

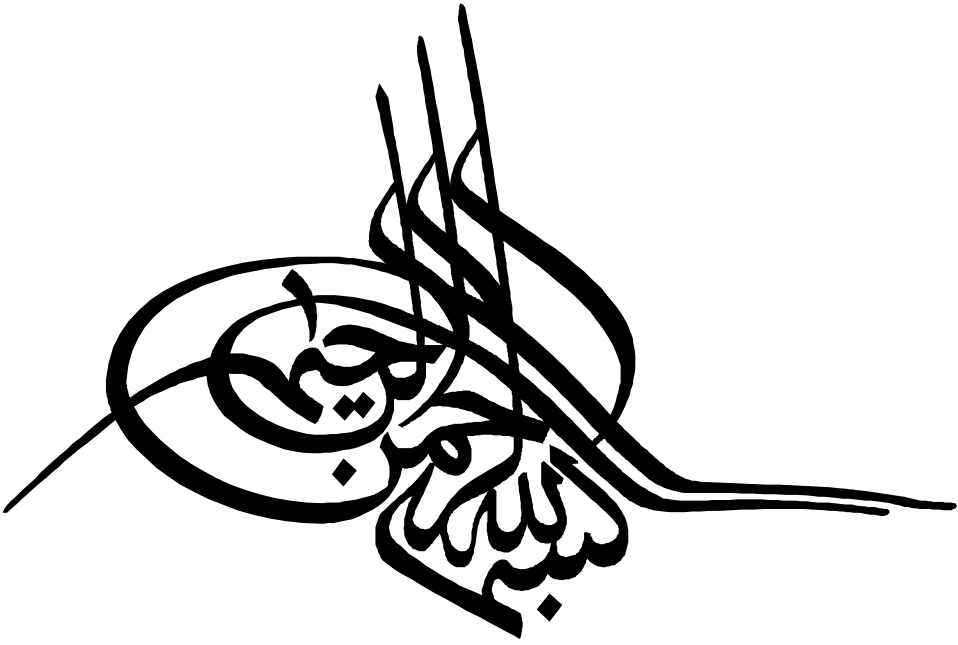
ویرایش جدید

عوامل تاثیر گذار بر نقد شوندگی در

# بازارهای نوظهور



شرکت بورس اوراق بهادار تهران  
(سابق نام)



# عوامل تاثیر گذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور



گزارش کمیته بازارهای نوظهور  
سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار  
دسامبر 2007

کلیه حقوق مادی اثر / ترجمه متعلق به بورس اوراق بهادار تهران می باشد.  
استفاده از مطالب این کتاب با ذکر منبع بلامانع است.

## پیش‌گفتار

سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آورند که از نقدشوندگی بیش‌تری برخوردار است و این مقوله از عوامل مهمی در رشد و توسعه بازارها محسوب می‌شود. نقدشوندگی به معنای توانایی بازار در جذب حجم زیاد معاملات بدون ایجاد نوسانات شدید در قیمت است. از ویژگی‌های بازارهای با نقدشوندگی بالا، اندک بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است که به تبع آن معاملات به روش مقرون به صرفه‌ای اجرا می‌شوند. نقدشوندگی در بازارهای دست دوم، هزینه سرمایه‌گذاران را از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه‌های معاملاتی کاهش می‌دهد و امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را فراهم می‌آورد.

نقدشوندگی در بازارهای مالی از عوامل متعددی تاثیر می‌پذیرد. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار پژوهشی در مورد عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور در 21 کشور انجام داده است که نتایج آن در دسامبر 2007 منتشر شد.

بورس اوراق بهادار تهران با هدف افزایش آگاهی عمومی و با توجه به اهمیتی که موضوع نقدشوندگی در بازار سرمایه ایران دارد، این سند را منتشر می‌کند. مطالب این متن می‌تواند بینش مناسبی بر مبنای تجارب بازار سرمایه‌ی کشورهای دیگر برای کارشناسان و مدیران صنعت اوراق بهادار ایران فراهم کند. مسؤولیت ترجمه‌ی این سند به عهده‌ی خانم سودابه عینعلی بوده است و در انجام آن آقای علی عباس کریمی نیز همکاری داشته‌اند که از زحمات ایشان سپاس‌گزاری و قدردانی می‌شود. این سند بیان‌کننده دیدگاه‌های بورس اوراق بهادار تهران نیست و نباید ترجمه رسمی تلقی شود.

حسن قالیباف اصل

مدیرعامل بورس اوراق بهادار تهران

(شرکت سهامی عام)

## فهرست مطالب

---

---

3	فصل اول : هدف و رویکرد تحقیق
7	فصل دوم : نقدشوندگی بازار و ارتباط آن با بازارهای نوظهور
11	فصل سوم: یافته های تحقیق
39	فصل چهارم : خلاصه و نتیجه گیری
43	پیوست 1 : پاسخ دهندگان تحقیق
44	پیوست 2 : آمارهای مهم
49	پیوست 3 : منابع





## فصل اول: هدف و رویکرد تحقیق

### مقدمه

کمیته‌ی بازارهای نوظهور<sup>۱</sup>، بررسی عوامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور را در دستور کار کارگروه مقررات بازارهای ثانویه‌ی این کمیته قرار داد. شرایط لازم برای اجرای این دستورکار در جلسه مشاورین ارشد کمیته در فوریه ۲۰۰۶ به تصویب رسید.

هدف اصلی از تهیه این گزارش، بررسی دقیق ارتباط بین نقدشوندگی بازار و عوامل تاثیرگذار بر آن نظیر ساختارهای بازار، سیاست‌های مالی، ساختارهای مقرراتی، زیرساخت‌های معاملاتی، میزان نوآوری مالی و وجود تنوع در بین سرمایه‌گذاران است. در این تحقیق نوآوری‌های بازارهای نوظهور مختلف برای افزایش نقدشوندگی و نیز میزان موفقیت این نوآوری‌ها در دستیابی به اهدافشان شناسایی و تعیین شده‌اند.

از دیگر اهداف تدوین این گزارش، افزایش آگاهی مقامات ناظر بازارهای نوظهور درباره عوامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور است. یعنی عواملی که هزینه‌های معاملاتی را کاهش می‌دهند، انجام معامله و تسویه‌ی به‌هنگام را تسهیل می‌نمایند و تضمین می‌کنند که معاملات با حجم زیاد اثرات محدودی بر قیمت‌های بازار دارند. همچنین در این گزارش چشم‌انداز و تجارب دیگر مقامات ناظر در تدوین سیاست‌ها و نوآوری‌های اجرا شده برای افزایش نقدشوندگی در بازارهایشان بررسی می‌شود.

---

1 . Emerging Market Committee (EMC)



### محدوده‌ی تحقیق و پاسخ‌دهندگان

اطلاعات این گزارش با استفاده از پرسش‌نامه‌ی تحقیقاتی که در جولای 2006 بین اعضای کمیته‌ی بازارهای نوظهور سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار توزیع شده، گردآوری شده است. پرسش‌نامه شامل 19 پرسش درباره‌ی عوامل کلان تاثیرگذار بر نقدشوندگی، ساختار خرد بازار، اصلاح قوانین و مقررات و محصولات و خدمات است.

پرسش‌نامه به گونه‌ای طراحی شده است که بتوان بر اساس آن اثرات مختلف بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور را تعیین کرد. این عوامل شامل موارد زیر هستند:

- **عوامل کلان تاثیرگذار بر نقدشوندگی:** در تحقیق تلاش شده است که عوامل کلان تاثیرگذار بر نقدشوندگی یا عواملی که موجب کاهش و افزایش نقدشوندگی در بازارهای نوظهور می‌شوند، مورد شناسایی قرار گیرند. در اینجا تمرکز بر ساختارها و طراحی سیستم‌های مالی مرتبط با نقدشوندگی در بازارهای نوظهور است.
- **ساختار خرد بازار:** در ساختار خرد بازار، به عناصری نظیر سیستم‌های اجرای معاملات، هزینه‌های معاملات و مکانیسم کشف قیمت، شفافیت اطلاعات معاملات و انتشار عمومی آن پرداخته می‌شود. موضوعات مورد بحث در این حیطة، رفتار مشارکت‌کنندگان بازار و اداره بنگاه‌ها توسط آنان است که می‌تواند بر نقدشوندگی تاثیرگذار باشد.
- **اصلاح قوانین و مقررات:** هدف دیگر تحقیق جمع‌آوری اطلاعات از مقامات ناظر بازارهای نوظهور در مورد مسائل مقرراتی است که امکان دارد طی مدیریت فرآیندافزایش نقدشوندگی در بخش‌های مختلف بازار ایجاد شود. همچنین سعی شده است که چالش‌های مقرراتی ناشی از تغییر در موازین مقرراتی و ساختارهای بازار که با هدف افزایش نقدشوندگی صورت می‌گیرد، شناسایی شوند.





• **محصولات و خدمات:** اثر محصولات و خدمات مختلف بر نقدشوندگی نیز در تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. در این زمینه تلاش شده است در پرسش‌نامه، تاثیر انواع مختلف بازیگران بازار و استراتژی‌ها و سبک‌های سرمایه‌گذاری‌های آنان بر نقدشوندگی تعیین شود. برای مثال مشاهده شده است که کاربرد استراتژی‌های پوشش ریسک تاثیر قابل توجهی بر نقدشوندگی بازار دارد.

پاسخ‌ها از 21 کشور<sup>1</sup> جمع‌آوری شده‌اند. پراکندگی جغرافیایی پاسخ‌دهندگان به این صورت است که 3 پاسخ‌دهنده از آسیا، 6 پاسخ‌دهنده از اروپا، 5 پاسخ‌دهنده از آمریکای جنوبی، 5 پاسخ‌دهنده از آفریقا و 2 پاسخ‌دهنده از آسیای میانه انتخاب شده‌اند.

---

1 . پاسخ‌ها از اعضای اصلی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، از کشورهای بوسنی هرزگوین، برزیل، چین، تایپه، کاستاریکا، السالوادور، اسرائیل، لیتوانی، مقدونیه، مالزی، مراکش، نیجریه، عمان، پاناما، پرو، لهستان، رومانی، آفریقای جنوبی، تانزانیا، تایلند، ترکیه و اوگاندا دریافت شده است.





## فصل دوم: نقدشوندگی بازار

تعریف و اندازه‌گیری نقدشوندگی آسان نیست، اما به‌طور کلی نقدشوندگی، توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت تعریف می‌شود. علاوه بر این، ویژگی اصلی بازارهای نقد<sup>1</sup> (دارای نقدشوندگی بالا)، اندک بودن فاصله‌ی بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. بدین معنا که معاملات به روش مقرون به صرفه‌ای اجرا می‌شوند.

نقدشوندگی در بازارهای ثانویه در موفقیت عرضه‌های عمومی نقش تعیین‌کننده‌ای دارد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیرهنویسان<sup>2</sup> و بازارسازان می‌شود. هم‌چنین هزینه‌ی سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه‌ی نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد. بنابراین از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقد برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است. این امر هزینه‌ی سرمایه‌ناشران را نیز کاهش می‌دهد. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقد امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را نیز فراهم می‌آورد.

به‌طور کلی می‌توان گفت که نقدشوندگی به عمق، عرض (گستره)، انعطاف‌پذیری و هم‌چنین سرعت معاملات در بازار بستگی دارد:

**عمق بازار:** تاثیر معاملات با حجم زیاد بر قیمت؛

**عرض بازار:** نسبتی از کل بازار است که در حرکت قیمتی صعودی یا نزولی بازار مشارکت دارد. به عبارت دیگر این معیار به میزان استحکام بازار بستگی دارد و بنابراین نشانگر هزینه تغییر موقعیت در بازار است. شاخص متداول اندازه‌گیری عرض بازار، فاصله‌ی بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. به عبارت دیگر در یک بازار نقد، به منظور جلوگیری از تغییرات شدید قیمت، باید فاصله مزبور به اندازه کافی کم باشد.

---

1 . Liquid Market

2 . Underwriters



**انعطاف پذیری بازار:** مدت زمانی است که پس از نوسان شدید قیمت باید طی شود تا بازار به حالت تعادل برسد. به طور معمول این نوسانات در اثر انتشار اخبار (معمولاً اخبار منفی) یا معاملات با حجم بزرگ رخ می‌دهند. بازار انعطاف‌پذیر، بازار توانمندی است که در آن قیمت‌ها در مدت زمان کوتاهی به میانگین یا مقدار منطقی خود باز می‌گردند.

