگونگی ایجاد پرتفلیو شناخته شده است. بسیاری از کارهایی که در این زمینه صورت می‌گیرد در اشکال ریاضی و آمار هستند. ریاضیات و آمار نقش مهمی در مطالعات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند.

یک سرمایه‌گذار موفق و هوشیار همیشه به دنبال اصلاح پرتفلیوی خود است. این کار باعث مطرح شدن سؤالات مهمی می‌شود. اگر سرمایه‌گذار یک استراتژی فعالانه‌ای را در پیش بگیرد، در آن زمان بحث کارایی بازار مطرح می‌شود. اگر قیمت‌ها، به سرعت و به طور کامل منعکس‌کننده‌ی اطلاعات باشد، در آن حالت سرمایه‌گذاران باید در خصوص نحوه‌ی تأثیر آن بر تصمیمات خرید و فروش بررسی‌های لازم را انجام دهند. حتی اگر سرمایه‌گذاران یک استراتژی منفعلانه‌ای را در پیش بگیرند باز هم باید در خصوص سؤالاتی از قبیل مالیات‌ها، هزینه‌های انتقال، نگهداری سطح مطلوب ریسک و سایر موارد، بررسی‌های لازم را انجام دهند.

سرانجام اینکه، همه‌ی سرمایه‌گذاران تمایل دارند بدانند چگونه پرتفلیوی خود را به نحو احسن مدیریت کنند. اندازه‌گیری عملکرد پرتفلیو، حتی امروزه، رویه‌ی نامناسبی است که مستلزم بررسی‌های دقیق‌تر است.

### عوامل خارجی تأثیرگذار بر فرایند تصمیم‌گیری

سرمایه‌گذاران آگاه بایستی از این واقعیت مطلع باشند که فرآیند تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری می‌تواند خسته‌کننده و مشکل‌ساز باشد. با این حال، بدون توجه به فعالیتهای افراد، عوامل مشخصی در محیط سرمایه‌گذاری بر تمامی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. سرمایه‌گذاران باید این عوامل را در تمامی طول فرآیند تصمیم‌گیری در ارتباط با سرمایه‌گذاری مدنظر قرار دهند.

### عدم اطمینان

اولین عاملی که تمامی سرمایه‌گذاران باید مد نظر قرار دهند شرایط عدم اطمینان<sup>۱</sup> است. سرمایه‌گذاران با این امید دارایی‌های مالی را می‌خرند که انتظار دارند در طول چند دوره‌ی بعد، بازده کسب کنند. این بازده را می‌توان پیش‌بینی کرد، اگر چه ممکن است بازده پیش‌بینی شده محقق نشود. واقعیت این است که بازده یک سهام و ریسک آن را می‌توان پیش‌بینی کرد ولی آنچه که در واقعیت رخ می‌دهد ممکن است با میزان بازده پیش‌بینی شده متفاوت باشد.

برآوردها و تخمین‌ها در بهترین حالت، مبهم و در بدترین حالت، کاملاً اشتباه هستند. همه‌ی سرمایه‌گذاران می‌توانند برای پیش‌بینی بازده و ریسک تا آنجا که می‌توانند فعالیت کنند و یا سعی نمایند شرایط و وضعیت را عوض کنند. این سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی، از داده‌های مربوط به گذشته استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاران اغلب این داده‌ها را تجزیه و تحلیل می‌کنند تا بتوانند از آنها در راستای اهداف خود استفاده کنند. جدا از اینکه سرمایه‌گذاران تا چه حد دقیق و مطلع هستند باید گفت که آینده ناشناخته است و همیشه احتمال وقوع اشتباهاتی وجود دارد. در خصوص دارایی‌های ریسک‌دار نیز همین مورد مصداق دارد.

برخی از سرمایه‌گذاران برای رفع عدم اطمینان و ابهام از مدل‌های کمی استفاده می‌کنند. در حالی که برخی دیگر آن را نادیده می‌گیرند. با این حال، همه سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ضریب عدم اطمینان قرار می‌گیرند. آنچه باید در نظر داشت این است که استفاده صرف از داده‌ها و اطلاعات گذشته ممکن است باعث ایجاد اشتباهاتی شود. برای مثال نرخ بازده ۱۰ درصد برای همه‌ی سهامها در طول ۱۰ سال گذشته نمی‌تواند تضمینی برای نرخ بازده ۱۰ درصد برای سال بعد و یا ۱۰ سال آینده باشد.

ممکن است کسی از آنچه در گذشته خرید و فروش کرده آگاهی داشته باشد، ولی هیچ‌کس نمی‌تواند موفقیت پرتفیلوی شما را برای سال آینده تضمین کند. عوامل غیرمنتظره ممکن است بر بازار سهام تأثیر بگذارد. نرخهای بهره‌ی راه، که مهمترین عامل تأثیرگذار بر اوراق قرضه است، نمی‌تواند با درجه ثبات بالایی پیش‌بینی کرد. هیچ‌کس حتی متخصصین حرفه‌ای نمی‌توانند با اطمینان کامل پیش‌بینی کنند که در بازار مالی چه اتفاقی خواهد افتاد! متخصصین حرفه‌ای فقط پیشنهاداتی را ارائه می‌کنند.

اگرچه عدم اطمینان همیشه وجود دارد ولی همیشه با ضرر و زیان همراه نیست. سرمایه‌گذاران در

شرایط عدم اطمینان می‌توانند قضاوت‌های منطقی و آگاهانه‌ای را در خصوص پیامدهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارائه کنند. با این حال پیش‌بینی آنها در مورد اوراق بهادار ریسک‌دار نمی‌تواند کاملاً صحیح باشد.

تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری آمیخته‌ای است از علم و هنر. برای نیل به موفقیت در امر سرمایه‌گذاری باید تصور کنیم که چه چیزی امکان دارد رخ دهد. ما در خصوص وقایع گذشته آگاهی داریم ولی نمی‌توان گفت که گذشته دوباره تکرار خواهد شد. اگرچه آینده با عدم اطمینان همراه است ولی این عدم اطمینان قابل مدیریت است و با استفاده از فهم اساسی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند هوشیاری لازم جهت مدیریت عدم اطمینان را کسب کنند. به علاوه، سرمایه‌گذاران می‌توانند با کمک تکنیکها و ابزارهایی که وجود دارد تصمیمات بهتری را اتخاذ کنند. اگرچه استفاده از این تکنیکهای جدید، پیچیده به نظر می‌رسد، با این حال می‌توانند بینش جدیدی را در خصوص فرآیند تصمیم‌گیری ارائه کنند.

### عرصه سرمایه‌گذاری جهانی

امروزه سرمایه‌گذاران بیش از هر زمان دیگری باید در خصوص سرمایه‌گذاری، نسبت به مفهوم جهانی آن توجه کنند. اگر چه در سالهای قبل توجه چندانی به سرمایه‌گذاری خارجی نمی‌شد ولی امروز با تشکیل بازارهای جهانی و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران خودشان را محدود به بازارهای داخلی نمی‌کنند. چرا وقتی که شما می‌توانید از طریق سرمایه‌گذاری خارجی، بازده خود را افزایش و با ریسک خود را کاهش دهید باید خود را محدود به فرصت‌های داخلی یک کشور کنید؟

بازارهای خارجی به سرعت پیشرفت می‌کنند. برای مثال، بازار ژاپنی‌ها یکی از سه بازار سهام بزرگ در جهان است که با توجه به قیمت سهام و حجم معاملات دارای درجات مختلفی است. بازار اروپای غربی از وسعت زیادی برخوردار بوده، راه‌حلهای مختلفی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. بازارهای آسیایی مانند بازارهای سنگاپور، کره، مالزی و تایلند نیز به سرعت شکل گرفته‌اند. در این میان کشورهای آمریکای جنوبی نیز از توان بالایی برخوردار شده‌اند به طوری که در سال ۱۹۹۰ برخی از سهامهای بازار سهام مکزیک به صورت معمولی در میان سرمایه‌گذاران آمریکایی مورد معامله قرار می‌گرفت.

چرا سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری خارجی روی می‌آورند؟ اولاً برای اینکه درآمد حاصل از

سرمایه‌گذاری بالاست. شرکت کورکا کولا نمونه‌ای از این موارد است که سود زیادی را در مناطق مختلف جهان کسب کرده است.

دوم اینکه، نرخ بازده اوراق بهادار خارجی بیشتر از بازارهای داخلی است. بنابراین سرمایه‌گذاران از طریق سرمایه‌گذاری خارجی می‌توانند به نرخ بازده بیشتری دست پیدا کنند.

سوم اینکه، سرمایه‌گذاران از طریق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کشورهای خارجی باعث تنوع سهام خود و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری خود می‌شوند. برای مثال وقتی بازار سهام داخلی ضعیف عمل می‌کند سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق تشکیل پرتفلیو در بازار سهام خارجی شرکت کنند و عملکرد ضعیف بازار سهام داخلی را جبران نمایند. این کاهش ریسک از طریق تشکیل پرتفلیو و ایجاد تنوع صورت می‌گیرد. نکته اصلی این جا است که اگر ایجاد تنوع در سهام داخلی باعث کاهش ریسک می‌شود، پس ایجاد تنوع با استفاده از سرمایه‌گذاری در سهام خارجی باعث کاهش بیشتر ریسک خواهد شد.

