

نقش مؤسسات بیمه در بازار سرمایه

سیداحمد میرمطهری^(۱)

چکیده

این مقاله ابتدا به شیوه‌های متعارفی که معمولاً در متون مربوط به سرمایه‌گذاری و مباحث مالی مطرح می‌شود، می‌پردازد و درباره استفاده از شیوه‌های تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در صنعت بیمه کشور بحث می‌کند. مقاله در انتها با ارائه تصویری از اوضاع کنونی صنعت بیمه در جهان و با توجه به الزاماتی که جهانی شدن بازارهای مالی صنعت بیمه در بر دارد، بر شناسایی جایگاه مؤسسات بیمه ایران در این جهان متحول تأکید می‌ورزد.

واژگان کلیدی

بازار سرمایه، پورتنفوی سهام، استراتژی پورتنفوی فعال، استراتژی نگهداری، تبدیل به اوراق بهادار کردن

مقدمه

مؤسسات بیمه در برابر دریافت حق بیمه متعهد ایفای تعهدات خود هستند. در ساده‌ترین حالت، از بیمه‌گذاران حق بیمه دریافت و بخشی از آن صرف پاسخ‌گویی به تعهدات می‌شود. از همین رو، در چنین حالتی معادله‌ای وجود دارد که یک طرف آن سبالبغ دریافتی از بیمه‌گذاران و طرف دیگر تعهدات بیمه‌گر و سایر هزینه‌های آن است. بیمه‌گر نیز در چنین شرایطی برای کسب سود ناگزیر است بکوشد بر مبالغ دریافتی

از بیمه گذار بیفزاید، اما این موسسه در برابر یک محدودیت مهم و تعیین کننده قرار می گیرد یعنی نمی تواند بطور دائم بر میزان حق بیمه دریافتی بیفزاید، زیرا افزایش غیرمتعارف حق بیمه های جدید حتی ممکن است خارج از توان بیمه گذار باشد اثر سوء بر مجموع دریافتی های موسسه بیمه بگذارد.

بنابراین در این شرایط موسسه بیمه باید در کنار فعالیت سنتی خود به سرمایه گذاری نیز پردازد و در چنین حالتی توان شرکت های بیمه در پرداخت تعهدات به بازده سرمایه گذاری حق بیمه بیمه گذاران بستگی دارد.

به همین دلیل موسسات بیمه وارد بازار سرمایه می شوند که بخشی از آن نیز حضور در بورس اوراق بهادار است. موسسات بیمه در ایران سال ها است که به این موضوع عمل می کنند و گواه آن پوررتفوی شرکت های بیمه از سهام داد و ستد شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

شیوه های متعارف سرمایه گذاری

مروری بر پوررتفوی سهام مؤسسات بیمه در بورس تهران نشان دهنده نقاط قوت و ضعف مهمی است. برای مثال، مؤسسات بیمه در زمینه سرمایه گذاری «استراتژی پوررتفوی فعال» و «استراتژی نگهداری» را توأما دنبال می کنند. این مؤسسات ترکیب نسبتاً قابل قبولی از سهام با درجات متفاوت نقدینگی را خریداری کرده اند. تنوع نسبی در سرمایه گذاری از دیدگاه نوع صنعت و شرکت وجود دارد.

اما در برابر این عوامل مثبت، با ملاحظه تعداد سهام در اختیار مؤسسات بیمه می توانیم مشاهده کنیم که این مؤسسات در مجموع نقش کمی در بازار سرمایه دارند. در مواردی که بیش از یک درصد سهام شرکت ها در اختیار مؤسسات بیمه است استراتژی سرمایه گذاری مشخصی مشاهده نمی شود و به نظر می رسد که نرخ بازده سرمایه گذاری های مؤسسات بیمه در شرکت های پذیرفته شده در بورس بیشتر از متوسط بازار نباشد.

از این رو مشاهده می کنیم که هنوز حجم سرمایه گذاری صنعت بیمه در بورس اوراق بهادار ناکافی است. هنوز مؤسسات بیمه از توان مورد انتظار برای حضور در بازار سرمایه استفاده نکرده اند و در عین حال بورس اوراق بهادار نیز پتانسیل بیشتری برای

سرمایه گذاری‌های پرریزده‌تر و نیز کم‌خطرتر دارد.

