

مقدمه

«معامله به هنگامه»^۱، واژه‌ای که اغلب سرمایه‌گذاران با شنیدن آن به فکر کارگزاری‌های جزئی می‌افتند که سفارشات خرید و فروش را در قبال دریافت کارمزدی اندک از طریق اینترنت انجام می‌دهند. سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از خدمات این کارگزاران جزء، به جای پرداخت کمیسیون‌های بالا به کارگزاران سنتی، میلیون‌ها دلار صرفه‌جویی می‌کنند. اما قدرت حقیقی اینترنت در تغییر شیوه‌های سرمایه‌گذاری و افزایش میزان صرفه‌جویی افراد، در پدید آوردن یک بورس الکترونیک خودکار و متمرکز نهفته است. مبادله الکترونیک واسطه‌های حرفه‌ای و مبالغ اضافی را که آنان برای کاهش ریسک و افزایش نقدینگی ایجاد می‌کنند از بین می‌برد. بدین ترتیب سرمایه‌گذاران بیشتری جذب بازار شده و هزینه‌های معامله نیز کاهش می‌یابد.

آیاتابلوهای الکترونیکی بورس انعکاس دهنده آینده معامله برای همه سرمایه‌گذاران است؟ احتمالاً خیر. حذف نقش واسطه‌هایی چون متخصصان^۲ در بورس نیویورک و کارگزاران سنتی، دغدغه‌های عمده‌ای را درباره نقدینگی و کارایی بازار به وجود

آورده است که بسیاری مایل به پذیرش آن نیستند. از نظر اغلب سرمایه‌گذاران هزینه فایده ناشی از کاربرد سیستم‌های معاملاتی «آنلاین» در مقابل احساس امنیتی که آنان از معامله سهام در بازارهای سنتی به دست می‌آورند، ناچیز است.

بورس‌های آینده

امکان معامله به هنگام از طریق شبکه «اینستی نت» (Instinet) از سال ۱۹۶۹ برای سرمایه‌گذاران نهادی (نظیر مؤسسات مالی) فراهم بوده است، ولی سرمایه‌گذاران فردی تا همین اواخر از این امکان برخوردار نبودند. لیکن با دسترسی راحت تر افراد به فن‌آوری‌های نوین، بویژه اینترنت، اوضاع تا اندازه زیادی تغییر کرده است.

امروزه، ۹ شبکه ارتباطات الکترونیکی^۳ (ECNs) معاملات سهام - یک چهارم کل معاملات سهام انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار (NASDAQ) - را خارج از بازارهای بورس سنتی انجام می‌دهند. در حال حاضر، «Instinet» که متعلق به «هلدینگ روتیر» می‌باشد، بزرگترین شبکه ارتباطات الکترونیکی دنیا است که دو سوم از کل معاملات الکترونیکی خارج از بازار را انجام می‌دهد. سایر شبکه‌های عمده عبارتند از «Island»، که در ۱۹۹۸، طی ۹



بورس الکترونیک

گزینه‌ای مناسب فراروی سرمایه‌گذاران^۱

ماتپوماشن

مترجم: دکتر ابو الفضل شهرآبادی
عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد زنجان

ماه، سفارشات به ارزش بیش از ۱۸۷ میلیارد دلار انجام داد؛ «Tradebook» متعلق به «بلومبرگ» و «Archipelgo». در ژانویه ۱۹۹۹، مدیران شرکت‌های «Goldman Sachs» و «E-trade» با خریداری ۷.۲۵٪ از سهم «Archipelgo» باور خود را به آینده شبکه‌های ارتباطات الکترونیکی نشان دادند.

صنعت خدمات مالی محدودیت‌های استفاده از اینترنت را برای سال‌ها کنار زد. در ۱۹۹۵ شرکت «Capital Wits»، «بوردهای معاملاتی» اینترنتی را در وب سایت خود (www-j-cap.com) معرفی کرد که نحوه عملکرد معامله به هنگام را نشان می‌داد. از سال ۱۹۹۵، شرکت اطلاع‌رسانی الکترونیک سهام در انگلستان امکان معامله اینترنتی سهام را به امید شکستن انحصار بورس لندن برای سرمایه‌گذاران فراهم کرد.

