آموزه های اخلاقی اسلام و شفافیت بازار سرمایه در ایران

تقی ابراهیمی سالاری
عضو هیأت علمی دانشگاه فردوسی مشهد
ebrahimi@um.ac.ir

نفیسه صالح نیا
دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد
Nafiseh.salehnia@yahoo.com

مصطفی سروش
دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی تهران
Mo_soroush110@yahoo.com

محمد رضا لطیفی
دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه هنر اصفهان
Latifi.econ@yahoo.com

چکیده

بازار سرمایه به مثابهٔ بخشی از بازار مالی، نقش مهمی در اقتصاد بازار، بازی می‌کند. از طریق چنین بازارهایی است که پس‌اندازها در بخش‌های مختلف اقتصاد ملی، برای سرمایه‌گذاری درصنعت، به شرکت‌ها منتقل می‌شوند. از آنجا که رسیدن به رشد و توسعهٔ اقتصادی مطلوب، بدون تجهیز منابع مالی بلندمدت، امری غیرممکن است. توجه به جایگاه و نقش کلیدی بازار سرمایه، از اهمیت فوق العاده‌ای برخوردار است. بازار سرمایه که همان بازار عرضه و تقاضای منابع مالی است، زمانی می‌تواند نقش حیاتی خود را به خوبی ایفا نماید که فرایند عرضه و تقاضای منابع مالی آن از تخصیص بهینه برخوردار باشد.پیش شرط اصلی تخصیص بهینهٔ منابع در بازار سرمایه، وجود کارایی در عملکرد آن است. تفاوت بازارهای مؤثر و کارآمد سرمایه با بازارهای ناکارآمد، ناشی از پدیدهٔ اطلاعات و میزان شفافیت و دسترسی به آن است. هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه (به صورت جامع، منسجم و

تاثیرگذار بر فعالیت بازار)، بیشتر باشد، تاثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد و توسعهٔ اقتصادی نیز بیشتر خواهد شد. از این‌رو در این مقاله پس از بیان مبانی نظری در زمینه شفافیت و کارایی بازار سرمایه، به بررسی وضعیت کارایی در بازار سرمایه ایران پرداخته و پس از بیان موانع شفافیت در بازار سرمایه در ایران نظیر ارائه اطلاعات نادرست از سوی شرکتها، تشکیل ائتلاف، تبانی، انجام معاملات صوری و... ، آموزه های اخلاقی-اسلامی مؤثر در رفع موانع و افزایش شفافیت در بازار نظیر: صداقت، انصاف، عدم زیان برای دیگران و... بیان می‌شود.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، شفافیت، اخلاق اسلامی، کارایی

مقدمه

بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه از مهم‌ترین ابزارهای تجهیز و تخصیص منابع مالی به شمار می‌روند نظر به اهمیت راهبردی مالی و اقتصادی این بازار هرگاه اخلال و انحراف گسترده ای در آن رخ دهد تجهیز و تخصیص منابع مالی کشور با مشکل جدی مواجه میشود.(عباسی،۱۳۸٤)

از طرفی، توسعه بازارهای مالی در دستیابی به رشد پرشتاب و مستمر اقتصادی، نقش اساسی ایفا می‌کند. بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر به معنی ثبات درازمدت نظام مالی و اتکا و اعتماد مردم به اجزای تشکیل‌دهنده این نظام است. یکی از عوامل تاثیرگذار بر توسعه در این بازارها، شفافیت است. هدف از شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها و دولت‌هاست تا واحدهای اقتصادی را در قبال سیاست‌ها و عملکردهایشان پاسخگو نگه دارد. هر قدر نشر اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان گرفتن تصمیم‌های آگاهانه و پاسخگویی بخش خصوصی و دولتی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع بیشتر می‌شود و امکان رشد فساد کاهش می‌یابد. بنابراین یکی از الزام‌های رقابت سالم، دسترسی همه مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است.(امینی و همکاران،۱۳۹۱)

