

# بازارهای ثانویه داراییهای مالی

Fabozzi, Modigliani, Ferry

ترجمه ابوالفضل شهرآبادی (دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی)

## مقدمه

بازارهای ثانویه و تلاش نکردن برای ایجاد بازاری سالم و پویا در طی سالهای گذشته است. شاید بدین جهت است که پس از گذشت بیش از سه سال از انتشار نخستین اوراق مشارکت، تاکنون شاهد ایجاد یک بازار ثانویه مناسب برای آن نبوده‌ایم و فراتر از آن شاهد آشفتگی بازار ثانویه سهام عادی نیز هستیم. علل و راهکارهای رفع آشفتگی بازار ثانویه در ایران، مقوله‌ای است که خود بحث و بررسی جداگانه و مبسوطی را می‌طلبد.

این مقاله، نگاهی است مختصر و در عین حال دقیق بر مفهوم، ساختار، اجزا و کارایی بازار ثانویه داراییهای مالی، با بیان مثالهایی از انواع این بازارها در سطح جهان.

کارایی بازار سرمایه، به میزان زیادی در گرو داشتن بازار ثانویه فعال و پویاست. بدون چنین بازاری نمی‌توان انتظار داشت که فرایند جذب و بکارگیری سرمایه به نحو مطلوب و کارا صورت پذیرد. بی‌شک آنچه امروزه بازار سرمایه کشور ما را دچار مشکل کرده است، نبودن یک بازار ثانویه مطمئن و کارآمد برای داراییهای مالی است. بازار ثانویه است که می‌تواند باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادار شود و سرمایه‌گذاران و صاحبان ثروتهای سرگردان اندک و کلان را به سوی بازارهای مالی بکشاند. بی‌تردید یکی از علل رکود کنونی بازار بورس تهران، نداشتن توجه لازم به

عملکرد بازار ثانویه برای سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران دارای اهمیت بسیار است. در بازار ثانویه است که به صادرکننده اوراق بهادار ممکن است اطلاعات منسجمی درباره ارزش دارایی ارائه شود، چه انتشار دهنده یک شرکت خصوصی یا یک واحد دولتی باشد. مبادله دوره‌ای دارایی، قیمت کلی آن را که در یک بازار باز پیشنهاد می‌شود برای صادرکننده آشکار می‌سازد. بنابراین شرکتها در می‌یابند که سرمایه‌گذاران چه ارزشی برای سهام آنها قائل هستند و همچنین صادرکنندگان اوراق قرضه، اعم از شرکتها و غیر آن، می‌توانند قیمت‌های اوراق قرضه خود و نرخهای بهره ضمنی را که سرمایه‌گذاران انتظار داشته و از آنها تقاضا می‌کنند، ملاحظه نمایند. چنین اطلاعاتی به صادرکننده‌ها کمک می‌کند تا کیفیت بکارگیری وجوه حاصل از فعالیتهای پیشین بازار اولیه را ارزیابی کنند و همچنین دلالت بر این دارد که سرمایه‌گذاران تا چه حد پذیرای انتشارات جدید خواهند بود. خدمت دیگری که یک بازار ثانویه به انتشاردهندگان ارائه می‌کند، عبارت است از فرصتی که برای خریدار اولیه دارایی جهت پس گرفتن مبلغ سرمایه‌گذاری شده از طریق فروش نقدی آن ایجاد می‌کند. سرمایه‌گذاران باید مطمئن باشند که می‌توانند از یک دارایی مالی به دیگری، هنگامی که احساس نیاز کنند، تغییر مسیر دهند، و گرنه به‌طور طبیعی برای خرید هرگونه دارایی مالی بی‌میل خواهند بود. این بی‌میلی به یکی از این دو روش می‌تواند به انتشاردهندگان بالقوه ضرر برساند به این صورت که یا صادرکننده اصلاً قادر به فروش اوراق بهادار جدید نخواهد بود، یا

## حقیقت عدم تعادل، بیانگر نیاز به متعادلگری یا بازارساز است که در هر زمان آماده و راغب است یک دارایی مالی را به حساب خود خریده یا از حساب خود بفروشد.

