امیر یوسفیان پور^۱

سامانه‌های غیر شفاف معاملاتی ارتقا یا افت نقدشوندگی؟

نقدشوندگی به سرعت و هزینه مبادله اوراق بهادار در بازار سرمایه اطلاق می‌شود. در بازار دارای نقدشوندگی مطلوب، اوراق بهادار به سرعت و با هزینه اندک معامله می‌شوند. دست کم دو فرضیه در مورد پیش‌بینی تاثیر عملکرد سامانه‌های رقیب بر نقدشوندگی بازار مطرح است و جالب آن که مباحث متفاوتی در هر یک از این فرضیه‌ها مطرح می‌شود. از یک سو، فرضیه «رقابت» بیانگر تاثیر رقابتی سامانه‌های غیر شفاف بر تامین کنندگان نقدشوندگی بازارهای شفاف است. بر این اساس، سامانه‌های غیر شفاف در اثر ایجاد رقابت با سایر سامانه‌ها سبب اعمال فشار برای کاهش شکاف قیمت عرضه و تقاضا می‌شوند.

هزینه یاریسک چنین سفارش‌هایی بالاتر می‌رود. سفارش دهندگان هم برای جبران افزایش ریسک یا هزینه خود، شکاف قیمتی عرضه و تقاضا را زیادتر می‌کنند، هزینه‌های معاملاتی افزایش می‌یابد و بازار دچار افت نقدشوندگی می‌شود.

است. در این فرضیه تصور می‌شود که جریان سفارش بین بیش از یک سامانه معاملاتی تقسیم می‌شود و حجم معاملات بازارهای شفاف کاهش می‌یابد؛ یعنی زمان فعالیت سفارش‌های دارای محدودیت در بازارهای شفاف طولانی‌تر می‌شود و

به منظور اعمال این کاهش قیمت، هزینه معاملات پایین آورده می‌شود و از این رو، نقدشوندگی ارتقا می‌یابد. اما مبحث مقابل، در فرضیه «چندپارگی» مطرح می‌شود که بیانگر چندپاره شدن نقدشوندگی بازارهای شفاف توسط سامانه‌های غیر شفاف

باور تاریخی در بازارهای ایالات متحده مبین آن است که معامله گران بورس های نیویورک و نزدک از نوعی اختیار و قدرت برخوردارند که به آن ها امکان می دهد تا با گسترش شکاف قیمت عرضه و تقاضا، از رانت های اقتصادی ناشی از موقعیت خود بهره ببرند. در چنین شرایطی، حضور رقیبانی از سامانه های غیر شفاف معاملاتی می تواند معامله گران را بر آن سازد تا شکاف قیمتی مورد اشاره را تنگ تر کنند و از جریان سفارش های مشترک با سامانه های جایگزین نصیبی ببرند. بنابراین، با آن که حضور سامانه های غیر شفاف در بازارهای ایالات متحده به ظاهر از توجیهی منطقی برخوردار است، با توجه به فرسایش توان معامله گران و متخصصان بازارهای شفاف طی دو دهه گذشته به دلیل تغییرات مورد اشاره و حضور رقبای جدید، دیگر نمی توان به آسانی ادعای بهره مندی این افراد را از رانت های خاص پذیرفت. بنابراین، صحت فرضیه رقابت در اینجا مورد پرسش قرار می گیرد. البته تقریباً در تمام بورس های جهان با استفاده از فهرست سفارش های الکترونیکی شفاف به هیچ فعالی در بازار هیچ گونه قدرت ویژه یا رانتی خاص ارایه نمی شود و تمام معامله گران برای دریافت سهم بیشتر با یکدیگر رقابت می کنند. در چنین بازارهایی، فرضیه رقابت نامرتبط به نظر می رسد و چند پارگی بازار مورد توجه قرار می گیرد. در نتیجه، منطقی استوار برای بهره مندی از سامانه های غیر شفاف مشاهده نمی شود.