پورتنفوی سهام مؤسسات بیمه نشان می‌دهد که این مؤسسات در طیف نسبتاً متنوعی از سهام سرمایه‌گذاری کرده‌اند اما این سرمایه‌گذاری از نظر حجم بسیار محدود بوده است. اغلب مجموع سرمایه‌گذاری‌های مؤسسات بیمه‌ای در سهام مختلف حجم محدودی دارد. در صورتی که به هدف اصلی سرمایه‌گذاری مؤسسات بیمه در بازار سرمایه، یعنی کسب بازده، توجه کنیم در می‌یابیم که فقط در صورتی این هدف با کم‌ترین ریسک تحقق می‌یابد که سرمایه‌گذاری در پورتنفوی کاملاً متنوعی از اوراق بهادار انجام گرفته باشد. در چنین مواردی، هدف سرمایه‌گذار، نباید اعمال مدیریت باشد و نباید بکوشد با افزایش حجم سهام خود مثلاً در هیئت مدیره دارای عضو باشد. با چنین ترتیباتی، مؤسسه بیمه بخش عمده‌ای از دارایی‌های خود را در یک نقطه متمرکز کرده است و چنین وضعیتی ریسک سرمایه‌گذاری‌های مؤسسه را افزایش می‌دهد و به تشدید آسیب‌پذیری مؤسسه بیمه در برابر خطرهای احتمالی منجر می‌شود.

بحث مقاله تا این جا درباره شیوه‌های متعارفی بود که معمولاً در متون مربوط به سرمایه‌گذاری و مباحث مالی مورد اشاره قرار گرفته است. اما نکته دومی که کمتر در بحث‌های مربوط به سرمایه‌گذاری در ایران به آن توجه شده است استفاده از شیوه‌های تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در صنعت بیمه ایران است.

تبدیل به اوراق بهادار کردن

در تبدیل به اوراق بهادار کردن، دارایی‌های غیر نقد یک شرکت به یک مجموعه اوراق بهادار تبدیل می‌شود. مؤسسات بیمه بخش بسیار ناچیزی از وجوه مورد نیاز خود را از طریق بازار سرمایه به دست می‌آورند. در مقابل اتکای اصلی این مؤسسات به وجوهی است که بر اساس قراردادهای بیمه‌ای از بیمه‌گذاران دریافت می‌کنند. بنابراین، می‌توان استدلال کرد که به اصطلاح مالی مؤسسات بیمه اهرم مالی بسیار سنگینی دارند. به سبب آن که در این روش بدهی سنگینی ایجاد می‌شود، مؤسسات بیمه در برابر دشواری‌های ناشی از مدیریت ریسک قرار می‌گیرند.

دیدگاه‌های اخیر در زمینه افزایش حق بیمه شخص ثالث و مخالفت‌های صورت گرفته در این مورد و نیز ضریب خسارت نسبتاً بالا در بسیاری از حوزه‌هایی که

شرکت‌های بیمه به فعالیت در آن می‌پردازند - که در مواردی حتی بیش از ۱۰۰ درصد بوده است - نشان دهنده دشواری‌هایی است که در این زمینه مؤسسات بیمه با آن مواجه بوده‌اند.

اما ریسک پذیری مؤسسات بیمه فقط در این مرحله نیست. در حقیقت، مؤسسات بیمه به سرمایه‌گذاری و جوهی می‌پردازند که از بیمه‌گذاران اخذ می‌کنند. این سرمایه‌گذاری می‌تواند در دارایی‌های حقیقی، مستغلات و یا در دارایی‌های مالی انجام گیرد. که این بازارها نیز خود دستخوش ریسک‌اند.

بنابراین، کاملاً روشن است که مؤسسات بیمه درگیر فعالیت‌هایی هستند که دارای ریسک بالایی هستند. از همین رو، در سطح جهانی این مؤسسات به فعالیت‌های گسترده‌ای برای مدیریت خطر و بهبود عملیات خود دست زده‌اند.