### سرمایه‌گذاران فردی در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی و مؤسسات سرمایه‌گذاری

به عبارت زیر که از یکی از مجلات عمومی مربوط به «بازارهای سرمایه» گرفته شده است توجه کنید: «امروزه حجم معاملات شرکت وال استریت از حجم بزرگی برخوردار است. در این شرایط سرمایه‌گذاران کوچک چگونه قادر به رقابت با آنها خواهند شد؟ یکی از مهمترین موارد این است که این شرکت‌های بزرگ به اطلاعات دسترسی دارند در حالی که سرمایه‌گذاران کوچک از این مزیت برخوردار نیستند.»<sup>۱</sup>

سرمایه‌گذاران از دو گروه وسیع تشکیل می‌شوند: سرمایه‌گذاران فردی و مؤسسات سرمایه‌گذاری. شامل بانکها، صندوقهای بازنشستگی، صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری، شرکتها بیمه و غیره هستند. میزان حجم پولی که توسط این مؤسسات مدیریت می‌شود، در حجم خیلی بالایی است. سرمایه‌گذاران انفرادی به صورت غیرمستقیم از مؤسسات سرمایه‌گذاری نفع می‌برند. برای اینکه این افراد به صورت غیرمستقیم از پرتفلیوی این مؤسسات منتفع می‌شوند و یا آنها را خریداری می‌کنند. سرمایه‌گذاران انفرادی فقط به صورت روزانه با این مؤسسات رقابت می‌کنند. هر کدام از این



سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند در معاملات خود تصمیمات آگاهانه‌ای را در خصوص اوراق بهادار اتخاذ کنند. آیا سرمایه‌گذاران انفرادی می‌توانند به رقابت منصفانه با مؤسسات امیدوار باشند و چگونه پرتفلیوهای مؤسسات بزرگ بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر می‌گذارند؟ مؤسسات سرمایه‌گذاری واقعاً سرمایه‌گذاران حرفه‌ای هستند که منابع گسترده‌ای زیر نظر آنها است. با در نظر گرفتن این شرایط آیا سرمایه‌گذاران متوسط، شانس موفقیت در بازار را دارند؟ بلی، این در حالی ممکن است که این سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند با توجه به میزان ریسک‌پذیری خود، بازده کسب کنند. به طور متوسط، عملکرد سرمایه‌گذاران انفرادی به خوبی عملکرد مؤسسات سرمایه‌گذاری است. برای اینکه بازارها اغلب از کارایی برخوردار بوده و قیمت آنها منصفانه تعیین شده است. برخی از سرمایه‌گذاران انفرادی حتی بهتر از مؤسسات سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند. معمولاً بازده سرمایه‌گذارانی که به صورت آگاهانه و هوشیارانه سرمایه‌گذاری می‌کنند بیشتر از بازده سرمایه‌گذارانی است که به نرخهای بازده ثابت و پایین راضی هستند. این بحث در بازار، به کارایی بازار مربوط می‌شود.

### بحث کارایی بازار

یکی از مفاهیم مهم مربوط به فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری این مفهوم است که بازار اوراق بهادار و به ویژه بازار سهام، کاراست. در یک بازار کارا، قیمت اوراق بهادار، جدا از ارزش اقتصادی، که سرمایه‌گذاران برای این اوراق محاسبه می‌کنند، نیست.

ارزش اقتصادی اوراق بهادار از طریق انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به بازده، ریسک و عدم اطمینانی تعیین می‌شود. اگر قیمت بازار اوراق بهادار از ارزش اقتصادی برآوردی انحراف داشته باشد در این صورت سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند این دو ارزش را با هم سازگار کنند. بنابراین، وقتی که اطلاعات جدیدی وارد یک بازار کارا می‌شود باعث می‌شود در ارزش اقتصادی برآورده شده اوراق بهادار اصلاحاتی به وجود بیاید و قیمت آن مطابق با اطلاعات ارائه شده تعیین شود. به عبارت دیگر، قیمت اوراق بهادار به صورت کارا تعیین می‌شود. واضح است که کارا بودن بازار سهام، مفاهیم مهمی برای سرمایه‌گذاران دارد. در واقع، فرضیه کارایی بازار<sup>۱</sup> بر نحوه‌ی نگرش فرد بر فرآیند سرمایه‌گذاری و نحوه‌ی تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. البته اگر کسی کاملاً به این فرضیه معتقد باشد ممکن است متغلاته عمل کند برای اینکه احتمال دارد این شخص نتواند اوراق بهادار با ارزشی را با قیمت پایین پیدا

1. Efficient Market hypothesis (EMH)

کند و از فاصله‌ی قیمتی آن منتفع شود. در صورتی که فرضیه کارایی بازار صحت داشته باشد این سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند هزینه‌های انتقال، مالیات، زمان و منابعی را که صرف تجزیه و تحلیل اوراق بهادار می‌کنند را کاهش دهند.

اما سرمایه‌گذارانی که به مفهوم فرضیه کارایی بازار اعتقاد ندارند به دنبال اوراق بهادار با ارزش و قیمت پایین بوده و معتقدند که آنها می‌توانند این چنین اوراق بهاداری را شناسایی کنند و از فاصله‌ی قیمتی آن منتفع شوند. این سرمایه‌گذاران هزینه‌های تحقیقاتی (از نظر مالی و زمانی) و هزینه‌های انتقالی زیادی را صرف می‌کنند و در عین حال معتقدند که حاشیه‌ی سودی که به دست می‌آورند بیشتر از حاشیه‌ی هزینه‌هایی است که صرف می‌کنند.

تمامی سرمایه‌گذارانی که در حیطه‌ی سرمایه‌گذاری مطالعه و تحقیق می‌کنند باید نسبت به مفاهیم فرضیه کارایی بازار آگاهی داشته باشند. در طول ۲۰ سال گذشته تحقیقات زیادی در خصوص فرضیه کارایی بازار به عمل آمده و نتایج این تحقیقات جمع‌آوری شده است. برخی از این تحقیقات حاکی از کارایی بازار و برخی دیگر نشان‌دهنده‌ی عدم کارایی بازار می‌باشد.

نکته‌ای که در این مرحله باید به آن توجه کرد این است که سرمایه‌گذاران تا آنجایی که می‌توانند باید نسبت به محیط واقعی سرمایه‌گذاری امروزی آگاهی کسب نمایند تا بتوانند تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند. تنها با فهم فرآیند سرمایه‌گذاری و مسائل مربوط به بازارهای کاراست که می‌توان نسبت به کارا بودن بازار اظهار نظر کرد.

## خلاصه

- ◀ سرمایه‌گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد. رشته سرمایه‌گذاری شامل مطالعه فرآیند سرمایه‌گذاری است.
- ◀ فرصتهای سرمایه‌گذاری که در این کتاب مدنظر قرار گرفته است شامل مجموعه‌ی گسترده‌ای از دارایی‌های مالی (اوراق بهادار قابل معامله) است که به صورت اوراق منتشر می‌شوند. برخی دیگر از دارایی‌ها به صورت داراییهای مشهود هستند.
- ◀ افراد برای بهبود رفاه خود سرمایه‌گذاری می‌کنند این رفاه می‌تواند به صورت ثروت پولی باشد.
- ◀ مهمترین عامل هر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، تعیین رابطه‌ی میان ریسک و بازده موردانتظار است.

در جدول مربوط به رابطه ریسک و بازده موردانتظار، دارایی‌های مالی بر روی خطی که شیب آن به سمت بالا است پراکنده شده‌اند. آن قسمت از خط که به محور عمودی وصل شده است نرخ بازده بدون ریسک است.

◀ بازده موردانتظار و ریسک به صورت مستقیم باهم مرتبط هستند، هرچه میزان بازده موردانتظار بالاتر باشد ریسک آن نیز بیشتر است.

◀ سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند با کاهش ریسک اولیه، میزان بازده موردانتظار را افزایش دهند.

◀ ریسک عبارت است از میزان اختلاف میان بازده واقعی سرمایه‌گذاری با بازده موردانتظار.

◀ سرمایه‌گذاران منطقی، ریسک‌گریز هستند، به این معنی که آنها زمانی ریسک را قبول می‌کنند که اطمینان حاصل کنند به اندازه کافی منتفع می‌شوند.

◀ در فرآیند سازمانی، فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری معمولاً به دو قسمت عمده تقسیم می‌شود: «تجزیه و تحلیل اوراق بهادار» و «مدیریت پرتفلیو».

◀ تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به ارزشیابی اوراق بهادار مربوط می‌شود. ارزشیابی نیز تابعی است از بازده موردانتظار و ریسک.

◀ مدیریت پرتفلیو دربرگیرنده‌ی ایجاد یک پرتفلیو (مجموعه سرمایه‌گذاری) بهینه برای یک سرمایه‌گذار است. ملاحظاتی از قبیل ساختار اولیه پرتفلیو، اصلاح و اندازه‌گیری عملکرد بر پرتفلیو تأثیر می‌گذارد.

◀ عوامل مهمی که بر فرایند تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند عبارتند از عدم اطمینان در تصمیمات سرمایه‌گذاری، ماهیت جهانی سرمایه‌گذاری، محیط سرمایه‌گذاری و کارایی بازار. سرمایه‌گذاران به منظور ارزیابی اطلاعات و تصمیم‌گیری باید این عوامل را دقیقاً مطالعه و مورد بررسی قرار دهند.

## واژه‌های کلیدی



Efficient Market Hypothesis (EMH)

فرضیه بازارکارا

Expected return

بازده موردانتظار

Financial assets

داراییهای مالی

Institutional investors

مؤسسات سرمایه‌گذاری

Investment	سرمایه‌گذاری
Marketable Securities	اوراق بهادار قابل معامله
Portfolio	پرتفلیو (مجموعه سرمایه‌گذاری)
Portfolio Management	مدیریت پرتفلیو
Risk	ریسک
Risk Averse investor	سرمایه‌گذار ریسک‌گریز
Risk-Free Rate of Return	نرخ بازده بدون ریسک
Security analysis	تجزیه و تحلیل اوراق بهادار
Wealth	ثروت

### سوالات



- ۱-۱) سرمایه‌گذاری را تعریف کنید.
- ۱-۲) فرایند دو مرحله‌ای در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را توضیح دهید؟
- ۱-۳) چرا مطالعه سرمایه‌گذاری برای افراد از اهمیت خاصی برخوردار است؟
- ۱-۴) تفاوت میان دارایی‌های مالی و دارایی‌های واقعی را توضیح دهید؟
- ۱-۵) رابطه‌ی میان ریسک و بازده، که همه سرمایه‌گذاران با آن مواجه هستند را توضیح دهید.
- ۱-۶) طبق شکل ۱-۱، چه موقع یک سرمایه‌گذار می‌تواند انتظار داشته باشد که نرخ بازده بدون ریسک داشته باشد؟
- ۱-۷) «یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز، ریسک را نمی‌پذیرد» آیا با این عبارت موافقت می‌کنید؟
- ۱-۸) ماهیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را در یک جمله بیان کنید.
- ۱-۹) تفاوت میان بازده موردانتظار و بازده تحقق‌یافته را بیان کنید.
- ۱-۱۰) ریسک را تعریف کنید.
- ۱-۱۱) به غیر از ریسک، سرمایه‌گذاران با چه محدودیت‌های دیگری روبرو هستند؟
- ۱-۱۲) آیا تمام سرمایه‌گذاران منطقی ریسک‌گریز هستند؟ و آیا میزان ریسک‌گریزی تمامی سرمایه‌گذاران یکسان است؟
- ۱-۱۳) چه عوامل خارجی بر فرایند تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد؟ به نظر شما کدامیک از آنها از اهمیت بیشتری برخوردار است؟

- ۱-۱۴) مؤسسات سرمایه‌گذاری چه کسانی هستند؟ چگونه مؤسسات سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاران فردی تأثیر می‌گذارند؟
- ۱-۱۵) مفهوم بازار کارا چیست؟
- ۱-۱۶) بازار کارا چه اهمیتی برای سرمایه‌گذاران دارد؟
- ۱-۱۷) چرا نرخ بازده مورد توقع برای اوراق قرضه شرکت و اوراق خزانه متفاوت است؟
- ۱-۱۸) چرا سرمایه‌گذاران در بازارهای بین‌المللی سرمایه‌گذاری می‌کنند؟ آیا ارزش نرخ مبادله دلار می‌تواند بر روی سرمایه‌گذاری بین‌المللی تأثیر داشته باشد؟

## منابع منتخب



1. A strongly recommended book for the 1990s investor that is very enlightening, as well as highly entertaining, is:  
Malkiel, Burton G. A Random walk down wall street. New York: w.w. Norton company, 1990.
2. A very interesting account of the investment world is contained in:  
Ellis, Charles D. investment policy: How to win the loser's Game. Homewood, III. : Dow Jones- Irwin, 1985.
3. A classic discussion of the investment decision and process can be found in:  
D'Ambrosio, Charles A. "principles of Modern Investments". Chicago: SRA, 1976.