مجبور می‌شود که نرخ بازده بالایی بپردازد، زیرا سرمایه‌گذاران برای جبران عدم نقدینگی مورد انتظار اوراق بهادار، نرخ تنزیل را بالا می‌برند. سرمایه‌گذاران در داراییهای مالی فوایدی چند از بازار ثانویه به‌دست می‌آورند. چنین بازاری علاوه بر اینکه آشکارا به داراییهای آنها نقدینگی می‌بخشد، اطلاعاتی نیز در مورد ارزش متعارف یا توافقی آن ارائه می‌کند و علاوه بر گروههای بهره‌مند از منافع مرتبط را با هم مواجه می‌نماید، در نتیجه هزینه جستجو برای خریداران و فروشندگان احتمالی دارایی کاهش می‌یابد. علاوه بر این بازارهای ثانویه با تلفیق تعداد زیادی از معاملات، هزینه آن را پایین می‌آورد. با تقلیل هزینه جستجو و معامله، بازارهای ثانویه سرمایه‌گذاران را برای خرید داراییهای مالی تشویق می‌کنند. پس به‌طور خلاصه می‌توان گفت:

- بازارهای ثانویه به صادرکننده اوراق بهادار کمک می‌کند تا در جریان قیمت‌ها و بازده‌های تقاضا شده باشد؛
- بازارهای ثانویه به سرمایه‌گذاران از طریق ایجاد نقدینگی سود می‌رساند.

## مکانهای مبادله دارایی مالی

نشانه سودمندی بازارهای ثانویه این است که در سراسر دنیا موجود است. در اینجا فقط چند نمونه از این بازارها را ارائه می‌دهیم.

در ایالات متحد مبادله ثانویه سهام عادی در تعدادی محدود از محلهای تجاری رخ می‌دهد، سهام در بورس ملی و منطقه‌ای که به نحوی بازارهای قانونمند و سازمان داده شده در مناطق جغرافیایی خاص می‌باشند، معامله می‌شود. بقیه معاملات مهم سهام در بازارهای دیگری با عنوان بازار روی پیشخوان<sup>۲</sup> (OCT) انجام می‌شود که عبارت است از یک گروه معامله‌گران پراکنده در سطح جغرافیایی که از طریق سیستمهای ارتباط از راه دور و سیستمهای رایانه‌ای به هم مرتبط می‌باشند. بعضی از اوراق قرضه در بازارهای بورس معامله می‌شود، اما بیشترین معامله اوراق قرضه در ایالات متحد و سرتاسر دنیا در بازار روی پیشخوان انجام می‌گیرد.

بورس بین‌المللی لندن اساساً یک بازار روی پیشخوان است که اعضایش در مکانهای مختلف می‌باشند، ولی مستقیماً از طریق تسهیلات الکترونیک و رایانه‌ای پیشرفته با یکدیگر ارتباط برقرار می‌کنند. داراییهای معامله شده در بورس بین‌المللی شامل سهام شرکت‌های داخلی و فراملیتی، همچنین دسته وسیعی از اوراق قرضه و اختیار معامله<sup>۳</sup> است. آلمان هشت بورس سازمان یافته دارد که مهمترین آنها بورس فرانکفورت است. بیش از نیمی از معاملات سهام، همچنین اوراق قرضه و ارز در آن انجام می‌شود. بورس پاریس که یکی دیگر از بورسهای سازمان یافته مستقر در مکان خاص است، بازار ثانویه اصلی فرانسه برای

سهام اوراق قرضه و اوراق بهادار مشتقه<sup>۴</sup> می‌باشد. ژاپن دارای هشت بورس است. بزرگترین آن بورس توکیو است که در آن معامله سهام، اوراق قرضه و معاملات سلف<sup>۵</sup> انجام می‌پذیرد دومین بورس از نظر اهمیت، بورس اوزاکاست. بورس سهام هنگ‌کنگ، یک بازار ثانویه سازمان یافته مهم برای سهام و اوراق قرضه در جنوب شرق آسیاست.

پس تا اینجا دانستیم که:

● بورس سازمان یافته چیست؛

● ممکن است حجم زیادی از معاملات در بازاری بدون مکان ثابت و مشخص و با معامله‌گران پراکنده در مناطق جغرافیایی انجام پذیرد.

#### ساختارهای بازار

بسیاری از بازارهای ثانویه مستمر<sup>۶</sup> هستند، به این معنی که قیمتها دائماً در طی روز معامله با سفارشات خریداران و فروشندگان تعیین می‌شود. برای مثال، با فرض یک جریان سفارش معین در ساعت ده صبح، قیمت بازار یک سهام در برخی بورسهای سازمان یافته ممکن است ۷۰ دلار باشد در حالی که در ساعت یازده صبح همان روز، قیمت بازار همان سهام با وجود جریان سفارشات متفاوت ممکن است ۷۰/۷۵ دلار بشود. بنابراین در بازار مستمر، قیمتها ممکن است با الگوهای سفارش مختلف که به بازار می‌رسد، تغییر کند که این تغییر به لحاظ دگرگونی در وضعیت اساسی عرضه و تقاضا نیست. در ادامه به این موضوع بیشتر خواهیم پرداخت.