**زمان:** سرعتی که در آن معاملات توسط بازار جذب می‌شوند. در یک بازار نقد، معاملات با کمترین وقفه زمانی ممکن اجرا می‌شوند.

حجم معامله (یا تعداد دفعات معامله)، گردش بازار، فاصله‌ی بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و سرعت معاملات از معیارهای سنتی نقدشوندگی بازار هستند. نقدشوندگی به بسیاری از اصول اقتصاد کلان و اصول بازار نیز بستگی دارد. این اصول شامل سیاست‌های مالی کشور، رویکرد حاکم بر نرخ ارز و نیز محیط نظارتی است. اعتماد حاکم بر بازار و اطمینان سرمایه‌گذار نیز در بهبود شرایط نقدشوندگی تاثیر اساسی دارد. در سطح کلان نیز ابزارهای مورد معامله، ماهیت مشارکت‌کنندگان بازار و همچنین ساختار بازار اثر زیادی بر نقدشوندگی بازار دارند.

نقدشوندگی بازار به عنوان عامل مهمی که کارایی بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد، ابتدا توسط کارایی و اثربخشی کارکرد کشف قیمت بازار تعیین می‌شود. برای مثال بی‌اطمینانی در مورد قیمت اجرای معامله در بازارهای نقد کم‌تر است. این امر مستلزم برابری قیمت اجرا با متوسط قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش نیست، بلکه بدین معناست که انحراف بین این دو باید قابل پیش‌بینی و در حداقل ممکن باشد. در عمل این امر با فاصله کم و باثبات بین قیمت‌های عرضه و تقاضا همراه است.

بنابراین بازارهای نقد باید امکان ورود و خروج را به گونه‌ای که کمترین اخلاقی ایجاد شود، یعنی با حداقل کاهش در ارزش‌های اسمی، هزینه‌های معاملاتی اندک و در کوتاه‌مدت فراهم کنند. هر چه نقدشوندگی بازار بیش‌تر باشد، تعداد سفارش‌های متقابل برای سفارش‌های انجام نشده بیش‌تر است



و بنابراین احتمال انطباق مطلوب سفارش‌ها افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آورند که از نقدشوندگی بالاتری برخوردارند. بنابراین نقدشوندگی عامل مهمی در رشد و توسعه بازارها محسوب می‌شود.

نقدشوندگی بازار در ثبات سیستم‌های مالی نیز تاثیر به‌سزایی دارد، زیرا بازارهای نقد می‌توانند شوک‌های سیستمیک را جذب کنند. برای مثال بازار نقد می‌تواند فشار نوسان‌های قیمتی ناشی از تغییرات ناگهانی در میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار را کاهش دهد و بنابراین به کاهش تبعات نامطلوب آن در دیگر اجزای سیستم مالی و همچنین کل اقتصاد کمک کند.

از این رو تاکید مقامات ناظر بازارها بر بهبود نقدشوندگی، با توجه به اهمیت فزاینده آن، قابل درک است. در واقع هدف اصلی بسیاری از اقدامات در زمینه‌ی تنظیم مقررات، توسعه‌ی بازار و انجام اصلاحات در بازارهای نوظهور، ایجاد بازارهای عمیق و نقد است. وجود بازارهای نقد، اعتماد سرمایه‌گذار و کارایی بازار را افزایش می‌دهد و بنابراین افزایش انعطاف‌پذیری بازار را به دنبال دارد.

### عوامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور

نوآوری‌های توسعه‌ای در بازار سرمایه اهمیت نقدشوندگی را افزایش داده است. تهدیدی که همگام با جهانی شدن بازارها متوجه بازارهای کوچک و کمتر توسعه یافته است، کاهش نقدینگی در بازارهای محلی و انتقال آن به بازارهای بزرگ منطقه است.

نکته‌ی قابل توجه دیگر، تاثیر منفی بحران‌های مالی نظیر بحران مالی آسیا، برزیل و روسیه است که در پی هم رخ داده‌اند. وقوع این بحران‌ها موجب اصلاحات عمده‌ای در بازارهای نوظهور شده است. با اقدامات مهم صورت گرفته در دهه‌ی گذشته، درآمیختگی بازارهای نوظهور در ساختار اقتصاد جهانی افزایش یافته است. برخی از بازارهای نوظهور، با سرعت بیشتری در جهت پذیرش ساختارهای پیچیده بازار و استانداردهای نظارتی گام بر می‌دارند. این امر باعث افزایش اطمینان



سرمایه‌گذار و در نتیجه رشد مستمر و ثبات بیش‌تر در این بازارها شده است. پیامد آشکار و مشخص این اقدامات، اثر مثبت آن بر نقدشوندگی در بازارهای مزبور است.

کشورهایی که بیش از همه تحت تاثیر بحران سال 98-1997 قرار گرفتند، فشار نقدینگی شدیدی را تجربه کردند که باعث ایجاد پرسش‌های جدی در مورد کارکردهای سیستم‌های مالی در اقتصاد و همچنین کفایت زیرساخت‌های نهادی این سیستم‌ها شد. پس از آن اقداماتی به منظور شناسایی و رفع نقاط ضعف مربوط صورت‌گرفت که هدف از این اقدامات، بازگرداندن اعتماد به بازار و نیز اطمینان از کفایت انعطاف‌پذیری ساختارهای بازار برای حذف عوامل منفی تاثیرگذار بر نقدشوندگی بود. یکی از نکات آموزنده بحران‌های مذکور، تاثیرات آنی و در برخی موارد بلندمدت کاهش اعتماد سرمایه‌گذار به بازار است. این کاهش اعتماد تقریباً همواره با کاهش شدید نقدشوندگی بازار و تبعات منفی بر سیستم مالی و کل اقتصاد همراه است.

بنابراین مقامات ناظر فعالانه در پی ارائه‌ی نوآوری‌هایی هستند که توسعه‌ی بلندمدت عواملی را که بر تعمیق بازارها اثرات مطلوبی دارند، تقویت کند. دستیابی به درجه نقدشوندگی باثبات در بازارها و در عین حال افزایش فعالیت‌های معاملاتی نیز مدنظر این مقامات است. به عبارت دیگر، مقامات ناظر به‌دنبال کسب اطمینان در مورد توانایی بازار در جذب و تحمل تبعات منفی بحران‌های مالی هستند. تلاش‌های صورت گرفته در زمینه تنظیم مقررات نیز با هدف پشتیبانی از توسعه چارچوب‌های ساختاری است که وجود بازاری توانمند، گسترده و عمیق را تضمین می‌کند.



## فصل سوم: عوامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی

### مقدمه

در این فصل در مورد عواملی بحث می‌شود که نقدشوندگی بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند. بحث بر اساس اطلاعات جمع‌آوری شده از پرسش‌نامه‌های تحقیق و بررسی‌های دیگری است که به منظور تهیه‌ی این گزارش انجام شده است.

با در نظر گرفتن نسبت متوسط 5 ساله‌ی ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی با عنوان معیار مقایسه‌ی کشورها (منبع: داده‌های بانک جهانی)، اوگاندا، مقدونیه و تانزانیا کوچک‌ترین پاسخ‌دهندگان تحقیق و آفریقای جنوبی، مالزی و چین تاپیه بزرگ‌ترین بازارهای نوظهور در نمونه انتخابی را تشکیل می‌دهند.

در مورد پاسخ‌های تحقیق باید به چند نکته توجه کرد:

- بسیاری از پاسخ‌ها بر اساس اطلاعات و بینش کیفی منحصر به کشور پاسخ‌دهنده است؛
- موفقیت نوآوری‌های به اجرا درآمده توسط مقامات ناظر در بسیاری از موارد به محیط فعالیت آنها بستگی دارد؛
- پاسخ‌ها نشانگر آن است که سطح نقدشوندگی به جای وابستگی به یک عامل تاثیرگذار عمده، از ترکیب عوامل متعددی تاثیر می‌پذیرد.
- با وجود آنکه بین نوآوری‌های مربوط به حمایت از سرمایه‌گذار و سطح نقدشوندگی رابطه همبستگی مستقیمی مشاهده نگردید، عامل مذکور در بهبود سطح نقدشوندگی تاثیر به‌سزایی دارد.
- با در نظر گرفتن این موضوع که بازارهای مورد مطالعه از نظر اندازه و میزان توسعه‌یافتگی تفاوت‌های اساسی دارند، عوامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی با توجه به سطح توسعه‌یافتگی



در بازارهای مختلف، متفاوت هستند. بر این اساس، بیش از 25 عامل شناسایی شده است که در این گزارش مورد بحث قرار می‌گیرند.

### 1. تمرکز مالکیت

در بسیاری از بازارهای نوظهور، میزان تمرکز در مالکیت سهام زیاد است به نحوی که بنا بر ادعای یکی از کشورها میزان تمرکز مالکیت تا 70% نیز می‌رسد. بر اساس یافته‌های تحقیق، تمرکز مالکیت ارتباط زیادی با میزان سهام شناور آزاد دارد. دلایل اعلام‌شده برای زیادبودن تمرکز مالکیت را می‌توان به صورت زیر برشمرد:

- در بسیاری از کشورها، هم‌چنان اکثریت سهام شرکت‌ها (بسیاری از شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس) در اختیار سهامداران کنترل‌کننده یا مؤسس قرار دارد. با وجود الزامات برای عرضه عمومی سهام، بسیاری از سهامداران کنترل‌کننده، تمایل ندارند حجم زیادی از سهام شرکتشان به صورت آزادانه مبادله شود. یکی از دلایلی که برای این موضوع اعلام می‌شود، آسیب‌پذیری آنها در تصاحب<sup>1</sup> است.
- به طور کلی افزایش نقدشوندگی مستلزم وجود سهام شناور آزاد کافی در بازار سهام به منظور معامله فعالانه آن توسط سرمایه‌گذاران - به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی - است. استفاده از میزان سهام شناور آزاد در تعیین وزن یک سهم در شاخص، بیانگر اهمیت فزاینده‌ی آن است.
- میزان سهام شناور آزاد در مالزی نسبت به سایر کشورها بیش‌تر مورد توجه بوده است، به طوری که متوسط سهام شناور آزاد آن تقریباً 30 درصد سرمایه پرداخت شده<sup>2</sup> را تشکیل می‌دهد. بسیاری از شرکت‌های مالزیایی تحت کنترل گروه کوچکی از شرکای وابسته قرار دارند و توسط مدیران

1 . Takeover

2 . Paid-up Capital





مالک<sup>۱</sup> اداره می‌شوند. به هر حال با وضع مجموعه‌ای از مقررات توسط دولت و مقام ناظر بازار سرمایه، تلاش برای بهبود نقدشوندگی در بازار افزایش یافته است. کاهش تدریجی مقررات کنترلی بورس، کاهش درصد مالکیت دولت به منظور افزایش سهام شناوری آزاد و حذف سیاست محدودیت مالکیت سهام توسط اشخاص خارجی در سرمایه‌گذاری‌های جدید، نمونه‌هایی از اقدامات صورت گرفته است.

• دولت‌ها نقش مهمی در توسعه اقتصادی، به ویژه در "بخش‌های استراتژیک" بازارهای نوظهور، ایفا می‌کنند. به هر حال در اکثر کشورهای نوظهور، کاهش مالکیت دولت از طریق امکان حضور بخش خصوصی در نقش‌های اساسی‌تر، روند محسوسی را طی می‌کند. تحقیق انجام شده در عمان نشان داد که افزایش دارایی‌های دولت اثر معکوسی بر حجم معاملات دارد. عمان تأکید کرده است که افق سرمایه‌گذاری‌های دولت بلندمدت است. همچنین تحقیق مذکور نشان داد کاهش شدید میزان سهام شناور آزاد در بازار، بر نقدشوندگی اثر منفی داشته است. تحقیق مشابه دیگری که در سال 1998 درباره‌ی مداخله دولت در بازار در کشور هنگ‌کنگ انجام شده است<sup>۲</sup>، نشان داد که مداخله‌ی دولت بر نقدشوندگی سهام مندرج در شاخص هنگ‌سنگ<sup>۳</sup> اثر منفی داشته است.

