

Fabozzi, Modigliani, Ferry

ترجمه ابوالفضل شهرآبادی

دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی -

دانشگاه آزاد اسلامی

ویژگیهای داراییهای مالی

مقدمه

موضوع داراییهای مالی، در مبحث بازار سرمایه از اهمیت و جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. برای عوامل بازار سرمایه، شناخت ماهیت، ویژگیها، انواع و نحوه قیمتگذاری این داراییها، امری ضروری است. این مقاله بحثی است پیرامون بعضی ویژگیهای مهم داراییهای مالی که در واقع آن را از دیگر انواع دارایی متمایز می‌کند.

ویژگیهای یازده‌گانه داراییهای مالی عبارت است از شبه پول بودن، تقسیم‌پذیری و ارزش ذاتی، قابلیت برگشت‌پذیری، جریان نقدینگی، زمان تا سررسید، قابلیت تبدیل، نوع پول، نقدینگی، قابلیت پیشینی سود، پیچیدگی، وضعیت مالیاتی.

شبه پول بودن

بعضی از داراییهای مالی به عنوان واسطه مبادله یا برای انجام مبادلات مورد استفاده قرار می‌گیرند. این داراییها اصطلاحاً

غالباً تقسیم‌پذیری برای سرمایه‌گذاران مطلوب بوده، اما برای قرض‌کنندگان نامطلوب می‌باشد.



پول نامیده می‌شوند. در ایالات متحد، پول از اسکناس و کلیه سپرده‌هایی که امکان چک کشیدن را فراهم می‌آورد، تشکیل شده است. دیگر داراییهای مالی، هر چند پول نیستند اما از این جهت که می‌توانند با هزینه، زمان یا خطر کم به پول تبدیل شوند، بسیار به پول شبیه می‌باشند. این داراییها، داراییهای نزدیک به پول^۱ نامیده می‌شود. در ایالات متحد، این داراییها عبارت است از سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار و اوراق قرضه منتشر شده از سوی دولت که اصطلاحاً اسناد خزانه نامیده می‌شود. روشن است که شبه پول بودن، برای سرمایه‌گذاران یک ویژگی مطلوب می‌باشد.

تقسیم‌پذیری و ارزش ذاتی^۲

تقسیم‌پذیری به کوچکترین اندازه یک دارایی مالی، جهت تبدیل به پول و نقد شدن مربوط می‌شود. هر چه این اندازه کوچکتر باشد، تقسیم‌پذیری دارایی بیشتر است. یک دارایی مالی نظیر یک سپرده، عملاً تا حد بسیار زیادی حتی تا حد یک ریال تقسیم‌پذیر است، اما دیگر داراییهای مالی بستگی به ارزش ذاتی آنها دارد، که عبارت است از ارزش پولی که بابت هر واحد دارایی در سر رسید پرداخت خواهد شد، که دارای درجات مختلف تقسیم‌پذیری می‌باشند. بنابراین، بسیاری از اوراق قرضه با واحدهای ۱,۰۰۰ دلاری، اوراق تجاری در واحدهای ۲۵,۰۰۰ دلاری و انواع خاصی از سپرده‌های قابل قبول در واحدهای ۱۰۰,۰۰۰ دلاری و بیشتر انتشار می‌یابد. غالباً تقسیم‌پذیری برای سرمایه‌گذاران مطلوب است، اما برای وام‌گیرندگان نامطلوب می‌باشد.

هزینه برگشت سرمایه پایین، یک ویژگی مطلوب دارایی مالی است و در نتیجه غلظت نیز به خودی خود یک ویژگی ارزشمند است.

قابلیت برگشت‌پذیری

قابلیت برگشت‌پذیری، به هزینه سرمایه‌گذاری در دارایی مالی و سپس به‌دست آوردن وجوه نقد حاصل از آن اشاره دارد. در نتیجه برگشت‌پذیری را با عناوین هزینه گردش یا هزینه رفت و برگشت سرمایه نیز می‌توان نامید.