بازار غیرمستمر<sup>۷</sup> یک ساختار متفاوت با ساختار پیشگفته است که در آن، سفارشات دسته‌بندی و گروه‌بندی می‌شود

## پس از گذشت بیش از سه سال از انتشار نخستین اوراق مشارکت، تاکنون شاهد ایجاد یک بازار ثانویه مناسب برای آن نبوده‌ایم.

به صورت مرکب درآمده‌اند. برای مثال، بورس سهام نیویورک، معامله را در ساعت ۹/۵ صبح با یک حراج شروع می‌کند. با قیمتهای افتتاحی تعیین شده به شرح پیشگفته، معاملات تا پایان روز به طور مستمر ادامه می‌یابد. بورس توکیو نیز مبادله سهامهای بزرگ را با یک حراج شروع می‌کند. بورسهای آلمان و سوئیس هنوز نظام بازار غیرمستمر را تا حد زیادی به کار می‌برند.

#### بازارهای کامل<sup>۱</sup>

به منظور شرح ویژگیهای بازارهای ثانویه، در ابتدا بازار کامل برای دارایی مالی را توضیح می‌دهیم. سپس می‌توان نشان داد که چگونه رخدادهای صادی در بازارهای واقعی آنها را از تکامل نظری باز می‌دارد.

غالباً بازار کامل زمانی ایجاد می‌شود که تعداد خریداران و فروشندگان به حد کفایت زیاد بوده و تمام شرکت‌کنندگان نسبت به بازار به قدر کافی کوچک باشند به طوری که هیچ عامل منفرد بازار، نتواند روی قیمت کالا تاثیر گذارد. در نتیجه همه خریداران و فروشندگان قیمتگیر هستند و قیمت بازار در نقطه تلاقی عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. این وضعیت به احتمال قوی وقتی رخ می‌دهد که کالای مبادله شده کاملاً همسان باشد، (برای مثال ذرت یا گندم). اما به صرف قیمتگیر بودن عوامل بازار، بازار کامل نمی‌شود. بلکه ضروری است که هیچ گونه هزینه‌های مبادلاتی یا موانعی که در عرضه و تقاضای کالا دخالت دارند، موجود نباشد. اقتصاددانان از این هزینه‌ها و موانع گوناگون با عنوان اصطکاکها<sup>۱۰</sup> یاد می‌کنند. هزینه‌های مربوط به این اصطکاکها غالباً باعث پرداخت بیشتر توسط خریداران یا

تا همزمان با قیمت یکسان به اجرا گذاشته شود. بدین معنی که بازارساز<sup>۸</sup> برای یک سهام، در روز معامله، در اوقات خاص (احتمالاً بیش از یک بار در روز) حراج برپا می‌کند. حراج ممکن است به صورت کتبی یا شفاهی باشد. در هر حال، حراج، قیمت بازار را در زمان ویژه‌ای از روز معامله تعیین یا «ثابت» می‌کند (استفاده از کلمه ثابت، یک استفاده قدیمی است. برای مثال در گزارشهای فایننشال تایمز (Financial Times) از فعالیتهای بازار شمش طلای لندن که یک بازار غیرمستمر است، مجموعه قیمتها به صورت ثابت صبح و ثابت بعدازظهر ثبت می‌شود. این ثابتها براساس دو مزایده (حراج) که روزانه برپا می‌شود تعیین می‌گردد). تا اواسط دهه ۱۹۸۰ بورس پاریس، یک بازار غیرمستمر بود که برای سهام بزرگ به صورت شفاهی و برای سهام کوچکتر به صورت کتبی حراج برپا می‌داشت. از آن پس بازار مزبور تبدیل به یک بازار مستمر شده و معاملات به صورت مداوم انجام می‌گیرد.

امروزه بعضی از بازارها با بکارگیری عناصر ساختار و بازار غیرمستمر و مستمر

دریافت کمتر فروشندگان نسبت به نبود آن می‌شود. در بازارهای مالی اصطکاکها شامل موارد زیر است:

- حق‌العمل ایجاد شده توسط واسطه‌ها<sup>۱۱</sup>؛
- هزینه مبادلات ایجاد شده توسط متعادلگران<sup>۱۲</sup>؛
- هزینه‌های دریافت و انجام سفارش؛
- مالیاتها (عمدتاً بر سود سرمایه) و عوارض تحمیلی انتقال اوراق، توسط دولت؛

● هزینه‌های کسب اطلاعات درباره دارایی مالی؛

● محدودیتهای معاملاتی، مانند محدودیتهای اعمال شده توسط سازمان بورس بر میزان دارایی مالی که یک خریدار یا فروشنده ممکن است، به دست آورد؛

● محدودیت برای بازارسازها؛

● ایجاد وقفه در معامله، که ممکن است توسط مسئولان در جایی که دارایی مالی مبادله می‌شود، اعمال گردد.