در واقع طرز تفکر ایده‌آل در بازار این است که عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان منابع به خود اجازه اقدامات خلاف‌کارانه و گسترش فساد را ندهند. وجود قوانین و مقررات جامع و پیاده‌سازی صحیح آن می‌تواند بستری برای ترویج این فرهنگ باشد. پیامدهای افزایش شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه را می‌توان افزایش شفافیت بازار مالی و ثبات آن، کاهش بروز بحران‌های مالی، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و ورود بیشتر آن‌ها به بازار، افزایش نقدینگی بازار و افزایش امکان تامین مالی برای شرکت‌ها و در نتیجه افزایش کارایی بازار برشمرد. شفافیت سیاست‌های اقتصادی دولت نیز باعث ثبات اقتصاد کلان، تسهیل رشد اقتصادی و جذب سرمایه‌گذاری خارجی می‌شود.(همان)

در سال ۱۹۵۶ در حوزهٔ مالی، تعریفی در خصوص کارآیی بازار مطرح شد. در این تعریف، کارایی بازار سرمایه به حالتی اطلاق می شود که قیمت اوراق بهادار در هر لحظه، انعکاس کاملی از همهٔ اطلاعات در دسترس باشد. بر این اساس در هر بازار کاراَ، تمامی اطلاعات باید به سرعت و فوریت و با کمترین هزینه، در اختیار همگان قرار گیرد. (جونز،۱۳۸۲) بر اساس مطالعات انجام شده میان شفافیت اطلاعات و کارایی بازار رابطه تنگاتنگی وجود دارد و می توان گفت افزایش شفافیت اطلاعات باعث افزایش کارایی بازارها می گردد.

مطالعه‌ای که در سال ۲۰۰۸ توسط کیم و پارک (کیم و پارک، ۲۰۰۸) روی بازار سرمایه ٤۳ کشور انجام شد، نشان داد که بین دستکاری قیمت در بازارهای سرمایه، دامنه نوسان و شفافیت اقتصادی ارتباط وجود دارد. براساس مطالعه انجام‌شده برای اندازه‌گیری شفافیت، از سه متغیر فساد اقتصادی، قوانین و مقررات مناسب، ضمانت اجرا و نبود تقارن اطلاعاتی در سطح جامعه استفاده شد. مطالعه نشان داد کشورها با سطح بالای فساد و کیفیت نامناسب قوانین، دارای دامنه قیمت محدودتری می‌باشند. به‌عبارت دیگر، ناظران بازار از دامنه قیمت برای کنترل بازار و جلوگیری از دستکاری قیمت استفاده می‌کنند.(امینی، ۱۳۹۱)

ارائه اطلاعات توسط شرکت‌ها، در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران نقش اصلی و اساسی دارد و موجب می‌شود که قیمت سهام به صورت دقیق‌تری ارائه شود. تحقیقات نشان می‌دهد علاوه بر مسائل مالی، ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران نیز تاثیر بسزایی در معاملات این بازار دارد.

مطالعات انجام شده در سال‌های اخیر بر روی رفتارهای انسانی و عوامل مؤثر بر آن به خصوص در بازارهای مالی و سرمایه، بسیاری از فرضیات و تئوری‌هایی را که اندیشمندان مالی سال‌ها بر اساس آن‌ها به مطالعه و تحقیق پرداخته اند را به چالش کشیده است. (صالح آبادی، مهران راد، ۱۳۹۱)

طرفداران نظریه مالی رفتاری معتقد به وجود مواردی‌اند که نظریه بازار کارا قادر به تبیین آن نبوده و با استفاده از الگوهای مشخصی میتوان به سود بیشتری دست یافت. مالیه رفتاری مطالعه به دنبال تأثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم گیری است. یافته ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی، قابل پیشبینی و بدون تورش، همانگونه که توسط مدل‌های رایج نشان داده شده‌اند رفتار نمی‌کنند. ادعای نظریه های جدید این است که تورش‌های رفتاری متعدد و گسترده ای که در رفتار سرمایه گذاران شکل می‌گیرد نیز به توضیح رفتار قیمت سهام در بازار کمک فراوانی میکند. (همان)