## فصل ۲

# انواع اوراق بهادار

در این فصل به طور خلاصه انواع اوراق بهاداری که در دسترس سرمایه‌گذاران وجود دارد مورد بررسی قرار خواهد گرفت. هدف این فصل معرفی انواع اوراق بهادار موجود در بازارهای پولی و سرمایه‌ای است. در فصل بعد توضیحات بیشتری در خصوص این اوراق ارائه خواهد شد که این امکان را برای خواننده فراهم می‌آورد که بتواند بر اوراق بهادار مشخصی تمرکز کند.

اگرچه در این کتاب سعی شده آخرین تغییرات و نوآوریها به خوانندگان ارائه شود با این حال تغییرات در اوراق بهادار آنقدر سریع است که سرمایه‌گذاران باید خودشان را با آخرین تغییرات تطبیق دهند. در برخی از کشورها مانند ایالات متحده، تغییرات به سرعت در اختیار سرمایه‌گذاران و انتشاردهندگان اوراق قرار می‌گیرد. اگر سرمایه‌گذاران با ویژگی‌های اساسی اوراق بهادار موجود آشنا شوند می‌توانند به راحتی اوراق بهادار جدیدی را که منتشر می‌شود شناسایی کنند.

### ساختار دارایی‌های مالی

تأکید این فصل (و تأکید کتاب در کل) بر روی دارایی‌های مالی، به خصوص بر اوراق بهادار قابل معامله است که بیشتر در فصل بعدی، یعنی فصل ۳، در خصوص آن بحث خواهد شد. به غیر از این موارد، در سطح پایین‌تر، به بررسی دارایی‌های مالی غیرقابل معامله از قبیل حسابهای پس‌انداز یا اوراق قرضه پس‌انداز خواهیم پرداخت. این فرصتهای سرمایه‌گذاری غیرقابل معامله در ابتدای فصل توضیح داده شده‌اند. اوراق بهادار قابل معامله می‌تواند به دو گروه ابزارهای بازار پولی و ابزارهای بازار سرمایه تقسیم

شوند. ابتدا ابزارهای بازار پولی توضیح داده شده است. ابزارهای بازار سرمایه که برای سرمایه‌گذاران از اهمیت بیشتری برخوردار است به دو بخش، ابزارهایی با سود ثابت و ابزارهای صاحبان سهام (سهام عادی) تقسیم می‌شود. در ادامه به بررسی اوراق منتج از سهام پیمانهای آتی پرداخته خواهد شد.

در پایان این فصل، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم بررسی خواهد شد. به غیر از سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق خرید سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری، به طور غیرمستقیم در مجموعه‌ای از اوراق بهادار (پرتفلیو) سرمایه‌گذاری کنند. این شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌های مالی هستند که در انواع مختلف اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند.

در شکل ۱-۲، انواع دارایی‌های مالی که در این کتاب مورد بررسی قرار گرفته، نشان داده شده است. از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به دو طریق عمل کنند: سرمایه‌گذاری مستقیم یا سرمایه‌گذاری غیرمستقیم (یا ترکیبی از دو نوع سرمایه‌گذاری).

وقتی سرمایه‌گذاری به صورت مستقیم صورت می‌گیرد، سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق غیرقابل معامله، بازار پول، بازار سرمایه و یا سایر اوراق بهادار را به صورت برگ اختیار معامله یا پیمانهای آتی انتخاب کنند.

برخی دیگر از سرمایه‌گذارها نیز به صورت غیرمستقیم صورت می‌گیرد. به طور خلاصه:

### سرمایه‌گذاران می‌توانند:

بصورت مستقیم در موارد زیر سرمایه‌گذاری کنند: بصورت غیرمستقیم در موارد زیر سرمایه‌گذاری کنند:

- |                             |                             |
|-----------------------------|-----------------------------|
| — اوراق بهادار بازار پولی   | — اوراق بهادار بازار پولی   |
| — اوراق بهادار بازار سرمایه | — اوراق بهادار بازار سرمایه |
| — سایر انواع اوراق بهادار   | — سایر انواع اوراق بهادار   |

و یا از ترکیبی از سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم استفاده کنند

### چشم انداز بین‌المللی

همان طور که در فصل اول گفته شد، سرمایه‌گذاران باید در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود چشم‌انداز بین‌المللی داشته باشند. انواع مهم اوراق بهادار در این فصل مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار گرفته است. به علاوه موارد دیگری از قبیل دارایی‌های بازار پولی، اوراق قرضه، سهام عادی هستند



شکل ۱.۲: انواع اصلی دارائی‌های مالی



که از طریق بازارهای خارجی ارائه می‌شوند. در هر صورت، خواه سرمایه‌گذاران خود را محدود به بازارهای داخلی بکنند و یا از بازارهای خارجی استفاده کنند ویژگی‌های این اوراق بهادار با هم مرتبط هستند.

معمولاً سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی به صورت غیرمستقیم و از طریق شرکتهای سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد. این روش مهم سرمایه‌گذاری در پایان این فصل توضیح داده شده است و خواننده می‌تواند اطلاعاتی را در خصوص سرمایه‌گذاری غیرمستقیم کسب نماید. بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق شرکتهای سرمایه‌گذاری حرفه‌ای به سرمایه‌گذاری بین‌المللی بپردازند. شرکتهای سرمایه‌گذاری از طرف صاحبان خود (سرمایه‌گذارانی که سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری را خریداری کرده‌اند) می‌توانند به سرمایه‌گذاری در شرکتهای بین‌المللی بپردازند.

## دارایی‌های غیرقابل معامله

### سپرده پس‌انداز

تقریباً یک‌پنجم کل دارایی‌های مالی خانواده‌های آمریکایی در اوایل سال ۱۹۹۳ به شکل سپرده و شامل سپرده‌های قابل کنترل و پول رایج، سپرده پس‌انداز<sup>۱</sup> کوتاه‌مدت، سهام صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول و سپرده بلندمدت بود. سپرده پس‌انداز کوتاه‌مدت بیشترین میزان این سپرده‌ها را تشکیل می‌داد، به طوری که دو سوم سپرده‌ها را شامل می‌شد. سپرده پس‌انداز بهترین نوع سرمایه‌گذاری در ایالات متحده محسوب می‌شود که در بانک‌های تجاری در شکل مؤسسات پس‌انداز و وام مسکن<sup>۲</sup> و تعاونی‌های اعتبار<sup>۳</sup> صورت می‌گیرد.

حسابهای پس‌انداز در مؤسسات بیمه‌شده باعث ایجاد اطمینان بالا در اصل و بازده پس‌انداز می‌شود. سپرده پس‌انداز از قابلیت نقدینگی بالایی برخوردار است. دارایی‌هایی که با کمترین تغییرات قیمتی سریعاً قابل تبدیل به وجه نقد باشند از نقدینگی بالایی برخوردارند. معمولاً نرخ بهره‌ای که به حسابهای پس‌انداز پرداخت می‌شود از طریق نمایندگی‌های مختلف دولتی تعیین می‌شود. نرخ بازده پایین این سپرده‌ها باعث شده رقبای زیادی دست به تشکیل صندوقهای سپرده‌گذاری بزنند.

1. Savings Deposits

2. Savings and loan associations

3. Credit unions

### گواهی سپرده

بانکهای تجاری و سایر مؤسسات، گواهی‌های پسانداز مختلفی را ارائه می‌کنند که با نام گواهی سپرده<sup>۱</sup> شناخته شده‌اند. این گواهی‌ها با سررسیدهای مختلف در بازار موجود است به نحوی که هر چه زمان سررسید افزایش می‌یابد نرخ بهره آن نیز افزایش می‌یابد.

مؤسسات مختار هستند نرخ گواهی سپرده خود و شرایط آن را تعیین کنند. به خاطر رقابتی که در این مؤسسات وجود دارد مؤسسات در تعیین شرایط گواهی سپرده خود آزاد هستند. اگرچه برخی از منتشرکنندگان گواهی سپرده سعی می‌کنند جریمه‌های مربوط به برداشت سریع سپرده را کاهش دهند و حتی از آن چشم‌پوشی کنند. با این حال کسانی که سپرده‌های خود را زودتر برداشت می‌کنند با جریمه‌هایی مواجه می‌شوند. بنابراین سرمایه‌گذاران قبل از سرمایه‌گذاری باید به دقت شرایط سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده مؤسسات را مطالعه کنند.

سرمایه‌گذاران، گواهی سپرده را به عنوان جایگزینی برای سایر سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک (با بازده پایین) انتخاب می‌کنند. وقتی که نرخ گواهی سپرده بالا است میلیونها دلار به سمت این نوع سرمایه‌گذاری سرازیر می‌شود. اما زمانی که نرخ این گواهی پایین است تمایل چندانی به این نوع سرمایه‌گذاری وجود ندارد. برای مثال مردم ایالات متحده در طول ۱۲ ماه در بین سالهای ۱۹۹۱-۱۹۹۲، به علت پایین بودن نرخ بازده گواهی سپرده، ۲۰۰ میلیارد دلار از پولهای خود را به منظور یافتن نرخ بازده بالاتر در جای دیگر، از بانکها بیرون کشیدند. بهترین جایگزین برای گواهی سپرده در آن سالها صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری بود.

### حسابهای سپرده بازار پول

در سال ۱۹۸۲ بانک مرکزی ایالات متحده به مؤسسات مالی اجازه داد که برای حسابهای سپرده بازار پول<sup>۲</sup> آزادانه نرخ بهره تعیین کنند. بنابراین، این امر می‌تواند باعث ایجاد رقابت در بازار پول شوند. در این نوع سرمایه‌گذاری، بانک، حسابهای سرمایه‌گذاری بازار پول را عرضه می‌کند این حسابها دارای نرخهای بازده رقابتی بوده و تا حجم ۱۰۰,۰۰۰ دلار توسط شرکت بیمه سپرده بانک مرکزی بیمه می‌شود. مؤسسه برای اینکه بتواند این نوع حساب را باز کند نیاز به حداقل سپرده دارد.