بی‌تردید یک دارایی مالی نظیر یک سپرده بانکی، تا حد زیادی برگشت‌پذیر است. زیرا معمولاً برای افزودن به مبلغ آن یا برداشت بخشی از آن هزینه‌ای ایجاد نمی‌شود. ممکن است هزینه‌های معاملات دیگر اجتناب‌ناپذیر باشد، اما معمولاً این هزینه‌ها توجه برانگیز نیستند. برای داراییهای مالی معامله شده در بازارهای سازمان یافته، یا توسط بازارسازان، بخش اصلی هزینه گردش سرمایه عبارت است از آنچه که اصطلاحاً تفاوت پیشنهاد - درخواست^۳ گفته می‌شود که باید در صورت وجود، هزینه کمیسیون، زمان و توزیع را نیز بدان افزود. تفاوت ایجاد شده (در قیمت پیشنهادی و درخواستی) توسط یک بازارساز، از یک دارایی مالی به دارایی مالی دیگر دقیقاً متفاوت است که این تفاوت انعکاس‌دهنده میزان خطر تصور شده از سوی بازارساز به واسطه بازسازی است.

خطر بازسازی مزبور، که بعدها مورد بحث قرار خواهد گرفت، می‌تواند به دو عامل اصلی مرتبط باشد. عامل اول عبارت است از قابلیت تغییرپذیری قیمت که با توجه به محاسبه پراکندگی قیمت نسبی در طئی زمان، به‌دست می‌آید. هر چه تغییرپذیری بیشتر باشد، احتمال زیان دیدن بازارساز بیش از میزان مشخص شده، در زمان بین خرید تا فروش دارایی مالی افزایش می‌یابد. تغییرپذیری قیمتها در بین داراییهای مالی، بسیار متفاوت است. به عنوان مثال، اسناد و اوراق خزانه قیمت کاملاً ثابتی دارند، در حالی که یک سهام معاملاتی انحرافات کوتاهمدت بسیار بزرگی از خود نشان می‌دهد.

دومین عامل تعیین‌کننده اختلاف ایجاد شده توسط بازار ساز، عبارت است از آنچه غلظت بازار^۴ نامیده می‌شود و اساساً منظور از آن نرخ رایج بازار است که سفارشات خرید و فروش با آن نرخ به بازارساز می‌رسد (یعنی همان فراوانی معاملات بازار). یک بازار رقیق^۵ بازاری است که دارای معاملات کم بر پایه‌ای منظم و مستمر است. روشن است که هر چه فراوانی جریان سفارشات بیشتر باشد، زمانی که اوراق باید نزد بازار ساز بماند، کوتاهتر می‌شود و از این رو احتمال وقوع یک تغییر قیمت نامطلوب در زمان نگهداری اوراق کمتر می‌شود.

غلظت بازار نیز از یک بازار به بازار دیگر تغییر می‌کند. مسلماً بازار اسناد خزانه سه‌ماهه آمریکا، غلیظترین بازار جهان است. در مقابل معاملات سهام شرکت‌های کوچک، یک بازار رقیق است. از آنجایی که اسناد خزانه بر دیگر ابزارهای مالی، چه در ثبات قیمت و چه در غلظت غلبه دارد، اختلاف

در انگلستان نوعی اوراق قرضه شناخته شده وجود دارد که پرداخت یک مبلغ ثابت سالانه را برای مدت نامحدود تعهد می کند که اصل مبلغ آن نیز هیچگاه پرداخت نمی شود.