علاوه بر این، تاریخ این نکته را اثبات می‌کند، که بیشترین سرمایه‌گذاری را کشورهایی جذب نموده اند که از بالاترین معیارهای اخلاقی برخوردار بوده اند و در مقابل کشورهایی با معیارهای نازل اخلاقی و فساد گسترده کمترین سرمایه را جذب کرده اند. (کاناگا،۱۳۷۷) حاکمیت اصول اخلاقی در بازار سرمایه باعث افزایش اعتماد در بازار و ارائه اطلاعات صحیح و در نهایت منجر به افزایش شفافیت می شود. این شفافیت بیشتر نیز باعث بهبود تخصیص منابع و افزایش کارآیی بازار سرمایه خواهد شد.

از اینرو باید جهت شفاف‌سازی بازار سرمایه تلاش نمود. یکی از راهکارهای مؤثر برای شفاف سازی بازارسرمایه، ایجاد زمینه ای برای رشد اخلاقی و حرفه ای افرادی که در بازار فعالیت دارند، است. .در این صورت آنها با رعایت موازین اخلاقی، نظیر صداقت و امانتداری، ارائه اطلاعات مؤثر در قیمت ها، قانع بودن به سود عادلانه، عدم رضایت به ضرر و زیان دیگران و... با درک آثار اطلاعات خاص و جهت تاثیر آن بر قیمت ها، اقدام به فعالیت در بازار سرمایه نموده و در نتیجه این امر، بازاری که به سمت آن حرکت می‌کنیم بازاری خواهد بود که در معرض جریان دو طرفهٔ اطلاعات شفاف قرار خواهد داشت. یعنی بازار اسلامی، که در آن اخلاق و عدالت به عنوان مبنایی‌ترین مدل بازار، با اتکاء بر تقدم اصل منافع متقابل اجتماعی بر منافع فردی

مطرح است. از این رو می‌توان گفت بازار با قواعد اخلاقی در نظام اسلامی به دنبال بالاترین سطح کارایی، بیشترین فرایند تعادل و اساسی ترین رفاه است؛ مدلی که در این قواعد بر هر مدل بازار دیگر برتری دارد. (پورفرج،۱۳۸٦)

می‌توان گفت یکی از مهم‌ترین تفاوت‌های بازار اسلامی و بازار سرمایه‌داری در انگیزه‌های اقتصادی، اخلاق و تجارت، سود و استفاده از بهره(ربا) می باشد. از اینرو حاکمیت اخلاق در بازار اسلامی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعات، افزایش شفافیت و در نهایت ایجاد کارایی در بازار می گردد.

ضرورت و اهمیت موضوع

یکی از انواع مهم بازارها، بازار سرمایه است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت موثر است. نقصان اطلاعات در این بازار موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات که جزء جدایی‌ناپذیر فرآیند تصمیم‌گیری است، هرچه شفاف تر و قابل دسترس تر باشد، می تواند به اتخاذ تصمیمات صحیح تری در زمینه تخصیص بهینه منابع منجر گردد و در نهایت باعث کارایی تخصیصی و شفافیت بازار شود که هدف نهایی بازار سرمایه است. رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی- قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می دهد.(تجویدی، ۱۳۸۷)

همانطور که گفتیم تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیازمند اطلاعاتی است که بتوان با کمک آن‌ها منابع موجود و در دسترس را به‌گونه ای مطلوب تخصیص داد. یکی از مهم ترین عوامل در تصمیم گیری صحیح، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشود، تاثیرات منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. بهره‌گیری از اطلاعات افشا شده و به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که این اطلاعات به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. چنانچه اطلاعات فاش شده، این ویژگی ها یا بعضی از آن‌ها را نداشته باشد بدون تردید ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت گذاری اوراق به شیوه ای مطلوب انجام نخواهد شد. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع اطلاعات در قیمت اوراق بهادار با کارایی بازار ارتباط تنگاتنگی دارد. (وطن پرست، ۱۳۸۷)