سرمایه‌گذاری که انتظار دارد قیمت نوعی اوراق بهادار افزایش یابد، می‌تواند از خرید آن اوراق سود ببرد. حال فرض کنید

سرمایه‌گذاری انتظار دارد که قیمت نوعی اوراق بهادار کاهش یابد و می‌خواهد که در این میان سود ببرد، حال سرمایه‌گذار چه

می‌تواند انجام دهد تا به سود برسد؟ سرمایه‌گذار ممکن است بتواند اوراقی را که مالک نیست، بفروشد. برآستی این حالت

چگونه می‌تواند رخ دهد؟! اقدامات متنوع نهادی وجود دارد که به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد تا اوراق قرضه‌ای را وام بگیرد و آن

را بفروشد. این نوع از فروش اوراق قرضه که در زمان فروش در تملک شخص نیست، به قرض‌فروشی<sup>۱۳</sup> معروف است. این اوراق قرضه متعاقباً به وسیله سرمایه‌گذار

## بازار ساز، برخلاف متعادلگر در بازار مستمر، هیچ سهمی از دارایی مبادله شده را کسب نمی‌کند.

خریداری شده و به جایی که از آن قرض گرفته شده برگردانده می‌شود. به این طریق سرمایه‌گذار وضعیت کوتاه خود را پوشش می‌دهد (مفهوم وضعیت کوتاه در ادامه می‌آید). اگر قیمت خرید، کمتر از قیمت ارائه شده توسط صادرکننده اوراق باشد، آنگاه سود حاصل خواهد شد.

توانایی سرمایه‌گذاران برای قرض‌فروشی، یک مکانیسم سهم در بازارهای مالی است. در نبود چنین مکانیسم موثری، قیمت اوراق بهادار به طرف دیدگاه سرمایه‌گذاران خوشبین‌تر گرایش می‌یابد، که باعث دور شدن بازار از استانداردهای وضعیت قیمت‌گذاری کارا می‌شود.

نقش متعادلگران و واسطه‌ها در بازارهای واقعی

رخداد‌های غیراستاندارد در بازارهای واقعی، مانع از تکامل نظری آنها می‌شود. به لحاظ این رخدادها وجود متعادلگران و واسطه‌ها برای روان کردن عملکرد بازار ثانویه، ضروری است.

واسطه‌ها<sup>۱۴</sup>

یکی از حالت‌هایی که ممکن است باعث شود تا بازار واقعی، همه استانداردهای بازار کامل نظری را نداشته باشد، حالتی است که

بسیاری از سرمایه‌گذاران در تمام اوقات، در بازار حضور نداشته باشند. علاوه بر آن، یک سرمایه‌گذار ممکن است در انجام معامله ماهر نباشد یا با اشکال مختلف معامله‌داری‌اش آشنا نباشد. بدیهی است اکثر سرمایه‌گذاران حتی در بازارهای روان نیز به کمک‌های حرفه‌ای نیازمندند. سرمایه‌گذاران به کسی احتیاج دارند که سفارشات خرید یا فروش آنان را دریافت و دنبال نماید؛ گروه‌های دیگر فروشنده یا خریدار را بیابند، برای دستیابی به قیمت‌های مناسب مذاکره کنند، به‌عنوان نقطه کانونی معامله عمل کنند و سفارشات را به‌مورد اجرا بگذارد. واسطه، تمام این کارها را انجام می‌دهد. روشن است که این اعمال، برای معاملات پیچیده اعم از کوچک و بزرگ، مهمتر است تا برای معاملات ساده یا با اندازه‌های معمولی.

واسطه کسی است که، از طرف سرمایه‌گذار سفارشات را به‌مورد اجرا می‌گذارد. در اصطلاح اقتصادی و حقوقی از واسطه به‌عنوان نماینده<sup>۱۵</sup> سرمایه‌گذار نامبرده می‌شود. درک این نکته مهم است که فعالیت واسطه‌گری ایجاد نمی‌کند تا خود واسطه، دارایی مورد معامله را خرید و فروش یا نگهداری کند (یک چنین فعالیتی اصطلاحاً وضعیت‌یابی<sup>۱۶</sup> در دارایی نامیده می‌شود و آن وظیفه متعادلگر است، که یکی دیگر از اعضای مهم بازار مالی می‌باشد). علاوه بر این واسطه، سفارشات سرمایه‌گذاران را دریافت می‌کند، به دیگر سرمایه‌گذاران انتقال می‌دهد، و به‌مورد اجرا می‌گذارد. واسطه یک حق‌الزحمه مشخص برای این‌گونه خدمات دریافت می‌کند و این حق‌الزحمه، هزینه معاملات<sup>۱۷</sup> بازار اوراق بهادار است. اگر

واسطه، خدمات دیگری از قبیل تحقیق، ارائه گزارش یا مشاوره عرضه کند، در آن صورت سرمایه‌گذاران مبالغ اضافی نیز خواهند پرداخت.

