



# 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 بوده‌ایم و فراتر از آن شاهد آشتفتگی بازار ثانویه سهام عادی نیز هستیم. علل و راهکارهای رفع آشتفتگی 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، تبودن یک بازار ثانویه مطمئن و کارامد برای دارایی‌های مالی است. بازار ثانویه است که می‌تواند باعث ایجاد نقدینگی و جذابیت اوراق بهادر شود و سرمایه‌گذاران و صاحبان ثروت‌های سرگردان اندک و کلان را به سوی بازارهای مالی بکشانند. بی‌تردید یکی از علل رکود کنونی بازار بورس تهران، نداشتن توجه لازم به

## عملکرد بازارهای ثانویه

عملکرد بازار ثانویه برای سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران دارای اهمیت بسیار است. در بازار ثانویه است که به صادرکننده اوراق بهادر 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 و جوهر 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.

## 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.

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 متحده 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 متحده 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 پیشفرته با یکدیگر ارتباط برقرار می‌کنند. داراییهای معامله شده در بورس بین‌المللی شامل سهام شرکتهای داخلی و فرامليتی، 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 یک دیگر از بورس‌های سازمان یافته مستقر در مکان خاص است، بازار ثانویه اصلی فرانسه برای

مجبر می‌شود که نرخ بازده بالایی بپردازد، زیرا سرمایه‌گذاران برای جبران عدم نقدینگی مورد انتظار اوراق بهادر، نرخ تنزیل را بالا می‌برند. سرمایه‌گذاران در داراییهای مالی فوایدی چند از بازار ثانویه به دست می‌آورند. چنین بازاری علاوه براینکه آشکارا به داراییهای آنها نقدینگی می‌بخشد، اطلاعاتی نیز در مورد ارزش متعارف یا توافقی آن ارائه می‌کند و علاوه بردهای بهره‌مند از منافع مرتبط را با هم مواجه می‌نماید، در نتیجه هزینه جستجو برای خریداران و فروشندهان احتمالی دارایی کاهش می‌یابد. علاوه براین 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 به طور خلاصه می‌توان گفت:

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

به صورت مركب 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 مبالغه 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>۹</sup>

به منظور شرح ویژگیهای بازارهای ثانویه، در ابتدا بازار کامل برای دارایی‌های مالی را توضیح می‌دهیم. سپس می‌توان نشان داد که چگونه رخدادهای عادی در بازارهای واقعی آنها را از تکامل نظری باز می‌دارد. غالباً بازار کامل زمانی ایجاد می‌شود که تعداد خریداران و فروشنده‌گان به حد کفايت 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 فروشنده‌گان قیمتگیر هستند و قیمت بازار در نقطه تلاقی عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. این وضعیت به احتمال قوی وقتی رخ می‌دهد که کالای مبالغه 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 مبالغه‌ای یا موافعی که در عرضه و تقاضای کالا دخالت دارند، موجود نباشد. اقتصاددانان از این هزینه‌ها و موافع گوناگون با عنوان اصطلاح‌کارها<sup>۱۰</sup> یاد می‌کنند. هزینه‌های مربوط به این اصطلاح‌کارها غالباً باعث پرداخت بیشتر توسط خریداران یا

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

سهام اوراق قرضه و اوراق بهادر 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 داشتیم 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.

ساخтарهای بازار بسیاری از بازارهای ثانویه مستمر<sup>۶</sup> هستند، به این معنی که قیمت‌ها دائمآ در طی روز معامله با سفارشات خریداران و فروشنده‌گان تعیین می‌شود. برای مثال، با گزارش‌های فاینشال تایمز (Financial Times) از فعالیتهای بازار شمش طلای لندن که یک بازار غیرمستمر است، مجموعه قیمت‌ها به صورت ثابت صیغ و ثابت بعداز ظهر 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. 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

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

- حق العمل 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 تحملی 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 آورده؛

• محدودیت برای بازارسازها؛

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

سرمایه‌گذاری که انتظار دارد قیمت نوعی اوراق بهادر افزایش یابد، می‌تواند از خرید آن اوراق سود ببرد. حال فرض کنید سرمایه‌گذاری انتظار دارد که قیمت نوعی اوراق بهادر 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. براستی این حالت چگونه می‌تواند رخ دهد؟! اقدامات متعدد 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 قرض فروشی<sup>۱۳</sup> معروف است. این اوراق قرضه متعاقباً به وسیله سرمایه‌گذار