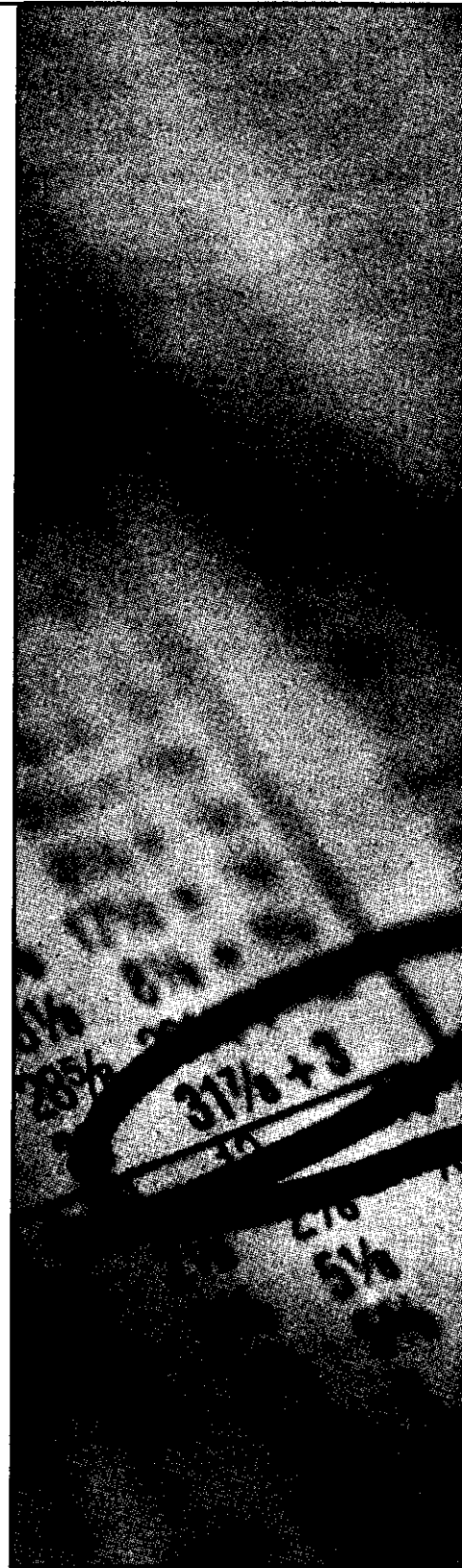
قیمت پیشنهادی و درخواستی آن در بازار بسیار پایین است. بی تردید هزینه برگشت سرمایه پایین، یک ویژگی مطلوب دارایی مالی است و در نتیجه غلظت نیز به خودی خود یک ویژگی ارزشمند است. این امر بیانگر مزیت بالقوه بازارهای بزرگ نسبت به بازارهای کوچک و همچنین نشاندهنده تمایل بازار به استاندارد نمودن ابزارهای مالی ارایه شده است.

جریان نقدینگی^۶ انسانی و مطالبات فرنگی بازدهی که یک سرمایه گذار در نتیجه نگهداری یک دارایی مالی دریافت می کند بستگی به کلیه پرداختهای نقدی دارد که آن دارایی به صاحبانش می پردازد. در مورد سهام، بازده شامل سود سهام و در مورد اوراق قرضه، شامل دریافتیهای حاصل از کوپن بهره است. بازده، همچنین بازپرداخت اصل اوراق قرضه و ارزش فروش مورد انتظار سهام را نیز در برمی گیرد. در محاسبه بازده مورد انتظار، پرداختهای غیرنقدی؛ نظیر سود سهمی و حق تقدم خرید سهام اضافی یا پرداختیهای حاصل از دیگر اوراق قرضه نیز، باید در نظر گرفته شود. در شرایط وجود تورم بالا، تمایز قایل

شدن بین بازده مورد انتظار اسمی و بازده مورد انتظار واقعی دارای اهمیت است. بازده مورد انتظاری که در بالا شرح دادیم، در واقع بازده مورد انتظار اسمی است، یعنی بازده مزبور، میزان پولی را که انتظار دریافت آن می رود در نظر می گیرد، ولی با توجه به تغییرات ایجاد شده در قدرت خرید آن را مورد تعدیل قرار نمی دهد. بازده خالص مورد انتظار عبارت است از بازده مورد انتظار اسمی پس از تعدیل بابت کاهش قدرت خرید دارایی مالی، در اثر وجود تورم پیشبینی شده. به عنوان مثال اگر بازده مورد انتظار اسمی برای یک سرمایه گذاری هزار دلاری یک ساله ۶ درصد باشد، آنگاه در پایان سال، سرمایه گذار انتظار دریافت ۱,۰۶۰ دلار را دارد که شامل بهره ۶۰ دلاری و باز پرداخت اصل سرمایه گذاری هزار دلاری است. با این حال اگر نرخ تورم در طی این مدت ۴ درصد باشد، قدرت خرید ۱,۰۶۰ دلار فقط ۱۰۱۹/۲۳ دلار می باشد (۱۰۶۰ تقسیم بر ۱/۰۴). بنابراین، نسبت قدرت خرید یا بازده واقعی، عبارت است از ۱/۹۲۳ درصد. غالباً بازده واقعی مورد انتظار را می توان با کم کردن نرخ تورم از بازده مورد انتظار اسمی به دست آورد. در مثال پیشگفته بازده مزبور در حدود ۲ درصد می باشد (۴ - ۶ درصد).