جری پوتنام، مدیر «Archipelgo» می‌گوید: «بورس الکترونیک ساده، عادلانه، بسیار کارآمد و مقرون به صرفه است». ما می‌توانیم در مدت زمانی کوتاه حجم فوق‌العاده‌ای از سفارشات را بدون دخالت انسان به جریان اندازیم. پوتنام بر این باور است که با ظهور آخرین فن‌آوری‌ها، زمان موعود برای بورس الکترونیک فرارسیده است. (۵)

تکاپو برای بورس الکترونیک تا اندازه زیادی نشأت گرفته از افزایش حجم عرضه اولیه در فضای وب می‌باشد. شرکت‌های عرضه‌کننده این سهام سخت به دنبال یک بازار سهام ثانویه جایگزین می‌باشند. ماهیت متغیر شرکت‌های فهرست شده در Nasdaq دلیل دیگر افزایش اقبال عمومی نسبت به معامله آنلاین سهام می‌باشد. شرکت‌های دارای فن‌آوری برتر به‌طور طبیعی برای سرمایه‌گذاران دارای این نوع فن‌آوری جذاب می‌باشند.

افرادی که مایلند در عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های موسوم به «دات کام» (.com) شرکت کنند، همان افرادی هستند که به احتمال زیاد علاقمند به خرید ساده به هنگام می‌باشند.

نحوه عملکرد بورس الکترونیک

در اینجا نحوه عملکرد بورس الکترونیک را با ذکر مثالی مرکب از محصولات مالی فعلی و آتی توضیح می‌دهیم. روزی یکی از سرمایه‌گذاران از طرف کارگزار جزئی که نزد وی حساب معاملاتی باز کرده است ایمیلی دریافت می‌کند. سرمایه‌گذار مزبور از این طریق شانس مشارکت در عرضه اولیه یک شرکت کوچک را از طریق اینترنت، بدون نیاز به واسطه یا کمک کارگزار پیدا می‌کند. حداقل سرمایه‌گذاری ممکن در این عرضه

۱۰۰۰ دلار است و امید می‌رود که در بازار Nasdaq ۲/۲ میلیون سهم را به قیمت اولیه ۱۰ تا ۱۲ دلار به فروش برسانند. تصور یک چنین سناریویی چندان دشوار نیست، بویژه با مشاهده سودهای روزانه اخیر شرکت‌هایی مثل Glob.com که سهام آنها به قیمت اولیه هر سهم ۹ دلار عرضه شده، در اولین روز معامله تا ۹۷ دلار بالا رفته و در پایان آن روز قیمت آن روی ۶۳/۵۰ ثابت بوده است. هر چند باید در این مورد احتیاط کرد، زیرا اولاً سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها پر مخاطره و متضمن درجه بالایی از مخاطره است و از این رو مستلزم تحقیق فردی در مورد شرکت مزبور می‌باشد. ثانیاً، کارگزاری ممکن است به منظور تأمین سرمایه یک شرکت کوچک تازه عرضه شده (در بازار اولیه) از خرید و فروش فوری این سهام در مواقع از پیش تعیین شده خودداری کند.

هنگامی که سرمایه‌گذاران قصد فروش سهام خود را دارند، خیلی‌ها بر این باورند که تنها گزینه آنها پرداخت یک هزینه معامله اندک به یک سرویس آنلاین و معامله سهام به قیمت عرضه جاری است. در حالیکه با بکارگیری شبکه ارتباطات الکترونیک، سرمایه‌گذار می‌تواند سهام خود را در بازار بورس الکترونیک به فروش برساند. این



از سال ۱۹۹۵، شرکت اطلاع‌رسانی الکترونیک سهام در انگلستان امکان معامله اینترنتی سهام را به امید شکستن انحصار بورس لندن برای سرمایه‌گذاران فراهم کرد