• ترکیب سرمایه‌گذاران نیز بر نقدشوندگی بازار تاثیر دارد. نبود تنوع در بین سرمایه‌گذاران موجب می‌شود آنها قادر به اتخاذ موقعیت‌های متقابل در معاملات نباشند. برخی پاسخ‌دهندگان اظهار داشته‌اند که در این موارد، مشارکت خارجی می‌تواند باعث تنوع سرمایه‌گذاران شود.

1. Owner-Manager

2. Free Float and Market Liquidity: Evidence from Hong Kong Government's Intervention, Kalok Chan, Yue Cheong Chan & Wai-Ming Fong, 1 March 2002.

3. Hang Seng Index



• در نهایت صندوق‌های بازنشستگی به عنوان "سرمایه‌گذاران منفعل" با حضور قابل ملاحظه در بازار سرمایه، تاثیرات عمده‌ای بر آن دارند، زیرا اغلب از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت پیروی می‌کنند. این موضوع می‌تواند بر سطح تمرکز مالکیت و نقدشوندگی کل بازار تاثیر منفی داشته باشد. در راستای بهبود نقدشوندگی بازار سرمایه، صندوق بازنشستگی کارکنان مالزی مقدار بیش‌تری از وجوه خود را در اختیار مدیران سرمایه‌گذاری خارج از صندوق قرار داده است.

## 2. میزان سهام شناور آزاد

تقریباً عموم پاسخ‌دهندگان معتقدند که میزان سهام شناور آزاد بر نقدشوندگی تاثیرگذار است. مؤسسه‌ی بین‌المللی مورگان استانلی<sup>1</sup>، سهام شناور آزاد را به صورت درصدی از سرمایه مبتنی بر سهام که در بازار سرمایه به منظور خرید در دسترس سرمایه‌گذاران بین‌المللی قرار دارد، تعریف می‌کند. فوتسی<sup>2</sup> از این معیار برای تعیین قابلیت دسترسی واقعی به سهام در بازار برای سرمایه‌گذاری عمومی استفاده می‌کند. به طور کلی سهام شناور آزاد به بخشی از کل سهام منتشر شده توسط شرکت اشاره دارد که هم‌اکنون به منظور معامله در بازار در دسترس عموم قرار دارد. عوامل زیادی در تعیین سطح سهام شناور آزاد بازار نقش دارند که از آن جمله نگهداری سهام توسط سهامداران استراتژیک که خواهان مبادله سهام خود نیستند، محدودیت مالکیت اشخاص خارجی و نیز محدودیت‌های مربوط به میزان مالکیت سهام بیش از همه تأثیرگذارند.

به طور کلی شرکت‌های با میزان سهام شناوری آزاد بیشتر، از نقدشوندگی بیش‌تری نیز برخوردارند. این مسئله به وضوح در لهستان و رومانی مشاهده شده است. از این رو حداقل میزان

1. Morgan Stanley Capital International (MSCI)

2. FTSE: شرکتی که تحت مالکیت مشترک فاینانشال تایمز و بورس لندن قرار دارد و فعالیت اصلی آن ارائه شاخص‌های مختلف در بازار سرمایه است.



سهام شناور آزاد 25% در نظر گرفته شده است که البته این رقم در کشورهای مختلف، متفاوت است. حدود 50% از پاسخ‌دهندگان تحقیق عنوان کرده‌اند که هدف از لزوم رعایت حداقل میزان سهام شناور آزاد در کشور آنان، کارایی کارکردهای بازار است. در بازار تایلند تلاش‌های برنامه‌ریزی شده‌ای - از طریق تعامل مستقیم با شرکت‌های پذیرفته شده و همچنین انگیزه‌بخشی آن‌ها - در حال انجام است (برای مثال، احتمال می‌رود که بورس تایلند کارمزد پذیرش شرکت‌های با میزان سهام شناور آزاد بیش‌تر را کاهش دهد).

بورس مالزی با هدف تشویق شرکت‌ها به رعایت حداقل میزان سهام شناور آزاد، یک شاخص مبتنی بر سهام شناور آزاد ارائه کرده است. همچنین به منظور تشویق شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های وابسته به دولت<sup>1</sup> برای افزایش میزان سهام شناور آزاد، اقدامات هدفمندی را پیگیری می‌کند. برای مثال، خزانه ملی<sup>2</sup> (بازوی سرمایه‌گذاری دولت مالزی) اخیراً به منظور افزایش نقدشوندگی بازار، اوراق قرضه‌ای منتشر کرد که با سهام شرکت‌های بورسی تحت مالکیت دولت قابل مبادله است و این اقدام به عنوان بخشی از تعهد دولت مبنی بر کاهش تدریجی مالکیت خود در شرکت‌ها انجام شده است.

شرکت‌های پذیرفته شده نیز به بهره‌گیری از نوآوری‌هایی که می‌توانند از طریق به‌کارگیری محصولات مرتبط با سهام، نظیر حق خرید سهام<sup>3</sup> و نیز صندوق‌های قابل معامله در بورس موجب افزایش سطح سهام شناور آزاد شود، ترغیب شده‌اند. هدف از این تدابیر، افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران جزء در بازار سهام و در عین حال کاهش منافع شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به دولت در شرکت‌های دولتی، در قبال دریافت واحدهای صندوق‌های قابل معامله در بورس، بدون

1 . Government-Linked Companies (GLCs)

2 . Khazaneh Nasional

3 . Warrant



اعمال فشار فروش به سهام مذکور و کل بازار است. این امر به افزایش میزان سهام شناور آزاد و نقدشوندگی شرکت‌های مربوط کمک می‌کند.

### 3. واسطه‌های خارجی

آزادسازی صنعت واسطه‌گری مالی از طریق اعطای مجوز فعالیت در بازار به بازیگران خارجی، عامل مهم دیگری است که بر نقدشوندگی بازار اثر مثبت دارد. حضور واسطه‌گران خارجی و پیامد آن که افزایش تعداد بازیگران است، موجب افزایش رقابت و سرعت بازار می‌شود. نیاز احتمالی به رقابت با بازیگران جهانی، عامل اصلی آزادسازی خدمات واسطه‌گری در مالزی بوده است. مالزی دریافته است که وجود صنعت واسطه‌گری کارآمد تا حدی موجب افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود. همچنین افزایش ارتباط جهانی واسطه‌گران موجب دسترسی به منابع نقدی بین‌المللی خواهد شد. بنا بر اظهار پاسخ‌دهندگان، مقامات ناظر بازارها به منظور افزایش بازیگران خارجی به آزادسازی نظام اعطای مجوز روی آورده‌اند. تقریباً تمامی پاسخ‌دهندگان ادعا کرده‌اند که واسطه‌گران خارجی مجاز به مشارکت در بازارهایشان هستند، اگر چه به لحاظ مجوزدهی و راه‌اندازی فعالیت محلی یا الزامات مشارکت تفاوت‌هایی وجود دارد.

کشورهای اروپایی نیز تحت مقررات اتحادیه اروپا، آزادی راه‌اندازی و تغییر مکان فعالیت‌ها را مجاز می‌دانند. همچنین برخی کشورها آزادی‌های بیش‌تری را در اعطای مجوز در نظر گرفته‌اند. به عنوان مثال کشور اسرائیل به شرکت‌های مدیریت مشاوره سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اجازه داده است که بدون اخذ مجوز محلی به ارائه محصولات و خدمات خود بپردازند.

اگرچه شواهد قوی مبنی بر وجود ارتباط روشن بین تاسیس شرکت‌های خارجی و نقدشوندگی وجود ندارد، پاسخ‌های کلی حاکی از آن است که مشارکت خارجی می‌تواند به ارتقای استانداردها و



مجموعه بازار کمک کند. همچنین اعتقاد بر این است که حضور بازیگران خارجی، موجب انتقال تجربه و نوآوری در توسعه محصولات و خدمات شرکتی می‌شود. پیشرفت در حوزه‌های مذکور در زمین رشد و بلوغ بیشتر بازارهای داخلی مؤثر است. این امر در بلندمدت موجب افزایش دسترسی سرمایه‌گذاران و اعتماد به بازارهای نوظهور داخلی خواهد شد.

#### 4. دسترسی به بازار

همگام با رشد بازارهای نوظهور، بسیاری از این بازارها به منظور افزایش کارایی و دسترسی سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه در جستجوی راه‌حل‌های<sup>1</sup> فنی هستند. هدف اکثر این اقدامات، تسهیل ورود جریان‌های سرمایه‌گذاری جهانی به بازار داخلی است. معمولاً به سرمایه‌گذاران نهادی و حرفه‌ای که خواستار کنترل بیشتری بر معاملات خود هستند، توجه خاصی می‌شود. این امر مستلزم آن است که بورس‌ها امکانات دسترسی‌های ارائه شده به مشارکت‌کنندگان را، مجدداً فراتر از سیستم سنتی کارگزار-معامله‌گر، سازماندهی کنند.

با جهانی شدن بازارها و افزایش رقابت، بورس‌ها باید در کنار جذب سفارش از جوامع سرمایه‌گذاری بین‌المللی، موقعیت خود را نیز تثبیت کنند. بورس‌های بازارهای نوظهور نیاز مبرمی به ایجاد مسیری کارا برای دسترسی سرمایه‌گذاران به بازارهایشان دارند. دسترسی مستقیم به بازار<sup>2</sup>، توسعه تکنولوژی پیوندافزار باز<sup>3</sup> و امکان دسترسی از راه دور از جمله ساز و کارهای مورد استفاده هستند.

کشورهای چین تایپه، لهستان و مالزی روش‌های دسترسی مستقیم به بازار و دسترسی از راه دور را مؤثر دانسته‌اند. دسترسی مستقیم به بازار در حال حاضر توسط بورس‌های مالزی و تایلند فراهم شده است. عدم اجرای دستی (سرعت) و نیز ناشناخته ماندن معاملات دو ویژگی برجسته این

---

1 . Solution

2 . Direct Market Access (DMA)

3 . Open Interface Technology (API)



نوع دسترسی است که برای سرمایه‌گذارانی نظیر صندوق‌های پوشش خطر و مؤسساتی که از استراتژی خرید و نگهداری اوراق بهادار پیروی می‌کنند<sup>۱</sup>، ضرورت به حساب می‌آید. انتظار می‌رود روش دسترسی مستقیم به بازار به دلیل امکان پذیرش استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مختلف، شامل معاملات مبتنی بر الگوریتم و برنامه، امکان دسترسی را برای انواع بیش‌تری از سرمایه‌گذاران فراهم آورد. معاملات مبتنی بر الگوریتم و برنامه به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا به نحو مطلوب‌تری اجرای معاملات را با اهداف مشتریان تطبیق دهند، در عین حال امکان کنترل مستقیم بهترین اجرای معامله را نیز برای مشتریان فراهم می‌آورد.

بنا بر نتایج تحقیق، به جز اسرائیل که تنها پاسخ‌دهنده‌ای است که از روش دسترسی از راه دور به‌عنوان روشی یاد کرده است که می‌تواند بر نقدشوندگی تاثیر مثبت داشته باشد، این روش دسترسی در بازارهای نوظهور، کم‌تر توسعه یافته است.

### 5. معامله‌ی اینترنتی

به منظور افزایش دسترسی محلی سرمایه‌گذاران جزء، برخی کشورها امکان معامله‌ی اینترنتی را نیز فراهم آورده‌اند. در معامله‌ی اینترنتی، سرمایه‌گذاران از طریق کانال‌های ارتباطی الکترونیکی اقدام به ثبت سفارش و تایید نتایج معامله‌ی خود می‌کنند. در نوع پیشرفته‌ی آن، فرآیند به صورت خودکار تکمیل می‌شود. نمونه‌ی برجسته‌ی این نوع معاملات در کره در حال اجراست که در آن کل فرآیند از ثبت سفارش گرفته و پیگیری آن، اجرای سفارش تا تایید معامله کاملاً خودکار است و بنابراین امکان معامله در کوتاه‌ترین زمان ممکن فراهم است. در مدل‌های کم‌تر توسعه یافته لازم است کارگزار مجدداً به صورت دستی سفارش‌های برخط سرمایه‌گذار را وارد سیستم کند.