زمان تا سررسید^۷

عبارت است از طول دوره زمانی تا تاریخی که مقرر شده است در آن تاریخ ابزار مالی پرداخت نهایی اش را انجام دهد، یا مالک ابزار حق درخواست تسویه حساب را دارد. ابزارهایی که اعتباردهنده می تواند در هر زمان تقاضای بازپرداخت نماید، نظیر حسابهای جاری و بسیاری از حسابهای



پس انداز، ابزارهای عندالمطالبه^۸ (دریافت سریع) نامیده می شود. سررسید، یک ویژگی دارایی مالی نظیر اوراق قرضه است که می تواند دامنه ای از چند روز تا چند دهه داشته باشد. در انگلستان نوعی اوراق قرضه شناخته شده وجود دارد که پرداخت یک مبلغ ثابت سالانه را برای مدتی نامحدود تعهد می کند که اصل مبلغ آن نیز هیچگاه پرداخت نمی شود. یک چنین ابزاری اوراق قرضه دائمی^۹ یا کنسول^{۱۰} نامیده می شود. بسیاری از دیگر ابزارها، نظیر سهام سرمایه، سررسید نداشته و نوعی ابزار مالی دائمی است.

باید دانست که حتی یک دارایی مالی با سررسید معین ممکن است قبل از سررسید منقضی شود. این امر ممکن است به چند دلیل رخ دهد؛ از جمله ورشکستگی یا سازماندهی مجدد، یا شرایط بازخوانی^{۱۱} که به وام گیرنده حق باز پرداخت قبل از سررسید، با قبول مقداری جریمه و صرفاً بعد از گذشت چند سال از زمان انتشار را می دهد. گاهی اوقات سرمایه گذار ممکن است امتیاز درخواست بازپرداخت قبل از موعد را داشته باشد. این جنبه اختیار فروش^{۱۲} نامیده می شود. بعضی داراییها دارای سررسیدهایی هستند که ممکن است با نظر سرمایه گذار یا انتشاردهنده افزایش پیدا کنند. به عنوان مثال، دولت فرانسه اوراق قرضه شش ساله ای انتشار می دهد که به سرمایه گذار اجازه می دهد پس از گذشت سال سوم، مجدداً آن را برای دوره شش ساله جدید تمدید کند. اوراق مشابهی از سوی دولت انگلیس نیز انتشار داده می شود.

قابلیت تبدیل

همان گونه که مباحث قبل نشان

می دهد، ویژگی مهم بعضی از داراییها این است که قابل تبدیل به دیگر داراییها هستند. در بعضی موارد، تبدیل در یک طبقه از داراییها رخ می دهد، مانند تبدیل یک نوع اوراق قرضه به نوع دیگر. در موارد دیگر، عمل تبدیل در طبقات مختلف داراییها انجام می شود؛ مثلاً یک اوراق قرضه قابل تبدیل شرکتی، اوراقی است که دارنده آن می تواند آن را به سهام تبدیل نماید. سهام ممتاز ممکن است قابل تبدیل به سهام عادی باشد. گفتنی است که مسئله زمانبندی، هزینه ها و شرایط تبدیل، به روشنی در قرارداد قانونی اوراق بهادار قابل تبدیل، در زمان انتشار بیان می شود.

نوع پول

می دانیم که امروزه سیستم مالی جهان، در حد وسیعی یکپارچه شده است. نظر به اینکه نرخهای تبدیل (تسعیر) پولهای اصلی کاملاً شناور و اغلب متغیر است، واحد پولی که دارایی مالی، جریان پرداختهای نقدی اش را با آن پرداخت می کند، اهمیت بیشتری می یابد. بسیاری از داراییهای مالی با یک پول خاص ارزشگذاری می شوند، نظیر دلار آمریکا، ین ژاپن یا مارک آلمان و سرمایه گذاران باید آن داراییها را با در نظر گرفتن این جنبه انتخاب کنند.

بعضی داراییها دارای سررسیدهایی هستند که ممکن است با نظر سرمایه گذار یا انتشاردهنده افزایش پیدا کند.