قوانین بانک مرکزی ایالات متحده، تعداد معاملات هر ماه را محدود به شش نقل و انتقال کرده است. در حالی که با استفاده از ماشین‌های اتوماتیک محدودیتی در تعداد معاملات و سپرده‌ها وجود نخواهد داشت.

### اوراق قرضه پس‌انداز دولتی

اوراق قرضه پس‌انداز دولتی،<sup>۱</sup> یک نوع اوراق قرضه دولتی است که زیر قیمت اسمی یا به ارزش اسمی عرضه می‌شود و بهره‌ی سالانه پرداخت می‌کند. به این اوراق قرضه تا زمان سررسید هیچ نوع مالیات محلی، ایالتی و مرکزی تعلق نمی‌گیرد.

اوراق قرضه پس‌انداز غیرقابل معامله، غیرقابل انتقال است و نمی‌توان از آن به عنوان وثیقه استفاده کرد. این اوراق اغلب از طریق بانک مرکزی به فروش می‌رسد. اوراق قرضه پس‌انداز از نوع BE به قیمت ۵۰ درصد ارزش اسمی آن به فروش می‌رسد. ارزش اسمی این نوع اوراق، ۵۰ دلار، ۷۵ دلار، ۱۰۰ دلار، ۲۰۰ دلار، ۵۰۰ دلار، ۱,۰۰۰ دلار، ۵,۰۰۰ دلار و ۱۰,۰۰۰ دلار می‌باشد.

بهره‌ی اوراق قرضه پس‌انداز به صورت ۶ ماهه پرداخت می‌شود. بنابراین با توجه به مدت‌زمان نگهداری این اوراق و با توجه به نرخهای بهره متداول، سرمایه‌گذاران می‌توانند در زمان بازخرید، مقداری کمتر یا بیشتر از ارزش اسمی بدست آورند.

### اوراق بهادار بازار پول

اوراق بهادار بازار پول<sup>۲</sup>، ابزار بدهی کوتاه‌مدتی هستند که توسط دولتها، مؤسسات مالی و شرکتهای سرمایه‌گذارانی که تمایل به سرمایه‌گذاری موقت دارند فروخته می‌شود. این بازار اغلب در اختیار مؤسسات مالی، بانکهای خاص و دولتها است. حجم معاملات در بازار پول معمولاً بالا است (۱۰۰,۰۰۰ دلار یا بیشتر). محدوده سررسید ابزارهای بازار پول از یک روز تا یکسال و اغلب کمتر از ۹۰ روز می‌باشد.

برخی از این ابزارها قابل معامله و برخی دیگر غیرقابل معامله هستند. اگرچه سرمایه‌گذاران ممکن است مستقیماً در این اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند ولی اغلب این سرمایه‌گذاران از طریق صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری و به صورت غیرمستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

این صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری اقدام به تشکیل پرتفلیو و ایجاد مجموعه از اوراق بهادار می‌کنند که در نهایت باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. به طور خلاصه، ابزارهای بازار پول، سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و با قابلیت معامله بالایی هستند که میزان ریسک آنها خیلی پایین و حجم سرمایه‌گذاری در آنها بالاست. این نوع سرمایه‌گذاری به صورت غیرمستقیم و از طریق صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد. در جدول ۲-۱ اوراق بهادار اصلی بازار پول توضیح داده شده است.

### جدول ۲-۱ - اوراق بهادار اصلی بازار پول

۱. **اوراق خزانه:**<sup>۱</sup> اولین ابزار بازار پول، اوراق خزانه است که دارای تضمین کامل بوده و قابلیت نقدینگی آن بالا است و توسط دولت ایالات متحده آمریکا منتشر می‌شود. تاریخ سررسید این اوراق از ۹۰ روز تا یکسال است و با تخفیف و به مبلغی کمتر از ارزش اسمی به فروش می‌رسد. تخفیفی که به این اوراق داده می‌شود بازده آن را مشخص می‌کند. هر چه میزان تخفیف در زمان خرید بیشتر باشد نرخ بازدهی که عاید سرمایه‌گذاران می‌شود بیشتر خواهد بود. اوراق خزانه منتشر شده می‌توانند در بازارهای ثانویه و بازارهایی که از کارایی بالایی برخوردار هستند خرید و فروش شود.
۲. **گواهی سپرده بانکی قابل معامله:**<sup>۲</sup> این اوراق توسط بانکها برای یک دوره‌ی مشخص و با یک نرخ بهره‌ی معین منتشر شده و به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود. سرمایه‌گذاران می‌توانند این اوراق را تا زمان سررسید نگهداری نموده و یا قبل از زمان سررسید در بازار بفروشند. هدف بانکها از انتشار این اوراق، تأمین مالی است. مبلغ سپرده تا زمان سررسید در نزد بانک نگهداری می‌شود. تاریخ سررسید این اوراق معمولاً بین ۱۴ روز (حداقل زمان) تا یکسال است. حداقل سپرده‌گذاری در این اوراق ۱۰۰,۰۰۰ دلار است.
۳. **اوراق تجاری:**<sup>۳</sup> اوراق کوتاه‌مدت و بدون وثیقه‌ای هستند که توسط شرکتهای بزرگ و معروف که از نظر مالی از بنیادی بالایی برخوردار می‌باشند (از قبیل شرکتهای مالی) منتشر می‌شود. ارزش اسمی این اوراق از ۱۰۰,۰۰۰ دلار شروع می‌شود و سررسید آن حداکثر ۲۷۰ روز است. اوراق تجاری با تخفیف و با قیمتهایی مانند قیمت گواهی سپرده بانکی قابل معامله به فروش می‌رسد. اگر چه برای اوراق تجاری بازارهای ثانویه وجود دارد ولی عملکرد این بازارها ضعیف بوده و اکثراً توسط خریدار تا موعد سررسید نگهداری می‌شود.

## ادامه جدول ۱-۲ - اوراق بهادار اصلی بازار پول

۴. دلار اروپایی: <sup>۱</sup> گواهی سپرده‌ای است که توسط بانکهای خارجی یا در شعب خارجی بانکهای اروپایی عرضه می‌شود. اگر چه این بازار ابتدا در اروپا گسترش یافت ولی بعداً در اکثر کشورهای دنیا گسترش یافته است. سپرده‌های دلار اروپایی شامل سپرده‌های زمانی و گواهی سپرده بانکی قابل معامله است که مورد اخیر بخش اکثر بازار دلار اروپایی را شکل می‌دهد. تاریخ سررسید این اوراق کوتاه مدت و اغلب کمتر از شش ماه است. بازار دلار اروپایی در ابتدا یک بازار عمده‌فروشی و با سپرده‌ها و وام‌های عمده بوده است. با وجود امنیت نسبی حاکم بر دلار اروپایی، با این حال بازدهی این اوراق به خاطر قوانینی که منتشرکنندگان برای بانکهای دلار اروپایی دارند نسبت به سایر دارایی‌های بازار پول بیشتر است.

۵. قرارداد یا توافق بازخرید اوراق بهادار: <sup>۲</sup> یک توافق میان وام‌دهنده و وام‌گیرنده (و اغلب میان مؤسسات) برای خرید و فروش اوراق بهادار دولتی ایالات متحده است. طبق این توافق، وام‌دهنده اوراق بهاداری را به وام‌گیرنده می‌فروشد و موافقت به عمل می‌آید که این اوراق بهادار با قیمت مشخص شده و در تاریخ معین بازخرید شود. نرخ بهره‌ی مؤثر از تفاوت میان قیمت خرید و قیمت فروش تعیین می‌شود. سررسید این اوراق معمولاً خیلی کوتاه مدت است و از ۳ تا ۱۴ روز و حتی در برخی از موارد یک شب می‌باشد. حداقل ارزش اسمی این اوراق ۱۰۰,۰۰۰ دلار است.

۶. اسناد تأیید شده توسط بانکها: <sup>۳</sup> این اوراق سنته یا برات و عهده‌داری است که توسط واردکننده یا صادرکننده در وجه بانک کشیده می‌شود و بانک می‌پذیرد که در سررسید نهایی مبلغ مندرج در آن را، بدون هیچ قید و شرطی بپردازد. در این حالت بانک موافقت می‌کند مبلغ مشخصی را در تاریخ مشخص شده آتی پرداخت کند. اسناد تأیید شده توسط بانکها، اسناد قابل معامله هستند و دارنده آن می‌توان آن را به کمتر از ارزش است در بازار پول به فروش برساند. این اسناد اغلب در معاملات بین‌المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اسناد تأیید شده توسط بانکها با حداقل ارزش اسمی ۱۰۰,۰۰۰ دلار به فروش می‌رسد. موعد سررسید این اسناد بین ۳۰ تا ۱۸۰ روز است و در ضمن موعد سررسید ۹۰ روز، بیشتر متداول است.

نرخ بازده این اوراق رقابتی و با توجه به شرایط روز بازار است. این نرخها نزدیک به هم بوده و بیشتر از نرخ اوراق خزانه است. برای مثال در زیر نرخ بازده اوراق بهادار با سررسید ۳ ماهه در پایان سال ۱۹۹۳

1. Eurodollar

2. Repurchase Agreement (PRG)

3. Banker's Acceptance (BA)

به صورت زیر بوده است:

اوراق خزانه.....	۲۱۸۸٪
اسناد تأییدشده توسط بانکها.....	۳۱۰۱٪
گواهی سپرده بانکی قابل معامله.....	۳۱۰۶٪
اوراق تجاری.....	۳۱۱۱٪
دلار اروپایی.....	۳۱۲۵٪

### سرمایه‌گذاری‌های بازار سرمایه

بازار سرمایه<sup>۱</sup> شامل آن دسته از اوراق بهاداری است که موعد سررسید آنها بیشتر از یکسال است. به خاطر طولانی بودن موعد سررسید و ماهیت اوراق بهادار بازار سرمایه، میزان ریسک در این بازارها بیشتر از بازار پول است. در این نوع بازار، قابلیت فروش در برخی موارد ضعیف‌تر است. بازار سرمایه شامل اوراق بدهی و سهام است. سهامی که در این بازار وجود دارد بدون تاریخ سررسید است.