یکی از شیوه‌هایی که این مؤسسات به ویژه در سال‌های اخیر در اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور مورد استفاده قرار داده‌اند استفاده از شیوه‌های نوآوری مالی و طراحی ابزارهای مالی مشتقه است. همان‌گونه که در بانک و بازارهای مالی با «تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار» مواجه شده‌ایم در صنعت بیمه نیز طی پنج تا شش سال اخیر با فرایندی مواجه شده‌ایم که اصطلاحاً «تبدیل ریسک به اوراق بهادار» نامیده می‌شود. برای این که ماهیت اوراق بهادار مبتنی بر ریسک را بهتر دریابیم ابتدا مرور مختصری بر مفهوم اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها می‌کنیم.

اوراق بهادار با پشتوانه دارایی از زمره ابزارهای مالی است که اکنون بیش از سه دهه از حضور فعال آن در بازارهای سرمایه جهانی می‌گذرد. در تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، حساب‌های دریافتنی یا دعاوی مالی یک مؤسسه به شخص ثالثی واگذار می‌شود. این شخص نیز ابزارهایی براساس این دارایی منتشر می‌کند که پرداخت اصل و فرع آن به جریان نقدی دارایی‌های مربوط وابسته است. از دیدگاه نظری، هر دارایی فیزیکی یا مالی که بتواند جریان نقدی با ثبات و قابل پیش‌بینی ایجاد کند، قابل تبدیل شدن به اوراق بهادار است. این اوراق بسیار شبیه اوراق مشارکت است و در بسیاری موارد نرخ سود ثابت و تاریخ سررسید دارد. اوراق بهادار با پشتوانه حساب‌های دریافتنی، اوراق قرضه با پشتوانه ماشین‌آلات در اجاره بلندمدت، اوراق قرضه با پشتوانه اقساط فروش کالاهای مصرفی بادوام، اوراق قرضه با پشتوانه وام‌های کوچک به

صنایع، اوراق قرضه با پشتوانهٔ بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه با پشتوانهٔ مطالبات کارت‌های اعتباری، برخی نمونه‌ها از مهم‌ترین با پشتوانهٔ دارایی‌ها هستند که در دهه‌های اخیر در بازارهای مالی توسعه یافته و نوظهور داد و ستد شده‌اند.

در این راستا هدف‌هایی را می‌توان برای انتشار اوراق بهادار با پشتوانهٔ دارایی‌ها در نظر گرفت: انتشار این اوراق راهکار مؤثری برای ایجاد ساز و کارهای سرمایه‌گذاری بلندمدت است. از طریق این اوراق، پس انداز خانوارها به طور کارآمد به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت تبدیل می‌شود. انتشار این اوراق، به تعمیق بازار سرمایه منجر می‌شود، زیرا متقاضیان می‌توانند بدیل مناسبی برای اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار پیدا کنند. از بعد عرضه، نقدینگی در بازار ایجاد می‌شود و مؤسسات مالی می‌توانند با سهولت بیشتر به تطبیق دارایی‌ها و بدهی‌ها بپردازند.

این اوراق می‌تواند بازار دست دوم هم داشته باشد. بدین ترتیب که اوراقی که صادر کنندهٔ اولیه منتشر کرده است چند دست بگردد و از خریدار اولیه به خریداران بعدی منتقل شود.

تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار دیگر کاربرد شیوهٔ بالاست. داد و ستد ریسک بیمه شیوه‌ای است که در طی سده‌های گذشته همواره مورد توجه قرار داشته و در حقیقت بیمهٔ اتکایی یا بیمهٔ مجدد، بازاری برای این کار است. اما تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار تفاوت ژرفی با روش‌های بیمهٔ اتکایی دارد. بدین ترتیب که ریسک بیمه تبدیل به کالا و در بازار سرمایه به جای بازار بیمه مبادله می‌شود. در حقیقت، اگر به موضوع اصلی نقش بیمه در بازار سرمایه توجه کنیم، مشاهده می‌کنیم که نقطهٔ اشتراک صنعت بیمه و صنعت مالی و بازار سرمایه اکنون بیش از هر چیز دیگر در تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار و داد و ستد آن در بازار سرمایه متبلور می‌شود.

تبدیل ریسک بیمه به اوراق بهادار پدیدهٔ تازه‌ای است و از اواسط دههٔ ۱۹۹۰ پدیدار شد. این شیوه، تحول بسیار مهمی در فرایند توسعهٔ هم بازار سرمایه و هم صنعت بیمه است. در حقیقت، با این تحول بازار سرمایه و صنعت بیمه همگرایی پیدا کرده‌اند. از این نظر تبدیل ریسک به اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین تحولات سال‌های اخیر در زمینهٔ مالی بوده است.

