

شفاف‌سازی در بازار اوراق بهادار

فرشاد سلیم^۱ - سارا شهریاری^۲

مقدمه:

۱- شفاف‌سازی چیست

شفاف‌سازی در اصل در دسترس بودن گسترده اطلاعات مربوط به فرصت‌های جاری برای انجام معامله و معاملاتی است که به‌تازگی به انجام رسیده است. تعریف دیگری که از شفاف‌سازی ارائه شده است، شفاف‌سازی را به مثابه توانایی مشارکت‌کنندگان بازار در کسب اطلاعات در خصوص فرآیند انجام معامله، از قبیل قیمت، میزان سفارش، حجم معامله، ریسک و هویت معامله‌کننده تعریف کرده است.^۳

در واقع بازارها زمانی از شفافیت برخوردار هستند که افشاگری بلادرنگ و جامع از شرایط واقعی معاملات، قیمت‌ها یا سفارشات خرید و فروش به عمل آید به نحوی که معرف ظرفیت واقعی معاملات باشند. به تعریفی دیگر، شفافیت تأکید بر انتشار به موقع اطلاعات پیرامون سفارشات خرید و فروش و معاملات انجام شده‌ای دارد که در دسترس همگان است. پر واضح است که منافع شفاف‌سازی از جنس اطلاعات است، زیرا اشخاص می‌توانند به کمک اطلاعات شفاف‌ی که درباره ارزش دارایی‌ها کسب می‌کنند، تصمیمات اقتصادی بهتری اتخاذ کنند. از بعضی جنبه‌ها، شفاف‌سازی کامل در بازار، مشابه با بازار رقابتی است که آگاهی را به طور یکسان در دسترس کلیه مشارکت‌کنندگان قرار می‌دهد.

با بررسی نوع اطلاعاتی که در بازار ثانویه نسبت به زمان انجام معامله وجود دارد، می‌توان میان دو دسته از اطلاعات که به

عنوان شفاف‌سازی پیش-معامله^۴ و پس-معامله^۵ شناخته شده‌اند، تمایز قایل شد. همان‌گونه که از عنوان هر یک مستفاد می‌شود، شفاف‌سازی پیش-معامله به انتشار گسترده اطلاعات در خصوص کلیه سفارشات عرضه و تقاضای کنونی اشاره دارد به نحوی که سرمایه‌گذاران می‌توانند به کمک چنین اطلاعاتی درک مناسبی از قیمت‌های پیشنهادی خرید، فروش، شدت و عمق بازار کسب کنند. به عبارت دیگر، در دسترس بودن گسترده اطلاعات عرضه و تقاضا (به عنوان پیش‌نیاز شفاف‌سازی) عامل اصلی در خصوص کسب اطمینان از تعیین قیمت به نحو کارآ در بازار و تقویت کردن اعتماد استفاده‌کنندگانی است که امکان انجام معامله در قیمت‌های مناسب را کسب می‌کنند. افزایش اعتماد استفاده‌کنندگان از اطلاعات منجر به افزایش انگیزه برای مشارکت هر چه بیش‌تر در بازار و افزایش مضاعف نقدشوندگی شده، مضافاً این‌که محرک مناسبی برای دستیابی به قیمت‌های رقابتی‌تر نیز خواهد بود.

شفاف‌سازی پس-معامله به انتشار کلیه اطلاعات در خصوص قیمت‌ها، حجم معاملات و مشخصات خریداران و فروشندگان به محض انجام شدن معاملات اشاره دارد. اطلاعات در خصوص قیمت‌ها و حجم معاملات انجام شده (به عنوان پس‌نیاز شفاف‌سازی)، مشارکت‌کنندگان در بازار را قادر می‌سازد تا جدیدترین اطلاعات در رابطه با قیمت‌ها و حجم معاملات را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند، مضافاً این‌که کیفیت منبع اطلاعاتی خود را با منابع سایر مشارکت‌کنندگان مقایسه کنند.

۱ - عضو هیات علمی دانشگاه پیام نور

۲ - دانشجوی دکتری مدیریت مالی - دانشگاه شهید بهشتی

3 - Ananth Madhavan, Market Microstructure, 2000

4 - Pre-Trade Transparency

5 - Post-Trade Transparency



ناشناس باقی مانده و تنها اطلاعات خود را در اختیار افرادی قرار دهند که با آن‌ها دادوستد دارند. شاید بتوان علت آن را زیان بالقوه‌ای دانست که از جانب سایر مشارکت‌کنندگان در بازار به محض انتشار اطلاعات پیرامون ارزش اوراق بهادار به سبب پیشی جستن آنان از منتشرکنندگان اطلاعات، متوجه ایشان می‌شود.

ب) توانایی بورس اوراق بهادار برای به معرض عموم گذاشتن اطلاعات

بیش‌تر مناظرات در این خصوص عمدتاً درباره بازارهای حراج در مقابل بازارهای معامله‌گر^۶ است، زیرا شفاف‌سازی بازار همبستگی مستقیم با سازوکار انجام معامله در بازار دارد. به طور حتم شفاف‌سازی بدون هزینه میسر نمی‌شود اما چیزی که مهم است یافتن پاسخ‌های مناسب برای سوالاتی در خصوص میزان مناسب شفاف‌سازی و سازمان متولی این امر است. زیرا نباید از نظر دور داشت که شفاف‌سازی ابعاد گوناگونی داشته و به عنوان نمونه می‌توان بیان داشت که

بنابراین، پیش‌نیاز و پس‌نیاز شفاف‌سازی نه تنها منجر به شکل‌گیری فرآیند تعیین قیمت به کارآترین نحو ممکن می‌شود، بلکه به شکل‌گیری اعتماد عمومی عمیق‌تری به بی‌طرفی و انصاف در بازار می‌انجامد.

شفافیت را هم‌چنین می‌توان به شفاف‌سازی قیمت و شفاف‌سازی معاملات (اطلاعات) دسته‌بندی کرد. زیرا یافته‌ها حکایت از تاثیرات متفاوت شفافیت مظنه قیمت‌ها و شفافیت معاملات دارد. زیرا افشا معاملات اثرات مهمی بر کارآیی اطلاعاتی و تفاوت قیمت عرضه و تقاضا داشته در حالی که افشا مظنه قیمت‌ها بر ویژگی‌های مورد اشاره تاثیرات اندکی دارد. بنابراین، به نظر می‌رسد که شفاف‌سازی معاملات، اطلاعاتی را در اختیار مشارکت‌کنندگان در بازار قرار می‌دهد که نمی‌توان صرفاً از طریق شفاف‌سازی مظنه قیمت‌ها به آن‌ها دست یافت. لازم به ذکر است که شفاف‌سازی اصولاً بر دو عامل به شرح زیر متکی است:

الف) تمایل و اشتیاق مشارکت‌کنندگان به افشا و تشریح اطلاعات:

آن‌چه که از شواهد و قرائن بر می‌آید اشخاص تمایل دارند که