

بورس‌های اوراق بهادار؛
عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی

نویسنده:

لری هریس

مترجم:

علی سنگینیان – سودابه عینعلی

شناسنامه

فهرست مطالب

۱۲	سخنی کوتاه با خوانندگان کتاب
۱۴	پیش‌گفتار مترجمان
۱۶	مقدمه ویراستار
۱۹	قدردانی
۲۲	پیش‌گفتار
۲۳	مقالات
۲۵	تشکر
۲۹	مقدمه

بخش اول: مفاهیم پایه‌ای بورس‌ها

۳۴	مقاله اول: بورس‌ها در عرصه بین‌الملل و در گذر زمان
۳۵	(۱) خلاصه
۳۵	(۲) بورس‌ها
۳۵	(۱-۲) انتقادات مطرح‌شده به بورس‌ها
۳۷	(۲-۲) نقش بورس‌ها
۳۹	(۳-۲) تحولات بورس‌ها
۴۰	(۴-۲) کارکردهای ثابت بورس‌ها
۴۳	(۳) ماهیت، نقش و کاربرد اوراق بهادار
۴۳	(۱-۳) سهام
۴۴	(۲-۳) اوراق قرضه
۴۵	(۳-۳) تقسیم‌پذیری و انتقال‌پذیری سهام و اوراق قرضه
۴۵	(۴-۳) نوسان قیمت
۴۷	(۴) ارزش وجودی بورس‌ها: بازارها و مقررات

۴۷	۱-۴) اطمینان به چشم‌انداز اقتصادی آینده
۴۸	۲-۴) پیدایش بورس‌های تخصصی
۴۹	۳-۴) کشف قیمت
۵۰	۵) روند توسعه بورس‌ها: ظهور، تکامل و تنوع بورس‌ها پیش از سال ۱۹۱۴
۵۰	۱-۵) بورس‌های محلی
۵۱	۲-۵) شبکه‌های ملی
۵۱	۳-۵) موقعیت بورس‌ها در ایالات متحده آمریکا
۵۲	۴-۵) رشد اقتصادی دنیا
۵۳	۵-۵) تأثیر تلگراف و تلفن
۵۳	۶) بورس‌ها در بحران: دوره نجات و تغییر طی سال‌های ۱۹۱۴-۱۹۵۰
۵۳	۱-۶) جنگ جهانی اول
۵۴	۲-۶) دهه ۱۹۲۰
۵۵	۳-۶) سقوط وال استریت
۵۶	۴-۶) رکود دهه ۱۹۳۰
۵۷	۵-۶) کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا
۵۸	۶-۶) جنگ جهانی دوم
۵۸	۷-۶) مقررات پس از جنگ جهانی دوم
۵۹	۸-۶) عضویت در بورس پس از سال ۱۹۴۵
۶۰	۹-۶) نتیجه‌گیری
۶۱	۷) بورس‌ها در عصر تغییر، ۱۹۵۰-۱۹۷۵
۶۱	۱-۷) سرمایه‌گذاران میان‌مدت و درازمدت
۶۲	۲-۷) درآمد و سود سرمایه‌ای
۶۴	۳-۷) درجه تمرکز بازار
۶۵	۴-۷) افزایش سرمایه‌گذاران نهادی
۶۶	۵-۷) ادغام بورس‌ها
۶۷	۶-۷) آغاز تنش بین کارگزاران
۶۷	۷-۷) افزایش رقابت در ایالات متحده آمریکا
۶۹	۸-۷) عدم رقابت در اروپا و سایر نقاط دنیا
۷۰	۹-۷) معاملات درونی‌سازی شده
۷۱	۱۰-۷) جدال برای کنترل شرکت
۷۲	۱۱-۷) توسعه نیافتگی کلی بورس‌ها در سراسر دنیا
۷۴	۱۲-۷) نتیجه‌گیری
۷۵	۸) یکم می سال ۱۹۷۵
۷۵	۱-۸) اقبال دوباره به بازارها

۷۶	۲-۸ کارکردهای عمومی و اختصاصی بورس‌ها
۷۶	۳-۸ سرمایه‌گذاران نهادی
۷۷	۴-۸ هزینه‌ها
۷۸	۵-۸ انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار (نزد) و سامانه اعلام قیمت خودکار آن (نزدک)
۸۱	۹ تحول عظیم در لندن در سال ۱۹۸۶
۸۱	۱-۹ افزایش حجم معاملات در سراسر دنیا
۸۲	۲-۹ لغو نرخ‌های کارمزد پایه در بورس لندن
۸۳	۳-۹ تأثیر تحولات بورس لندن در عرصه بین‌الملل
۸۴	۱۰ کشف نقش جدید بورس‌ها (۱۹۹۰-۲۰۰۰)
۸۴	۱-۱۰ افزایش حجم فعالیت بورس‌ها
۸۹	۲-۱۰ انقلاب شرکت‌های اینترنتی
۹۰	۳-۱۰ بورس‌های جدید
۹۱	۴-۱۰ افزایش آزادی عمل بورس‌ها
۹۴	۵-۱۰ رقابت بین بورس‌ها
۹۵	۶-۱۰ ادغام بورس‌ها
۹۶	۷-۱۰ آزادی بیشتر
۹۷	۸-۱۰ نتیجه‌گیری
۹۹	۱۱ رخدادهای پس از سال ۲۰۰۰
۹۹	۱-۱۱ مقدمه
۱۰۰	۲-۱۱ افزایش نظارت
۱۰۱	۳-۱۱ مقایسه بازار سهام و اوراق قرضه
۱۰۴	۴-۱۱ سیمای بازارها پس از سال ۲۰۰۷
۱۰۵	۵-۱۱ افزایش افشای اطلاعات
۱۰۸	۶-۱۱ قانون‌گرایی
۱۰۹	۷-۱۱ وقوع بحران
۱۱۰	۱۲ نتیجه‌گیری کلی
۱۱۳	یادداشت‌ها