### اوراق بهادار با سود ثابت

اوراق بهادار با سود ثابت اوراقی هستند که تاریخ پرداخت و مبلغ پرداخت آنها مشخص است. در بیشتر موارد مقدار و زمان هر پرداخت از قبل مشخص شده است. معروف‌ترین این اوراق، اوراق قرضه‌ای است که در آن وام‌دهنده (که اوراق قرضه را منتشر می‌کند) قبول می‌کند اصل بدهی را در تاریخ سررسید مشخص بازپرداخت نماید و هم چنین بهره‌ی تعیین‌شده را در فواصل معین پرداخت نماید.

در ایالات متحده چهار نوع عمده‌ی اوراق قرضه (اوراق قرضه دولتی ایالات متحده، اوراق قرضه نهادهای دولتی، اوراق قرضه شهرداریها و اوراق قرضه شرکتی) وجود دارد. سهام ممتاز نیز به خاطر ماهیت دوگانه‌ای که دارد (به عنوان بدهی و سهام) در این بخش مورد بحث قرار خواهد گرفت.

— **اوراق بهادار دولتی مرکزی:** دولت ایالات متحده برای تأمین مالی فعالیت‌های خود از طریق بخش خزانه خود اقدام به انتشار اسناد و اوراق قرضه با سررسید بیش از یکسال می‌کند. به خاطر قدرت و توان دولت ایالات متحده برای انتشار پول، این نوع اوراق بهادار از ایمن‌ترین اوراق بهاداری است که

در بازار منتشر می‌شود. بنابراین سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری در این زمینه سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاری که این نوع اوراق بهادار را خریداری می‌کند انتظار دارد بهره‌ی ثابتی را با درجه اطمینان بالا در زمانهای مشخص دریافت کند و ارزش اسمی اوراق قرضه را به طور کامل در موعد سررسید دریافت نماید.

اوراق قرضه خزانه‌داری اغلب دارای سررسید ۱۰ تا ۳۰ ساله است و می‌تواند با هر سررسیدی نیز منتشر شود. پرداخت بهره این اوراق به صورت ۶ ماهه است و ارزش اسمی آن به صورت ۱,۰۰۰ دلاری، ۵,۰۰۰ دلاری، ۱۰,۰۰۰ دلاری، ۱۰۰,۰۰۰ دلاری، ۵۰۰,۰۰۰ دلاری و یک میلیون دلاری است.

— **اوراق بهادار نهادهای دولتی:** از سال ۱۹۲۰ به بعد، دولت مرکزی ایالات متحده به منظور کمک به بخشهای مشخص اقتصادی، اقدام به ایجاد نهادهای دولتی خاص نمود. این نهادها از طریق فروش اوراق بهادار نهادهای دولتی در خصوص جذب سرمایه به رقابت می‌پردازند. این نهادها دو نوع هستند: نهادهای دولتی و نهادهایی که از طرف دولت حمایت می‌شوند. نهادهای دولتی تقریباً مانند دولت مرکزی هستند. این نهادها از طریق دولت مرکزی اقدام به ارائه اوراق بهادار می‌کنند. اوراق بهاداری که توسط این نهادها عرضه می‌شود کاملاً از طرف دولت مرکزی تضمین شده است. در مقابل نهادهای دولتی که بخشی از دولت مرکزی هستند موسسات خصوصی نیز هستند که اوراق بهادار خود را به منظور جذب وجوه مالی برای اهداف مشخصی در بازار ارائه می‌کنند. اگرچه این موسسات حق برداشت از وجوه خزانه‌ی مرکزی را دارند با این حال بهره و اصل اوراق بهاداری که توسط این مؤسسات عرضه می‌شود توسط دولت مرکزی تضمین نمی‌شود.

— **اوراق بهادار شهرداری‌ها:**<sup>۱</sup> این اوراق بهادار، اوراق قرضه‌ای هستند که توسط دولتهای محلی و ایالتی به غیر از دولت مرکزی منتشر می‌شوند. در ایالات متحده حدود ۵۰,۰۰۰ منتشرکننده این اوراق وجود دارد که در خصوص دومیلیون موضوع مختلف به انتشار این اوراق می‌پردازند. به این اوراق اغلب اوراق قرضه شهرداری‌ها<sup>۲</sup> گفته می‌شود. اوراق قرضه شهرداری‌ها به دو دسته تقسیم می‌شود:

اوراق قرضه عمومی<sup>۳</sup> که بازپرداخت آن از محل مالیاتی که سازمان انتشاردهنده وصول می‌کند

1. Municipal Securities

2. Municipal bonds

3. General obligation bonds

پرداخت می‌شود و اوراق قرضه‌ی طرحهای ویژه (درآمدزا)<sup>۱</sup> که بازپرداخت آن از محل درآمد یا مالیاتهای ویژه پرداخت می‌شود. در اوراق قرضه‌ی عمومی انتشاردهنده برای پرداخت بهره و اصل اوراق قرضه می‌تواند از محل مالیات استفاده کند. در اوراق قرضه طرحهای ویژه (درآمدزا)، پروژه باید به آن اندازه درآمدزا باشد تا بتوان از محل آن بهره و اصل اوراق قرضه را پرداخت کرد. اکثر اوراق قرضه شهرداری‌های بلندمدت به صورت اوراق قرضه سریال<sup>۲</sup> به فروش می‌رسد. اوراق قرضه سریال به این معناست که این اوراق دارای سرسیدهای متفاوت و مقادیر مختلف هستند و سازمان انتشاردهنده، آنها را با نرخها و سرسیدهای متفاوت عرضه می‌کند.

برای مثال، یک اوراق سریال ۱۰ ساله می‌تواند در ۱۰ سال آینده دارای بهره‌ی ۱۰ درصد باشد. بهره‌ی اوراق قرضه شهرداری‌ها معمولاً از پرداخت مالیات معاف هستند و به همین خاطر نرخ تعیین شده این اوراق کمتر از اوراق قرضه‌ای خواهد بود که از مالیات معاف نیستند. سود سرمایه ناشی از این اوراق شامل مالیات می‌شود. نرخ بازده مشمول مالیات اوراق قرضه شهرداری‌ها از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{نرخ بازده مشمول مالیات} = \frac{\text{بازده معاف از مالیات}}{\text{نرخ مالیات} - ۱}$$

بنابراین، اگر نرخ مالیات ۲۸ درصد باشد و سرمایه‌گذاری در یک اوراق قرضه شهرداری با بازده ۱۰ درصد (که معاف از مالیات است) سرمایه‌گذاری کرده باشد نرخ بازده مشمول مالیات عبارت است از:

$$\text{نرخ بازده مشمول مالیات} = \frac{10\%}{1 - 0.28} = 13.789\%$$

— **اوراق بهادار شرکتی:** بسیاری از شرکتهای بزرگ برای تأمین احتیاجات مالی خود اقدام به انتشار اوراق قرضه شرکتی<sup>۳</sup> می‌کنند. اکثر این شرکتها، بیشتر از یک نوع اوراق قرضه منتشر می‌کنند. برای مثال شرکت ای‌تی‌اند تی<sup>۴</sup> چندین نوع اوراق قرضه منتشر کرده است. از طرف دیگر ممکن است سرمایه‌گذاران با اوراق قرضه مختلف شرکتها در بازار مواجه شوند که دارای سرسیدها، نرخ بهره‌ها و ویژگیهای مختلفی باشند. اوراق قرضه شرکتها دارای انواع مختلفی است. برای مثال، اوراق قرضه

1. Revenue bonds

2. Serial bonds

3. Corporate bonds

4. AT &amp; T



بدون تضمین<sup>۱</sup> یکی از این موارد است که پشتوانه آن تنها اعتمادی است که خریدار به شرکت یا شخص صادرکننده اوراق دارد و هیچ‌کس یا سازمانی آن را تضمین نکرده است و فاقد وثیقه می‌باشد. نوع دوم اوراق قرضه رهنی<sup>۲</sup> است که در آن شرکت انتشار دهنده اقلامی از دارایی‌های خود را در رهن آن قرار می‌دهد. سومین نوع از این اوراق قرضه، اوراق قرضه قابل‌تبدیل است. این اوراق، اوراقی هستند که می‌توان با سهام عادی یا نوع دیگری از اوراق بهادار براساس شرایطی که شرکت انتشاردهنده تعیین می‌کند مبادله گردد. در خصوص این مطالب بعداً در این کتاب بحث خواهد شد. برخلاف اوراق قرضه خزانه، اوراق قرضه شرکتها، دارای ریسک ورشکستگی شرکت منتشرکننده این اوراق است. دو شرکت استاندارد پورز<sup>۳</sup> و مودی<sup>۴</sup> اطلاعاتی در خصوص میزان ایمنی انواع اوراق قرضه شرکتها منتشر می‌کنند که خریداران این اوراق می‌توانند براساس این اطلاعات میزان ایمنی اوراق قرضه‌های مختلف را مقایسه کنند.

— **سهام ممتاز:** اگرچه سهام ممتاز جزء اوراق بهادار صاحبان سهام است ولی باید گفت که این سهام<sup>۵</sup> یک نوع اوراق بهادار دورگه است. برای اینکه این نوع سهام هم دارای سود ثابت و هم به عنوان سهام شناخته شده‌است. سود دارندگان سهام ممتاز از نظر اولویت بعد از پرداخت سود دارندگان اوراق قرضه و قبل از پرداخت سود دارندگان سهام عادی است و براساس میزان نقدینگی شرکت پرداخت می‌شود. عمر سهام ممتاز و پرداخت سودهای آن نامحدود است. اگرچه شرکت منتشرکننده هیچ وقت بازخرید این اوراق را تعهد نمی‌کند، ولی با این حال اکثر سهام ممتازهایی که امروزه منتشر می‌شود قابل بازخرید است و برای همیشه در دست مردم باقی نمی‌ماند.

سهام ممتاز جزء اوراق بهادار با سود ثابت است که سود تقسیمی و مقدار آن از پیش مشخص است. به همین خاطر سهام ممتاز نیز می‌تواند مانند اوراق قرضه دارای جریان سود ثابتی باشد. تنها تفاوت این دو آن است که سود سهام ممتاز دائمی است مگر اینکه بازخرید و یا بازگردانده شود. به خاطر همین پرداختهای ثابت است که اکثر سرمایه‌گذاران این نوع سهام را جزء اوراق بهادار با سود ثابت تلقی می‌کنند و آن را جزء این بخش از بازار سرمایه می‌آورند. با این حال نوسانات قیمت در سهام ممتاز بیشتر از اوراق قرضه است.