### متعادلگران<sup>۱۸</sup> به‌عنوان بازارسازها

به دلیل احتمال وقوع پی‌درپی نوعی عدم تعادل در تعداد سفارشات خرید و فروش، که ممکن است سرمایه‌گذاران برای هر نوع اوراق بهادار در یک زمان ارائه کنند، یک بازار واقعی می‌تواند از بازار کامل متفاوت باشد. یک چنین جریان خاص و نامتعادل، دو مشکل به وجود می‌آورد، یکی اینکه قیمت اوراق بهادار ممکن است به‌طور ناگهانی تغییر یابد، حتی اگر هیچ تغییری در عرضه و تقاضای آن اوراق رخ نداده باشد. دیگر اینکه خریداران، اگر بخواهند فوراً معامله کنند، ممکن است مجبور باشند بالاتر از قیمت‌های مشخص بازار بپردازند، یا فروشندگان قیمت‌های پایینتر از قیمت بازار را بپذیرند.

یک مثال می‌تواند این نکات را روشن کند. تصور کنید که قیمت توافقی اوراق بهادار ABC، ۵۰ دلار باشد که در خلال چند معامله اخیر تعیین شده است. حال تصور کنید یک جریان سفارش خرید از طرف سرمایه‌گذارانی که به یکباره صاحب پول نقد شده‌اند به بازار وارد می‌شود، اما در مقابل سفارش فروشی ارائه نشده است. این ناهماهنگی موقت می‌تواند برای بالا بردن قیمت اوراق ABC به ۵۵ دلار کافی باشد. بنابراین، قیمت، به سرعت تغییر کرده است، اگر چه هیچ تغییری در وضع مالی بنیادی انتشار دهند اوراق رخ نداده است. خریدارانی که می‌خواهند اوراق را سریعاً بخرند، باید به جای ۵۰ دلار، ۵۵ دلار

## بیشترین معامله اوراق قرضه در ایالات متحد و سرتاسر دنیا در بازار روی پیشخوان انجام می‌گیرد.

بپردازند و این تفاوت می‌تواند به‌عنوان قیمت فوریت<sup>۱۹</sup> در نظر گرفته شود. منظور ما از فوریت این است که، خریداران و فروشندگان نمی‌خواهند تا رسیدن سفارشات کافی از جانب دیگر معامله که قیمت را به سطح آخرین معاملات نزدیک می‌کند، منتظر بمانند.

حقیقت عدم تعادل، بیانگر نیاز به متعادلگر یا بازارساز است که در هر زمان آماده و راغب است یک دارایی مالی را به حساب خود خریده یا از حساب خود بفروشد. در یک زمان معین، متعادلگران دوست دارند یک دارایی را به قیمتی بخرند (قیمت پیشنهادی<sup>۲۰</sup>) که این قیمت از آنچه مایلند همان دارایی مالی را بفروشند (قیمت خواسته<sup>۲۱</sup>) کمتر است.

در سال ۱۹۶۰ دو اقتصاددان، به نام جورج استیگلر (George Stigler) و هارولد دمستز (Harold Demsetz)، نقش متعادلگران را در بازار اوراق بهادار بررسی کردند. آنها متعادلگران را به مثابه عوامل ایجاد فوریت در بازار می‌دانند. اختلاف قیمت پیشنهاد - خواسته<sup>۲۲</sup>، می‌تواند به نوبه خود به‌عنوان قیمت مطالبه شده توسط متعادلگران، برای ایجاد فوریت توأم با ثبات کوتاهمدت قیمت (دوام یا روانی بازار) در صورت عدم تعادل سفارشات کوتاهمدت،

در نظر گرفته شود. متعادلگران دو نقش دیگر نیز بازی می‌کنند: ارائه اطلاعات معتبر قیمت به اعضای بازار و ارائه خدمات یک حراجی<sup>۲۳</sup>، در برخی ساختارهای ویژه بازار جهت ایجاد نظم و انضباط.

نقش تثبیت‌کنندگی قیمت از مثال پیشین ما درباره آنچه ممکن است برای قیمت یک معامله خاص با وجود عدم تعادل موقت سفارشات رخ دهد، فهمیده می‌شود. با در نظر گرفتن طرف دیگر معامله وقتی که سفارشات دیگری وجود ندارد، متعادلگر مانع دور شدن زیاد قیمت از قیمت آخرین معامله انجام شده، می‌شود.