۱۱۵ مقاله دوم: اقتصاد معاملات و بورس‌های نظارت‌شده

۱۱۹	۱ معامله‌کنندگان
۱۱۹	۱-۱ معامله‌کنندگان نتیجه‌گرا
۱۲۱	۲-۱ معامله‌کنندگان آگاه
۱۲۳	۳-۱ بازارسازان
۱۲۳	۴-۱ کزگزینی

۱۲۶	۵-۱) بازی با جمع صفر
۱۲۸	۶-۱) قیمت‌های آگاهی‌دهنده
۱۲۹	۷-۱) کارآیی بازار
۱۳۲	۲) تأثیر چالش‌های جستجوی نقدشوندگی بر ساختارهای بازار
۱۳۲	۱-۲) جستجوی نقدشوندگی
۱۳۴	۲-۲) مسائل مربوط به معاملات آگاهانه
۱۳۴	۳-۲) مسائل ناشی از راهبرد تطبیق مظنه
۱۳۶	۴-۲) مسائل ناشی از پیش‌دستی در بازار
۱۳۷	۵-۲) تبعیض قیمتی
۱۳۸	۶-۲) معاملات آگاهانه
۱۴۰	۳) تأثیر قواعد معاملاتی بورس‌ها بر تأمین نقدشوندگی
۱۴۳	۴) هزینه نقدشوندگی
۱۴۵	۵) تأثیر راهبردهای ثبت سفارش بر دامنه تعادلی
۱۴۷	۶) رقابت برای عرضه و سازمان‌دهی نقدشوندگی
۱۵۰	۷) ناسازگارترین رقابت‌ها
۱۵۳	۸) برخی از مسائل مقرراتی کنونی
۱۵۳	۸-۱) مدل تعیین کارمزد بر اساس عرضه یا جذب نقدشوندگی
۱۵۵	۸-۲) سفارش‌های آنی
۱۵۶	۸-۳) اطلاعات بازار، دسترسی سریع و معاملات با فرکانس بالا
۱۵۸	۸-۴) درونی‌سازی، فروش جریان سفارش و بهترین اجرا
۱۶۲	۹) نتیجه‌گیری

۱۶۷ مقاله سوم: بازنگری در مقررات بازارهای سرمایه

۱۶۷	۱) مرور کلی
۱۷۱	۲) پیامدهای بحران مالی سال ۲۰۰۷
۱۷۶	۳) تعاریف
۱۸۰	۴) خاستگاه مقررات بازارهای سرمایه
۱۸۲	۵) چرا مقررات؟
۱۸۶	۵-۱) ماهیت متفاوت محصولات مالی
۱۸۷	۵-۲) کژگزینی
۱۸۸	۵-۳) مشکلات نمایندگی
۱۹۰	۵-۴) مشکلات هماهنگی
۱۹۱	۵-۵) ریسک سیستمیک

۱۹۳	۵-۶) استدلال‌های غیراقتصادی دیگر
۱۹۳	۶) دلیل نارسایی مقررات
۱۹۳	۶-۱) نارسایی فنی
۱۹۵	۶-۲) سلطه مقرراتی
۱۹۵	۶-۳) فقدان تصویر جامع
۱۹۶	۷) مباحث روز در حیطه مقررات بازار اوراق بهادار
۱۹۶	۷-۱) بخش‌بندی بازار و نقدشوندگی
۲۰۴	۷-۲) شفافیت
۲۰۵	۷-۳) قواعد اداره کسب‌وکار و معاملات ثانویه
۲۰۸	۷-۴) فن‌آوری
۲۱۲	۸) نتیجه‌گیری
۲۱۴	۹) مراجع
۲۱۷	یادداشت‌ها

۲۱۹

بخش دوم: پنج نوآوری تعیین‌کننده

۲۲۰	مقاله چهارم: مروری بر روند آزادسازی نرخ‌های کارمزد و سایر مقررات‌زدایی‌های مرتبط
۲۲۰	۱) مرور کلی
۲۲۳	۲) پیشرفت‌های ایالات متحده آمریکا
۲۲۳	۲-۱) آزادسازی نرخ کارمزدها
۲۳۰	۲-۲) معاملات خارج از بورس
۲۳۱	۲-۳) تبدیل شدن اعضای بورس به شرکت‌های سهامی عام
۲۳۳	۲-۴) پرداخت غیرمستقیم به کارگزار بابت خدمات پژوهشی
۲۳۴	۲-۵) اعشاری شدن معاملات
۲۳۶	۳) آزادسازی نرخ‌های کارمزد در سایر کشورها
۲۳۶	۳-۱) کانادا
۲۳۷	۳-۲) استرالیا
۲۳۸	۳-۳) لندن
۲۴۰	۳-۴) ژاپن
۲۴۱	۳-۵) خلاصه
۲۴۲	۴) شرکتی شدن بورس‌ها
۲۴۳	۵) مقررات بازارهای بخش‌بندی شده
۲۴۶	۶) نتیجه‌گیری