این اوراق بهادار متکی و مبتنی بر توان بسیار گسترده‌ای است که بازار سرمایه در

جذب ریسک دارد. گستره بسیار وسیع بازار سرمایه در سطح جهانی باعث شده که امکانات وسیعی برای جذب اوراق بهادار مبتنی بر ریسک شرکت‌های بیمه وجود داشته باشد. از این رو، مؤسسات بیمه به بازار سرمایه به عنوان ابزار مناسبی برای انتقال ریسک نگاه می‌کنند. چگونگی انتقال ریسک بیمه‌نامه‌ها به بازار سرمایه از طریق ابزارهایی مشابه اوراق بهادار به پشتوانه دارایی صورت می‌پذیرد. به زبان ساده، روش کار بدین نحو است که مؤسسه بیمه بر مبنای بیمه‌نامه‌هایی که سررسید و ماهیت مشابه دارند اوراق بهادار منتشر می‌کند. این اوراق می‌تواند به طور مستقیم به سرمایه‌گذاران خصوصی فروخته شود و یا آن که آن را به مؤسسه هدفمندی که به این کار اختصاص دارد به فروش رساند و این مؤسسه نیز آن را در بازار سرمایه عرضه کند. درآمد حاصل از فروش این اوراق نیز صرف سرمایه‌گذاری‌های کم ریسک می‌شود. بدین ترتیب، ریسک بیمه‌نامه‌ها به خریداران اوراق بهاداری که مؤسسه بیمه منتشر کرده است منتقل می‌شود.

البته، اشاره به این اوراق به مفهوم آن نیست که هم اکنون صنعت بیمه در ایران و نیز بازارهای مالی ما از توان کافی بهره‌مند هستند تا از این ابزار جدید استفاده کنند. در حقیقت، توصیف این ابزار صرفاً برای آشنایی با روندهای نوآورانه‌ای است که بازارهای مالی جهان و صنعت بیمه در سال‌های اخیر تجربه کرده‌اند. طبیعی است که کاربرد چنین اوراقی در بازار سرمایه ایران خود نیازمند مطالعات گسترده امکان‌سنجی خواهد بود.

تأثیر طراحی ابزارهای جدید مالی در مؤسسات بیمه بر کارایی آنها

قبل از هر چیز، استفاده از ابزارهای جدید اوراق بهادار تازه‌ای در برابر سرمایه‌گذاران، تولیدکنندگان و متقاضیان وجوه قرار می‌دهد. آنان می‌توانند بر حسب آن که ریسک‌پذیر باشند یا ریسک‌گریز، بر حسب این که چه سررسیدی را مدنظر داشته باشند، یا آن که چه هدف خاصی از سرمایه‌گذاری خود دنبال کنند، ابزار مورد نیاز خود را برگزینند. در نتیجه بازار در جهت کامل شدن حرکت خواهد کرد. به عبارت دیگر، ابزارهای مالی جدید شکاف‌هایی را که در بازارهای مالی وجود دارد پر خواهد کرد. همچنین، به این ترتیب، افراد و نهادهایی از جمله مؤسسات بیمه، که خواهان مصونیت در برابر ریسک هستند می‌توانند ابزارهایی را که بدان تمایل دارند خریداری کنند و در نتیجه اجازه دهند

ریسک به گروه هایی منتقل شود که اصولاً ریسک پذیرند.

همچنین، ابزارهای جدید مالی می تواند رفاه اقتصادی را افزایش دهد و از این طریق باعث بهبود کارایی سیستم های مالی می شود. دیگر تاثیر مثبت نوآوری بر کارایی بازارهای مالی، کاهش هزینه های واسطه گری مالی است. در این حالت، طراحی ابزارهای نو با ایجاد طیف متنوع تری از بازارها و تسهیلات و با ممکن ساختن استفاده نهاد های مختلف از مزیت های نسبی خود، در مجموع هزینه های واسطه گری مالی را کاهش می دهد.

همه این موارد کارایی نظام مالی را در انجام دادن کارکردهای اصلی اش افزایش می دهد. همچنین روشن است که در چنین حالتی سرمایه گذاری در بخش واقعی اقتصاد نیز افزایش پیدا می کند.