در دو دهه گذشته شفاف سازی اطلاعات مالی تاثیر مهمی بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران داشته است. تعداد فزاینده پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که در دسترس بودن و کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها دو عامل کلیدی تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران است. (ونلند، ۲۰۰۳)

علاوه بر این در سال های اخیر در حوزه مالی- رفتاری، نقش رفتار انسان به عنوان متغیری اثرگذار بر سایر متغیرهای مالی، که در گذشته در نظر گرفته نمی‌شد، با تأکید بیشتری مطالعه می شود. (سعیدی، ۱۳۸٦) برای مثال آدام اسمیت نظریه احساسات اخلاقی[1] را به تشریح اصول روان شناختی رفتار فردی اختصاص داد.(جعفری و دولتی، ۱۳۸٦) مطالعات زیادی نحوه عملکرد غیرمنطقی افراد در مباحث سرمایه گذاری و پولی را نشان می دهد.(خواجوی، قاسمی، ۱۳۸٤)

از اینرو جهت افزایش کارایی بازار، توجه به اینکه رفتار سرمایه گذاران از عوامل گوناگون متاثر است، حائز اهمیت می باشد. این عوامل به وجود آورنده ابهامات رفتاری در رفتار سرمایه‌گذاران است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعات مالی است که تحلیل‌های نادرست و گمراه کننده را به همراه خواهد داشت. شفافیت اطلاعاتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقدشوندگی سهام، کاهش هزینه های نمایندگی و توزیع مناسب تر

[1] Theory Of Moral Sentiments.

منابع مالی می شود. اهمیت افشای مناسب و شفافیت اطلاعات، ضرورت تدوین سیاست های مشخص و ساختارهای سازمانی مناسب را را برای ارزیابی و بهبود شفافیت توجیه می کند.

پیشینه تحقیق

برخی از مطالعات انجام شده داخلی در زمینه مالی رفتاری، کارایی اطلاعاتی، کارایی و شفافیت، و اخلاق و کارایی در بازار سرمایه به شرح جدول شماره ۱ می باشد:

جدول ۱. پیشینه مطالعات انجام شده

پژوهشگر	عنوان پژوهش	هدف و نتایج
مصطفی سلیمی فر، زهرا شیرزور (۱۳۸۹)	بررسی کارایی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس	بررسی کارایی اطلاعاتی بازار سهام و این که سازمان بورس چقدر در ایفای نقش خود موفق بوده است .دراین تحقیق کارایی در سطح ضعیف با آزمون فرضیه گام تصادفی مورد ارزیابی واقع شده است.
علی صالح آبادی مهدی‌یار مهران‌راد (۱۳۹۱)	آزمون کاراَیی اطلاعاتی سطح ضعیف بورس اوراق بهادار تهران	سنجش عملکرد پرتفوی بهینه مدل تک عاملی شارپ به عنوان یکی از روشهای انتخاب سبد سرمایه گذاری موسوم به نظریه های نوین مالی، نسبت به عملکرد شاخص بازار به جهت بررسی کارایی روشهای نوین، طی دوره مهر ۱۳۸۲ الی شهریور ۱۳۸۷
سعید راسخی، امیر خانعلی پور (۱۳۸۸)	تحلیل تجربی نوسانات و کارایی اطلاعاتی بازار سهام (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)	بررسی برخی از ویژگی های بازار بورس اوراق بهادار تهران
محزون (۱۳۸۸)	بررسی ارتباط میان ویژگیهای فردی، حرفه ای و شخصیتی با تورشهای رفتاری متداول در میان سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه	بررسی تورشهای رفتاری در میان مدیران و متخصصان نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران
اسلامی بیدگلی و همکاران(1386)	بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران	سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران جهت تعیین ارزش سهام، کمتر از روشهای کمی استفاده مینمایند و قضاوتهای ایشان بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از افراد به عنوان مشارکت کنندگان پیشرو در بازار سرمایه است.
امراله امینی، مصطفی امامی، علیرضا امامی(۱۳۹۱)	تاثیر شفافیت بر کارایی بازار سرمایه با تاکید برحاکمیت شرکتی	هدف از شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها و دولتهاست تا واحدهای اقتصادی را در قبال سیاستها و عملکردهایشان پاسخگو نگه دارد. هر قدر نشر اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان گرفتن تصمیمات آگاهانه بیشتر می شود. امکان رشد فساد کاهش می یابد
الناز تجویدی (۱۳۸۷)	شفافیت و کارایی بازار سرمایه	ارائه ابعاد مختلف شفافیت و بررسی اثر شفافیت بر ثبات و کارایی بازار سرمایه
عباس عباسی (۱۳۸۴)	تحلیل سیستمی راه‌کارها و موانـع افزایش شفافیت در بازار سرمایهٔ ایران	بیان موانع و راهکارهای شفافیت در بازار سرمایه ایران و ارائه راهکارهایی جهت رفع این موانع