مقاله پنجم: دهه نوآوری شیکاگو (۱۹۷۲-۱۹۸۲)

مقاله ششم: تحول طولانی و نویدبخش معاملات الکترونیک

(۱) مقدمه

(۲) بورس‌های پیشگام

(۱-۲) بورس‌های مشتقه پیشگام

(۲-۲) پیشگام ناموفق و فراموش شده

(۳-۲) حل مشکل نیویورک با راه‌اندازی بورس الکترونیک

(۴-۲) اختیار معامله‌ها و سرزمین شفق‌های قطبی

(۵-۲) رخداد مهم در جدال بین بورس‌های الکترونیک و تالارهای فیزیکی معاملات

(۶-۲) مرحله گذار خطرناک از تالارهای فیزیکی معاملات به معاملات الکترونیک

(۷-۲) گام‌های نخست؛ تلاش بورس‌ها برای انجام معاملات الکترونیک پس از ساعات رسمی معاملات

(۸-۲) الکترونیک‌شدن بورس‌های سهام دنیا

(۳) چگونه معاملات الکترونیک دنیا را متحول کرد؟

(۱-۳) شفافیت برای عموم

(۲-۳) معاملات سرعتی-الگوریتمی و خدمات میزبانی سرور

(۳-۳) هزینه انجام معامله

(۴-۳) هزینه دسترسی به مظنه قیمت

(۵-۳) انواع جدید سفارش‌ها

(۶-۳) شگفتی‌ها و نگرانی‌های دسترسی مستقیم به بازار

(۷-۳) کاهش معاملات متناقض، افزایش اشتباهات تاییدی

(۸-۳) بورس‌های کمتر، اما بزرگ‌تر

(۴) ارزیابی

مقاله هفتم: شرکتی‌شدن و پذیرش بورس‌ها در بورس

(۱) مرور کلی

(۲) پس‌زمینه کلی اصلاحات ساختاری در صنعت

(۳) نظم نوین جهانی

(۴) شرکتی‌شدن

۳۴۳	۵) ماجرای شرکتی شدن بورس استکهلم
۳۴۶	۶) پذیرش بورس‌ها در بورس
۳۴۸	۷) ارزیابی ساختار راهبری جدید
۳۵۰	۸) عصر جدید ادغام و تملیک‌ها
۳۵۳	۹) رقبای جدید
۳۵۴	۱۰) ساختار جدید - خلاصه و چشم‌اندازهای آینده
۳۵۶	یادداشت‌ها

۳۵۷ مقاله هشتم: راه‌اندازی بورس‌ها در کشورهای کمونیستی

۳۵۷	۱) مرور کلی
۳۵۷	۲) پیشینه تاریخی
۳۵۸	۳) راهبردهای خصوصی‌سازی؛ پیش‌رانه‌های بازارهای سرمایه
۳۶۱	۴) بازارهای با خصوصی‌سازی انبوه
۳۶۳	۵) بورس‌های نظارت‌شده در دهه ۱۹۹۰
۳۶۶	۶) مسیر طولانی به سوی بلوغ
۳۶۸	۷) بازارهای سرمایه با مدیریت متمرکز در چین و ویتنام
۳۷۰	۸) بیست سال بعد: نتایج و چالش‌ها
۳۷۳	۹) نتیجه‌گیری: الزامات بازار اوراق بهادار موفق
۳۷۴	یادداشت‌ها

۳۷۵ بخش سوم: چشم‌انداز آینده

۳۷۶ مقاله نهم: بورس‌ها به‌عنوان بازیگران مؤثر اجتماعی

۳۷۶	۱) مرور کلی
۳۷۷	۲) مسئولیت اجتماعی
۳۷۸	۳) برهه تاریخی
۳۸۰	۴) راهبری شرکتی - اصول جدید
۳۸۲	۵) تجربه برزیل
۳۸۶	۶) چالش محیط‌زیست و توسعه پایدار
۳۸۸	۷) بورس‌های دنیا و توسعه پایدار
۳۹۲	۸) ابتکار عمل‌های اجتماعی

۳۹۴	آینده
۳۹۶	یادداشت‌ها

۳۹۷	مقاله دهم: بورس‌های نظارت‌شده و اصول اخلاقی بازارهای سرمایه عمومی
۳۹۷	(۱) خلاصه
۳۹۸	(۲) بازار آزاد خودتعدیل‌شونده
۴۰۴	(۳) تکذیب تئوری بازار آزاد و پیامدهای آن
۴۰۷	(۴) افراط در بازار
۴۰۸	(۵) آینده توسعه بازار
۴۱۴	(۶) نقش بورس‌های نظارت‌شده