تحولات جهانی و مؤسسات بیمه

مدیریت موفق ریسک و سرمایه گذاری و استفاده از ابزارهای جدید مالی همه مستلزم آن است که قبل از هر چیز بازارها رقابتی باشند. رقابتی بودن بازارها باعث می شود انگیزه برای استفاده از شیوه های جدید پدید آید و در مواردی از ابزارهایی که از آن یاد شد نظیر اوراق بهادار مبتنی بر ریسک ابداع شود.

تا چند سال قبل در بسیاری از کشورها، مؤسسات بیمه و بسیاری نهادهای مالی دیگر در بازارهایی فعالیت داشتند که از یک چتر وسیع حمایتی در برابر فضای رقابتی بهره مند بودند. از آنها در برابر رقابت حمایت می شد و مقررات مانع ورود رقبای جدید بود.

اما تحولات جهانی، مؤسسات بیمه را با دو گونه جدید رقابت رو به رو کرده است: رقابت بیمه گران خارجی و رقابت سایر مؤسساتی که تخصص اصلی آنها بیمه نیست اما در زمینه های بیمه ای نیز فعال شده اند. ممکن است با اشاره به ادغام هایی که در سال های اخیر در صنعت بیمه رخ داده است با این گزاره به مخالفت برخاست ولی باید توجه داشته باشیم که گستره جدید و جهانی فعالیت های مالی از یک سو و ارائه خدمات مالی و بیمه ای از سوی دیگر، طیف متنوع تری از مؤسسات در مجموع موجبات گسترش رقابت را فراهم کرده است.

همچنین، بین المللی شدن سرمایه ها و ادغام جهانی بازارهای مالی نیز سهم عمده ای در افزایش رقابت در نظام مالی به طور اعم و شرکت های بیمه به طور اخص داشته است.

از سوی، مؤسسات مالی و بسیاری از شرکت‌های بیمه ماهیت بین‌المللی پیدا کرده‌اند. از سوی دیگر، مشتریان این مؤسسات نیز ماهیت بین‌المللی یافته‌اند. در چنین حالتی، اهمیت نسبی فعالیت‌های بین‌المللی برای مؤسسات بیمه و کل نظام مالی افزایش یافته است.

جهانی شدن بازارهای مالی و به‌طور مشخص صنعت بیمه متأثر از چند عامل بوده است، عامل نخست حذف بسیاری از موانع سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف و پدید آمدن این امکان است که خدمات بیمه‌ای در جایی خارج از موطن بیمه‌پذیر صورت پذیرد. دومین عامل آن است که فعالیت در سرزمین‌های دیگر می‌تواند فرصت‌هایی برای سودآوری فراهم آورد که بسیار جذاب‌تر از سودآوری موجود در کشور اصلی باشد. در نهایت یکی از مهم‌ترین عوامل این بوده که رشد شرکت‌های بزرگ چند ملیتی با فعالیت مؤسسات بیمه‌ای مرتبط با آنها در سطح بین‌المللی همراه بوده است.

بر همین اساس، در سطح بین‌المللی و در بازارهای مالی فقط زمانی می‌توان به مزیت نسبی دست یافت و سودآور بود که به نوآوری مالی مبادرت شده باشد و ابزارهای نو ارائه شود که پاسخگوی طیف متنوع نیازهای متقاضیان و جوه باشد.

نتیجه‌گیری:

با تصویری که از اوضاع کنونی صنعت بیمه در جهان ترسیم کردیم و با توجه به الزاماتی که جهانی شدن بازارهای مالی و صنعت بیمه در بردارد باید به دقت ارزیابی کنیم که ما اکنون در کجا ایستاده‌ایم و مؤسسات بیمه ما در این جهان متحول چه جایگاهی دارند؟

در کشور ما، به سبب ساختارهای مالکیتی در مجموعه اقتصاد و سهم بالای مالکیت دولتی بودن مؤسسات بیمه، کارکردها و ساختارهای ویژه‌ای پدیدار شده که در مواردی به ناکارآمدی عملکرد منجر می‌شود.