1. Long-only



میزان موفقیت معاملات اینترنتی در کشورهای مختلف، متفاوت است. به طور کلی موفقیت این روش به میزان دسترسی به زیرساخت‌های مخابراتی با پهنای باند قوی و سطوح بالای نفوذ اینترنتی بستگی دارد. همچنین تفاوت‌های هزینه‌ای این روش با روش‌های معاملاتی غیر اینترنتی عامل مهمی است. مالزی اظهار داشته است که هزینه‌ی معاملات اینترنتی به منظور تشویق گسترش معاملات اینترنتی، حتی در حالت خوش‌بینانه، مناسب نیست.

در مقابل در برخی از کشورهای مورد بررسی، بهره‌گیری از معاملات اینترنتی تاثیر عمده‌ای بر افزایش نقدشوندگی بازار به خصوص بازارهای ابزارهای مشتق داشته است.

مشاهده شده است که معاملات برخط منافع زیادی برای بازار به ارمغان می‌آورد. تجارب بازارهای مختلف نظیر آمریکا، چین تایپه و کره نشان می‌دهد که معاملات برخط موجب افزایش حجم و سرعت معاملات و سهولت ایجاد سفارش می‌شود. بر اساس تحقیقات انجام شده در کشور هنگ‌کنگ و آمریکا نیز سرمایه‌گذاران برخط ریسک‌پذیرتر هستند و تمایل به نگهداری کوتاه‌مدت سهام دارند.

از همه مهم‌تر این که معاملات برخط امکان ترکیب کارکردهای مختلف بازار را فراهم می‌آورند، در نتیجه هزینه معامله کاهش می‌یابد. این امر انگیزه سرمایه‌گذاران را برای معامله افزایش می‌دهد. تاثیر معاملات اینترنتی به ویژه در کره چشم‌گیر بوده است، به طوری که معاملات برخط 50% کل معاملات بازار را تشکیل می‌دهد. گسترش معاملات برخط تاثیر عمده‌ای بر هزینه‌های معاملات و الگوهای معاملاتی سرمایه‌گذاران داشته است. کاهش هزینه‌های معاملاتی باعث شده است که سرمایه‌گذاران به منظور دستیابی به سودهای کوتاه‌مدت به انجام معاملات بیش‌تر تشویق شوند و در نتیجه خرید و فروش سهام طی یک روز<sup>1</sup> افزایش یابد. هم‌اکنون معاملات طی روز، 30% کل معاملات انجام شده در بورس کره را تشکیل می‌دهد.

1 . Day Trading



تأثیر معاملات برخط از دو جنبه قابل بررسی است. اول اینکه با فرض وجود زیرساخت‌ها و سطوح نفوذ اینترنتی، راه ارتباطی پرتحرک و سریعی برای معاملات و توزیع ایجاد می‌شود. این روش توان جذب بسیاری از سرمایه‌گذاران جزء را به بازار دارد. در عین حال، رقابت معاملات برخط با روش‌های سنتی معاملات کاهش هزینه‌های معاملاتی را در پی دارد. به عنوان مثال شرکت‌های سنتی کارگزاری در کره، کارمزدهای کارگزاری خود را در رقابت با معاملات برخط کاهش داده‌اند. پس نتیجه نهایی، کاهش هزینه معاملات سرمایه‌گذاران است.

دسترسی به گروه زیادی از سرمایه‌گذاران جزء از طریق اینترنت - و آنهایی که فعالانه به انجام معامله در بازار می‌پردازند- در افزایش سطوح نقدشوندگی بازار نیز تاثیرگذار است.

#### 6. آزادسازی حساب سرمایه

افزایش کنترل‌های سرمایه‌ای یا وضع محدودیت‌های سرمایه‌ای به وضوح بر نقدشوندگی اثر معکوس دارد. کنترل سرمایه که توسط دولت مالزی در واکنش به بحران مالی آسیا در سپتامبر 1998 به اجرا درآمد، باعث خروج سریع وجوه از این کشور شد. پس از این رخداد، به تدریج در مالزی محدودیت‌های کنترل‌های سرمایه‌ای حذف شد و اقدامات اصلاحی متنوعی در راستای طرح جامع بخش مالی<sup>1</sup> و طرح جامع بازار سرمایه<sup>2</sup> آغاز گردید. برخی از محدودیت‌های حذف شده، موانعی بودند که قبل از بحران مالی آسیا پیش روی سرمایه‌گذاران خارجی قرار داشتند، لذا اقدامات انجام‌گرفته اخیر در ارتباط با افزایش آزادسازی، مورد استقبال شدید این سرمایه‌گذاران قرار گرفته است.

1. Financial Sector Master Plan (FSMP): تحت نظارت بانک ناگارا مالزی

2. Capital Market Master Plan (CMP): تحت نظارت کمیسیون اوراق بهادار مالزی





تجربه اسرائیل نشان داد که حذف محدودیت‌های ارزی، موجب افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود، فرصت‌های بیشماری را پیش روی سرمایه‌گذاران خارجی قرار می‌دهد و موجب نوآوری بیشتر در طراحی ابزارهای داخلی می‌گردد.

شایان توجه است که حذف محدودیت‌های کنترل سرمایه‌ای اثرات دو جانبه‌ای بر نقدشوندگی در بازار داخلی دارد. همراه با تأثیرات بلندمدت مثبت، در کوتاه‌مدت این اقدام ممکن است باعث خروج سرمایه از بازار شود. زیرا بازیگران بازار پرتفوی خود را در واکنش به شرایط در حال تغییر بازار مورد بازبینی قرار می‌دهند. حجم جریان‌های خروجی، به میزان رقابت بین‌المللی کشور و همچنین درجه حساسیت ذاتی بازار بستگی زیادی دارد.

حذف محدودیت‌های کنترل سرمایه‌ای، یکپارچگی بازار داخلی را با بازارهای جهانی افزایش خواهد داد. افزایش جریان‌های سرمایه اغلب منجر به یکپارچگی بالای بازارهای جهانی و داخلی می‌شود. یعنی قیمت‌های سهام داخلی به توسعه‌ی بازارهای جهانی حساس‌تر می‌شوند. این گردش سریع ممکن است بر سیاست‌های پیچیده کلان و سیاست‌های نرخ ارز تأثیر منفی داشته باشد. افزایش نوسان نرخ ارز مانع سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت‌های داخلی می‌شود. در عین حال، یکپارچگی بالا می‌تواند عامل محرک توسعه‌ی بیشتر بازارهای داخلی باشد. برای مثال واسطه‌گران داخلی ممکن است تحت فشار سرمایه‌گذاران سیستم‌های معاملاتی خود را ارتقاء داده یا اینکه مقامات ناظر داخلی مجبور شوند ساختارهای قانونی موجود را به منظور پشتیبانی از ابزارهای مالی متنوع‌تر تغییر دهند.

یکی از موانع پیش روی نوآوری اتحادیه کشورهای جنوب شرق آسیا<sup>1</sup> برای یکپارچه‌سازی منطقه‌ای، دسترسی محدود به سرمایه است. حرکت به سمت آزادسازی کنترل‌های سرمایه‌ای، موجب تسهیل جریان‌های سرمایه بین مناطق می‌شود و در نتیجه الزامات نظارتی را ساده‌تر خواهد کرد.

1. Association of South East Asian Nations (ASEAN)



## 7. هزینه‌های معامله

به طور کلی بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای توسعه یافته و کامل، به نسبت حجم معاملات، هزینه‌های معاملاتی بیش‌تری دارند. هم‌چنین در برخی بازارها در مقایسه با کشورهای که نرخ را بازار تعیین می‌کند، مقام ناظر در کارمزدها و مالیات‌ها مداخله می‌کند. یکی از موضوعات مورد بررسی در تحقیق، تاثیر منفی ساختار کلی هزینه‌ها (شامل نرخ‌های رایج کارمزد و مالیات‌هایی نظیر هزینه تمبر و مالیات معاملات) بر معاملات و در نتیجه نقدشوندگی است. چندین پاسخ‌دهنده از جمله چین‌تایپه و رومانی وجود ارتباط بین نقدشوندگی و ساختار کلی هزینه‌ها را تایید کرده‌اند. در چین‌تایپه مشاهده شده است که با کاهش هزینه‌های معاملات، نقدشوندگی نیز افزایش می‌یابد. تجربه‌ی رومانی در این زمینه، نشان‌دهنده آن است که تقویت بورس و کاهش هزینه‌های معاملاتی متعاقب آن، باعث افزایش ناگهانی نقدشوندگی شده است. از طرف دیگر، کشورهای نظیر تایلند پاسخ داده‌اند که کاهش هزینه‌های معاملات اثری بر نقدشوندگی ندارد. مالزی و لهستان نیز تجارب مشابهی داشته‌اند. در کشورهای که مالیات بر عایدی سرمایه‌ای وجود ندارد، مطابق انتظار حجم معاملات نیز بیشتر است. این نکته قابل توجه است که امروزه بورس‌ها به منظور افزایش نقدشوندگی به کاهش هزینه‌های معاملات روی آورده‌اند. بورس‌ها حوزه‌های مشخصی را که نیاز به افزایش نقدشوندگی دارند، تعیین می‌کنند و به تناسب هزینه‌های معاملاتی مربوط را کاهش می‌دهند. در این زمینه می‌توان به بورس مالزی اشاره کرد که اخیراً هزینه‌های معاملات در بازار ابزارهای مشتق را کاهش داده است. هم‌چنین در برخی بازارها، ارائه دسترسی مستقیم از طریق معاملات برخط منجر به حذف واسطه‌گری و افزایش رقابت با بنگاه‌های سنتی کارگزاری شده و کاهش حق‌الزحمه‌ها و کارمزدها و هزینه‌های نهایی را در پی داشته است. در بازارهایی نظیر کره و چین‌تایپه، سطح نقدشوندگی به طور چشم‌گیری افزایش یافته است. هم‌چنین، پیش‌بینی می‌شود آزادسازی صنعت کارگزاری از طریق



اعطای مجوز به کارگزاران خارجی منجر به کاهش هزینه‌های معاملات شود، هر چند این امر هدف اولیه آزادسازی صنعت کارگزاری نبوده است.

راهبردی که می‌توان به منظور افزایش تحرک بازار اتخاذ کرد، ایجاد اطمینان در مورد توانایی سرمایه‌گذاران در حداکثرسازی بازدهی سرمایه‌گذاریشان است. هزینه‌های معاملات در گزینش سهام توسط سرمایه‌گذار و فرآیند تصمیم‌گیری وی عامل مهمی محسوب می‌شود. با فرض برابری سایر شرایط، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در بورس‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که کم‌ترین هزینه‌ی معامله را دارند. بنابراین کاهش هزینه‌های معاملات به افزایش نقدشوندگی منجر می‌شود.