۴۱۷	مقاله یازدهم: آینده بورس‌های نظارت‌شده پس از سال ۲۰۱۰
۴۱۷	(۱) شرایط محیطی
۴۱۸	(۲) شش روند شکل‌دهنده دنیای بورس‌ها
۴۱۹	(۱-۲) نخستین روند: شرکتی‌شدن بورس‌ها و افزایش نظارت
۴۲۰	(۲-۲) دومین روند: افزایش سریع رقابت
۴۲۳	(۳-۲) سومین روند: تصاحب به‌عنوان ابزار راهبردی
۴۲۴	(۴-۲) چهارمین روند: فن‌آوری
۴۲۵	(۵-۲) پنجمین روند: افزایش اهمیت بازارهای نوظهور
۴۲۶	(۶-۲) ششمین روند: بازگشت ریسک و فروکش کردن اعتقاد به خودانتظامی بازار
۴۲۸	(۳) موفقیت در مواجهه با واقعیت‌های جدید
۴۲۸	(۱-۳) واقعیت ارزش وجودی جدید بورس‌ها
۴۲۹	(۲-۳) واکنش‌های راهبردی نسبت به کاهش ارزش خدمات معاملاتی
۴۳۱	(۱-۲-۳) راهبری تحولات برای پیروزی در مسابقه کاهش هزینه‌ها
۴۳۲	(۲-۲-۳) افزودن ارزش به خدمات معاملاتی
۴۳۳	(۳-۲-۳) تنوع‌بخشی
۴۳۴	(۴-۲-۳) آیا بورس‌های نظارت‌شده در جنگ ارائه خدمات معاملاتی پیروز می‌شوند؟
۴۳۵	(۳-۳) واکنش‌های راهبردی به توجه مجدد به خدمات مدیریت ریسک
۴۳۷	(۴-۳) واکنش‌های راهبردی برای مقابله با بی‌توجهی به خدمات نظارتی و پذیرش
۴۳۹	(۵-۳) سرانجام جدال بین مدل‌های بورس
۴۴۰	(۴) همکاری و رقابت همزمان رقبا: نگاهی جدید به مشتریان و رقبا
۴۴۱	(۱-۴) نگاه جدید به مشتریان
۴۴۲	(۲-۴) بازتعریف رقبا

۴۴۳	(۵) چهار تناقض سیاستی شکل دهنده میدان رقابت آینده
۴۴۴	(۱-۵) تناقض نظارتی
۴۴۴	(۲-۵) تناقض نقدشوندگی
۴۴۵	(۳-۵) تناقض شفافیت
۴۴۶	(۴-۵) تناقض منافع ملی در دنیای سرمایه بین‌المللی
۴۴۷	(۶) آینده بورس‌ها

سخنی کوتاه با خوانندگان کتاب

کتاب حاضر، مشتمل بر یازده مقاله است که از نظر گستردگی مطالب مربوط به بورس‌ها، آموزنده و باطراوت تدوین شده است.

هرچند مقاله اول از اوراق‌بهدار شروع می‌کند، اما به‌سرعت به نقش و ضرورت بورس‌ها می‌پردازد. فشرده و درعین‌حال خواندنی و شفاف، روند توسعه بورس‌ها را توضیح می‌دهد. وضعیت بورس‌ها در شرایط بحرانی آستانه و نیز بین دو جنگ جهانی را تشریح می‌کند و تحول بورس‌ها را از طریق شکل‌گیری نهادهای مالی جدید بعد از جنگ جهانی دوم با تفصیل بیشتر بیان می‌کند.

مقاله در شرح وقایع بورسی پس از سال ۱۹۷۵ وارد جزئیات باز هم بیشتر می‌شود. در این سال‌هاست که حجم معاملات با رشدهای فریبنده روبه‌روست، رقابت و ادغام بورس‌ها وسعت می‌گیرد و در سال‌های آخرین هزاره دوم، معنای بورس در عمل با تحول جدی همراه می‌شود. رخدادهای پس از سال ۲۰۰۰ با بیان اتفاقات سال‌های دلگیر ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ به اوج می‌رسد. این مقاله ۷۵ صفحه‌ای با نتیجه‌گیری از آن‌چه گفته شد، به پایان می‌رسد.

همان‌طور که از خلاصه بالا برمی‌آید، مقاله اول محوری تاریخی دارد. به همین سیاق، مقاله‌های دوم تا یازدهم نیز حول موضوعی کانونی دور می‌زند. یکی به زیرساخت بورس‌ها می‌پردازد، دیگری از چالش‌های نقدشوندگی بازارهای سرمایه سخن می‌راند، سومی بحث مقررات را برجسته می‌کند و آن دیگری به توصیف نوآوری در بازارها و یا شرکت سهامی‌شدن بورس‌ها اشاره دارد. در مقاله هشتم می‌خوانیم که پس از گذر دوران حزن‌آلود، در کشورهای کمونیستی چگونه بورس‌هایی شکل گرفته است و مشکلات آنها کدام است. موضوعات جدید و پرکششی چون نقش اجتماعی بورس‌ها و اصول

اخلاقی حاکم بر آنها نیز در مقالاتی مورد بحث قرار می‌گیرد و بالاخره در مقاله پایانی، آینده بورس‌ها، موضوع بررسی نویسنده مقاله است.