اکنون کل نظام مالی ما در وضعیت گذار قرار گرفته است و صنعت بیمه نیز از این وضع مستثنی نیست. در حقیقت، سیستم مالی شکل گرفته در دو دهه اخیر، در حوزه بانکداری و صنعت بیمه و بسیاری از حوزه‌های دیگر، هنوز به قوت خود باقی است. اما الزاماتی که به آن‌ها اشاره گردید و راهبردها و راهکارهایی که در سال‌های اخیر مورد

توجه قرار داشته و بخشی از آن نیز در برنامه سوم توسعه متبلور شده است، حاکی از آن است که چشم اندازی از تحولات را پیش رو داریم. در چنین شرایطی، نباید تردید داشت که تداوم فعالیت مؤسسات بیمه مستلزم حضور مؤثر و درازمدت آنها در بازارهای رقابتی و فعالیت بیشتر در بازار سرمایه است.

مدیران صنعت بیمه چگونه باید با این چالش رو به رو شوند. طبعاً یکی از راه‌ها، استفاده هوشمندانه از ابزارهای بازار سرمایه است. با چنین ابزارهایی مؤسسات بیمه می‌توانند بر طیف مشتریان خود بیفزایند و در مدیریت ریسک با موفقیت عمل کنند. این مؤسسات نیاز دارند که در برابر تحولات اقتصاد، انعطاف کافی داشته باشند، قابلیت حضور در شرایط رقابتی گسترده را داشته باشند و در یک کلام بتوانند نقش مؤسسات مالی پیشرو را ایفا کنند.

دور بودن از بطن جهانی شدن بازارهای مالی باعث نمی‌شود که بتوانیم از آثار و پیامدهای آن به کل خود را منفک کنیم. تحولات فن آوری، دسترس به بازارهای مالی جهان را آسان کرده است در عین حال که بسیاری از الزاماتی که اقتصاد ایران پذیرفته و در برنامه سوم توسعه نیز بازتاب یافته است و مواردی همچون حضور در سازمان تجارت جهانی یا توجه به برخی از سیاست‌هایی که نهادهای بین‌المللی توصیه کرده‌اند ما را هر چه بیشتر درگیر پیامدهایی کرده که بر اثر جهانی شدن اقتصاد پدید آمده است. در این مقاله به ضرورت‌های این امر کمابیش اشاره گردید، اما لازم است باز هم در پایان بر این نکته تاکید گردد که اگر به روندهای اقتصاد ملی و جهانی توجه کنیم، اگر جهانی شدن را به مثابه حرکت آسان و سریع در جهان را مورد توجه قرار دهیم، اگر به افزایش بی سابقه حجم نقل و انتقال پول در سطح جهانی توجه کنیم، اگر افزایش بی سابقه حجم سرمایه‌گذاری در جهان را مورد توجه قرار دهیم و ببینیم چه گونه نرخ‌های پول و ابزارهای مشتقه در سطح جهان را مورد توجه قرار می‌گیرد و ببینیم چه گونه نرخ‌های پول و ابزارهای مشتقه در سطح جهان همگرایی دارند، آن‌گاه صنعت بیمه نیز باید مشتریان خود را با دقت بیشتری مورد توجه قرار دهد و بکوشد با توجه به تحولی که در تنوع، کیفیت و جغرافیای ارائه خدمات در سطح جهانی وجود داشته است ارائه خدمات خود را متنوع‌تر کند و بهبود بخشد. از همین روست که استفاده از ابزارهای جدید مالی ضرورت پیدا می‌کند و در این میان بازار سرمایه نیز بر گستره فعالیت‌های خود خواهد افزود.

منابع و خواندنی‌های پیشنهادی

۱. سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار، سالنامه آماری بورس، شماره‌های مختلف.
 ۲. سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار، راهنمای پذیرش سهام شرکت‌ها در بورس.
 ۳. سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار، گزارش فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، گزارش‌های مختلف سه ماه و گزارش هفتگی بورس تهران.
 ۴. نشریه سیگما، شماره‌های مختلف.
5. Taylor, T.C.L., *"The Financial Mechanism of the United Kingdom"*, Higgs & Co, Printers, Henley - On - Thames, 1972.
 6. Van Horne, J.C., "Financial Innovations & Excesses", *Journal of Finance*, vol 40, No 3, July 1985.
 7. Weaver S.C. & Harris R.S. & Bielinski D.W. Mackenzie, K.F., *"Merger & Acquisition Valuation in Financial Management"*, Summer 1991.