سرمایه‌گذاران، نه فقط به فوریت معامله، بلکه به توانایی انجام معامله با قیمت‌های معقول در شرایط عادی بازار، اهمیت می‌دهند. با اینکه متعادلگران قیمت واقعی یک اوراق بهادار را نمی‌دانند، اما به‌طور قطع در برخی ساختارهای بازار با توجه به جریان سفارشات و همچنین سفارشات حد<sup>۲۴</sup> از موقعیت برتری برخوردارند. منظور از سفارشات حد، سفارشات خاصی است که فقط وقتی قیمت بازار دارایی، به شکلی خاص تغییر می‌کند، قابل اجراست. به‌عنوان مثال متعادلگران یک بازار سازمان یافته که اصطلاحاً متخصصان<sup>۲۵</sup> نامیده می‌شوند، عیناً همین موقعیت برتر را دارا می‌باشند، که به وسیله آن، اطلاعات ویژه‌ای درباره جریان سفارشات بازار، به دست می‌آورند.

سرانجام متعادلگر در برخی ساختارهای بازار، به‌عنوان یک حراجی عمل کرده و بدین طریق در عملیات بازار ایجاد نظم و انضباط می‌کند. برای مثال، بازارسازان در بورس سازمان یافته ایالات متحد، این عمل را با سازماندهی معاملات برای کسب اطمینان



از رعایت مقررات بورس در مورد الویت انجام معامله، به انجام می‌رسانند. نقش یک بازارساز در ساختار یک بازار غیرمستمر، مشابه نقش یک حراجی است. بازارساز، برخلاف متعادلگر در بازار مستمر، هیچ سهمی از دارایی مبادله شده را کسب نمی‌کند.

چه عواملی، قیمتی را که متعادلگران باید برای خدمات ارائه شده خود، مطالبه کنند، تعیین می‌نماید؟ یا به بیان دیگر، چه عواملی اختلاف قیمت پیشنهاد - خواسته را تعیین می‌کند؟ یکی از مهمترین آن عوامل، هزینه‌های ایجاد شده توسط متعادلگران برای انجام سفارش است. هزینه‌های تجهیزات لازم برای انجام معامله و هزینه‌های اداری و عملیاتی متعادلگر، نمونه‌هایی از آن هستند. هر چه این هزینه‌ها، کمتر باشد، اختلاف قیمت پیشنهاد - خواسته کمتر خواهد بود. همراه با کاهش هزینه محاسبه و وجود پرسنل آموزش دیده، هزینه‌های مزبور از سال ۱۹۶۰ به بعد کاهش یافته است.

همچنین پذیرش خطر توسط متعادلگران باید بنحوی جبران شود. وضعیت<sup>۲۶</sup> یک متعادلگر ممکن است شامل موجودی اوراق بهادار خود او (وضعیت طولانی<sup>۲۷</sup>) یا فروش اوراق بهاداری که در موجودی او نیست (وضعیت کوتاه<sup>۲۸</sup>)، باشد. سه نوع خطر را می‌توان در ارتباط با داشتن وضعیت طولانی یا کوتاه در مورد یک اوراق بهادار معین، تشخیص داد. نخست، وجود تردید در مورد قیمت آتی آن اوراق، متعادلگری که دارای وضعیت بلند خالص در اوراق می‌باشد، نگران است که قیمت آن در آینده کاهش یابد و متعادلگری که دارای

## بازار کامل زمانی ایجاد می‌شود که تعداد خریداران و فروشندگان به حد کفایت زیاد بوده و تمام شرکت‌کنندگان نسبت به بازار به قدر کافی کوچک باشند به طوری که هیچ عامل منفرد بازار، نتواند روی قیمت کالا تاثیر گذارد.

وضعیت کوتاه است، نگران افزایش قیمت است.

دومین نوع خطر مربوط است به زمان مورد انتظار برای برطرف کردن یک وضعیت و عدم قطعیت (ابهام) آن. و این به نوبه خود، در درجه اول بستگی به غلظت بازار برای آن اوراق بهادار دارد. سرانجام با وجود اینکه یک متعادلگر ممکن است نسبت به دیگران در مورد جریان سفارشات، دسترسی به اطلاعات بهتری داشته باشد، معاملاتی وجود دارد که در آن، متعادلگر، خطر معامله با کسانی را که اطلاعات بهتری دارند، می‌پذیرد. این وضعیت باعث می‌شود که فرد آگاهتر، قیمت بهتری را با همان هزینه متعادلگر به دست آورد. در نتیجه، یک متعادلگر در تعیین اختلاف پیشنهاد - خواسته در یک معامله، امکان

وجود اطلاعات بهتر معامله‌گر را ارزیابی می‌کند.