کتاب توسط مرجع معتبری نشر یافته است، نویسندگان مقالات، استادان و دست‌اندرکاران بازارهای سرمایه‌اند و ترجمه به راحتی خوانده و دریافت می‌شود. این هنر نویسندگان و مترجمان، کتابی را به خوانندگان فارسی‌زبان ارائه می‌دهد که بی‌تردید جای آن خالی بوده است.

اکنون در مقایسه با دو دهه قبل، دانش‌آموختگان مالی بسیاری در ایران کار می‌کنند. به کتاب‌های مالی بسیاری نیازمندند و عده قابل‌ملاحظه‌ای از آنان ترجیح می‌دهند مطالب را به فارسی بخوانند. تعداد کسانی که می‌توانند کتابی در سطح کتاب حاضر به فارسی تدارک ببینند، زیاد نیست، اما آن عده کمتر مستعد و تواناتر نیز، کمر همت بدین امر نمی‌بندند و اراده معطوف به ترجمه را ندارند. چنین ترجمه‌هایی هم فعالیتی غیراقتصادی و وقت‌بر است و هم توجه مخاطبان به اهمیت و فایده آنها به سرعت جلب نمی‌شود. پس، باید گرامی بداریم همت مترجمان این اثر را و از ناشر محترم بخواهیم که در مورد اهمیت و ضرورت مطالعه آن، دست‌اندرکاران بازار سرمایه ایران را باخبر سازد.

حسین عبده‌تبریزی

اسفند ۱۳۹۳

پیش‌گفتار مترجمان

بارها خوانده‌ایم و شنیده‌ایم که فعالیت معاملاتی بورس‌های اوراق بهادار از مقابل منزل یک بلژیکی به نام «واندر بورس» آغاز شده و آمستردام، نخستین شهری است که بورس اوراق بهادار به‌طور رسمی در آن راه‌اندازی شده است. به عبارت دیگر، مطالب انتشار یافته در مورد تاریخچه و فعالیت بورس‌ها و تحولات آنها، بسیار محدود و پراکنده بوده است و به آنچه بر بورس‌ها طی دهه‌های اخیر گذشته است و به مسیر پر فراز و نشیبی که بورس‌ها برای دستیابی به جایگاه فعلی خود، به‌عنوان اصلی‌ترین بازیگران اقتصاد بازار، پیموده‌اند، کمتر پرداخته شده است.

کتاب پیش‌روی، ترجمه کتاب یادبود پنجاهمین سالگرد تأسیس فدراسیون جهانی بورس‌ها با عنوان «بورس‌های اوراق بهادار؛ عوامل پویای مؤثر بر رشد اقتصادی» است که در سال ۲۰۱۰ توسط انتشارات دانشگاه آکسفورد به چاپ رسیده است و بدون اغراق، کاربردی‌ترین و درعین‌حال علمی‌ترین کتاب در مورد سازوکار بورس‌ها و نقش اقتصادی آنها در بازارهای بین‌المللی به‌شمار می‌رود. بیشتر مقالات این کتاب توسط مقامات برجسته بورس‌ها، اساتید دانشگاه و فعالان قدیمی صنعت بورس در بحبوحه بحران مالی سال ۲۰۰۹ به رشته تحریر درآمده است که ماحصل آنها، کتابی آموزنده و غنی شامل نقطه‌نظرات مختلف از چگونگی تحولات بورس‌ها در گذشته، حال و آینده است.

از این‌رو، علاوه بر دانشجویان دوره‌های کارشناسی ارشد و دکتری مالی، مطالعه این کتاب به مقامات ناظر، مدیران و فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه توصیه می‌شود و می‌تواند بینش عمیقی در مورد تحولات بورس‌ها و نقش آتی آنها در نظام مالی بین‌الملل در خوانندگان ایجاد کند. در مورد اهمیت مسائل اشاره‌شده در این کتاب، به ذکر همین نکته بسنده می‌شود که اگر امکان استفاده از این کتاب،

پیش از تدوین قانون بازار اوراق بهادار، وجود داشت، قطعاً شاهد تصویب قانون کامل‌تری برای بازار سرمایه کشور بودیم.

گفتنی است، ترجمه این کتاب بلافاصله پس از انتشار آن آغاز شد، اما تکمیل و چاپ آن به دلیل نگارش سنگین کتاب، که از تخصصی بودن مطالب و تعدد نویسندگان و غیرانگلیسی‌زبان بودن بیشتر آنها ناشی می‌شد، و همچنین مشغله‌های حرفه‌ای و دقت نظر مترجمان، تاکنون به طول انجامیده است. مترجمان با توجه به سوابق حرفه‌ای خود در حوزه پژوهش و تدوین مقررات بازار سرمایه، تلاش کرده‌اند با ظرافت‌های بسیاری که در ترجمه این کتاب به کار بسته‌اند از جمله رعایت کامل امانت در ترجمه و اصول ویراستاری، یکپارچگی لغات و اصطلاحات تخصصی و توضیحات زیرنویس برای درک بهتر مطالب، این تأخیر زمانی در انتشار کتاب را جبران کنند. هرچند این کتاب، متنی مرجع در حوزه مباحث کاربردی و درعین حال تئوریک بازار سرمایه به‌شمار می‌رود که گذشت زمان از ارزش محتوای آن نمی‌کاهد.

