|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **به‌نام خدا** |  |
| درس مباحث منتخب مالی  نیمسال اول تحصیلی 93-92 |  | امتحان میـان‌ترم  زمان: 1:30 دقیقه |

1. بانک‌های تجاری (commercial banks) و بانک‌های سرمایه‌گذاری (investment banks) هر دو واسطه‌ی مالی (financial intermediaries) به شمار می‌روند. کیفیت واسطه‌گری این دو نهاد مالی را با هم مقایسه کنید.
2. توضیح دهید در بحران وام‌های دون‌اعتبار (subprime crisis) به چه دلایلی الگوی وام‌دهی بانک‌های تجاری از "بررسی کن و وام بده" به "وام بده و واگذار کن" تغییر یافت. پیامدهای این تغییر در الگوی وام‌دهی چه بود. به‌طور کامل توضیح دهید.
3. توضیح دهید تحت چه شرایطی تعارض نمایندگی (agency conflicts) بین سهامدارن و طلبکارن ایجاد می‌شود؟ این تعارض عموماً با چه تمهیداتی مرتفع می‌شود؟
4. عموماً گفته می‌شود: ادغام و قبضه‌ی مالکیت (merger and acquisition) خلق ارزش می‌کند. نظریه‌های توضیح‌دهنده‌ی این پدیده را نام برده و تشریح نمایید.
5. توضیح دهید چگونه بازار پول و بازار سرمایه می‌توانند به توسعه‌ی یکدیگر کمک کنند.
6. مطالعات تجربی در زمینه‌ی نظام مالی مبتنی بر بازار (market-oriented) و نظام مالی مبتنی بر بانک (bank-oriented) درکشورها به چه نتایجی رسیده است. (تحت چه شرایطی نظام مالی کشورها به بازار پول یا به بازار سرمایه گرایش می‌یابد؟) توضیح دهید.
7. بانک‌های تجاری عموماً در بازار پول و بانک‌های سرمایه‌گذاری عموماً در بازار سرمایه واسطه‌گری می‌کنند. مهمترین واسطه‌گری این نهادهای مالی انتقال وجوه از عرضه‌کنندگان وجوه به متقاضیان وجوه است. بانک‌های تجاری از طریق جذب سپرده و اعطای وام، و بانک‌های سرمایه‌گذاری از طریق فروش اوراق بهادار شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران در فرآیند تأمین مالی واسطه‌گری می‌کنند. واسطه‌گری‌ بانک‌های تجاری نسبت به بانک‌های سرمایه‌گذاری اساساً در سطح گسترده‌تری صورت می‌گیرد. مشخصات وام‌هایی که بانک‌ها اعطا می‌کنند به‌طرز قابل‌ملاحظه‌ای با ویژگی‌های سپرده‌هایی که دریافت می‌کنند متفاوت است. بانک‌ها سپرده‌‌ها را در اندازه‌های مختلف و با سررسید‌‌های مختلف و حتی با نرخ‌های مختلف جذب می‌کنند و طی فرآیند تغییر کیفی دارایی (QAT) وجوه جمع‌آوری‌شده را در قالب وام به متقاضیان وجوه اعطا می‌کنند. تفاوت در ویژگی‌های سپرده‌های دریافتی و وام‌های اعطایی بانک‌ها را در معرض ریسک‌های مالی متنوعی قرار می‌دهد. از یک طرف بانک‌ها به سپرده‌گذاران متعهدند و از طرفی دیگر وام‌گیرندگان به بانک‌ها متعهدند. کیفیت این دو نوع تعهدت لزوما مشابه هم نیست، و بنابراین، همدیگر را حذف نمی‌کنند. بر این اساس می‌توان گفت بانک‌ها به‌طور دائمی با اخذ سپرده‌ و اعطای وام در حال اخذ موقعیت در بازار پول می‌باشند. بانک‌ها موقعیت‌های بلندمدت روی سپرده‌ها و وام‌های اعطایی اخذ می‌کنند و بدین ترتیب متحمل ریسک‌های مالی ناشی از اخذ موقعیت می‌شوند. به‌عنوان مثال سپرده‌های بانکی عموماً قابل‌استرجاع (callable) می‌باشند و این در حالی است که قابل استرداد (puttable) نیستند. بدین معنی که سپرده‌گذارن هر زمان که مایل باشند می‌توانند سپرده‌ی خود را برداشت نمایند، در حالی که بانک‌ها عموماً در صورت ورشکستگی می‌توانند وجوه سپرده‌گذاران را عودت دهند. این در حالی است که وام‌گیرندگان اختیار استرداد وام‌های اعطایی را دارند و بانک اختیار استرجاع وام‌ها را ندارد. این عدم‌تطابق در کیفیت سپرده‌ها و وام‌های اعطایی بانک‌ها را در معرض انواع ریسک‌ها مانند ریسک نقدینگی، ریسک نرخ بهره و ... قرار می‌دهد. به‌عنوان مثالی دیگر می‌توان گفت که عموماً سررسید وام‌ها از سپرده‌ها طولانی‌تر است، بانک‌ها با وساطت در انطباق سررسیدها در معرض ریسک‌های ناشی از این واسطه‌گری قرار می‌گیرند که مهم‌ترین آن‌ها ریسک تلاطم نرخ بهره است. واسطه‌گری در اندازه نیز از جمله واسطه‌گری‌های بانکی است. در مقابل، واسطه‌گری بانک‌های سرمایه‌گذاری غالباً به این گستردگی نیست. بانک‌های سرمایه‌گذاری معمولاً یا موقعیتی در مقابل متقاضیان و عرضه‌کنندگان وجوه اتخاذ نمی‌کنند، و یا تنها برای مدت مدتی کوتاه این کار را انجام می‌دهند. به‌عنوان مثال زمانی که بانک‌های سرمایه‌گذاری قرارداد بیشینه‌ی تلاش (best effort) را امضا می‌کنند، تلاش خود را برای فروش سهام شرکت به‌کار می‌گیرند و هیچ تعهدی در قبال شرکت و نیز سرمایه‌گذاران قبول نمی‌کنند. زمانی که بانک‌های سرمایه‌گذاری تعهد فروش (underwriting) می‌دهند، متعهد می‌شوند سهام شرکت را در بازار بفروشند، در غیر این‌صورت خودشان باید سهام شرکت را خریداری کند. بر این اساس می‌توان گفت که بانک‌های سرمایه‌گذاری سهام شرکت‌ها را بدون این‌که تغییری در ویژگی‌های آن ایجاد کنند از شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران انتقال می‌دهند.