بعضی انتشاردهندگان اوراق بهادار، در پاسخ به خواسته های سرمایه گذاران برای کاستن از خطر پول، اوراق قرضه دو پولی^{۱۳} انتشار داده اند. به عنوان مثال، برخی اوراق قرضه اروپایی^{۱۴} بهره را با یک نوع پول ولی اصل یا ارزش باز خرید را با پولی دیگر پرداخت می کنند. در این گونه موارد معمولاً دلار آمریکا و ین ژاپن، با هم به کار می رود. علاوه بر این، برخی اوراق قرضه اروپایی، نوعی حق انتخاب نوع پول را در بردارد که به سرمایه گذار اجازه می دهد تا در مورد اینکه هر یک از اصل و بهره، به کدامیک از دو نوع پول پرداخت شود، مختار باشد.

نقدینگی

نقدینگی مسئله ای مهم است که کاربرد زیادی دارد، اگرچه هنوز تعریف پذیرفته شده جامعی از آن وجود ندارد. یک روش مفید برای پرداختن به نقدینگی و نبود نقدینگی که از جانب پروفیسور جیمز توین (James Tobin) پیشنهاد شده، این است که بدانیم فروشنندگان در صورت تمایل به فروش نقد، در مقایسه با درگیر شدن با یک جستجوی وقتگیر و دارای هزینه، چقدر متضرر می شوند. نمونه یک دارایی مالی کاملاً غیرنقد، عبارت است از سهام یک شرکت کوچک یا اوراق قرضه منتشر شده توسط یک دانشگاه کوچک منطقه ای. بازار چنین اوراقی کاملاً محدود است و فروشنده باید برای یافتن یک خریدار مناسب مدتها جستجو کند. ممکن است خریداران نه چندان مناسب، شامل بازار سازها و سوداگران^(۱۵) (سفته بازان) فوراً در دسترس باشند، ولی آنها باید بسیار کوتاه فکر باشند که یک چنین دارایی مالی غیرنقدی را با یک تنزیل مناسب قیمت خریداری کنند.

نقدینگی بسیاری از داراییهای مالی توسط توافقات قرار داد تعیین می شود. برای مثال، سپرده های معمولی کاملاً نقد می باشند، زیرا بانک طبق قرارداد الزام دارد که به محض درخواست آن را به قیمت اسمی نقد کند. از طرف دیگر معاملاتی که نشاندهنده یک نوع ادعا نسبت به یک صندوق بازنشستگی خصوصی است، ممکن است کاملاً غیر نقد به حساب آید، چرا که این گونه داراییها فقط هنگام بازنشستگی قابل نقد شدن است.

نقدینگی نه فقط ممکن است به دارایی مالی بستگی داشته باشد بلکه به میزان و حجم خرید یا فروش نیز بستگی دارد. در حالی که یک حجم کوچک ممکن است بسادگی نقد شود، ولی حجمی بزرگ از دارایی احتمالاً با مشکلات نبود نقدینگی مواجه است. باید توجه داشت که نقدینگی تا حد زیادی به غلیظ یا رقیق (کم حجم) بودن بازار، ارتباط پیدا می کند. رقیق بودن (کم حجمی) بازار، حتی برای یک دارایی مالی نقد، اثر افزایش هزینه گردش سرمایه را به دنبال دارد. اما گذشته از بعضی موارد، مسئله کم حجمی، مانعی برای شکل گیری یک بازار است و بر نبود نقدینگی دارایی مالی اثر مستقیم دارد.

قابلیت پیشبینی سود

قابلیت پیشبینی سود یک ویژگی اساسی داراییهای مالی است؛ زیرا از جهتی یک عامل تعیین کننده ارزش آنهاست. با فرض اینکه سرمایه گذاران خطر گریز باشند، میزان خطر دار بودن یک دارایی می تواند با میزان نبود قطعیت یا نبود قطعیت پیشبینی بازده برابر در نظر گرفته شود. گذشته از اینکه چه مقیاسی^{۱۶} برای اندازه گیری میزان

برخی اوراق قرضه اروپایی، نوعی حق انتخاب نوع پول را در بردارد که به سرمایه گذار اجازه می دهد تا در مورد اینکه هر یک از اصل و بهره، به کدامیک از دو نوع پول پرداخت شود، مختار باشد.

تغییرپذیری^{۱۷} به کار می رود، واضح است که تغییرپذیری در بین داراییهای مالی در حد وسیعی متنوع و متفاوتند و دلایل این تنوع چند چیز است.