کتاب در قالب یازده مقاله مختلف تدوین شده است و همه مقالات، کاملاً مستقل از هم هستند. از این‌رو، محدودیتی در ترتیب مطالعه آنها وجود ندارد. از طرف دیگر، مترجمان تلاش کرده‌اند با توضیحات زیرنویس و ارجاع به صفحات مرتبط در مقالات دیگر، به درک بهتر خواننده کمک کنند. در پایان از همکاری خانم‌ها ته‌مینه مقیمی و سپیده کوماسی نیز قدردانی می‌شود. امیدواریم این کتاب بی‌نظیر تا سالیان متمادی مورد استفاده دانشگاهیان، فعالان بازار سرمایه و مقامات ناظر بازارهای مالی ایران قرار گیرد و نقشی هرچند اندک، در رشد و توسعه این بازارها ایفا کند.

علی سنگینیان

sanginian@gmail.com

سودابه عینعلی

sudabe.einali@gmail.com

اسفند ۱۳۹۳

مقدمه ویراستار

فدراسیون جهانی بورس‌ها^۱ متعهد به پیشبرد دانش و پیاده‌سازی بهترین روش‌های ممکن^۲ در بورس‌های عضو است و به بورس‌ها و مقامات ناظر دولتی آنها کمک می‌کند شناخت بهتری از بازارهایی که خود و مشتریان‌شان در آن حضور دارند، داشته باشند. فدراسیون مأموریت فوق را از طریق اجرای برنامه‌های مختلف پیگیری می‌کند که حمایت از تحقیقات و انتشارات یکی از این برنامه‌ها، و نه کمترین آنها، به‌شمار می‌رود.

هیئت‌مدیره فدراسیون جهانی بورس‌ها در این راستا و با هدف گرامیداشت پنجاهمین سالگرد تأسیس فدراسیون، نگارش کتاب پیش‌رو را در دستور کار قرار داد که منعکس‌کننده نقطه‌نظرات مختلف از چگونگی تحولات بورس‌ها در گذشته، حال و آینده است.

یازده نویسنده این کتاب، همگی در حوزه خود، مقام اجرایی داشته‌اند. نویسندگان در بسیاری از موارد، رخدادهایی را نقل می‌کنند که خود در آن نقش داشته‌اند. مقامات برجسته بورس، اساتید دانشگاه‌ها و فعالان قدیمی صنعت بورس از جمله نویسندگان این کتاب هستند. درخواست من و توماس کرانتز^۳، دبیرکل فدراسیون جهانی بورس، از نویسندگان این بوده است که دیدگاه‌های خود را منصفانه و صادقانه در اختیار ما قرار دهند؛ به این امید که به خوانندگان در شناخت بهتر عوامل شکل‌دهنده گذشته و حال بورس‌ها کمک کند.

از این‌رو، مطالب مطرح‌شده در مقالات، عقاید شخصی نویسندگان است و منعکس‌کننده نظرات من یا فدراسیون جهانی بورس‌ها نیست. باید در نظر داشت که ارائه نقطه‌نظرات مختلف باعث گسترش

1. World Federation of Exchanges (WFE)

۲. Best Practice: روش یا تکنیکی است که تاکنون منجر به نتایج برجسته‌ای نسبت به روش‌های دیگر شده است و به‌عنوان یک شاخص استفاده می‌شود. البته بهترین روش ممکن با پیشرفت‌های بیشتر ممکن است باز هم بهتر شود (توضیح مترجم).

3. Thomas Krantz

مرزهای دانش می‌شود. باید این اقدام فدراسیون جهانی بورس‌ها، به‌عنوان متولی پیشبرد دانش و پیاده‌سازی بهترین روش‌های ممکن در بورس‌ها، را برای مطرح کردن ایده‌های چالش‌برانگیز با هدف مباحثه بیشتر، ارج نهیم. در حقیقت، بیشتر ارزش‌هایی که این فدراسیون طی سالیان گذشته موفق به خلق آن شده است، نتیجه مذاکرات صادقانه در مورد موضوعات مهم است. اگر همه پاسخ‌ها شفاف بود، دیگر نیازی به فدراسیون جهانی بورس‌ها احساس نمی‌شد.

من به‌عنوان ویراستار کتاب، این فرصت را در اختیار نویسندگان قرار دادم تا مطالب را از نقطه‌نظر خود به رشته تحریر درآورند. به‌عبارت دیگر، پیروی از سبک نوشتاری خاصی را الزام نکردم، زیرا اعتقاد دارم از آموزندگی مطالب کتاب کاسته می‌شد. نگارش کتاب به قلم نویسنده به خواننده در درک بهتر سخنان وی کمک می‌کند. با این حال، در بخش‌هایی که به نظرم بسط بیشتر نظرات به نفع خواننده بوده است یا در بخش‌هایی که از استدلال‌های مخالف یا شواهدی مطلع بودم که به توازن مبحث کمک می‌کرده است، تغییرات زیادی را پیشنهاد داده‌ام.