درآمد عمده‌ی بانک‌های تجاری از محل شکاف نرخ بهره سپرده و وام است. بانک‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً از محل کارمزد واسطه‌گری‌های و مشاوره‌های خود درامد کسب می‌کنند. بانک‌های تجاری با طیف وسیعی از اشخاص حقیقی و حقوقی کار می‌کنند و شاید به همین دلیل نسبت به بانک‌های سرمایه‌گذاری تحت نظارت شدیدتری می‌باشند. بانک‌های سرمایه‌گذاری عموماً سهام شرکت‌ها را به عموم سرمایه‌گذاران می‌فروشند.

1. مجموعه‌ای از دلایل تغییر الگوی وام‌دهی را در بحران‌ وام‌های دون‌اعتبار باعث شده است. به‌طور کلی می‌توان دلایل این‌ تغییر الگو را به شرایط اقتصادی دوران پیش از بروز بحران و محیط قانونی حاکم بر فعالیت نهادهای مالی نسبت داد. در مورد شرایط اقتصادی می‌توان گفت که سیاست‌های بانک مرکزی امریکا نقش بسزایی در شکل‌گیری حباب مسکن در آن کشور داشت. قیمت مسکن در ایالات متحده روز به روز افزایش می‌یافت. افزایش قیمت مسکن باعث شد تا ریسک‌های وام‌دهی نزد بانک‌ها کمرنگ جلوه داده شود. بانک‌ها در اندازه‌های بزرگ و عموماً تنها با اتکا به خود ملک به‌عنوان وثیقه به متقاضیان وام‌های رهنی اعطا کردند. روند رو به افزایش قیمت مسکن باعث شد که بانک‌ها نسبت به نکول وام‌های رهنی نگران نباشند. تقریبا هر شخصی با هر رتبه‌ی اعتباری و بدون هیچگونه سرمایه‌ای می‌توانست وام رهنی دریافت کند. در چنین شرایطی کافی بود روند قیمت مسکن معکوس شود تا بحران آغاز شود. از طرف دیگر قوانین و مقررات حاکم بر موسسات مالی دست آن موسسات را در ایجاد موقعیت‌های ریسکی باز می‌گذاشت. بانک‌ها بدون محدودیت قانونی خاصی وام‌های رهنی ریسکی تولید می‌کردند، و بانک‌های سرمایه‌گذاری تقریباً بدون هیچ‌گونه محدودیتی اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهن خلق می‌کردند. عدم نظارت موثر بر نهادهای مالی و عدم‌وجود سازوکارهای مناسب مالی راه را برای کژمنشی (moral hazard) نهادهای مالی باز کرد. اوراق ریسکی در اندازه‌های بزرگ تولید شد و با قیمت‌های گزاف به سرمایه‌گذاران فروخته شد.