مهدی نجفی(۱۳۸٤)	اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام	تلاش برای حاکم کردن اخلاق اسلامی در بازار، سرانجام به افزایش کارایی می‌انجامد. هنجارهای اخلاقی اسلامی از قبیل آزادی از ربا، غرر، غبن، جهالت و...با نظریات کارایی قابل شناسایی اند.

مفهوم شفافیت

در فرهنگ وبستر، شفافیت بدین صورت تعریف شده است: "باز بودن یا گشودگی موسسه‌ها، آشکار بودن موسسه‌ها، صداقت و درک‌پذیری آسان." در این تعریف منظور از باز بودن یا گشودگی موسسه‌ها، دسترسی آسان به عملیات داخل شرکت و منظور از آشکار بودن موسسه‌ها، وضوح اطلاعات است.

گروه تخصصی شفافیت در دانشگاه بروکینگز[۲] شفافیت را به عنوان درجه گشودگی و بازبودن موسسه ها بیان کرده است؛ یعنی میزان نظارت و ارزیابی اعمال افراد داخل شرکت (مانند مدیران) توسط افراد خارج از شرکت (مانند سهامداران). در تعریف فلورینی (۱۹۹۹) از شفافیت پاسخگویی برجسته تر شده است. وی شفافیت را به عنوان "افشای اطلاعاتی توسط شرکت ها که برای ارزیابی عملکرد آنها مفید باشد"، تعریف کرده است. از دیدگاه وی، شفافیت ابزاری برای تسهیل فرایند ارزیابی عملکرد شرکتهاست. تاکید بر حق دسترسی به اطلاعات (با در نظر داشتن حریم هر دو طرف تهیه کننده و استفاده کننده) و امکان ارزیابی عملکرد شرکت ها با استفاده از این اطلاعات در تعریف های یاد شده برجسته تر شده است. در واقع شفافیت ارتباطی تنگاتنگ با پاسخگویی دارد و علت تقاضا برای شفافیت این است که بازار، شرکت‌ها را بابت سیاست‌های انتخاب شده و عملکرد آن‌ها مسئول می‌داند. (کافمن و بلیور، ۲۰۰۵)

ویشواناث و کافمن به نقل از فلورینی (۱۹۹۸) نشان دادند که شفاف سازی نقطه مقابل پوشیدگی (پنهانی) است. پوشیدگی به معنای مخفی کردن عمل یک فرد به طور آگاهانه است، در حالی که شفاف سازی مالی نوعی از شفافیت است که مربوط به موضوعات مالی است و شامل صحت اطلاعات، کامل بودن اطلاعات و به جا بودن آن (به موقع بودن) است. (ویشواناث و کافمن، ۲۰۰٦)