## 8. زیرساخت‌های معاملاتی

به طور کلی اکثر پاسخ‌دهندگان تاکید کرده‌اند که توسعه تکنولوژیکی سیستم‌های معاملاتی اثر مثبتی بر نقدشوندگی بازار دارد. زیرساخت‌های معاملاتی مدرن و پیشرفته با این مشخصات شناخته می‌شوند:

- امکان استفاده از سیستم‌های معاملاتی انعطاف‌پذیرتر را فراهم می‌کند. این امر به نوبه خود به مؤسسات فعال بازار کمک می‌کند که محصولات و خدمات جدید را با روشی مقرون به صرفه و کارا تر ارائه کنند؛
- ساز و کار معاملاتی کاراتری را ایجاد می‌کند. این امر به فرآیند سریع‌تر اجرای سفارش‌ها منجر می‌شود، بدین ترتیب که مثلاً موتور معاملاتی<sup>1</sup> می‌تواند هر دو حالت تطبیق پیوسته یا حراج را که موجب بهبود فرآیند کشف قیمت می‌شود، ارائه کند؛



- سیستم‌های پیشرفته پیام‌رسانی الکترونیک که امکان ارتباط مستقیم آتی با سایر بورس‌ها به منظور همکاری‌های استراتژیک یا دسترسی مستقیم به بازار توسط واسطه‌های خارجی را فراهم می‌آورد؛
  - سیستم و تکنولوژی به‌کاررفته در آن برای سازگاری با تغییرات آتی در نوسان‌های بازار و حجم‌های معاملاتی، به اندازه کافی پیشرفته، قابل اعتماد و انعطاف‌پذیر است. همچنین قابلیت تطبیق با افزایش ساعات معاملاتی را دارد؛
  - از کارکردهای سیستمی نظیر "معاملات به قیمت پایانی"<sup>1</sup> که به‌طور بالقوه باعث افزایش حجم معاملات می‌شود، برخوردار است. برای مثال یورونکست<sup>2</sup> با افزودن این کارکرد به سیستم توانسته است حجم معاملات خود را تا 10% افزایش دهد. همچنین سیستم‌های پیشرفته امکان ثبت سفارش‌های متنوع و استراتژی‌های معاملاتی تعریف شده توسط کاربر (انواع سفارش‌هایی که دیگر توسط بورس قابل تعیین نخواهند بود، اما با توجه به استراتژی معاملاتی سرمایه‌گذار قابل تعریف هستند) را فراهم می‌آورند؛
  - سیستم معاملاتی جدید در برخی بورس‌ها، در نهایت امکان همگرایی بازارهای ابزارهای مشتق و سهام را در یک سیستم واحد ایجاد خواهد کرد که با استفاده از آن دسترسی به گروه بزرگ‌تری از بازیگران بازار میسر خواهد شد.
- هدف از توسعه تکنولوژیکی بازار ثانویه، بهبود دسترسی بازار و فراهم کردن مدل‌های معاملاتی مختلف است. در عین حال تکنولوژی‌های جدید، عامل توسعه‌ی ساختارهای بازار نظیر ظرفیت بازارسازی، مدل‌های پیچیده معاملات خرد سهام یا معاملات کم‌تر از واحد پایه معاملاتی<sup>3</sup> و غیره است. تمامی این عوامل در نهایت باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شوند.

---

1 . Trading at last

2 . Euronext

3 . Odd lot



از پیشرفت‌های تکنولوژیکی که بیش از همه توسط پاسخ‌دهندگان تحقیق به آن اشاره شده است، امکان دسترسی مستقیم به بازار و معامله اینترنتی است که قبلاً ذکر شد. در بازارهای نوظهور، ساز و کار دسترسی از راه دور، شبکه ارتباطات الکترونیکی یا سیستم معاملاتی جایگزین<sup>1</sup> کم‌تر متداول است.

مشاهده شده است که بازارهایی که از سیستم‌های حراج دستی، به سیستم‌های خودکار روی آورده‌اند، شاهد تاثیرات مثبت و روشن آن بر نقدشوندگی بوده‌اند. برای مثال از سال 2005 معاملات بورس برزیل فقط به روش الکترونیکی انجام می‌شود و معاملات در تالار کاملاً حذف شده است. با استفاده از این روش، امکان ثبت بیش از پنج میلیون سفارش در طی روز وجود دارد. همچنین واردکنندگان سفارش می‌توانند سفارش‌های خود را به طور مستقیم از مسیرهای مشخصی وارد سیستم معاملات کنند. این امر موجب افزایش چشم‌گیر تعداد معاملات، کاهش دامنه‌ی نوسان قیمت‌ها (هم‌چنین افزایش پیوستگی قیمت‌ها) و روان شدن فرآیند معاملات در سیستم شده است.

اجرای سیستم معاملات الکترونیک مبتنی بر مظنه<sup>2</sup> (نظیر یورونکست) در لهستان، تاثیر زیادی بر نقدشوندگی بازار داشته است. در این سیستم امکان معامله پیوسته سهام و ابزارهای مشتق و هم‌چنین معامله اینترنتی از طریق واسط ای.پی.آی<sup>3</sup> فراهم است. معامله‌ی اینترنتی (از طریق معاملات طی یک روز که در قراردادهای آتی رخ می‌دهد) بر نقدشوندگی در بازارهای ابزارهای مشتق تاثیر مثبتی داشته است.

---

1 . Alternative Trading System  
2 . Quote-Driven Trading System  
3 . API (Application Programming Interface)



## ۹. محصولات

ابزارهای سرمایه‌گذاری موجود در بازار عامل مهمی است که جذابیت بازار را در نظر سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. یکی از مهم‌ترین مشخصه‌های بازارهای توسعه‌یافته، وجود محصولات سرمایه‌گذاری متنوع، به‌ویژه ابزارهای مشتق در آن بازار است. ابزارهای متنوع و پیشرفته، گزینه‌های مختلفی را پیش روی انواع سرمایه‌گذاران با درجه ریسک‌پذیری متفاوت قرار می‌دهند. هم‌چنین میزان جذابیت ابزارهای سرمایه‌گذاری در دسترس، در کمک به تجهیز پس‌اندازها به بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند.

پاسخ‌دهندگان تأکید کرده‌اند که گستردگی، تنوع و میزان پیچیدگی محصولات در جذب سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارند. هم‌چنین بنا به دلایل فوق‌الذکر در افزایش نقدشوندگی بازار نیز تاثیرگذار است.

انواع مختلف محصولاتی که هم‌اکنون در دسترس سرمایه‌گذاران بازارهای نوظهور قرار دارد و به افزایش نقدشوندگی بازار کمک می‌کند، به شرح زیر است:

- ابزارهای مشتق که اثر مستقیمی بر نقدشوندگی اوراق بهادار مندرج در آنها دارند؛
- ابزارهای ساختار یافته و حق خرید سهام<sup>۱</sup> به عنوان ابزارهای پوشش ریسک؛
- قراردادهای آتی سهام<sup>۲</sup> که در هند عملکرد موفقیت‌آمیزی داشته‌اند (حدود ۵۰٪ معاملات ابزارهای مشتق). البته، این ابزار در بورس مالزی نقدشوندگی را افزایش نداده است. به نظر می‌رسد که به‌کارگیری چنین ابزارهایی الزاماً موفقیت‌آمیز نخواهد بود و بستگی زیادی به محیط عملیاتی و وضعیت سرمایه‌گذاران هر بازار دارد.

1. Structured & Call Warrant

2. Single Stock futures (SSF)



• صندوق‌های قابل معامله در بورس؛ و

• صندوق‌های پوشش ریسک به عنوان یک گزینه‌ی سرمایه‌گذاری دیگر.

در گزارش قبلی کمیته بازارهای نوظهور، اهمیت بازارهای مشتق نقد مورد تاکید قرار گرفته بود. مسئله‌ای که در بحران مالی دهه 90 آسیا آشکار شد، این بود که کشورهایی که بیش از همه از بحران لطمه دیده بودند، بازارهای قرارداد آتی آنها از نقدشوندگی کافی برخوردار نبوده است که این امر باعث کاهش توانایی مشارکت‌کنندگان برای پوشش فشارهای ریسک شده بود. شناخت نادرست از موارد کاربرد ابزارهای مشتق نیز بر شدت این مسئله افزود. از آن زمان به بعد، در کشورهای مختلف به منظور توسعه و رشد بیش‌تر بازار ابزارهای مشتق اقدامات متعددی انجام شده است.

اکثر پاسخ‌دهندگان خاطر نشان کرده‌اند که چارچوب‌های مقرراتی خود را به‌منظور توسعه ابزارها و محصولات جدید بهبود بخشیده‌اند. برای مثال تایلند به‌منظور افزایش تنوع و تعداد ابزارهای در دسترس بازار سرمایه، به انتشار پیوسته ابزارهای جدید روی آورده است.

تمایل بازار اسرائیل به محصولات سرمایه‌گذاری پیشرفته نیز طی 6 سال اخیر افزایش یافته است. این امر به نوبه خود موجب افزایش گردش بازار شده است. برای مثال سرمایه‌گذاران بورس تلاویو به شاخص‌های بین‌المللی نظیر داو جونز<sup>1</sup>، یورو استاکس<sup>2</sup>، نیکی<sup>3</sup>، اس‌اند‌پی 500<sup>4</sup>، فوتسی 100<sup>5</sup>، نزدک 100<sup>6</sup>، داکس<sup>7</sup>، هنگ‌سنگ<sup>8</sup> و فوتسی چین<sup>9</sup> دسترسی پیدا کرده‌اند. هر چند تاثیر محصولات مذکور بر نقدشوندگی بررسی نشده است، معاملات آنها بالغ بر 20% متوسط گردش روزانه را تشکیل می‌دهد.

1 . Dow Jones  
2 . Euro-stoxx  
3 . Nikkei  
4 . S&P 500  
5 . FTSE 100

6 . Nasdaq 100  
7 . DAX  
8 . Hang Seng  
9 . FTSE China



### 10. پذیرش متقابل

به‌طور معمول، شرکت‌ها به‌منظور افزایش دسترسی سرمایه‌گذاران به آن‌ها و نیز بهره‌مندی از سرمایه با هزینه‌ی کم‌تر (به‌دلیل دسترسی تعداد بیش‌تری از سرمایه‌گذاران بین‌المللی به سهام آن‌ها) در کنار پذیرش داخلی به دنبال پذیرش در بورس‌های خارجی نیز بوده‌اند. به‌نظر می‌رسد شرکت‌ها با پذیرش در بورس با وضعیت بهتر و استانداردهای بیش‌تر، به‌طور داوطلبانه خود را به رعایت استانداردهای بالاتر راهبری شرکتی متعهد می‌کنند و بدین ترتیب باعث تشویق سرمایه‌گذارانی می‌شوند که تمایل چندانی به سرمایه‌گذاری ندارند.

در چین تایپه هم‌اکنون پنج شرکت خارجی در بورس تایوان پذیرفته شده‌اند. از آنجایی که این سهام در چند بازار معامله می‌شوند، امکان معاملات آربیتراژی می‌تواند نقدشوندگی سهام را در بازارهای مذکور افزایش دهد.

برخی از شرکت‌های اسرائیلی در بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا نیز پذیرفته شده‌اند، از این رو بورس تلاویو اقداماتی را به‌منظور تسهیل معاملات سهام این شرکت‌ها انجام داده است که از آن جمله می‌توان به افتتاح حسابی در شرکت امین سپرده‌گذاری<sup>1</sup> اشاره کرد. برخی از محصولات ساختار یافته مرتبط با شاخص تی‌ای - 25 اسرائیل<sup>2</sup> نیز در بورس‌های اروپایی نظیر زوریخ، فرانکفورت، اشتوتگارت و میلان معامله می‌شوند.

### 11. مشارکت سرمایه‌گذاران جزء

1 . Depository Trust Company (DTC)

2 .TA-25 Index





با توجه به این که پس اندازهای خرد منابع اصلی افزایش نقدشوندگی بازار هستند، تاثیر مشارکت سرمایه گذاران جزء بر نقدشوندگی نیز مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس این گزارش برخی کشورهای خاص، از طریق برنامه های آموزشی مانند برگزاری سمینارهای سرمایه گذاری و تبلیغات و بازاریابی اوراق بهادار<sup>1</sup> مشارکت سرمایه گذاران خرد را افزایش داده اند. برخی کشورها نیز شبکه هایی را برای تسهیل مشارکت سرمایه گذاران جزء از طریق نمایندگان معامله گران که به عنوان نماینده سرمایه گذاران عمل می کنند، راه اندازی کرده اند. در کشورهایی نظیر تایلند، مالزی و چین تایپه مشارکت سرمایه گذاران جزء بیش از همه محسوس بوده است. در این حوزه ها مشارکت سرمایه گذاران یکی از دلایل اصلی نقدشوندگی به حساب می آید. به طور کلی نباید تاثیر مشارکت سرمایه گذاران جزء بر نقدشوندگی را نادیده گرفت.

مشارکت سرمایه گذاران جزء از آن جهت حائز اهمیت است که بر خلاف سرمایه گذاران نهادی - که تمایل به خرید و نگهداری اوراق بهادار دارند - باعث ایجاد تعادل در بازار می شود. حضور مشارکت کنندگان مختلف با نیازها، درجات ریسک پذیری و افق سرمایه گذاری متفاوت اثر مثبتی بر نقدشوندگی بازار دارد. این اثر به ویژه در بازارهایی نظیر چین تایپه و کره که مشارکت سرمایه گذاران جزء افزایش حجم معاملات بازار را به دنبال داشته، قابل توجه است.