1. Debenture

2. Mortgage bonds

3. Standard &amp; poors

4. Moody's

5. Preferred stock

پرداخت سود تقسیمی سهام ممتاز قانوناً اجباری نیست ولی باید در هر دوره به تصویب هیأت مدیره شرکت برسد. اگر منتشرکننده در هر سالی از پرداخت سود تقسیمی ناتوان باشد در صورتی که نوع سهام ممتاز، سهام ممتاز جمع شونده<sup>۱</sup> باشد میزان سود تقسیمی پرداخت نشده از بین نمی‌رود و شرکت موظف است آن را در سالهای بعد، قبل از پرداخت سود سهام عادی پرداخت نماید. ولی اگر سهام ممتاز از نوع جمع شونده نباشد<sup>۲</sup> باشد در آن صورت اگر شرکت سود سهام را پرداخت نکند سود آن سال برای همیشه از دست خواهد رفت و هیچ‌گاه پرداخت نخواهد شد.

بیش از یک‌سوم از سهام ممتازی که در سالهای اخیر به فروش رفته است قابل تبدیل به سهام عادی بوده است.

بخش اعظمی از سهام ممتاز منتشرشده به خاطر اینکه میزان سود تقسیمی به نرخ بهره رایج بازار وابسته است دارای نرخ متغیر هستند. به خاطر مزیت‌های مالیاتی منحصر به فرد آنها، شرکتها بزرگترین خریداران سهام ممتاز هستند: ۷۰ درصد سود تقسیمی سهام ممتاز معاف از مالیات است. بنابراین اگر حداکثر نرخ مالیات بر روی سود شرکت ۳۴ درصد باشد با اعمال این معافیت میزان پرداخت مالیات بر روی سود شرکت به ۱۰٫۲ درصد کاهش می‌یابد. در سالهای گذشته سهام ممتاز بخش اندکی از بازار سرمایه را شکل می‌داد که آن هم به خاطر افزایش میزان سرمایه بود. ولی هرچه از سال ۱۹۸۰ به این طرف حرکت می‌کنیم نقش سهام ممتاز در سرمایه‌گذاری‌های بانکها و شرکتهای داخلی و خارجی بیشتر به چشم می‌خورد.

### اوراق بهادار صاحبان سهام

برخلاف اوراق بهادار با سود ثابت، اوراق بهادار صاحبان سهام<sup>۳</sup> نشانگر مالکیت صاحبان سهام در شرکت منتشرکننده سهام است. چون سهام ممتاز را در بخش مربوط به اوراق بهادار با سود ثابت توضیح دادیم بنابراین در این قسمت فقط به توضیح سهام عادی<sup>۴</sup> که بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران است می‌پردازیم.

1. Cumulative Preferred stock

2. Noncumulative Preferred stock

3. Equity Securities

4. Common stock

سهام عادی نشان‌دهنده مالکیت شرکت است. برای مثال کسی که ۱۰۰ سهم از سهام عادی شرکتی را خریداری می‌کند به منزله این است که  $\frac{1}{n}$  درصد از مالکیت آن شرکت را خریداری کرده است. (n تعداد سهام منتشره توسط آن شرکت است).

دارنده سهام عادی به عنوان مالک قسمتی از شرکت، حق انتخاب هیأت مدیره و حق رأی در مسائل عمده شرکت را دارد. هر یک از سهامداران می‌توانند به تعداد سهامی که دارند به هریک از اعضای هیأت مدیره رأی بدهند. به عبارت دیگر تعداد رأیی که یک صاحب سهم می‌تواند بدهد برابر است با تعداد سهمی که دارد ضربدر تعداد اعضای هیأت مدیره آن شرکت.<sup>۱</sup> این گونه آرا در نشست سالانه شرکت صورت می‌گیرد و هریک از دارندگان سهام، حق رأی دارند.

اگر سهام شرکت در اختیار تعداد محدودی از افراد باشد به آن شرکت مالکیت متمرکز<sup>۲</sup> گفته می‌شود. مالکیت متمرکز حالتی است که تعداد معدودی از سهامداران، صاحب درصد بالایی از سهام شرکتی هستند. بیشتر شرکتها مالکیت عمومی<sup>۳</sup> را انتخاب می‌کنند و سهام عادی خود را به عموم مردم عرضه می‌کنند. این کار باعث می‌شود شرکت بتواند به راحتی افزایش سرمایه دهد.

در صورتی که عملکرد شرکت مناسب و برخی از ویژگی‌های لازم را دارا باشد می‌تواند عضو بورس سهام گردد. در غیر این صورت سهام این شرکتها در بازارهای خارج از بورس<sup>۴</sup> مورد معامله قرار خواهد گرفت. بعد از اینکه مالیات و سود سهام ممتاز پرداخت شد باقیمانده سود میان سهامداران عادی توزیع می‌شود. ممکن است در برخی از موارد سودی برای تقسیم میان سهامداران عادی باقی نماند و یا ممکن است سود زیادی عاید این سهامداران شود. سود تقسیمی و میزان پرداخت آن براساس تصمیمات هیأت مدیره صورت می‌گیرد. از این رو سود تقسیمی می‌تواند دو برابر پرداخت شود و یا اصلاً پرداخت نشود. سهام عادی دارای بازده مشخصی نیست و دارای ریسک ذاتی است. همین‌طور قیمت سهام عادی دارای نوسانات سریعی است و می‌تواند افزایش یا کاهش یابد.

۱. تمام تصمیم‌گیریهایی که در مجامع عمومی (عادی و فوق‌العاده) گرفته می‌شود مبتنی بر رأی سهامداران است. هر سهامدار متناسب با تعداد سهام حق رأی دارد. برای انتخاب اعضای هیأت مدیره از رأی‌گیری تجمعی استفاده می‌شود. در این رأی‌گیری‌ها هر سهامدار به تعداد (تعداد سهام ضربدر تعداد افرادی که باید به عنوان عضو هیأت مدیره انتخاب شوند) حق رأی دارد و می‌تواند تمام یا قسمتی از آراء خود را به یک، دو یا چند نفر تخصیص دهد.

2. Closely held

3. Go public

4. Over-the-counter (OTC)

## سایر انواع اوراق بهادار

### اوراق بهادار منتج از سهام

اوراق بهادار منتج از سهام<sup>۱</sup>، اوراقی با حق ادعا در سهام عادی شرکت هستند. دارنده‌ی این اوراق، طبق شرایط معین، حق واگذاری یا اخذ تعداد مشخصی از سهام عادی را دارد. علاوه بر حق مالکیت، سرمایه‌گذاران می‌توانند حق خرید و فروش سهام را داشته باشند. در صورتی که قیمت سهام رو به افزایش باشد سرمایه‌گذاران مجبور نیستند منتظر دریافت سود باشند. اوراق بهادار منتج از سهام می‌تواند توسط شرکت یا سرمایه‌گذاران ایجاد شود.

— اوراق بهادار منتج از سهامی که توسط شرکت ایجاد می‌شود؛ شاید مهمترین حقی که توسط شرکت، در ارتباط با سهام ایجاد می‌شود حق تقدم خرید سهام<sup>۲</sup> باشد که به سهامداران کنونی اجازه می‌دهد در یک دوره کوتاه مدت (تا ۱۰ هفته) بتوانند به وسیله آن اقدام به خرید سهام جدید نموده و نسبت مالکیت خود را در شرکت حفظ کنند. همان طور که گفته شد زمان استفاده از این حق تقدم کوتاه است و دارنده‌ی آن یا باید از آن استفاده کند و یا اینکه آن را بفروشد.

اوراق اختیار خرید<sup>۳</sup>، اوراق بلندمدتی هستند که برای خرید سهام عادی از شرکت استفاده می‌شود. این اوراق دارای تاریخ سررسید بوده و معمولاً سررسید آنها ۵ سال به بالا می‌باشد. دارنده‌ی اوراق اختیار خرید می‌تواند این اوراق را قبل از موعد سررسید به شرکت بازگردانده و با پرداخت مبلغ مشخصی، مقدار معینی از سهام عادی شرکت را بدست آورد (تمام شرایط این اوراق توسط منتشرکننده و در زمان انتشار مشخص می‌شود). در برخی از موارد، برای تشویق افراد برای خرید اوراق تازه انتشار یافته به خریداران اوراق قرضه، اوراق اختیار خرید می‌دهند. دارنده این برگ حق دارد تعداد مشخصی از سهام عادی شرکت را به قیمتی مشخص و در مدت زمان معینی خریداری نماید. این چنین اوراقی در بورس قابل خرید و فروش و معامله است. بنابراین خرید اوراق اختیار خرید، جایگزینی برای خرید سهام عادی می‌شود که مزایا و معایب خاص خود را دارد. مزیت خرید اوراق اختیار خرید شامل سرمایه‌گذاری اندک اولیه و فرصت برای درصد بازده سرمایه<sup>۴</sup> بیشتر نسبت به تملک خود سهام است. اوراق بهادار قابل تبدیل<sup>۵</sup> (مانند اوراق قرضه و سهام ممتاز قابل تبدیل) اوراقی هستند که می‌توان با

1. Equity-Derivative Securities

2. Rights

3. Warrants

4. Capital gain

5. Convertible security

سهام عادی یا نوع دیگری از اوراق بهادار طبق شرایطی که شرکت انتشاردهنده تعیین کرده است مبادله کرد. دارندگان اوراق قرضه یا سهام ممتاز طبق این اوراق حق دارند هر وقت که تمایل داشته باشند اوراق خود را تبدیل کنند. معمولاً اوراق قرضه یا سهام ممتاز برای تبدیل به سهام عادی به شرکت بازگردانده می‌شود تا بدون هیچ پرداخت نقدی تبدیل صورت گیرد. اوراق بهادار قابل تبدیل به صورت همزمان دو نوع اوراق بهادار هستند: یک اوراق بهادار با سود ثابت که دارای بهره یا سود تقسیمی مشخصی است و دیگری حق ادعا بر سهام عادی. در صورتی که قیمت سهام عادی افزایش یابد خیلی ارزشمند محسوب می‌شود. به همین خاطر قیمت اوراق بهادار قابل تبدیل می‌تواند با توجه به قابل معامله بودن مانند سایر اوراق بهادار یا سود ثابت یا قابل معامله بودن با توجه به قیمت سهام عادی، دارای نوسانات زیادی باشد.

— **اوراق بهادار منتج از سهامی که توسط سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود:** در دنیای سرمایه‌گذاری امروزه اصطلاح برگ اختیار معامله<sup>۱</sup> به اختیار خرید و فروش سهام<sup>۲</sup> اطلاق می‌شود. این اوراق نه تنها توسط شرکتها ایجاد می‌شود بلکه سرمایه‌گذاران نیز برای خرید و فروش سهام عادی به خصوصی به ایجاد این اوراق می‌پردازند. اوراق اختیار فروش (خرید) سهام این حق را به خریدار می‌دهد تا اقدام به خرید (فروش) ۱۰۰ سهم از سهام بخصوصی با قیمت معین (که به آن قیمت توافق شده گفته می‌شود) و در زمان معین بنماید. تاریخ سررسید اکثر این اوراق اختیار خرید و فروش سهام ممکن است چندین ماه باشد. قیمت‌های توافق‌شده متعددی، این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که آنها بتوانند اوراقی با سررسیدها و قیمت‌های مختلف را انتخاب کنند.