## بازارساز، 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 طبق 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 قرض فروشی، یک مکانیسم سهم در بازارهای مالی است. در نبود چنین مکانیسم موثری، قیمت اوراق بهادر به طرف دیدگاه سرمایه‌گذاران خوبین تر 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 حالتها 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 معامله دارایی آشنا نباشد. بدینه 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 بیابد، برای دستیابی به قیمت‌های مناسب مذکوره کنند، به عنوان نقطه کانونی معامله عمل کنند و سفارشات را به مورد اجرا بگذارند. واسطه، تمام این کارها را انجام می‌دهد. روشن است که این اعمال، برای معاملات پیچیده‌ای اعم از کوچک و بزرگ، مهمتر است تا برای معاملات ساده یا با اندازه‌های معمولی.

واسطه کسی است که، از طرف سرمایه‌گذار سفارشات را به مورد اجرا می‌گذارد. در اصطلاح اقتصادی و حقوقی از واسطه به عنوان نماینده<sup>۱۵</sup> سرمایه‌گذار نامبرده می‌شود. درک این نکته مهم است که فعالیت واسطه‌گری ایجاب نمی‌کند تا خود واسطه، دارایی مورد معامله را خرید و فروش یا نگهداری کند (یک چنین فعالیتی اصطلاحاً وضعیت یابی<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 به مورد اجراء می‌گذارد. واسطه یک حق‌الزممه مشخص برای این‌گونه خدمات دریافت می‌کند و این حق‌الزممه، هزینه معاملات<sup>۱۷</sup> بازار اوراق بهادر است. اگر

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

## بیشترین معامله اوراق قرضه در ایالات متحده و سر تاسر دنیا در بازار روی پیشخوان انجام می‌گیرد.

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 وقت 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 بهادر را نمی‌دانند، اما به طور 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. به عنوان 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، بعنوان یک حراجی عمل کرده و بدین طریق در عملیات بازار ایجاد نظم و انضباط می‌کند. برای مثال، بازار سازان در بورس سازمان یافته ایالات متحده، این عمل را با سازماندهی معاملات برای کسب اطمینان

پردازند و این تفاوت می‌تواند به عنوان قیمت فوریت<sup>۱۹</sup> در نظر گرفته شود. منظور ما از فوریت این است که، خریداران و فروشنده‌گان 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 آمده 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 دمsett (Harold Demsetz)، نقش متعادلگران را در بازار اوراق بهادر بررسی کردند. آنها متعادلگران را به مثابه عوامل ایجاد فوریت در بازار می‌دانند. اختلاف قیمت اوراق ABC به ۵۵ دلار کافی باشد. بنابراین، قیمت، به سرعت تغییر کرده است، اگر چه هیچ تغییری در وضع مالی بنیادی انتشار دهنده اوراق رخ نداده است. خریدارانی که می‌خواهند اوراق را سریعاً بخرند، باید به جای ۵۰ دلار، ۵۵ دلار

تعادلگران<sup>۱۸</sup> به عنوان بازارسازها به دلیل احتمال وقوع پی دری نوعی عدم تعادل در تعداد سفارشات خرید و فروش، که ممکن است سرمایه‌گذاران برای هر نوع اوراق بهادر 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 بهادر ممکن است به طور 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 فروشنده‌گان قیمت‌های پایینتر از قیمت بازار را بپذیرند.

یک مثال می‌تواند این نکات را روشن کند. تصور کنید که قیمت توافقی اوراق بهادر 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 ناهمانگی 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 دهنده اوراق رخ نداده است. خریدارانی که می‌خواهند اوراق را سریعاً بخرند، باید به جای ۵۰ دلار، ۵۵ دلار

از رعایت مقررات بورس در مورد الوبت انجام معامله، به انجام می‌رسانند.

نقش یک بازارساز در ساختار یک بازار غیرمستمر، مشابه نقش یک حراجی است. بازارساز، برخلاف متداولگر در بازار مستمر، هیچ سهمی از دارایی مبادله شده را کسب نمی‌کند.