شواهد

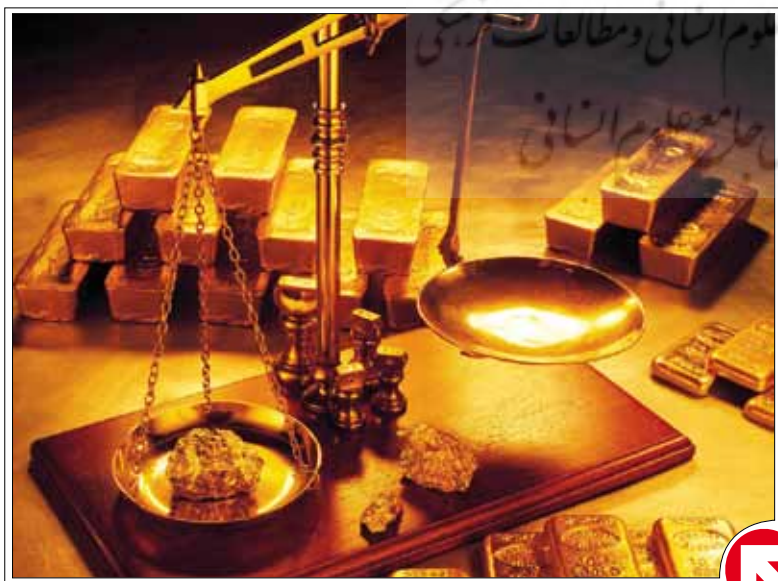
هر چند تاثیر سامانه های غیر شفاف معاملاتی بر نقدشوندگی بازارهای شفاف به تازگی مورد بررسی قرار گرفته، برخی مطالعات تجربی در این خصوص منتشر شده است. در جدیدترین تحقیق انتشار یافته در ایالات متحده آمریکا که توسط دن ویوور، استاد دانشگاه روتگرز، انجام شده، از یک طراحی قابل درک برای بررسی تاثیر معاملات خارج از بازار سامانه های

↓

نقدشوندگی به سرعت و هزینه مبادله اوراق بهادار در بازار سرمایه اطلاق می شود. در بازار دارای نقدشوندگی مطلوب، اوراق بهادار به سرعت و با هزینه اندک معامله می شوند

غیر شفاف بر نقدشوندگی بازار استفاده شده است. این استاد دانشگاه با استفاده از تحلیل رگرسیون، ارتباط میان شکاف قیمت عرضه و تقاضا را در سهام بورس نیویورک و حجم معاملات خارج از بازار و نیز برخی متغیرهای کنترل جهت دیگر عوامل موثر بر شکاف قیمت عرضه و تقاضا می سنجد. ویوور با استفاده از داده های مربوط به اکتبر سال ۲۰۱۰ میلادی و نمونه ای

شامل ۱۴۰۰ سهام قابل معامله در بورس نیویورک، دریافته است که ارتباط میان درصد معاملات سهام خارج از بازار و شکاف قیمت عرضه و تقاضا مثبت است و از حیث آماری اهمیتی فراوان دارد. پارامتر اندازه گیری میان این دو متغیر ۰/۰۳ اعلام شد. براساس این مطالعه، هر چه حجم معاملات خارج از بازار بیشتر باشد، شکاف قیمت عرضه و تقاضا گسترده تر است. در حقیقت، پارامتر تحت مطالعه بیانگر آن است که در صورت انجام ۴۰ درصدی معاملات بورس نیویورک در خارج از بازار، هزینه آن ۱/۲ سنت (۰/۴ ضربدر ۰/۰۳) بیش از بازار شفاف بورس نیویورک است. شواهد به دست آمده توسط پروفیسور ویوور تاییدی بر فرضیه چند پارگی در بازارهای ایالات متحده است و نشان می دهد، معاملات سامانه های غیر شفاف و خارج از بازار سبب افت نقدشوندگی در بازارهای شفاف می شود. نگارنده هم بررسی مشابهی را بر روی ۴۸۳ سهم از شاخص کل بورس اوراق بهادار استرالیا در ماه اکتبر ۲۰۱۰ انجام داده است. این بررسی هم یافته های یکسانی را برای بازار سرمایه این کشور نشان می دهد و





تنها نقطه تمایز آن ضریب بسیار بالاتر میان حجم معاملات خارج از بورس استرالیا و درصد شکاف قیمت عرضه و تقاضا است. دلیل این اختلاف هم کاملا روشن است؛ فعالیت معاملاتی در بازار سهام استرالیا به مراتب کمتر از بازارهای ایالات متحده است و از این رو، چندپارگی فعالیت معاملاتی در بازاری کوچکتر، تأثیری عمیق تر بر عملکرد بازار به جا می گذارد.