نخست، همان گونه که بعداً نشان داده خواهد شد، ارزش یک دارایی مالی به جریان نقدی مورد انتظار و نرخ بهره ای که برای تنزیل جریان نقدی مزبور به کار می رود بستگی دارد. بنابراین تغییرپذیری، نتیجه نبود قطعیت در مورد نرخهای بهره و جریان نقدی آن است. حال اگر جریان نقدی آینده در قرارداد ذکر شده باشد، در این حالت منشأ نبود قطعیت، اعتبار وام گیرنده نسبت به انجام تعهد است. ممکن است جریان نقدی همانند پرداختیهای ایجاد شده توسط سرمایه شرکت نوعی طلب از خالص سرمایه باشد.

جریانهای نقدی اوراق قرضه دولت یگانه جریانهای نقدی است که عموماً بدون خطر در نظر گرفته می شود. جریانهای نقدی اوراق قرضه و سهام شرکتی، عموماً پر خطرتر از جریانهای نقدی اوراق بهادار دولت است. سهام سرمایه شرکتها، از سهام امور عام المنفعه گرفته تا سهام کاملاً

سوداگرانه، نشاندهنده خطر بالایی است. اصولاً هرگونه تغییر در نرخهای بهره، تأثیری معکوس بر تمامی قیمتها دارد، اما این تأثیر در مورد قیمت دارایی مالی با سررسید طولانی بیشتر از دارایی با طول عمر کوتاه است. بنابراین اوراق قرضه کوتاهمدت دولت نظیر اسناد خزانه، به شرط تضمین مناسب، مطمئنترین دارایی بعد از دارایی نقدی خواهد بود. در بیشتر موارد برای سهام منفرد، تأثیر نرخ بهره توسط نبود قطعیت جریان نقدی از بین می رود، اگرچه تغییرات نرخ بهره تأثیری یکسان بر همه نوع سهام دارد، اما تغییر در جریان نقدی، تا حد زیادی بستگی به وضعیت مالی خاص شرکت دارد. در بیشتر موارد می توان انتظار داشت که بی اطمینانی نسبت به بازده و قیمتهای آینده با طولانی شدن افق سرمایه گذاری افزایش یابد.

آنچه تا به حال گفته شده است به قابلیت پیشبینی بازدههای اسمی مربوط می شود، اگرچه مقیاس مناسب، بازدههای واقعی است. بازدههای اصلاح شده از جهت افزایش یا کاهش قدرت خرید با توجه به تورم، البته اگر تورم کم بوده و یا اصلاً وجود نداشته باشد، آنگاه تعیین کننده های نبود اطمینان، خطر واقعی و خطر اسمی، بر هم منطبق می شوند. اما در صورت وجود نبود قابلیت پیشبینی در مورد تورم (که معمولاً با تورم بالا همراه است) قابلیت برآورد بازدههای واقعی، ممکن است بسیار مشکلتر از بازدههای اسمی باشد.

پیچیدگی

بعضی از داراییهای مالی از آن جهت که در واقع ترکیب دو یا چند دارایی ساده تر می باشند، پیچیده محسوب می شوند. برای

در بیشتر موارد می توان انتظار داشت که

بی اطمینانی نسبت به بازده و قیمت‌های آینده با طولانی شدن افق سرمایه گذاری افزایش یابد.

یافتن ارزش واقعی یک چنین دارایی، باید آن را به اجزای تشکیل دهنده اش تجزیه و هر یک را جداگانه قیمتگذاری کرد. جمع قیمت‌های مزبور، ارزش دارایی پیچیده خواهد بود. نمونه‌ای خوب برای دارایی پیچیده، اوراق قرضه دارای شرط بازخوانی^{۱۸} است، یعنی اوراق قرضه‌ای که صادرکننده آن، حق باز پرداخت آن را قبل از سررسید دارد. وقتی که سرمایه گذاران چنین دارایی‌ای را می‌خرند، در واقع آنان یک نوع اوراق قرضه خریده و یک نوع حق انتخاب به صادرکننده می‌فروشند که به او اجازه می‌دهد تا اوراق قرضه را با یک قیمت معین قبل از سررسید تعیین شده باز خرید کند. بنابراین قیمت واقعی یک اوراق قرضه قابل بازخوانی برابر است با قیمت یک اوراق قرضه مشابه بدون شرط بازخوانی منهای ارزش اختیار صادرکننده جهت باز خرید پیش از موعد.