افزایش امکان دسترسی به منظور انجام معامله از طریق معاملات برخط نیز عامل مهمی در جذب سرمایه گذاران جزء محسوب می شود. اگرچه در برخی بازارها متعاقب این اقدام، نوسان قیمت ها افزایش یافته است.

بر اساس نظر پاسخ دهندگان، اکثر مقامات ناظر به تشویق مشارکت سرمایه گذاران جزء روی آورده اند و تمرکز اصلی این تلاش ها جذب سرمایه گذاران "آگاه" است، یعنی سرمایه گذارانی که از



مزایا و ریسک‌های سرمایه‌گذاری خود به خوبی اطلاع دارند. به‌منظور دستیابی به این هدف اکثر مقامات ناظر اقدام به برگزاری سمینارها و برنامه‌های آموزشی برای سرمایه‌گذاران کرده‌اند.

## 12. اصلاحات در صندوق‌های بازنشستگی و توسعه طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی<sup>1</sup>

در برخی بازارها، اصلاحات در صندوق‌های بازنشستگی و طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی باعث ورود حجم عظیم نقدینگی به بازارهای داخلی شده است. این اصلاحات برای تضمین تمرکززدایی دارایی‌های قابل سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ضروری است. اصلاحات انجام شده اغلب شامل راه‌اندازی صنعت صندوق‌های بازنشستگی خصوصی است که بر خلاف صندوق‌های بازنشستگی تحت کنترل دولت، از سیاست‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه و سخت‌گیرانه پیروی نمی‌کند. پاسخ‌دهندگان اظهار داشته‌اند که برخی کشورها پس از اجرای اصلاحات به نتایج مثبتی دست یافته‌اند. در برخی موارد، اصلاحات موجب انعطاف‌پذیری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شده است و در نتیجه تخصیص مجدد وجوه در بازار داخلی به آسانی انجام گرفته است. یکی از موضوعات مورد تأکید، اختصاص نسبت خاصی از صندوق‌ها به مدیران و واسطه‌گران خارج از صندوق است. این امر در اغلب موارد باعث تعمیق و گسترش مهارت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری موجود شده و رقابت، تحرک و نقدشوندگی بازار را نیز افزایش داده است.

شواهد نشان می‌دهد که در برخی از کشورها، اصلاحات صندوق‌های بازنشستگی و طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی نتایج مطلوبی را در بر نداشته است. کمیسیون اوراق بهادار لیتوانی اعلام کرده است که اصلاحات صندوق‌های بازنشستگی و طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی باعث ورود حجم

---

1 . Collective Investment Schemes



نقدینگی زیادی به بازار داخلی نشده است. یکی از دلایل ذکر شده این است که اکثریت صندوق‌های آن (حدود 75%) در اوراق بهادار خارجی سرمایه‌گذاری کرده‌اند. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران نهادی تمایل به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت دارند و تعداد معاملات آن‌ها کم‌تر از سرمایه‌گذاران جزء است. در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی در حجم‌های بزرگ معامله می‌کنند، به نحوی که تعداد معاملات آنها برای افزایش نقدشوندگی بازار کافی نیست. در برخی موارد، نظیر توزیع وجوه بین شرکت‌های مدیریت دارای مجوز صندوق‌ها، اصلاحات بر روش‌هایی متمرکز شده است که باعث افزایش تعداد معاملات می‌شود.

### 13. تجدید ساختار بورس‌ها

بازارهای نوظهور در حال حاضر با یک محیط بسیار رقابتی مواجه‌اند که آن‌ها را ملزم می‌کند تا برای جذب سفارش‌های بین‌المللی اشتیاق بیشتری از خود نشان دهند. از طرف دیگر حضور بورس‌های چندمنظوره در یک کشور، می‌تواند باعث تقسیم نقدینگی شود. این امر به نوبه خود، با توجه به حضور گروه‌های متعدد واسطه‌گران، سیستم‌های معاملاتی واسطه‌کاربر و الزامات تطبیق، منجر به عدم کارایی اقتصادی می‌شود.

تجدید ساختار بورس‌ها و/یا شرکتی شدن، راهبردی است که مدل کسب و کار بورس‌ها را تغییر می‌دهد به‌گونه‌ای که توانایی آن‌ها را در جذب جریان سفارش‌های جهانی به میزان قابل توجهی افزایش دهد. هم‌چنین فرصتی فراهم می‌آید تا فعالیت‌های بورس در کشور موردنظر مورد بازشناسی قرار گیرد و در نتیجه نقدشوندگی بازار افزایش یابد. بورس شرکتی (که از حالت عضویت به مالکیت تبدیل شده است) می‌تواند تلاش خود را بر ایجاد ظرفیت‌های لازم برای پاسخ‌گویی سریع به تغییرات تقاضای سرمایه‌گذاران بین‌المللی و داخلی متمرکز کند.



مؤسسات بین‌المللی در محیط بسیار رقابتی و پویایی در حال فعالیت هستند. فعالیت‌های انتشار اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری به سمت بورس‌هایی هدایت خواهد شد که قادر به تأمین نیازهای اساسی مختلف، از نقدشوندگی، دسترسی و تنوع محصولات گرفته تا سرعت و هزینه باشند. از بین 21 پاسخ‌دهنده، 6 کشور دارای بورس شرکتی هستند، 5 پاسخ‌دهنده اظهار داشته‌اند که بورس آنها در حال بررسی/مطالعه امکان شرکتی شدن هستند. مقامات ناظر تأیید کرده‌اند که بورس شرکتی می‌تواند عملکرد خود را بهبود دهد و حجم معاملات بیش‌تری را جذب نماید و در نتیجه نقدشوندگی بازار افزایش یابد. در یکی از کشورها، بورس (که تبدیل به شرکت شده و خود نیز در بورس پذیرفته شده است)، بخش عظیمی از تلاش‌های خود را معطوف افزایش نقدشوندگی بازار کرده است و مجموعه‌ای از اقدامات لازم را برای دستیابی به این هدف آغاز کرده است. برای مثال بورس مالزی، در راستای اقدامات خود برای افزایش نقدشوندگی، طرحی تحقیقاتی برای تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام، به ویژه سرمایه‌گذاران با سرمایه کم، ارائه کرده است.

#### 14. راهبری شرکتی

یکی از عوامل مورد بررسی در تحقیق، تاثیر راهبری شرکتی و استانداردهای افشای اطلاعات بر جذب سرمایه‌گذاران است. اگر چه پاسخ‌دهندگان بین راهبری شرکتی و نقدشوندگی ارتباط مستقیمی قائل نشده‌اند، مقامات ناظر دریافته‌اند که وجود راهبری شرکتی مناسب در شرکت‌های پذیرفته شده، اطمینان سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و در نتیجه باعث افزایش درجه مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار می‌شود. در یک کشور گزارش شده است که پس از تدوین مقررات راهبری شرکتی جدید، میزان مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار افزایش یافته است. اگر چه شواهدی مبنی بر



ارتباط مستقیم اعمال نظام راهبری شرکتی و رشد ارزش بازار وجود ندارد، اما نظیر عوامل دیگر می‌تواند منجر به رشد کلی بازار شود.

پاسخ‌دهندگان همچنین اظهار کرده‌اند که میزان افشای اطلاعات توسط ناشران نقش مهمی در نقدشوندگی بازار ایفاء می‌کند. به‌طور کلی، میزان مناسب افشای اطلاعات، این امکان را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند که بدون داشتن دغدغه افشای گزینشی اطلاعات توسط شرکت‌ها، تصمیم آگاهانه‌ای را اتخاذ کند. در اسرائیل الزام مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به انتخاب اوراق بهاداری که منافع سهامداران را افزایش می‌دهد، باعث انتقال سرمایه‌گذاری‌های این صندوق‌ها از سهام با نقدشوندگی کم شرکت‌های کوچک به سهام با نقدشوندگی زیاد شرکت‌های بزرگ شده است.

### 15. ارتباطات بین بازارها

طی سال‌های اخیر ارتباطات بین بازارها به اشکال مختلفی صورت گرفته است. تاثیر ارتباطات بین بازارها بر نقدشوندگی، تاکنون به‌طور قطع مشخص نشده است. اعتقاد این است برقراری ارتباط و دسترسی بازارهای مختلف به یکدیگر باعث کاهش هزینه‌ها می‌شود- سرمایه‌گذارانی که موقعیت‌های متقابلی در حوزه‌های مختلف اتخاذ می‌کنند، فرصت‌های بازار جدیدی را پیش روی خود می‌گشایند و گردش کلی بازار افزایش می‌یابد. این امر به نوبه‌ی خود باعث افزایش حجم سفارش‌ها شده و در نتیجه نقدشوندگی را نیز بهبود می‌دهد. برای مثال پیوستن بورس لیتوانی به بزرگترین ائتلاف بازارهای اوراق بهادار در شمال اروپا (گروه آم.ا.کس)، باعث گشایش دروازه دیگر بازارها به روی سرمایه‌گذاران شده و جذابیت بازار را نزد سرمایه‌گذاران محلی و بین‌المللی افزایش داده است. این اقدام اثر مثبتی بر نقدشوندگی بازار داشته است.



بورس مالزی به منظور افزایش تنوع سرمایه‌گذاران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به دنبال برقراری ارتباط با همسایه خود، بورس سنگاپور، است. اگر چه تجربه ارتباط بین بورس سنگاپور و بورس استرالیا نشان داد که نقدشوندگی بازار لزوماً بدین طریق افزایش نمی‌یابد. اتحادیه‌ی کشورهای جنوب شرق آسیا، سعی در برقراری ارتباط بین بورس‌های منطقه دارد. نخستین اقدام راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله در بورس در این اتحادیه است که با هدف ارائه یک گروه دارایی از سرمایه‌گذاری‌های این اتحادیه برای سرمایه‌گذاران خارجی انتشار یافته است. تلاش‌هایی نیز به‌منظور هماهنگ‌سازی قوانین و مقررات به منظور تضمین اجرای استانداردهای مشابه در منطقه در حال پیگیری است.

شناخت متقابل نیز راهکار دیگری برای برقراری ارتباط بین بورس‌ها است. به‌همین منظور مرکز مالی بین‌المللی دبی توافق‌نامه‌ای با مالزی امضاء کرده است که بازاریابی و توزیع وجوه اسلامی را در دو حوزه تسهیل می‌کند. هدف از عقد این توافق‌نامه افزایش تنوع سرمایه‌گذاران و تشویق به نوآوری در محصولات و خدمات مالی اسلامی است.

#### 16. کیفیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

افزایش تعداد شرکت‌های با کیفیت پذیرفته شده در بورس، یکی دیگر از ساز و کارهای افزایش نقدشوندگی در بازار است، زیرا سرمایه‌گذاران، امروزه خواهان به رسمیت شناختن ارزش سهامداریشان در شرکت‌های سرمایه‌پذیر هستند. این خواسته - با توجه به این که کسب بازده، دلیل اصلی سرمایه‌گذاری در یک شرکت است - در تصمیمات سرمایه‌گذاری پرتفوی نقش مهمی ایفاء می‌کند.

یکی از مشکلاتی که مدیران صندوق برخی از بازارها به آن اشاره می‌کنند، عدم نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر است (به عبارت دیگر تعداد شرکت‌هایی که از مدیریت مناسبی



برخوردارند و سرمایه‌گذاری بر روی سهام آن‌ها بازدهی قابل توجهی دارد). این موضوع انتشار اوراق بهادار جذاب را در بازار تحت تاثیر قرار می‌دهد و در نهایت جذابیت کلی بازار و نقدشوندگی آن کاهش می‌یابد. از آنجایی که سرمایه‌های بین‌المللی به نسبت سرمایه‌های داخلی در حاشیه قرار دارند، لذا ظرفیت افزایش وجوه در بین ناشران داخلی کاهش می‌یابد، زیرا اتکای آن‌ها در وهله اول به وجوه کوچک‌تر داخلی است.