پیش بینی تأثیر چندپارگی بازارها را می توان با تخمین حساسیت میان فعالیت معاملاتی و شکاف قیمت عرضه و تقاضا و با استفاده از تحلیل رگرسیون به دست آورد. با استفاده از داده های ۲۰۰ شرکت پذیرش شده در بازار استرالیا طی یک دوره سه ماهه منتهی به ۳۰ دسامبر ۲۰۱۱، ارتباط میان شکاف قیمت عرضه و تقاضا و فعالیت معاملاتی تخمین زده شد. این ضریب محقق را قادر ساخت تا بتواند پیش بینی خوبی از میزان تغییر شکاف قیمت عرضه و تقاضا در اثر اختصاص حجم مشخصی از معاملات به بازارهای غیر شفاف در اثر فرآیند چندپارگی انجام دهد. ضریب میانگین ۲۰۰ شرکت تحت بررسی ۰/۱۳- است که نشان می دهد با افت ۲۰ درصدی حجم معاملات در بازار سهام استرالیا، شکاف قیمت عرضه و تقاضا به میزان ۲/۶ درصد افزایش می یابد (۰/۱۳- ضریب ۲۰/۰) با توجه به شکاف متوسط قیمت عرضه و تقاضای ۲۰۰ شرکت بورس استرالیا در سطح ۰/۳۵ درصد، افت ۲۰ درصدی حجم معاملات بازارهای شفاف معادل یک واحد درصد بر شکاف قیمت می افزاید (۰/۲۶/۰- ضریب ۰/۳۵). این میزان تقریباً ۳ برابر هزینه معاملات در بورس استرالیا است.

واکنش های قانونی

شواهد ارایه شده در بالا به روشنی فرضیه چندپارگی را تأیید می کند و این پرسش ها را مطرح می نماید که آیا منطقی برای توسعه سامانه های غیر شفاف وجود دارد و آیا این به آن معناست که هیچ نقشی برای سامانه های غیر شفاف نباید متصور بود؟

به نظر می رسند، سبب چندپارگی بازارها و افت نقدشوندگی آن ها می شوند. از این رو، تعیین حد نصاب هایی برای اندازه مبادلات که بالاتر از آن به سامانه های غیر شفاف و پایین تر از آن به بازارهای شفاف انتقال داده شود، اثر مطلوبی بر حفظ و تقویت نقدشوندگی بازارها خواهد داشت. با این وجود، تلاش های قانونی برای محدودسازی معاملات سامانه های غیر شفاف تنها به منظور بهبود قیمت در بازارهای شفاف، احتمالاً در بلندمدت توفیق چندانی برای اصلاح سطح نقدشوندگی بازارها نخواهد داشت. اگر شکاف قیمت عرضه و تقاضا در بازارهای شفاف به دلیل چندپارگی افزایش می یابد، باید توجه داشت مبادلاتی که به واسطه انتقال به سامانه های غیر شفاف اصلاح قیمتی می شوند، پُر تعداد نیستند.

۱- کارشناس مسئول امور بین الملل بورس تهران

منبع

منبع: نشریه فوکوس - جولای ۲۰۱۲

معاملات بسیار بزرگ یا «بلوکی» اغلب می توانند اثر مخربی بر نقدشوندگی بازارهای شفاف در یک دوره بلندمدت داشته باشند و بهتر است چنین مبادلاتی خارج از بازار و در سامانه های فرابورسی انجام شوند

نگارنده چنین باوری ندارد. در واقع نقش این سامانه ها تسهیل کننده مبادلاتی است که به آسانی در بازارهای غیر شفاف قابل انجام نیستند. معاملات بسیار بزرگ یا «بلوکی» اغلب می توانند اثر مخربی بر نقدشوندگی بازارهای شفاف در یک دوره بلندمدت داشته باشند و بهتر است چنین مبادلاتی خارج از بازار و در سامانه های فرابورسی انجام شوند. با این حال، انتقال مبادلات کوچک تر که به آسانی در بازارهای شفاف انجام پذیر