خریداران برگ اختیار خرید فرض می‌کنند که قیمت سهام عادی مورد نظر افزایش خواهد یافت و همین باعث ارزشمند شدن برگ اختیار خرید می‌شود. خریداران برگ اختیار فروش فرض می‌کنند که قیمت سهام عادی مورد نظر کاهش خواهد یافت و همین باعث ارزشمند شدن بیشتر اختیار فروش می‌گردد.

### پیمانهای آتی

پیمانهای آتی<sup>۳</sup>، پیمانهایی را شامل می‌شود که در رابطه با دادوستد انواع کالاها خرید و فروش می‌شوند در این پیمانها تحویل کالا و پول در تاریخ معینی در آینده صورت می‌گیرد. معمولاً پیمانهای آتی که در بورس‌های جهانی معامله می‌شوند در رابطه با اقلامی چون طلا، فلزات گرانبها، غلات، گوشت، ارزهای خارجی و غیره می‌باشند.

1. Options

2. Calls and puts

3. Futures contracts

پیمانهای آتی، توافقی است برای مبادلات آتی دارایی‌های مخصوصی میان یک خریدار و یک فروشنده. فروشنده تعهد می‌کند که دارایی موردنظر را در تاریخ معینی تحویل نماید و در مقابل مبلغ مشخصی از خریدار دریافت نماید. اگرچه تا تاریخ سررسید پول نقدی درخواست نمی‌شود ولی برای کاهش شانس ناتوانی در بازپرداخت، مبلغی به عنوان ودیعه دریافت می‌شود. مقدار این ودیعه در مقایسه با ارزش پیمان، ناچیز و اندک است.

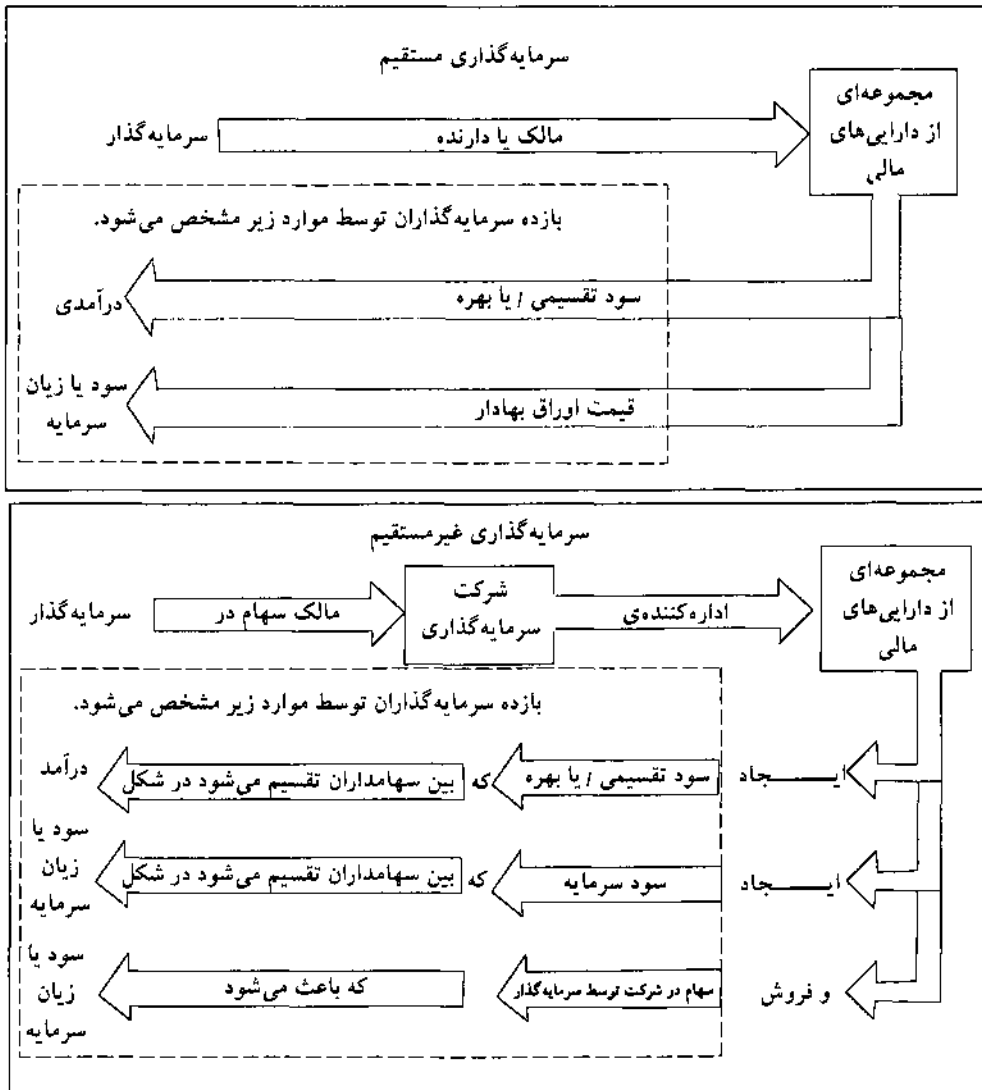
اکثر کسانی که در پیمانهای آتی وارد می‌شوند سفته‌بازان و هجینگ‌کنندگان هستند. هجینگ‌کنندگان، به دنبال کاهش نااطمینانی‌های قیمت در دوره‌های آتی هستند. برای مثال، پیش‌فروش توسط کسانی که صاحب اوراق بهادار یا کالایی هستند، به منظور مصون ماندن از نوسانات قیمت آن کالا یا اوراق بهادار در آینده، از طرف دیگر سفته‌بازان سعی در کسب سود از طریق نااطمینانی و یا نوساناتی دارند که در آینده اتفاق خواهد افتاد. اگر انتظار رود که قیمت‌ها افزایش (یا کاهش) خواهد یافت اوراق پیمانهای آتی خریداری (یا فروخته) خواهد شد. تخمین‌های صحیح می‌تواند باعث سودهای بالایی شود برای اینکه میزان کمی از این سود به عنوان ودیعه پرداخت می‌شود.

### جایگزین سرمایه‌گذاران - سرمایه‌گذاری غیر مستقیم

تا اینجا بحث بر روی انواع اوراق بهاداری بود که می‌توان در بازارهای مختلف مورد معامله قرار داد. این موارد شامل سهام عادی و ممتاز، اختیار خرید و فروش سهام و اوراق اختیار خرید بودند که مورد معامله سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. این سرمایه‌گذاران هم چنین می‌توانند در صورت تمایل در انواع اوراق قرضه خزانه، شهرداری و شرکتها سرمایه‌گذاری کنند. گواهی سپرده قابل معامله و اوراق تجاری از جمله سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری مستقیم بودند.

علاوه بر سرمایه‌گذاری مستقیم، سرمایه‌گذاران می‌توانند اقدام به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم<sup>۱</sup> کنند. سرمایه‌گذاری غیر مستقیم عبارت است از خرید و فروش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری که این شرکتها از طریق ایجاد پرتفلیو، دست به تشکیل مجموعه‌ای متنوع از اوراق بهادار می‌زنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> شرکت‌های مالی هستند که به منظور سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مختلف سازماندهی شده‌اند. در شکل ۲-۲ تفاوت میان سرمایه‌گذاری مستقیم و غیر مستقیم نشان داده شده است. طبق این شکل اهداف بین سرمایه‌گذاری مستقیم و غیر مستقیم یکسان است. تفاوت اصلی این است که شرکت سرمایه‌گذاری در میان سرمایه‌گذار و پرتفلیو اوراق بهادار قرار می‌گیرد. مزیت سرمایه‌گذاری غیر مستقیم

این است که سود یا زیانی که سرمایه‌گذاران قبلاً مستقیماً متحمل می‌شدند حالا از طریق یک شرکت سرمایه‌گذاری متحمل می‌شوند و تنها تفاوت، شامل هزینه‌هایی است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ازای خدمات‌دهی و ثبت و کنترل دریافت می‌کنند.



شکل ۲-۲: سرمایه‌گذاری مستقیم در مقابل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

### شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌ی باز (صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری)

سرمایه‌گذاران، سهام اکثر شرکتهای سرمایه‌گذاری را مستقیماً از خود شرکت خریداری می‌کنند و در صورت قابل‌بازخرید بودن سهام، دوباره آن را به همان شرکت می‌فروشند. به این نوع شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌ی باز<sup>۱</sup> گفته می‌شود که عموماً به آن صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> اطلاق می‌شود. این شرکتهای به هر مقداری که سرمایه‌گذاران تقاضا کنند سهام می‌فروشند و براساس اهداف خود در سهام سایر شرکتهای سرمایه‌گذاری می‌کنند.

تمامی خرید و فروش شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌ی باز براساس خالص ارزش دارایی هر سهم صورت می‌گیرد. به این معنا که اگر ارزش پرتفلیو افزایش یابد ارزش سهام شرکت سرمایه‌گذاری نیز افزایش خواهد یافت.

### شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص

شکل دیگر شرکت سرمایه‌گذاری، شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص است که درصد کمی از شرکتهای سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهد و سهام آن مانند سهام سایر شرکتهای بورسی اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد. تعداد سهام این شرکتهای ثابت است و سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش این سهام از طریق کارگزاران خود و با پرداخت مبلغی به عنوان حق کارگزاری اقدام می‌کنند. برخلاف صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری، شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌ی ثابت می‌توانند سهام خود را به کمتر یا بیشتر از خالص ارزش دارایی هر سهم بفروشند (برای اینکه قیمت این سهام در بازار آزاد و توسط سرمایه‌گذاران مشخص می‌شود).