به‌منظور انتقال بهتر مطالب به خوانندگان مبتدی، در موارد لزوم، از نویسندگان درخواست کردم متن را بازبینی کنند. برای نویسندگان غیرانگلیسی‌زبان نیز دستیار در نظر گرفته شد. نگارش به زبان دوم حتی برای فارغ‌التحصیلان زبان‌شناسی نیز کار دشواری است. همه بخش‌های این کتاب کاملاً مستقل از هم هستند. بنابراین محدودیتی در ترتیب مطالعه آنها وجود ندارد. مقالات بخش اول به مفاهیم پایه‌ای بورس‌ها پرداخته‌اند. پرفسور رنالد میشه^۱ در نخستین مقاله، تاریخچه بورس‌ها را طی پنجاه سال اخیر بیان کرده است. مقاله بعدی که به قلم اینجانب است، به سازوکار اقتصادی معاملات و بورس‌های نظارت‌شده می‌پردازد. مقاله سوم که توسط کارل لانو^۲ و پیر سینکوگرانا^۳ نوشته شده است به مسائل نظارتی بورس‌ها می‌پردازد. همه مقالات این کتاب، حاوی پیشنهادات متعدد برای بحث‌های آتی در مورد موضوعات سیاست‌گذاری عمومی است.

مقالات بخش دوم به بیان پنج نوآوری شکل‌دهنده ساختار فعلی بورس‌ها می‌پردازد. این پنج مقاله، شاکله اصلی این کتاب به‌شمار می‌روند. در این مقالات، نحوه برخورد بورس‌ها با مهمترین پیشران‌های تحولات طی پنجاه سال اخیر بررسی می‌شود. شناخت این عوامل به‌منظور داشتن

-
1. Randal Michie
 2. Karel Lannoo
 3. Pier Cinquegrana

ارزیابی مثبت از ساختار فعلی بورس‌ها ضروری است. از آنجاکه اهمیت این عوامل به قوت خود باقی است، آینده بورس‌ها را نیز می‌تواند تحت‌تأثیر قرار دهد.

نخستین مقاله این بخش که توسط عضو سابق کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا^۱، روبرتا کارمل^۲، نوشته شده است، به مقررات‌زدایی از نرخ‌های ثابت کارمزدها می‌پردازد. در ادامه، مدیرعامل سابق بورس استکهلم، بنگت ریدن^۳، دلیل شرکتی‌شدن بورس‌ها را در ارائه خدمات بهتر به مشتریان در عرصه رقابت، توصیف می‌کند. در مقاله سوم، هال ویتزمن^۴ از مجله فاینانشال تایمز^۵ معرفی قراردادهای آتی در دهه ۱۹۷۰ را مرور می‌کند. مقاله چهارم از پرفسور مایکل گورهام^۶ به توسعه معاملات الکترونیک می‌پردازد. در نهایت، آخرین مقاله این بخش از رئیس سابق هیئت‌مدیره بورس ورشو، ویسلاو روزلاکی^۷، روند تأسیس بورس‌های جدید در کشورهای کمونیستی اروپای شرقی و آسیایی و نقش بورس‌ها را در رفاه اجتماعی این کشورها شرح می‌دهد.

بخش پایانی این کتاب، سه چشم‌انداز مکمل از آینده را ارائه می‌کند. نخستین مقاله از ادیمر پینتو^۸، مدیرعامل گروه بورس برزیل^۹، نقش بورس‌های نظارت‌شده را در افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، برجسته می‌کند. روند مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در سال‌های اخیر آغاز شده است و به اعتقاد نویسندگان در آینده اهمیت بیشتری خواهد یافت. مقاله دوم از مدیرعامل و رئیس گروه بورس توکیو، آتسوشی سائیتو^{۱۰}، مسائل اخلاقی در حوزه بازارهای سرمایه را مدنظر قرار داده است. مقاله پایانی که توسط استفان مالهرب^{۱۱} از مؤسسه پژوهشی جنسیس^{۱۲}، نیکی نیوتن‌کینگ^{۱۳} و

-
1. Securities and Exchange Commission (SEC)
 2. Roberta Karmel
 3. Bengt Rydén
 4. Hal Weitzman
 5. Financial Times
 6. Michael Gorham
 7. Wieslaw Rozlucky
 8. Edemir Pinto
 9. BM&FBOVESPA
 10. Atsushi Saito
 11. Stephan Malherbe
 12. Genesis Analytic
 13. Nicky Newton-King

سیوبهان کلری^۱ از بورس ژوهانسبورگ^۲ نوشته شده، تحلیلی آموزنده و تفکربرانگیز در مورد عوامل شکل دهنده بورس‌ها در آینده است.

همچنین با توجه به ماهیت این کتاب، به‌عنوان یادبود پنجاهمین سالگرد تأسیس فدراسیون جهانی بورس‌ها، مقدمه‌ای از آقای پدرو رودریگوئز پونگا^۳، آخرین بازمانده از شرکت‌کنندگان جلسه اصلی سازماندهی کنفرانس بورس‌های اروپایی^۴، عنوان قبلی فدراسیون جهانی بورس‌ها، در تاریخ ۱۲-۱۳ اکتبر سال ۱۹۶۱ آورده شده است. پس از مدت زمان کوتاهی، این نام به معادل فرانسوی «فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها»^۵ و در سال ۲۰۰۱ به «فدراسیون جهانی بورس‌ها» تغییر یافت. آقای پونگا، نایب‌رئیس بورس مادرید^۶، رئیس سابق آن بورس و رئیس هیئت‌مدیره پیشین فدراسیون جهانی بورس‌ها بوده است.