امر، امکان معامله الکترونیک را در دامنه قیمتی مورد نظر در اختیار وی قرار می‌دهد. در اصل، بازار یک تابلو اعلانات، مملو از سفارشات خرید و فروش سهام به قیمت معین است. (سفارشات بازار، به دنبال بهترین قیمت بازار هستند) مشتری می‌تواند فهرستی از سفارشات را تهیه و در صورت تمایل به خرید با «کلیک کردن» روی رضایت بخش‌ترین سفارش، معامله را انجام دهد. برای فروش سهام، سرمایه‌گذار می‌تواند سفارش خود را «از سال کرده» و منتظر بماند تا مشتری احتمالی معامله را کامل کند. اگر دو سفارش در قیمت و تعداد با هم همخوان شوند، سیستم به‌طور خودکار

معامله را به ثبت رسانده و به این ترتیب سهام واگذار می‌شود. هدف سیستم معاملاتی الکترونیک حذف واسطه‌ها و بهینه‌سازی قیمت است. هر سهمی در بازار دارای کارشناسانی است که بر اساس قیمت‌های متعارف خرید و فروش سهام خود، نوسانی را در قیمت‌ها تعیین می‌کنند (تفاوت قیمت عرضه و قیمت تقاضا). درگیر شدن در این نوسان قیمت‌ها ماهیت یک بازار بورس الکترونیک را تشکیل می‌دهد. برای مثال، یک سرمایه‌گذار ممکن است بخواهد ۵۰۰ سهم از یک شرکت کوچک را که در بازار Nasdaq با نوسان قیمت ۲۰/۵-۲۰ دلار معامله می‌شود، به فروش برساند. نگاهی به فهرست سفارشات الکترونیک در اینترنت، یک سفارش خرید ۳۰۰ سهمی به قیمت ۲۵/۲۰ از طرف آقای اسمیت و یک سفارش خرید ۱۰۰۰ سهمی به قیمت ۱۳/۲۰ از طرف آقای جونز را نشان می‌دهد. در اینجا مشتری هم می‌تواند با انتخاب سفارش اسمیت ۳۰۰ سهم خود را به وی بفروشد و هم با انتخاب سفارش جونز تمام ۵۰۰ سهمش را به او واگذار کند. اگر هیچ یک از این سفارشات جالب نباشد، مشتری می‌تواند شخصاً سفارش فروش خود را وارد سیستم کرده و ۵۰۰ سهم خود را مثلاً به قیمت ۲۸/۲۰ بفروشد.

قیمت نقد شوندگی

اگر چه سرمایه‌گذاران می‌توانند بر نوسان قیمت‌ها فائق آمده و با پرداخت کارمزدی اندک به کارگزار و انتخاب قیمت‌های بهتر هزینه‌های خود را به حداقل برسانند، اما مشکل اجتناب‌ناپذیر نقد شوندگی گریبان خیلی از آنها را خواهد گرفت. وقتی مشتری سفارشی صادر می‌کند، خواستار یک معامله نقدی دو طرفه است و سهام خود را به مزایده می‌گذارد مسلماً بدنبال پاسخ نیز می‌باشد. حال اگر پاسخی در کار نباشد معامله‌ای نیز صورت نخواهد گرفت. در چنین شرایطی داری‌های سرمایه‌گذار قابل نقد شوندگی نیست، بلکه عدم توازن عرضه - تقاضا به مرور زمان می‌تواند بی‌ثباتی شدیدی در قیمت سهام به وجود آورد. هر چه میزان نقد شوندگی یک بازار در قیاس با بازارهای سنتی بیشتر باشد سرمایه‌گذاران بیشتری نیز جذب آن بازار خواهند شد و بالعکس نقد شوندگی پایین موجب گریز سرمایه‌گذاران خواهد شد. ادعای طرفداران بازار متمرکز که نقد شوندگی بیشتر یک بازار را دلیل جذابیت آن می‌دانند، ممکن است پیشرفتهای فن‌آوری و مقرون به صرفه بودن



با بکارگیری شبکه ارتباطات الکترونیک، سرمایه‌گذار می‌تواند سهام خود را در بازار بورس الکترونیک به فروش برساند



زمانی کارآمد می باشد که تعداد سفارشات، فوق العاده زیاد باشد. علاوه بر این، بازارهای با واسطه نوسان مطلوب تری برای بازار سهام پر معامله ایجاد می کند. هر چه سهام پر معامله تر باشد توانایی متخصص بازار برای کاهش تأثیر بازار و ایجاد نوسان بهتر (مثل درصدهای پایین تر قیمت سهام) بیشتر است. در مطالعات آنها بازار بی واسطه، نوسان کمتری برای سهام پر معامله ایجاد می کند. (مثل درصدهای بالاتر قیمت سهام).