### مباحثی در خصوص سرمایه‌گذاری مستقیم در مقابل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

به طور خلاصه، شرکتهای سرمایه‌گذاری راه‌حلهای روشنی برای سرمایه‌گذارانی که به دنبال سهام یا اوراق قرضه هستند دارند. با توجه به خرید و مدیریت پرتفلیو، سرمایه‌گذاران می‌توانند در این شرکتهای سرمایه‌گذاری تموده و به آنها اجازه دهند تا تمامی امور و تصمیمات را خودشان اتخاذ کنند. اهمیت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم را می‌توان در شکل ۲-۳ به آسانی درک کرد. این نمودارها مربوط به



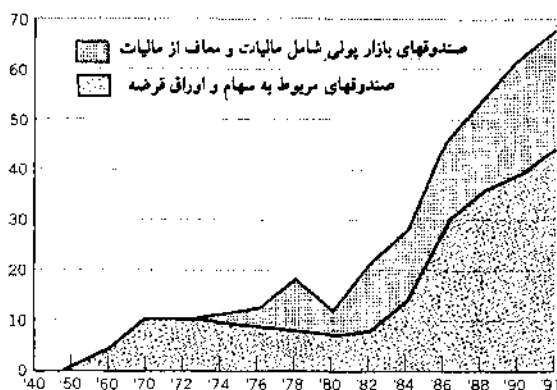
صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری (شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌ی باز) بوده و شامل شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص نمی‌شود.

افزایش چشمگیر تعداد سهامداران و کل دارایی‌ها در طی سالهای ۱۹۸۰ قابل توجه است. در اوایل سال ۱۹۹۰ حدود ۴,۰۰۰ صندوق مشترک سرمایه‌گذاری در ایالات متحده وجود داشته که دارایی‌های آنها از ۱/۵ تریلیون دلار فراتر می‌رود. این چنین افزایشی در دهه اخیر صورت گرفته است.

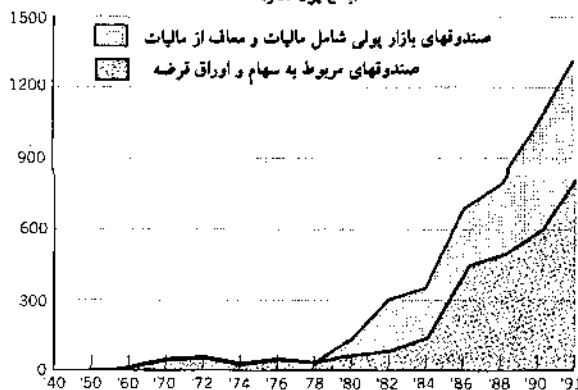
انتخاب سرمایه‌گذاری مستقیم و یا غیرمستقیم، کار مهمی است که تمامی سرمایه‌گذاران باید در خصوص آن به دقت فکر کنند. چون هر یک از این دو روش مزایا و معایب مربوط به خود را دارد.

حساب

حساب سهامداران صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری  
(میلیون)



دارایی صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری  
(به یلهون دلار)



شکل ۳-۲: حساب سهامداران صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری و دارایی‌های این صندوقها

بنابراین انتخاب یکی از این موارد کار آسانی نیست. اگر سرمایه‌گذار فرد فعالی باشد بهتر است در سرمایه‌گذاری مستقیم شرکت کند، ولی اگر سرمایه‌گذار فرد فعالی نباشد بهتر است در سرمایه‌گذاری غیرمستقیم فعالیت نماید. البته سرمایه‌گذاران می‌توانند به صورت همزمان در هر دو روش سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین تصمیم مهم، انتخاب یکی از این دو روش و یا ترکیبی از این دو روش است.

### خلاصه



◀ انواع مهم اوراق بهادار عبارتند از: اوراق بهادار غیرقابل معامله، ابزارهای بازار پولی، اوراق بهادار بازار سرمایه (شامل اوراق بهادار با سود ثابت و اوراق بهادار صاحبان سهام)، سایر اوراق بهادار، و سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم در شکل سهام شرکتهای سرمایه‌گذاری.

◀ سرمایه‌گذاری‌های غیرقابل معامله، به نحو گسترده‌ای در میان سرمایه‌گذاران متداول است و شامل سپرده پس‌انداز، گواهی سپرده بانکی غیرقابل معامله، حسابهای سپرده بازار پول و اوراق قرضه پس‌انداز دولتی ایالات متحده می‌شود.

◀ سرمایه‌گذاری‌های بازار پول که به صورت کوتاه‌مدت می‌باشند دارای قابلیت نقدینگی بالا و ایمنی بالا هستند که شامل اوراق خزانه، گواهی سپرده بانکی قابل معامله، اوراق تجاری، دلار اروپایی، توافقیهای بازخرید و اسناد تأییدشده توسط بانکها می‌شوند.

◀ سرمایه‌گذاری‌های بازار سرمایه دارای موعده، سررسید بیش از یک سال می‌باشند.

◀ اوراق بهادار با سود ثابت یکی از دو نوع اصلی اوراق بهادار بازار سرمایه است که دارای جدول پرداخت یا بازپرداخت مشخصی است. اوراق بهادار با سود ثابت شامل چهار نوع اوراق قرضه است: اوراق قرضه دولتی مرکزی، اوراق قرضه نهادهای دولتی، اوراق قرضه شهرداری‌ها و اوراق قرضه شرکتها.

◀ سهام ممتاز، اگرچه از نظر تکنیکی جزء اوراق بهادار صاحبان سهام است ولی سرمایه‌گذاران به خاطر سود تقسیمی ثابت آن، آن را جزء اوراق بهادار با سود ثابت به حساب می‌آورند. سهام ممتاز دارای تاریخ سررسید نیستند ولی ممکن است توسط شرکت بازخرید شوند.

◀ سهام عادی نشانگر مالکیت شرکت است. بعد از اینکه مالیات و سود سهام ممتاز پرداخت شد باقیمانده سود میان سهامداران عادی توزیع می‌شود.

« سایر انواع اوراق بهادار عبارتند از: اوراق بهادار منتج از سهام و پیمانهای آتی.  
 « اوراق بهادار منتج از سهام، تمامی یا قسمتی از ارزش خود را از سهام عادی مورد نظر بدست می‌آورند و می‌تواند به دو دسته ایجاد شونده توسط شرکت و ایجاد شونده توسط سرمایه‌گذار تقسیم شود.

« اوراق بهادار منتج از سهامی که توسط شرکت ایجاد می‌شود شامل حق تقدم خرید سهام، اوراق اختیار خرید و اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل و سهام ممتاز قابل تبدیل است.  
 « پیمانهای آتی توافقی است برای مبادلات آتی دارایی‌های مخصوصی میان یک خریدار و یک فروشنده.

« سرمایه‌گذاران می‌توانند به عنوان جایگزین، به جای خرید دارایی‌های مالی، سهام شرکتی سرمایه‌گذاری را خریداری کنند. این واسطه‌های مالی دست به تشکیل پرتفلیو اوراق بهادار می‌زنند.  
 « شرکتی سرمایه‌گذاری با توجه به نوع سرمایه‌گذاری خود به دو دسته شرکتی سرمایه‌گذاری با سرمایه باز و شرکتی سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص تقسیم می‌شوند.  
 « معمولاً به شرکتی سرمایه‌گذاری با سرمایه باز، صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری گفته می‌شود. این شرکتها به هر مقداری که سرمایه‌گذاران تقاضا کنند سهام می‌فروشند و براساس اهداف خود در سهام سایر شرکتها سرمایه‌گذاری می‌کنند.

## واژه‌های کلیدی



Calls	اختیار خرید سهام
Capital Market	بازار سرمایه
Certificates of deposit (CDs)	گواهی سپرده
Closed- end Investment companies	شرکتی سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص
Convertible securities	اوراق بهادار قابل تبدیل
Corporate bonds	اوراق قرضه شرکتی
Equity-derivative securities	اوراق بهادار منتج از سهام
Equity securities	اوراق بهادار صاحبان سهام

Fixed-income securities	اوراق بهادار با سود ثابت
Futures contracts	پیمانهای آتی
Indirect Investing	سرمایه گذاری غیرمستقیم
Investment company	شرکت سرمایه گذاری
Liquidity	نقدینگی
Money Market	بازار پول
Municipal bonds	اوراق قرضه شهرداری ها
Mutual Funds	صندوقهای مشترک سرمایه گذاری
Open-end Investment company	شرکتهای سرمایه گذاری با سرمایه ی باز
options	برگ اختیار معامله
Preferred stock	سهام ممتاز
Puts	اختیار فروش سهام
Treasury bill	اوراق خزانه
Treasury bond	اوراق قرضه خزانه
Warrant	اوراق اختیار خرید

### سوالات



- ۲-۱) طبقه بندی های ارائه شده در خصوص اوراق بهادار قابل معامله که در این فصل ارائه شده است را مطرح کرده و هر یک از این موارد را توضیح دهید.
- ۲-۲) چه تفاوتی میان سپرده پس انداز و گواهی سپرده وجود دارد؟
- ۲-۳) اگر اوراق قرضه با تخفیف فروخته شود به چه معناست؟
- ۲-۴) چه تفاوتی میان گواهی سپرده قابل معامله و گواهی سپرده ای که در بخش «اوراق بهادار غیرقابل معامله» بحث شد وجود دارد؟
- ۲-۵) چهار نوع اوراق قرضه ای را که در این فصل بحث شد نام ببرید. در حالت کلی تصور می کنید کدامیک از آنها دارای ریسک بالایی باشد؟

- ۶-۲) انواع اوراق قرضه شهرداری‌ها را نام برده و توضیح دهید.
- ۷-۲) مزایا و معایب اوراق قرضه خزانه‌داری را توضیح دهید.
- ۸-۲) چرا به سهام ممتاز عموماً «اوراق بهادار دورگه» اطلاق می‌شود؟
- ۹-۲) چرا در این فصل سهام ممتاز جزء اوراق بهادار با سود ثابت تقسیم‌بندی شده است؟
- ۱۰-۲) منظور از اینکه دارندگان سهام عادی ادعای ثانویه درخصوص مطالبات دارند چیست؟
- ۱۱-۲) آیا به همه سهامهای عادی سود تقسیمی پرداخت می‌شود؟ چه کسی در این خصوص تصمیم می‌گیرد؟
- ۱۲-۲) منظور از اوراق بهادار منتج از سهام چیست؟ در مورد تفاوت میان اوراق بهادار منتج از سهامی که توسط شرکت ایجاد می‌شود و اوراقی که توسط سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود توضیح دهید.
- ۱۳-۲) تفاوت میان اوراق اختیار خرید و اختیار خرید سهام را توضیح دهید.
- ۱۴-۲) اختیار خرید و فروش سهام چگونه ایجاد می‌شوند؟
- ۱۵-۲) منظور از سرمایه‌گذاری غیرمستقیم چیست؟
- ۱۶-۲) شرکت سرمایه‌گذاری چیست؟ تفاوت میان شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه‌باز و شرکتهای سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت و مشخص را توضیح دهید.

---

## مسأله



- ۱-۲) فرض کنید شخصی در طبقه‌ی مالیاتی ۱۵ درصد است. اگر بازده اوراق قرضه شهرداری ۹۰/۵ درصد باشد در آن صورت نرخ بازده مشمول مالیات چقدر خواهد بود؟