کارایی بازار

اصطلاح بازار سرمایه کارا در چند زمینه برای توصیف ویژگیهای عملی یک بازار سرمایه بکار رفته است. با این حال بین یک بازار کارایی عملیاتی (یا درونی) و بازار سرمایه کارایی قیمتگذاری (یا بیرونی) تفاوت وجود دارد.

کارایی عملیاتی<sup>۲۹</sup>

در یک بازار کارایی عملیاتی، با فرض معین بودن هزینه‌های ارائه خدمات معامله، سرمایه‌گذاران می‌توانند خدمات مزبور را هر چه ارزانتر دریافت کنند. برای مثال، در سراسر جهان در بازارهای سرمایه ملی، درجه کارایی عملیاتی متفاوت است. زمانی حق‌العمل واسطه‌گری (کارگزاری) در ایالات متحد، ثابت شده بود و صنعت واسطه‌گری، هزینه‌های بالایی را تحمیل کرده و عملکرد ضعیفی داشت. اما در ماه مه ۱۹۷۵، هنگامی که بورس آمریکا نظام حق‌العمل رقابتی و قابل تغییر را به کار برد حالت مزبور شروع به تغییر کرد. بازارهای غیر آمریکایی نیز به سمت هزینه‌های واسطه‌گری رقابتی حرکت کرده‌اند. برای مثال، فرانسه در سال ۱۹۸۵، نظام حق‌العمل قابل تغییر را برای معاملات بزرگ، به کار برد. در ۱۹۸۶ بورس اوراق بهادار لندن، نظام حق‌العمل ثابت را از میان برداشت<sup>۳۰</sup>. اگرچه برخی از رهبران سیاسی و تجاری ژاپن، سعی در تغییر رویه تعیین حق‌العمل واسطه‌گری در آن کشور داشته‌اند، ولی با این حال رویه مزبور همچنان از اوایل ۱۹۹۲ تاکنون بدون تغییر مانده است و در آن رویه، میزان حق‌العمل (کمسیون)

- 8- Market maker
- 9- Perfect markets
- 10- Frictions
- 11- Brokers
- 12- Dealers
- 13- Selling short

۱۴- اصولاً *broker* کسی است که در زمینه سهام، اختیار معامله و کالا تخصص داشته و به عنوان یک واسطه بین خریدار و فروشنده عمل می‌کند. کارگزاران بورس در ایران، کاری شبیه کار *broker* را انجام می‌دهند، به همین جهت از واژه کارگزار هم شاید بتوان به جای آن استفاده کرد ولی با توجه به مفهوم کلمه، واژه واسطه مناسبتر به نظر می‌رسد (مترجم).

- 15- Agent
- 16- Taking a position
- 17- Transactions cost

۱۸- معمولاً *dealer* شخص یا شرکتی است که در زمینه خرید و فروش اوراق بهادار فعالیت داشته و به عنوان یک طرف اصلی معامله، و نه یک نماینده یا واسطه، عمل می‌کند، و با این کار خود باعث تعادل بخشی به بازار می‌شود (مترجم).

- 19- Immediacy
- 20- The bid price
- 21- The ask price
- 22- Bid - ask spread
- 23- Auctioneer
- 24- Limit orders
- 25- Specialists

۲۶- *position* عبارت است از کل مایملک یک فرد یا گروه، شامل تمامی داراییها و اوراق بهادار تملک شده (وضعیت طولانی) و قرض شده (وضعیت کوتاه).

- 27- Long position
- 28- Short position
- 29- Operational efficiency

۳۰- واقعه مزبور اصطلاحاً به *big bang* شهرت یافته است.

- 31- Pricing efficiency
- 32- Indexing strategy

منبع:

Determinants of Asset Price & Interest Rates

## کارایی بازار سرمایه، به میزان زیادی در گرو داشتن بازار ثانویه فعال و پویاست. بدون چنین بازاری نمی‌توان انتظار داشت که فرایند جذب و بکارگیری سرمایه به نحو مطلوب و کارا صورت پذیرد.

یک شاخص مالی تطبیق و همخوانی صورت گیرد.