یک دارایی پیچیده، ممکن است به عنوان مجموعه جریانهای نقدی و حق انتخابهای متعلق به صادرکننده یا خریدار، یا هر دو در نظر گرفته شود. نمونه‌های دیگری از دارایی پیچیده شامل اوراق قرضه قابل تبدیل است، اوراق قرضه‌ای که دارای پرداختیهایی است که می‌تواند با انتخاب دارنده آن به یک واحد پول متفاوت

پرداخت شود و اوراق قرضه‌ای که می‌توان آن را مجدداً با یک قیمت ثابت به صادرکننده اش فروخت (یعنی یک اوراق قرضه قابل پس دادن)^{۱۹}.

در بعضی موارد، درجه پیچیدگی بالاست. بسیاری اوراق قرضه قابل تبدیل، قابل بازخوانی نیز هستند و برخی اوراق قرضه به صادرکننده خود این اختیار را می‌دهد که سررسید دارایی را به تعویق بیندازد و یا آن را قبل از موعد بازخرید نماید. همچنین بعضی از شرکتهای ژاپنی، اوراق قرضه‌ای انتشار داده‌اند که قابل تبدیل به سهام ژاپنی است. البته این اوراق به واحد ین ارزشگذاری شده است، اما پرداختهای کوپن بهره یا اصل آن و همچنین فروش آن به یک پول دیگر نظیر دلار انجام می‌شود.

وضعیت مالیاتی

یک جنبه مهم از هر دارایی، وضعیت مالیاتی آن است. مقررات دولتی در ارتباط با گرفتن مالیات بر درآمد حاصل از فروش یا مالکیت داراییهای مالی، بسیار متنوع است. نرخهای مالیات، هر سال به سال، کشور به کشور و حتی در بین واحدهای شهری یک کشور (همانند مالیاتهای ایالتی و محلی در آمریکا) تفاوت می‌کند. علاوه بر این، نرخهای بهره ممکن است از یک دارایی به دارایی دیگر، با توجه به نوع صادرکننده، سررسید دارایی، ماهیت مالک و غیره تفاوت کند. برای مثال، در آمریکا، صندوقهای بازنشستگی از مالیات بر درآمد معاف می‌باشند و کوپنهای بهره اوراق قرضه شهرداریها نیز از این امتیاز برخوردارند.

پس به طور خلاصه می‌توان گفت:

۱- هر دارایی مالی دارای ویژگیهای بسیاری

است که هر یک به روشی مجزا و مهم، بر ارزش آن اثر می‌گذارد.

۲- بعضی از ویژگیهای دارایی، جنبه ذاتی دارد؛ مانند سررسید یا جریان نقدی تعهد شده.

۳- دیگر ویژگیها جنبه‌هایی هستند که بازار برای دارایی ایجاد می‌کند؛ مانند هزینه‌های مبادله دارایی.

۴- با این حال، دیگر ویژگیها بیانگر تصمیمات دولت، در مورد وضعیت مالیاتی دارایی است.

۵- یک دارایی پیچیده، دارایی است که حق انتخابهایی را برای صادرکننده یا سرمایه گذار، و یا هر دو فراهم می‌آورد و بر این اساس ترکیبی از داراییهای ساده‌تر را به نمایش می‌گذارد.

- 1- Near money
- 2- Divisibility & denomination
- 3- Bid - ask spread
- 4- Thickness of the market
- 5- Thin market
- 6- Cash flow
- 7- Term to maturity
- 8- Demand instruments
- 9- Perpetual
- 10- Consul
- 11- Call provisions
- 12- Put option
- 13- Dual-currency securities
- 14- Eurobonds
- 15- Market makers & speculators

۱۶- مقیاسهای انتخاب شده برای تغییرپذیری، شامل انحراف استاندارد بازده‌های مورد انتظار یا محدوده‌ای است که انتظار می‌رود تا بازده با احتمال معین، در آن محدوده قرار گیرد.

- 17- Volatility
- 18- Callable bond
- 19- Puttable bond

منبع:

Determinants of Assets prices and Interest Rates, Part 4