مطالعات «کلمونس» و «ویر» حاکی از آن است که بورس الکترونیک، سرمایه گذاران را به یک روش معاملاتی خاص - سفارش محدود - محدود می کند. ممکن است برخی سرمایه گذاران نسبت به سایرین در بورس الکترونیک احساس راحتی بیشتری کنند. پرسشی که اکنون مطرح می شود این است که آیا بازار الکترونیک از قابلیت جذب سرمایه گذاران کافی برخوردار است تا نقد شوندگی مورد نیاز برای سرمایه گذاران علاقمند به انتفاع از این بازار، تأمین شود.

مشکلات سرمایه گذاری آنلاین «الکترونیک» تحقق بازار الکترونیک منوط به رفع تردیدهای عمومی سرمایه گذاران در خصوص معامله آنلاین است. کلاهبرداری مشتریان، جعل هویت، فساد پرونده ای و سرقت، جعلگی

هدف سیستم معاملاتی الکترونیک حذف واسطه ها و بهینه سازی قیمت است. هر سهمی در بازار دارای کارشناسی است که بر اساس قیمت های متعارف خرید و فروش سهام خود، نوسانی را در قیمت ها تعیین می کنند

معاملات با واسطه به رغم نوسان تعیین شده، در مجموع بهتر است. در ۱۹۹۶ «ریک کلمونس» و «ویر» (اساتید فاینانس در مدرسه بازرگانی استرن) در یک شبیه سازی آزمایشی، سیستم های معاملاتی با واسطه و بی واسطه را با هم مقایسه کردند. نتایج آزمون های آنها نشان داد که واسطه گری، شاخص های کیفیت بازار از جمله نوسان بازار و هزینه معاملات دوسره (خرید و سپس فروش سهام در یک چارچوب ثابت نهانی) را ارتقا می دهد. (۷) آنها به این نتیجه رسیدند که سفارشات مبادله از طریق بورس الکترونیک بدون مداخله متخصصان و بازارسازان، سریع تر و به قیمت بهتر انجام خواهد شد. لیکن بورس الکترونیک تنها