احتمال می‌رود بازارهایی که از نقدشوندگی مناسبی برخوردار هستند، به دلیل هزینه‌ی سرمایه‌ی کم‌تر ناشران بیش‌تری را به سوی خود جذب کنند. مقامات ناظر می‌توانند کیفیت شرکت‌های خود را به روش‌های مختلف، نظیر حمایت بیش‌تر از سرمایه‌گذاران در پذیرش و لغو پذیرش شرکت‌های با عملکرد نامطلوب، بهبود دهند. وجود یک بازار فعال در زمینه کنترل‌های شرکتی، تاسیس شرکت‌های بزرگ با کیفیت بالا را تسهیل می‌کند. هدف نهایی، ایجاد بخش شرکتی<sup>1</sup> شفاف، پاسخ‌گو و عملکردگراست که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کارا و ارزش‌محوری را پیش روی سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. مشارکت‌کنندگان بازار نیز باید از مسئولیت‌های خود در این زمینه آگاه باشند، برای مثال سهامداران باید به منظور تضمین راهبری شرکتی خوب، حقوق خود را مطالبه نمایند و مدیران و رؤسا نیز به دنبال حداکثرسازی ارزش سهامداران باشند.

## 17. موارد دیگر

پاسخ‌دهندگان عوامل دیگری را بر نقدشوندگی تأثیرگذار دانسته‌اند که در زیر به آنها اشاره شده است:

- **افزایش ساعات معاملات.** برای مثال شرکت بورس تایلند توانسته است با افزایش ساعات معاملاتی، نقدشوندگی بازار را افزایش دهد؛



- فرصت معاملات آربیتراژ که با مجاز شمردن فروش استقراضی سهام فراهم می‌آید. برای مثال السالوادور در حال اصلاح مقررات خود به منظور فراهم آوردن امکان فروش استقراضی سهام در بازار است. اگر چه تجربه کمیسیون اوراق بهادار تایوان حاکی از آن است که فروش استقراضی سهام لزوماً منجر به افزایش نقدشوندگی بازار نمی‌شود. ساختار مقرراتی تایوان از سال 1997 اجازه فروش استقراضی سهام را به سرمایه‌گذاران داده است، اما در عمل چنین معاملاتی انجام نشده و در نتیجه اثر آن بر نقدشوندگی نامشخص مانده است. نتایج مشابهی نیز در مالزی پس از اجازه مجدد فروش استقراضی در سال 2007 گزارش شده است؛
- فعالیت بازارسازها. بر اساس تجربه‌ی کشورهایایی که از فعالیت بازارسازها برای افزایش داد و ستد، به‌ویژه برای سهام با نقدشوندگی کم‌تر استفاده می‌کنند، بازارسازها در اغلب موارد به افزایش نقدشوندگی بازار کمک می‌کنند. طرفداران سیستم‌های بازارسازی رسمی معتقدند که بازارسازها با اتخاذ موقعیت متقابل در معاملات (خرید و نیز فروش) در مواقع لزوم نقدشوندگی را افزایش می‌دهند. این موضوع حفظ عرضه و تقاضا در محدوده‌ی قابل قبول را تضمین می‌کند. بدین ترتیب بازارسازها سرمایه‌ی لازم برای نقدشوندگی سهام را فراهم می‌آورند؛
- سیاست تقسیم سود عامل دیگری است که در ارزیابی نقدشوندگی سهام باید مورد توجه قرار گیرد. سهامی که سود تقسیمی بالایی دارند، توسط سرمایه‌گذاران خریداری و نگهداری می‌شوند، بنابراین معاملات آن‌ها اندک است؛
- ساختار قانونی کارا برای تشویق مشارکت سرمایه‌گذاری خارجی. این امر با اجرای حداقل استانداردهای لازم برای حمایت از سرمایه‌گذار، نظیر استانداردهای حسابداری محقق می‌شود؛





- فرآیند قانونی تصویب انتشار اوراق بهادار. اگر چه شواهدی مبنی بر رابطه‌ی مستقیم فرآیند تصویب انتشار اوراق بهادار با نقدشوندگی وجود ندارد، برخی از پاسخ‌دهندگان نظیر مالزی، اسرائیل و عمان تأکید کرده‌اند اصلاحاتی که در جهت تسریع فرآیند تصویب انجام شده است، سرعت ورود به بازار اوراق بهادار را افزایش داده و در نتیجه میزان عرضه را نیز برای پاسخ‌گویی به نیاز سرمایه‌گذاران بالا برده است. اثر مثبت اصلاحات مذکور بر نقدشوندگی به ویژه در اسرائیل محسوس بوده است.
- در بازارهای کم‌تر توسعه یافته، تمرکز اصلی همچنان بر موضوعات مهمی نظیر افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده است. کمبود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در این بازارها، اثر منفی بر نقدشوندگی دارد. در کاستاریکا شرکت‌های خصوصی از مزایای پذیرفته شدن در بورس آگاه نیستند و سرمایه‌گذاران نیز از ویژگی‌های ریسک و بازده ابزارهای سرمایه‌گذاری خود اطلاع ندارند. از آن گذشته واسطه‌گران خدمات مشاوره‌ی مناسبی ارائه نمی‌کنند. اکثر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ماهیت انفعالی دارند و این امر موجب افزایش استراتژی‌های خرید و نگهداری اوراق بهادار شده است.





### فصل چهارم: خلاصه و نتیجه‌گیری

موضوع نقدشوندگی در بازارهای نوظهور از اهمیت روز افزونی برخوردار است. نخست، کم بودن نقدشوندگی که یکی از عناصر اصلی توسعه‌ی بازار است، اثرات نامطلوبی بر شکل‌گیری و کشف قیمت (به‌عنوان یکی از مشخصه‌های اصلی بازارهای کارا) خواهد داشت. بازار کارا به نوبه‌ی خود موجب جذب ناشران (به‌دلیل فراهم بودن امکان تأمین وجوه با هزینه‌ی اندک) و سرمایه‌گذاران (به‌دلیل فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود) می‌شود. از همه مهم‌تر این که نقدشوندگی بازار عامل مهمی در استحکام و ثبات بازار محسوب می‌شود. یک بازار نقد قادر به جذب و تحمل شوک‌های خارجی منفی است.

دوم آن‌که، رقابت برای جذب سفارش‌های جهانی به خصوص در بازارهای بسیار توسعه یافته به شدت در حال افزایش است. در مورد سایر بازارها، وجود چشم‌انداز روشنی از بازار و هم‌چنین شناخت بیش‌تر شرکت‌های پذیرفته شده یک نیاز اساسی است. از این رو هم‌اکنون در این بازارها، اقدامات لازم برای افزایش نقدشوندگی که باعث بهبود زیرساخت‌های بازار و هم‌چنین تنوع محصولات در دسترس می‌شود، در حال انجام است.

در این مقاله اقدامات همه‌جانبه‌ای که توسط بازارهای نوظهور در راستای افزایش نقدشوندگی و در محیط مقرراتی که استانداردهای سازمان بین‌المللی کمیسیون اوراق بهادار بر آن حاکم است، انجام شده و به‌عنوان عوامل اصلی افزایش نقدشوندگی بازار محسوب می‌شود، ذکر شده است. این اقدامات بدین شرح‌اند:

- کاهش تمرکز مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده و افزایش میزان سهام شناور آزاد که باعث

افزایش عرضه‌ی سهام قابل معامله در بازار می‌شود؛



- آزادسازی بخش واسطه‌گری به منظور فراهم کردن امکان مشارکت خارجی در بازار که باعث افزایش رقابت بازیگران داخلی می‌شود و همچنین دسترسی بازار به منابع نقدی بین‌المللی را افزایش می‌دهد؛
- افزایش دسترسی به بازار، در کنار سیستم‌های سنتی کارگزار- معامله‌گر و فراهم آوردن امکان دسترسی مستقیم به بازار که باعث افزایش تنوع سرمایه‌گذاران و استراتژی‌های معاملاتی آن‌ها می‌شود. امکان انجام معاملات اینترنتی در بورس، باعث افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران جزء به خصوص سرمایه‌گذاران فعال می‌شود، در عین حال نقدشوندگی بازار را نیز بهبود می‌بخشد؛
- ارائه‌ی روش‌های کاهش هزینه‌های معاملات که شامل کاهش نرخ‌های متداول کارمزد و مالیات به منظور افزایش تعداد دفعات معامله است؛
- بهبود زیرساخت‌های بازار، از طریق پیشرفت‌های تکنولوژیکی سیستم‌های معاملاتی؛
- افزایش محصولات سرمایه‌گذاری در دسترس بازار، به‌ویژه ابزارهای مشتق. تنوع و تعداد محصولات گزینه‌های مختلفی را پیش روی سرمایه‌گذاران با استراتژی‌های معاملاتی، ریسک‌پذیری و افق سرمایه‌گذاری متفاوت قرار می‌دهد. مهم‌تر آن‌که سرمایه‌گذاران به سمت بازارهایی جذب می‌شوند که محصولات سرمایه‌گذاری متنوعی را به منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در اختیارشان قرار می‌دهد؛
- افزایش عرضه‌ی اوراق بهادار، این امر از طریق پذیرش‌های دوگانه و متقابل و افزایش کیفیت شرکت‌های دارای طرح‌های مناسب، از راه نظارت و بهره‌گیری از نظام راهبری شرکتی، انجام می‌شود؛ این اقدامات باعث جذب سرمایه‌گذاران و همچنین ناشران به بازار می‌شود و افزایش عرضه و تقاضای اوراق بهادار را در پی خواهد داشت. همچنین امکان پذیرش دوگانه باعث



تشویق شرکت‌های داخلی به پذیرش بهترین استانداردهای بین‌المللی، نظیر استانداردهای حسابداری و افشای اطلاعات می‌شود؛

- افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران جزء به‌منظور ایجاد تعادل در ترکیب کلی سرمایه‌گذاران در بازار، به‌ویژه در بازارهایی که سرمایه‌گذاران جزء اشتیاق زیادی برای معامله دارند. وجود تنوع در مشارکت‌کنندگان بازار به لحاظ نیازهای معاملاتی، ریسک‌پذیری و افق سرمایه‌گذاری می‌تواند باعث افزایش نقدشوندگی بازار شود؛

- اصلاحات در نظام صندوق‌های بازنشستگی و همچنین توسعه طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی بازار. این اقدام می‌تواند باعث ورود حجم نقدینگی عظیمی به بازار شود؛

- ایجاد ارتباط با سایر بازارها و تجدید ساختار بورس‌ها. ایجاد ارتباط با بازارهای دیگر این امکان را برای بورس‌ها فراهم می‌آورد تا انتفاعی عمل کنند و به‌منظور جذب جریان‌های بین‌المللی سفارش با یکدیگر رقابت کنند.

بنا بر اظهار نظر پاسخ‌دهندگان، اقدامات انجام شده چه به شکل تلاش‌های مستقیم، نظیر پذیرش تکنولوژی‌های برتر در سیستم‌های معاملاتی و یا تلاش‌های غیر مستقیم نظیر تقویت اجرا و راهبری شرکتی، بر نقدشوندگی اثر مثبتی داشته است. اگر چه در برخی بازارها تلاش‌ها در حال پیگیری است و زمان زیادی برای ارزیابی اثربخشی آنها لازم است. با این حال با انجام تحقیق مشخص شد که بازارهای نوظهور به جستجوی روش‌هایی که باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود، روی آورده‌اند.