ویش‌واناث و کافمن شفافیت را "افزایش جریان به‌موقع و درخور اتکای اطلاعات اقتصادی، اجتماعی و سیاسی که در دسترس همه ذینفعان مربوط باشد"، تعریف کرده‌اند. همچنین، این دو، نبود شفافیت را به‌عنوان "ممانعت عمدی از دسترسی به اطلاعات، ارائه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات ارائه‌شده" تعریف کرده‌اند. دیدگاه سازمان همکاری و توسعه اقتصادی گسترده‌تر است و شفافیت را به‌عنوان "ارتباط متقابل بین شرکت‌ها و سایر گروه‌های ذینفع" بیان می‌کند. هر قدر تبادل اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان گرفتن تصمیم های آگاهانه و پاسخگویی بخش خصوصی و دولتی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع، بهتر می شود و رشد فساد کاهش می یابد. (ویشواناث و کافمن، ۱۹۹۹)

وجه اشتراک همه این تعریف ها، «قابلیت دسترسی به اطلاعات» و «توانایی برقراری ارتباط و وجود جریان ارسال و دریافت اطلاعات» است (تجویدی، ۱۳۸۷).

امروزه تقاضا برای شفافیت فعالیت نهادها و بازارها به شدت افزایش یافته است. بسیاری از استدلال هایی که درباره ایجاد یک نظام مالی جدید جهانی مطرح می شود، پیش از هر چیز بر درخواست افزایش شفافیت متمرکز است. هدف از درخواست

[2] Brookings

شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها یا دولتهاست تا سایرین را در برابر سیاستها و عملکردهاشان پاسخگو نگه دارند. بنابراین، شفافیت را می‌توان به منزله اطلاعاتی دانست که توسط نهادها منتشر می‌شوند و مربوط به ارزیابی این نهادهاست (حیدری، ۱۳۸۳).

شفافیت در بازار سرمایه

بازار سرمایه یکی از ارکان بازارهای مالی است و نقش بسزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها داشته و در بسیاری از کشورهای جهان نقش تامین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاه های اقتصادی را برعهده دارند (اکبری و جلیلیان، ۱۳۸۹).

شفافیت در بازار سرمایه به معنای شفاف بودن اطلاعات در مورد شرکت هایی است که سهام آن‌ها مورد معامله قرار می گیرد. اطلاعات جزء جدایی ناپذیر فرایند تصمیم‌گیری است و هرچه شفافتر و در دسترس تر باشد، می تواند به گرفتن تصمیم های صحیحتری در زمینه تخصیص بهینه منابع منجر شود. این امر در نهایت، دستیابی به کارایی تخصیصی (که هدف نهایی بازار سرمایه است) را به دنبال دارد. از این‌رو، وجود اطلاعات شفاف در بازار سرمایه نقشی مؤثر در کاهش هزینه اطلاعات و مبادلات و بهبود فرایند تصمیم گیری دارد. (تجویدی، ۱۳۸۷)

شفافیت بازار سرمایه، به میزان اطلاعات مربوط به شرایط بازار و معاملات، در یک مبنای زمانی خاص، اطلاق می شود که این شفافیت، اغلب به دو دسته تقسیم می شود.

۱) شفافیت قبل از معامله (پورابراهیمی،۱۳۸۲) که به اعلان و نشر قیمت ها یا دیگر عملگرها و شاخص های مرتبط با معامله، بر می گردد.

۲) شفافیت بعد از معامله (جونز، ۱۳۸۲) که مربوط به افشای داده ها و اطلاعات معاملات انجام شده، می باشد.

بازارهایی که مقدار کمی از اطلاعات را افشا می کنند، غیر شفاف تلقی می شوند. (بسمبیندر و همکاران، ۲۰۰۵)

در صورت شفافیت بازار، هیچ فردی نباید بتواند به علت دسترسی به اطلاعاتی خاص، معامله ای انجام دهد که دیگران به دلیل نداشتن آن اطلاعات قادر به انجام آن نیستند. هرچه اطلاعات شفاف تر باشد، امکان رقابت سالم و مساوی برای کسب بیشترین سود نیز برای همه بیشتر فراهم می شود. کمبود اطلاعات باعث افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع و بروز بحران ها و نوسانهای شدید در بازار سهام می شود.