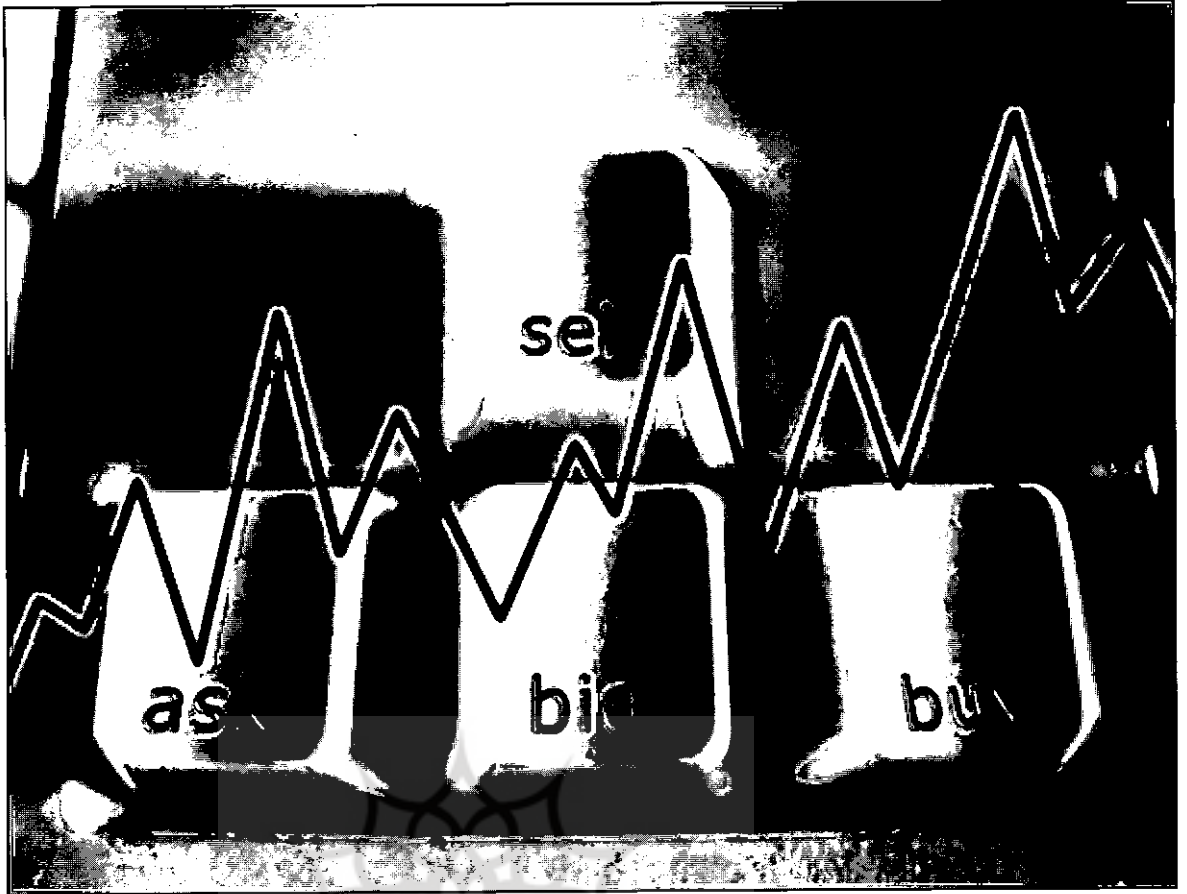
آشکار آن را در [بازار سرمایه الکترونیک] تحت الشعاع قرار دهد. (۶)

در بازارهای سنتی، مشکل نقد شوندگی به وسیله کارشناسانی که نقش بازار ساز را در این بازار ایفا می کنند، حل می شود. قاعده اصلی تعیین کننده در عملکرد کارشناس، تعهد جبران است. بر اساس این قاعده کارشناس موظف است در مواقعی که سفارشات مشتریان نمی تواند نقد شوندگی کافی را ایجاد کند یا سفارشات با یکدیگر همخوان نیست، قیمت عرضه و تقاضا ارائه کند. بازار سازی زمانی موظف به خریدن سهام است که عدم توازن به نفع طرف فروش باشد و زمانی موظف به فروش سهام است که عدم توازن به نفع طرف خرید باشد. نوسان تعیین شده توسط بازار ساز را می توان کارمزد وی برای این خدمات به شمار آورد. در حقیقت، عملکرد بازار ساز موجب حفظ ثبات نسبی در قیمت های سهام می شود. طرف داران بورس الکترونیک و واسطه زدایی بر این باورند که چنین خدماتی غیر ضروری است. در مقابل، حامیان سیستم بازار سازی معتقدند که بازار ساز با اتخاذ نقد شوندگی در قبال دریافت کارمزدی کمتر از ارزش واقعی ایجاد شده، کیفیت بازار را ارتقا می دهد.

به راستی کدام یک از این سیستم ها مطلوب تر است؟ به نظر می آید در حال حاضر سیستم



شاید بزرگترین اشکال برای سرمایه گذاران آنلاین، فقدان درک مالی و تجربه معاملاتی آنان باشد



نتیجه گیری:

سرمایه گذاری در بورس الکترونیک سرمایه گذار را وارد یک بازار بالقوه بی ثبات، فاقد پشتوانه یا کم پشتوانه خواهد کرد. معامله در بورس الکترونیک، بویژه در مراحل اولیه شکل گیری متضمن اشکالاتی از جمله بی ثباتی هر چه بیشتر قیمت سهام، عدم نقد شوندگی و احتمال بی اعتمادی سرمایه گذار به اینترنت و توانمندی های فردی اش است. گرچه برخی سرمایه گذاران ایده بورس الکترونیک را کارآمد و سودمند می پندارند، لیکن بسیاری از آنان به راحتی از صرفه جویی های ناشی از فقدان نوسان ایجاد شده توسط بازار سازان در بازار الکترونیک به خاطر وجود یک امنیت نسبی در بازارهای سنتی چشم پوشی می کنند.