## پیوست 1

پاسخ‌دهندگان به تحقیق کارگروه مقررات بازارهای ثانویه در کمیته‌ی بازارهای نوظهور

### سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار

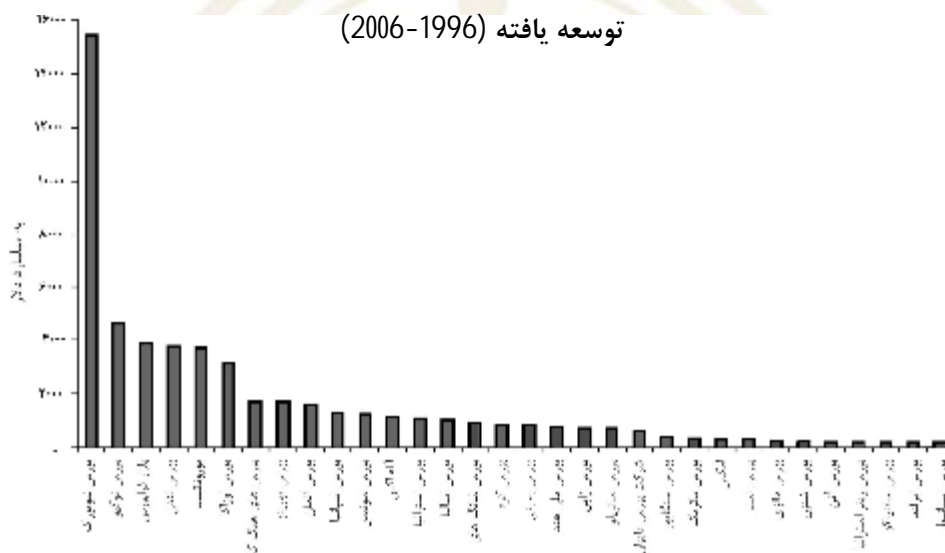
- 1- کمیسیون اوراق بهادار بوسنی و هرزگوین
- 2- کمیسیون بورس و اوراق بهادار برزیل
- 3- کمیسیون نظارت مالی چین تایپه
- 4- کمیسیون نظارت مالی کاستاریکا
- 5- کمیسیون نظارت مالی السالوادور
- 6- مقام ناظر اوراق بهادار اسرائیل
- 7- کمیسیون اوراق بهادار لیتوانی
- 8- کمیسیون بورس اوراق بهادار مقدونیه
- 9- کمیسیون اوراق بهادار مالزی
- 10- کمیسیون اوراق بهادار مراکش
- 11- کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیجریه
- 12- مقام ناظر بازار سرمایه عمان
- 13- کمیسیون اوراق بهادار پاناما
- 14- کمیسیون اوراق بهادار پرو
- 15- مقام ناظر مالی لهستان
- 16- کمیسیون ملی اوراق بهادار رومانی
- 17- هیأت رئیسه خدمات مالی آفریقای جنوبی
- 18- مقام ناظر بازارهای سرمایه و اوراق بهادار تانزانیا
- 19- کمیسیون اوراق بهادار و بورس تابلند
- 20- هیأت رئیسه بازارهای سرمایه ترکیه
- 21- مقام ناظر بازارهای سرمایه اوگاندا



## پیوست 2

### آمارهای مهم

نمودار ۱: متوسط ده ساله‌ی ارزش بازار 10 بازار بزرگ نوظهور در مقایسه با بازارهای



منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها

نمودار بالا متوسط ارزش بازار 30 بورس برتر دنیا را در ده سال گذشته نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود بسیاری از بازارهای نوظهور<sup>1</sup> به نسبت اندازه‌ی اقتصاد داخلی، دارای بورس‌هایی در سطح بورس‌های اقتصادهای توسعه‌یافته است.

بازارهای نوظهور از حیث اقتصادی بسیار متنوع‌اند به طوری که اندازه، نقدشوندگی و میزان توسعه‌یافتگی آن‌ها تفاوت‌های زیادی با هم دارد. همان‌طور که در پرسش‌نامه تحقیق مورد تأکید قرار گرفته است،

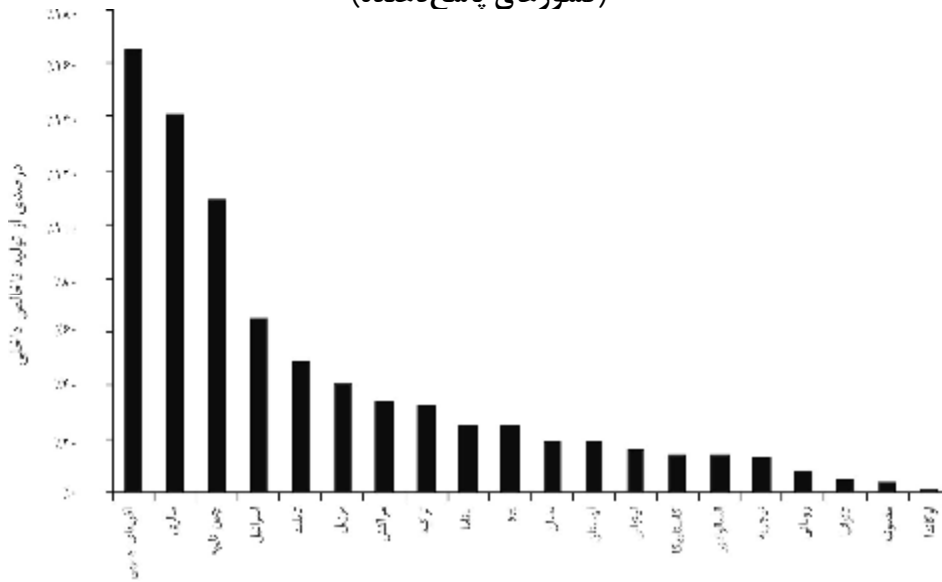
1. گروه‌بندی بازارهای نوظهور بر اساس گزارش "چشم‌انداز اقتصادی جهان"، صندوق بین‌المللی پول است.





گستره‌ی بازارهای نوظهور از بازارهای بسیار نقد، با سیستم‌های معاملاتی پیشرفته و زیرساخت‌های تسویه و پایاپای با جامعه متنوع سرمایه‌گذاری، تا ساختارهای نوپا و جدید را شامل می‌شود.

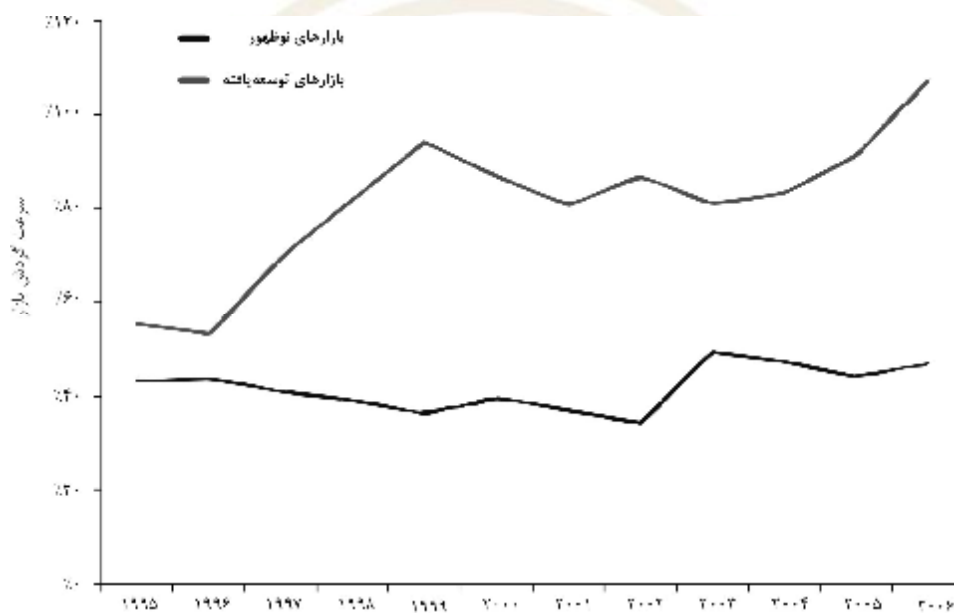
نمودار 2: متوسط ارزش بازار به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی (کشورهای پاسخ‌دهنده)



منبع: بانک جهانی



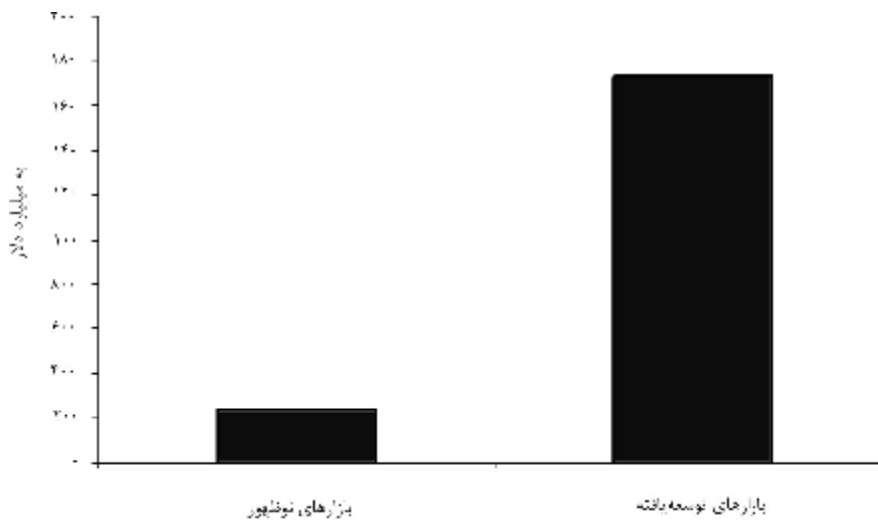
نمودار 3: سرعت گردش بازار در بازارهای نوظهور و کشورهای توسعه یافته



منبع: فدراسیون جهانی بورسها



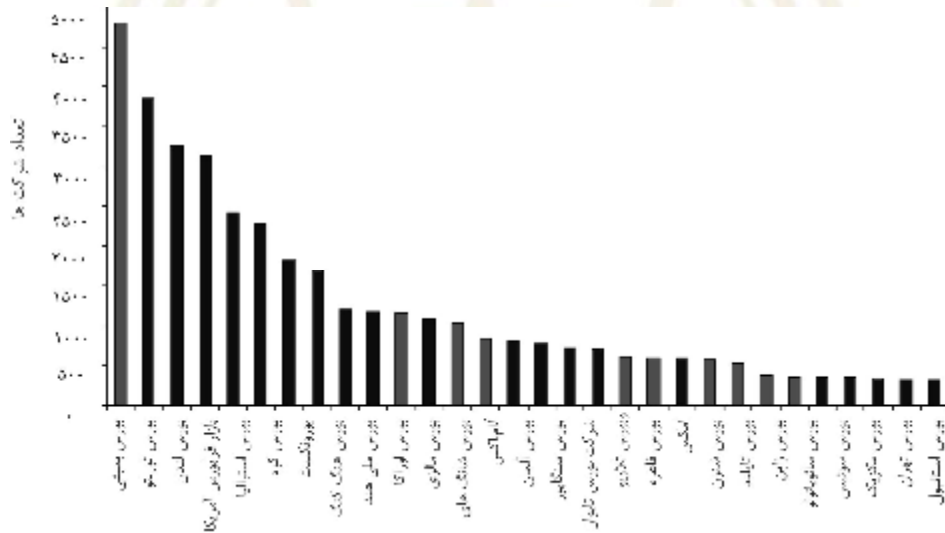
نمودار 4: متوسط ارزش بازار به ازای شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای نوظهور در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، در پایان سال 2006



منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها



نمودار 5: تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بازارهای نوظهور و بازارهای توسعه یافته در پایان سال 2006



منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها



### پیوست 3

#### منابع

- Angel. James. J “How Best to Supply Liquidity to a Small-Capitalisation Securities Market”
- Bortolotti, Bernado, Frank de Jong, Giovanna Nicodano, Ibolya Schindele,(2006) “Privatisation and Stock Market Liquidity”
- Deutsche Bundesbank (2006) “Securities Market Regulation: International Approaches”, monthly report
- Economides, Nicholas (1993) “How to Enhance Market Liquidity”, paper presented at the Conference on Global Equity Markets: Technological, Competitive, and Regulatory Challenges
- Giridhar (2004) “Market Microstructure”
- Lipsky, John (2007) “Developing Deeper Capital Markets in Emerging Market Economies”, remarks at the US Department of the Treasury.
- Malaysian Securities Commission, 2001, Capital Market Masterplan
- Mares, Arnaud (2001) “Market liquidity and the role of public policy”, paper presented for the Autumn Meeting for Central Bank Economists hosted by the Bank for International Settlements.
- Muranaga, Jun and Tokiko Shimizu (1999) “Market microstructure and market liquidity”



Rinaldo, Angelo (2005) "Market Liquidity"

Shah, Ajay (1997) "Liquidity in the computerized market"

State Street White Paper (2001) "Securities Lending, Liquidity and Capital Market-Based Finance"

UBS Investment Bank (2006) "The Development of Direct Execution in Stock Exchanges", paper presented to the IOSCO Emerging Markets Committee, Working group on the Regulation of Secondary Markets held in Shanghai

Warsh, Kevin (2007) "Market Liquidity: Definitions and Implications", remarks at the Institute of International Bankers Annual Washington Conference held in Washington D.C.