چه عواملی، قیمتی را که متداولگران باید برای خدمات ارائه شده خود، مطالبه کنند، تعیین می‌نماید؟ یا به بیان دیگر، چه عوامل اختلاف قیمت پیشنهاد - خواسته را تعیین می‌کند؟ یکی از مهمترین آن عوامل، هزینه‌های ایجاد شده توسط متداولگران برای انجام سفارش است. هزینه‌های تجهیزات لازم برای انجام معامله و هزینه‌های اداری و عملیاتی متداولگر، 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 توسعه متداولگران باید بتحوی جبران شود. وضعیت<sup>۲۶</sup> یک متداولگر ممکن است شامل موجودی اوراق بهادر خود او (وضعیت طولانی)<sup>۷۷</sup> یا فروش اوراق بهادری 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 بهادر معین، تشخیص داد. نخست، وجود تردید در مورد قیمت آئی آن اوراق، متداولگری که دارای وضعیت بلند خالص در اوراق می‌باشد، نگران است که قیمت آن در آینده کاهش یابد و متداولگری که دارای

## بازار کامل زمانی ایجاد می‌شود که تعداد خریداران و فروشنده‌گان به حد کفايت 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 بهادر دارد. سرانجام با وجود اینکه یک متداولگر ممکن است نسبت به دیگران در مورد جریان سفارشات، دسترسی به اطلاعات بهتری داشته باشد، معاملاتی وجود دارد که در آن، متداولگر، خطر معامله با کسانی را که اطلاعات بهتری دارند، می‌پذیرد. این وضعیت باعث می‌شود که فرد آگاهتر، قیمت بهتری را با همان هزینه متداولگر به دست آورد. در نتیجه، یک متداولگر 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 کارای عملیاتی (یا درونی) و بازار سرمایه کارای قیمتگذاری (یا بیرونی) تفاوت وجود دارد.

کارایی عملیاتی<sup>۲۹</sup>

در یک بازار کارای 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 حق العمل واسطه‌گری (کارگزاری) در ایالات متحده، 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 حق العمل رقابتی و قابل تغییر را به کار برد حالت مزبور شروع به تغییر کرد. بازارهای غیر آمریکایی نیز به سمت هزینه‌های واسطه‌گری رقابتی حرکت کردند. برای مثال، فرانسه در سال ۱۹۸۵، نظام حق العمل قابل تغییر را برای معاملات بزرگ، به کار برد. در ۱۹۸۶ بورس اوراق بهادر لندن، نظام حق العمل ثابت را از میان برداشت.<sup>۳۰</sup> اگرچه برخی از رهبران سیاسی و تجاری ئاین، سعی در تغییر رویه تعیین حق العمل 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 حق العمل (کمیسیون)

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 شیوه کار broker را انجام می‌دهند، به همین جهت از واژه کارگزار هم شاید برتران به جای آن استفاده کرد ولی با توجه به مفهوم کلمه، واژه واسطه مناسبتر به نظر می‌رسد (متترجم).

15- Agent

16- Taking a position

17- Transactions cost

۱۸- عصرتاً 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 (متترجم).

19- Immediacy

20- The bid price

21- The ask price

22- Bid - ask spread

23- Auctioneer

24- Limit orders

25- Specialists

۲۶- عبارت است از کل مایلک یک فرد position 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.**

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

همانطور که گفتیم حق العمل فقط قسمتی از هزینه معاملات است. اختلاف پیشنهاد دیگر سهم متعددگر 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.

### ۳۱ کارایی قیمتگذاری

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

یک بازار کارایی قیمت در اتخاذ راهبرد سرمایه‌گذاری مورد نظر سرمایه‌گذاران، کاربردهایی دارد. در یک راهبرد فعلی، سرمایه‌گذاران در صدد سرمایه‌گذاری روی اوراق بهاداری هستند که فکر می‌کنند زیر قیمت، برآورده شده است. در یک بازار کارایی قیمت، به جز در مورد خرید و نگهداری ساده اوراق بهادار، نمی‌توان گفت که راهبردهای فعلی، با درنظر گرفتن هزینه‌های معامله و خطرات مربوط به آن راهبرد، همیشه بازده مشتبی 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 به سادگی سعی می‌شود تا با عملکرد

یک شاخص مالی تطبیق و همخوانی صورت گیرد.

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

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