- 1-Internet Stock Exchange: A Likely Alternative For Investors
- 2-Online Trading
- 3-specialists
- 4-electronic communications networks
- 5-CNN Financial New January 8, 1999.
- 6-"Alternative Securities Trading Systems: Tests and Implications of the Adoption of Technology" , by Eric K.Clemons and Bruce W. Weber Information Systems Research Vol 7 # 2 June 1996 p 165
- 7-ibid, p 181

را به مخاطره می افکنند، بلکه به کلی آنان را از سرمایه گذاری الکترونیک بیزار خواهد کرد. شاید بزرگترین اشکال برای سرمایه گذاران آنلاین، فقدان درک مالی و تجربه معاملاتی آنان باشد. ممکن است سرمایه گذار به هنگام خرید سهام مورد نظر خود تحقیقات کافی به عمل نیاورد، به تابلوهای خبری ناموثق اعتماد کند و از اتاق های گفت و گوی اینترنتی، اطلاعات غلط دریافت کند. به علاوه، سرمایه گذار آنلاین ممکن است در معرض خطر عدم آگاهی کامل از قواعد حاکم بر انواع معاملات قرار گیرد.

نمونه ای زیانبار از این عدم آگاهی را روزنامه «وال استریت» ژورنال چند روز پس از عرضه اولیه «Glob.com» گزارش داد. دکتر جرج میشل ۵۰۰ سهم شرکتی را به تصور اینکه قیمت هر سهم آن ۹ دلار است سفارش داد، اما قیمت خرید را در سفارش خود ذکر نکرد. در نتیجه در خواست وی برای خرید سهام به قیمت بازار در زمان وصول سفارشش انجام شد. جرج فکر می کرد فقط حدود ۵۰۰۰ دلار باید برای خرید این سهم بپردازد، اما در واقع ۱۰ برابر این مبلغ را بخاطر افزایش سریع قیمت، برای خرید پرداخت کرد. مسلماً او در آینده چنین اشتباهاتی را تکرار نخواهد کرد.

ترس های منطقی و مشروع علاقمندان معامله الکترونیک است. در کارگزاری های سنتی ارباب رجوع خواسته خود را به دقت برای کارگزار تشریح می کند. لیکن با توجه به حذف عامل انسانی در کارگزاری ها و بازارهای الکترونیک، نا امنی ها افزایش می یابد. البته پیشرفت های چشمگیر در تجارت الکترونیک و افزایش حجم فروش های اینترنتی طی سال های گذشته تا اندازه زیادی از این نگرانی ها کاسته است.

نقایص فنی از دیگر اشکالات جدی بازارهای الکترونیک است که می تواند اعتماد سرمایه گذار را نسبت به این بازار از بین ببرد. مثلاً، در فوریه ۱۹۹۹ وقوع نقص فنی به هنگام نصب یک نرم افزار جدید در کارگزاری E-trade باعث شد هزاران تن از مشتریان از اجرا یا عدم اجرای معاملات اوراق بهادار خود بی خبر بمانند. سرمایه گذاران اینترنتی با ارسال بیش از ۱۵۰۰ ایمیل حاکی از عصبانیت و درج نوشته های رکیک در اتاق های گفت و گو به این رویداد اعتراض کردند. بعدها تحقیقات وزارت دادگستری نیویورک در خصوص این شکایات بر گرفتاری های معاملات الکترونیک افزود. این چالش ها نه تنها سرمایه گذاری هزاران تن از سرمایه گذاران



سرمایه گذاری در بورس الکترونیک سرمایه گذار را وارد یک بازار بالقوه بی ثبات، فاقد پشتوانه یا کم پشتوانه خواهد کرد