به‌طور خلاصه می‌توان گفت از طرفی سیاست‌های پولی فدرال رزرو زمینه را برای بروز حباب مسکن فراهم کرد و بدین ترتیب وام‌های رهنی بدون بررسی کیفیت اعتباری وام‌گیرنده، و تنها با اتکا بر ارزش ملک رهنی به متقاضیان اعطا شد، و نیز اوراق بهادار با پشتوانه‌ی رهن با اتکا به همان وام‌های رهنی دون اعتبار در اندازه‌های بزرگ تولید شد. از طرفی دیگر نظارت‌های مؤثری از جانب مقام‌های ناظر بازار پول و سرمایه صورت نمی‌گرفت. قوانین مصوب مجلس نیز راه را برای فعالیت‌های مخاطره‌آمیز نهادهای مالی بیش از پیش باز کرد. در نتیجه بانک‌ها بدون بررسی وام می‌دادند و نگران نبودند چون وام‌های دون‌اعتبار تولیدشده را در بازار ثانویه رهن واگذار می‌کردند و از شر آن دارایی‌های ریسکی خلاص می‌شدند.

1. تعارض نمایندگی بین سهامداران و طلبکاران زمانی ایجاد می‌شود که سهامداران به انجام کارهایی رأی می‌دهند که از ارزش بدهی‌های شرکت می‌کاهد. سهامداران می‌توانند با افزایش ریسک شرکت از منافع آتی ناشی از تحمل ریسک اضافه بهره‌مند شوند، و این در حالی است که صاحبان بدهی بدون بهره‌‌‌مندی از منافع تحمل ریسک، تنها هزینه‌های آن را می‌پردازند. نتیجه‌ی افزایش ریسک کل شرکت، قطعا کاهش ارزش بدهی‌های شرکت خواهد بود. سهامداران از دو طریق می‌توانند ریسک کل شرکت را افزایش دهند. از طریق افزایش اهرم مالی و نیز از طریق برگزیدن طرح‌های نسبتاً ریسکی. اولی به افزایش ریسک مالی و دومی به افزایش ریسک کسب‌وکار می‌انجامد. صاحبان بدهی می‌توانند محدودیت‌هایی برای اهرم مالی و طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت اعمال کنند. عموماً این محدودیت‌ها در قرارداد قرضه (indenture) گنجانده می‌شود. هم‌چنین اصول شرکت‌داری روش‌های قانونی مشخصی را برای حفظ حقوق صاحبان قرضه در اختیار آن‌ها قرار می‌دهد. به‌‌عنوان مثال گماردن ناظر در جلسات هیأت مدیره، منوط کردن تصویب تصمیم‌های مشخص به نظر صاحبان قرضه، گماردن حسابرس و ... از این جمله می‌باشد.
2. طبق فرضیه‌ی خلق ارزش که به فرضیه‌ی «کاهش هزینه‌ی نمایندگی یا ایجاد انگیزه نو» نیز معروف می‌باشد، قبضه‌ی مالکیت موجب افزایش کارایی و عملکرد شرکت‌ها می‌شود. عواملی که باعث می‌شود مدیران پس از تملک مدیریت، عملکردی کاملا متفاوت نسبت به قبل داشته باشند، عبارتند از: مالکیت مدیران و اهرم. به‌عبارت دیگر پس از تملک مدیران، سهم مالکیت مدیران و نیز اهرم شرکت به‌مراتب نسبت به گذشته بالاتر می‌رود و شاید بتوان علل تحول شگرف در عملکرد را به این دو عامل نسبت داد. به نظر جنسن (1986)، الزام به بازپرداخت بدهی‌های کلان، مدیران را مجبور می‌کند راه‌های ایجاد جریان نقدی و جلوگیری از اتلاف منابع را بیابند. به نظر او که مزایای افزایش بدهی را فرضیه‌ی کنترل می‌نامد، افزایش اهرم، افزایش هزینه‌ی نمایندگی بدهی و ریسک ورشکستکی را به‌دنبال دارد، ولی جانشین خوبی برای سهام است، چراکه هزینه‌ی نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد را کاهش می‌دهد.
3. اشکال تأثیر متقابل بانک‌ها و بازار سرمایه عبارت است از: رقابت، مکمل‌بودن، و تکامل مشترک. بررسی تأثیر‌های متقابل بانک و بازار ما را به این نتیجه می‌رساند که این دو ضمن این‌که مکمل یکدیگرند، مشترکاً تکامل می‌یابند. در مورد نقش بازار سرمایه در توسعه‌ی بانک‌ها می‌توان گفت:

* توسعۀ بازارهای سرمایه به کاهش هزینۀ سرمایۀ بانک‌ها و در نتیجه توسعۀ بانک‌ها می‌انجامد؛ بانک‌ها با هزینه‌های کمتری از طریق بازار سرمایه تأمین مالی می‌کنند و وام‌های بیشتری اعطا می‌کنند.
* از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن، بانک‌ها کیفیت اعتباری وام‌گیرندگان را تأیید می‌کنند و بازار سرمایه وام‌گیرندگان را تأمین مالی می‌کند.

هم‌چنین در مورد نقش بانک‌ها در توسعه‌ی بازار سرمایه می‌توان گفت:

* وامدهی بانک‌ها به شرکت‌ها پیام مثبت به سهامداران شرکت وام‌گیرنده مخابره می‌کند و موجب افزایش قیمت سهام شرکت می‌شود. هزینه‌های جستجوی اطلاعات را برای ارزیابی تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران اوراق بهادار کاهش می‌دهد.
* شرکت‌هایی که رابطۀ مالی تعریف‌شده‌ای با بانک‌ها دارند وقتی سهامشان عرضۀ عمومی می‌شود، کمتر وضعیت زیرقیمت را تجربه می‌کنند. هزینه‌های تأمین مالیشان از مجرای بازار سرمایه به واسطۀ کاهش دامنک اوراق بدهی شرکت و کاهش هزینه‌های پذیره‌نویسی پایین می‌آورد.

1. در نظام‌های مالی بازارپایه نسبت به بانک‌پایه عموماً ویژگی‌های زیر به چشم می‌خورد:

* تأمین مالی از طریق حق مالی نسبت به بدهی اهمیت دارد.
* شرکت‌ها به‌طرز مشخص‌تری بر اساس رأی اکثریت سهامداران کنترل می‌شوند تا بر اساس نفوذ اقلیت مدیران
* بازاهای مالی توسعه یافته‌ترند و رقابت شدیدتری در صنعت مالی به چشم می‌خورد.
* سرمایه‌گذاران نهادی بخش مهم‌تری از نظام مالی را تشکیل می‌دهند.
* قوانین و مقررات مالی آزادی عمل بیشتری به بازیگران بازارهای مالی می‌دهد.
* روابط بازیگران بازار تا حد بیشتری بر پایۀ اعتماد متقابل است.

نتیجه‌ی تحقیق Thakor و Boot در سال 1997:

آن‌ها در تحلیل‌های نظری خود راجع به معماری نظام مالی پیش‌بینی می‌کنند که نظام مالی بهینه بر اساس سابقۀ اعتباری وام‌گیرندگان گرایش‌های متفاوتی نسبت به واسطه‌گری بانک یا بازار خواهد داشت: در صورتی که سابقۀ اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً بد باشد، نظام مالی بهینه به واسطه‌گری بانک و در صورتی که سابقۀ اعتباری وام‌گیرندگان نسبتاً خوب باشد به سمت واسطه‌گری بازار گرایش خواهد داشت. بنابراین، آن‌ها به‌طور ضمنی واسطه‌گری بازار را نسبت به واسطه‌گری بانک برتر می‌دانند چراکه عدم تقارن اطلاعاتی در دومی ضعیف‌تر از بازار است.

هم‌چنین Gerschenkron در سال 1962 به این نتیجه رسید:

بر اساس شواهد تاریخی حاصل از بررسی بازارهای انگلستان، روسیه، آلمان و ایتالیا به این نتیجه می‌رسد که وقتی رشد اقتصادی شروع می‌شود، تأمین مالی مستقیم به‌تدریج جایگزین تأمین مالی غیرمستقیم می‌شود.

هم‌‌چنین La Porta و همکاران در سال 1997 به این نتیجه رسیدند:

در سیستم‌های قانونی‌ای که از اعتباردهندگان شدیداً حمایت می‌شود و محیط‌های قانونی‌ای که به‌‌طور جدی‌تری اجرایی‌شدن قراردادها را ضمانت می‌کنند، بازارهای بدهی و حق مالی عملکرد مؤثرتری دارند.