پس در این مورد به‌طور خلاصه می‌توان گفت، یک بازار، به صورت عملیاتی کاراست، اگر خدمات قیمتگذاری معقول مربوط به خرید و فروش را به سرمایه‌گذاران ارائه کند. بازار کارای قیمت، وقتی حاصل می‌شود که هر زمان، قیمت‌ها به‌طور کامل تمامی اطلاعات موجود مربوط به ارزشیابی اوراق بهادار را انعکاس دهد. در چنین بازاری، راهبردهای فعال دنبال شده، بعد از تعدیل بابت خطر و هزینه‌های معامله، همیشه بازده فوق‌العاده‌ای ایجاد نخواهد کرد.

- 1- Secondary markets
- 2- Over the counter
- 3- Option
- 4- Derivative security
- 5- Futures
- 6- Continuous market
- 7- Call market

با توجه به قیمت و تعداد سهام معامله شده، تعیین می‌شود.

همانطور که گفتیم حق‌العمل فقط قسمتی از هزینه معاملات است. قسمت دیگر سهم متعادلگر است. اختلاف پیشنهاد - خواسته اوراق قرضه با توجه به نوع آن تفاوت می‌کند. برای مثال، اختلاف پیشنهاد - خواسته اوراق قرضه خزانه در آمریکا، خیلی کمتر از دیگر انواع اوراق قرضه است. حتی در بازار اوراق قرضه خزانه نیز برخی انواع ویژه نسبت به بعضی دیگر، اختلاف پیشنهاد - خواسته کمتری دارند.

### کارایی قیمتگذاری<sup>۳۱</sup>

کارایی قیمتگذاری به بازاری اشاره دارد که در آن، همیشه قیمت‌ها تمامی اطلاعات موجود مربوط به ارزشیابی اوراق بهادار را به‌طور کامل نشان می‌دهد. یعنی اطلاعات مربوط به اوراق بهادار سریعاً در قیمت آنها منعکس می‌شود.

یک بازار کارای قیمت در اتخاذ راهبرد سرمایه‌گذاری مورد نظر سرمایه‌گذاران، کاربردهایی دارد. در یک راهبرد فعال، سرمایه‌گذاران در صدد سرمایه‌گذاری روی اوراق بهاداری هستند که فکر می‌کنند زیر قیمت، برآورد شده است. در یک بازار کارای قیمت، به جز در مورد خرید و نگهداری ساده اوراق بهادار، نمی‌توان گفت که راهبردهای فعال، با در نظر گرفتن هزینه‌های معامله و خطرات مربوط به آن راهبرد، همیشه بازده مثبتی ایجاد می‌کنند. این مسئله، در برخی بازارهای خاص، که مدارک تجربی، کارایی قیمت آنها را تایید می‌کند، سرمایه‌گذاران را بر آن داشته است تا راهبرد شاخص‌بندی<sup>۳۲</sup> را پیش بگیرند. در راهبرد مزبور به‌سادگی سعی می‌شود تا با عملکرد



انجمن حسابداران  
خبره ایران



اتاق بازرگانی و صنایع  
معادن ایران

## دوره عالی حسابداری و مدیریت مالی و دوره های تکمیلی حسابداری و امور مالی

اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران  
با همکاری انجمن حسابداران خبره ایران برگزار می نماید:

دوره تکمیلی (۱)  
حسابداری و امور مالی  
حسابداری مالی  
مباحثی از حسابداری مالی تکمیلی  
حسابداری صنعتی  
مدیریت مالی و بودجه  
حسابرسی  
قانون مالیاتهای مستقیم  
قانون تجارت

دوره تکمیلی (۲)  
حسابداری و امور مالی  
حسابداری مالی پیشرفته (۱)  
حسابداری مالی پیشرفته (۲)  
حسابداری صنعتی (۲)  
حسابداری مدیریت  
کاربرد استانداردهای حسابداری  
مدیریت مالی

دوره عالی حسابداری و  
مدیریت مالی  
کاربرد استانداردهای حسابداری  
حسابداری مالی  
حسابداری مدیریت  
مدیریت مالی  
حسابرسی  
قانون مالیاتهای مستقیم  
قانون تجارت

### شرایط شرکت کنندگان

مدرک دیپلم متوسطه  
و پنج سال سابقه کار  
در حسابداری یا حسابرسی

مدرک دوره تکمیلی (۱)  
حسابداری و امور مالی  
یا فوق دیپلم و سه سال سابقه  
کار در حسابداری یا حسابرسی

لیسانس حسابداری یا رشته های  
مشابه و سه سال سابقه کار  
حسابداری یا حسابرسی

مدت آموزش هریک از دوره های فوق ۲۶۰ ساعت  
(فقط روزهای پنجشنبه از ساعت ۸ تا ۱۳)

محل ثبت نام و کسب اطلاعات بیشتر

خیابان طالقانی بین فرصت و خیابان دکتر مفتاح آموزشگاه اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران تلفن: ۸۲۸۳۲۴