قدردانی

همه نویسندگان این کتاب با جدیت بر روی مقالات خود کار کرده‌اند که از این بابت از همه آنها بسیار سپاسگزارم. نتیجه کار، کتابی جالب و بسیار آموزنده است که باعث افتخار همه ماست. از اینکه همکاری نزدیکی با توماس کرتز^۷، دبیرکل فدراسیون جهانی بورس‌ها، داشته‌ام، بسیار خرسندم. تعهد و توجه ایشان به این فدراسیون و مسئولیت‌پذیری‌شان بر همگان واضح است. توماس در انتخاب بیشتر نویسندگان نقش داشت و همه مقالات را مطالعه و نقطه‌نظرات خود را اعلام کرد. به‌نوبه خود باید سپاسگزاری ویژه‌ای از توماس به‌دلیل ارائه آزادی‌عمل در ساختار بندی این کتاب و نیز نقطه‌نظرات سازنده‌شان در مورد مقاله‌ام داشته باشم. تلاش و پشتکار رومن دیوای^۸، مدیر تحقیق و پروژه‌های فدراسیون، نیز که همه مقالات را مطالعه و نقطه‌نظراتشان را اعلام کرده‌اند، ستودنی است.

-
1. Siobhan Clearly
 2. Johannesburg Stock Exchange
 3. Pedro Rodríguez Ponga
 4. Conference of European Stock Exchanges
 5. la fédération internationale des bourses de valeurs
 6. Madrid Stock Exchange
 7. Thomas Krants
 8. Romain Devai

پیرو سینکوگرانا از مرکز مطالعات سیاسی اروپا^۱، نقش بسیار مهمی در نگارش کتاب داشته‌اند که با وظیفه‌شناسی بسیار خود، جای هیچ ایرادی را باقی نگذاشتند. نقش ایشان فراتر از یک دستیار بود و اصلاحات نگارشی مهمی را اعمال کردند. پیرو در کمال شگفتی، گوش شنوا و نقادانه ویژه‌ای نسبت به من داشتند. پیرو هم‌اکنون دانشجوی دکترا در رشته علوم سیاسی در دانشگاه کالیفرنیاست. همه موفقیت‌ها و کامیابی‌های دنیا را برای وی و خانواده‌اش آرزومندم.

کارل لانو، مدیر عامل مرکز مطالعات سیاسی اروپا، کسی بود که مرا استخدام کرد، قرارداد با فدراسیون جهانی بورس‌ها را مدیریت کرد، پیرو سینکوگرانا را نیز در این پروژه به خدمت گرفت و البته در نگارش مقالات مربوط به مقررات بورس‌ها نیز با پیرو سینکوگرانا همکاری کرد. از اعتماد ایشان نسبت به اینجانب و از بابت حسن توجهی که از آغاز تا خاتمه نسبت به این پروژه داشته است، بسیار سپاسگزارم.

همه دست‌اندرکاران نگارش این کتاب باید قدردان تلاش‌های ویراستار اجرایی انتشارات دانشگاه آکسفورد، تری وان^۲، برای تبلیغ این کتاب از طریق این انتشارات باشند. سابقه همکاری اینجانب با تری به کتاب من با عنوان «معاملات و بورس‌ها: ریزساختارهای بازار برای افراد حرفه‌ای بازار»^۳ باز می‌گردد که تری وظیفه ویراستار اجرایی آن را بر عهده داشت و این فرصت همکاری مجدد موجب امتنان من بود. بسیار خرسندم که ایشان نقطه‌نظرات ما را برای این کتاب به اشتراک گذاشتند و از اعتبار نشریه دانشگاه آکسفورد برای انتشار نویافته‌های ارزشمند در دانش بشریت مایه گذاشتند.

لیزا استالینگ^۴، جیز کی. آلفونز^۵ و وسو پیلای^۶ به مدیریت پروژه، ویرایش زبانی و روان‌ترشدن متن کتاب کمک کردند که من و سایر نویسندگان از دقت‌نظر آنها بسیار سپاسگزاریم.

در نهایت، قصد دارم از رئیس هیئت‌مدیره فدراسیون جهانی بورس‌ها، بیل برادسکی^۷، و همکاران وی در هیئت‌مدیره فدراسیون بابت چشم‌اندازی که برای این کتاب متصور بوده‌اند، تشکر کنم. به نظر من،

-
1. Centre of European Policy Studies (CEPS)
 2. Terry Vaughn
 3. Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners
 4. Lisa Stallings
 5. Jais K. Alphonse
 6. Vasu Pillai
 7. William J. Brodsky also known as Bill Brodsky

برای گرامی‌داشت یادبود سازمانی که متعهد به پیشبرد دانش و پیاده‌سازی بهترین روش‌های ممکن است، بهترین کار، انتشار کتابی بود که به این هدف کمک می‌کند. انجام این پروژه از آغاز تا پایان، تجربه هیجان‌انگیزی بود. همکاری با فدراسیون جهانی بورس‌ها که همواره مورد احترام من بوده، مایه مباهات است.

لری هریس^۱
لس آنجلس

1. Larry Harris