برخی از مهم ترین کارکردهای افزایش شفافیت در بازارهای مالی عبارت است از:

- پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری: در واقع دسترسی بهنگام به اطلاعات مناسب، مایه حیات پاسخگویی است. شفافیت و صداقت در ارائه اطلاعات، برای اعتماد و کاهش فساد حیاتی است. امروزه افزایش شفافیت و پاسخگویی منجر به افزایش مسئولیت‌پذیری نیز می‌شود. با افزایش مسئولیت‌پذیری، عملکرد شرکتها بهبود می‌یابد.
- کارایی: کارایی بازار مالی منوط به شفافیت اطلاعات است. هر قدر این شفافیت ارتقا یابد، کارایی بازار سرمایه نیز افزایش پیدا می‌کند. جو عمومی اعتماد در بازار مبنی بر شفافیت اطلاعات ارائه شده و عبور آنها از فیلترهای رسمی که در مورد شفافیت آن‌ها اطمینان نسبی دهد، در افزایش و بهبود کارایی بازار مالی نقش بسزایی خواهد داشت. در صورتی که با افزایش شفافیت اطلاعات، بازار مالی از ثبات نسبی برخوردار شود و احتمال وقوع بحران کاهش یابد. اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذار با در دست داشتن اطلاعات شفاف منابع مالی خود را در اختیار شرکت‌هایی قرار می‌دهد که توان استفاده کارا از آن را دارند. این به معنای بهبود کارایی تخصیصی در بازار است و منجر به خروج شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف از بازار می‌شود.

- تخصیص سرمایه: اصولا سرمایه‌گذاران به دنبال مکانی برای سرمایه‌گذاری هستند که بیشترین بازدهی و کمترین ریسک را برای آنها به همراه داشته باشد. از این‌رو، شرکت‌هایی که در نشان دادن عملکرد خود شفاف عمل نمی‌کنند، ریسک سرمایه‌گذاری خود را بالا برده و جذابیت خود را از دید سرمایه‌گذاران از دست می‌دهند. این اقدام ممکن است با وجود سودده بودن شرکت، سرمایه را به سمت آن سوق نداده و باعث تخصیص نیافتن بهینه منابع گردد.
- کشف قیمت: یکی از عوامل موثر در دستیابی به کشف قیمت واقعی، لزوم شفافیت در اطلاعات ارائه شده است. هرچه اطلاعات افشاشده بیشتر و صحیحتر باشند، فرآیند کشف قیمت آسانتر و دقیقتر خواهد بود.
- نامتقارن بودن اطلاعات: با حرکت سنتی به سمت جامعه مدرن، میزان نامتقارن بودن اطلاعات افزایش می‌یابد، چرا که با تقسیم کار بیشتر و تخصصی‌تر شدن کارها، هر فرد تنها در موارد معدودی از فعالیت‌ها اطلاع دارد. نامتقارن بودن اطلاعات دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های افراد و شرکت‌ها، ضعف عملکرد شرکت‌ها و بازارها، کاهش نقدشوندگی در بازارها و از دست رفتن کارایی بازارها خواهد شد. افزایش شفافیت باعث از بین رفتن نامتقارن بودن اطلاعات و در نهایت حذف رانت‌های اطلاعاتی می‌شود. (امینی، ۱۳۹۱)

افزایش شفافیت اطمینان می دهد که منافع حاصل از ایجاد ثروت در سطح کل بازار به صورت عادلانه ای توزیع می شود و تنها در اختیار عده اندکی از مشارکت کنندگان قرار نمی‌گیرد.

تعریف کارایی

مهم‌ترین ویژگی بازار سرمایه کارایی آن است. در صورت کارا بودن بازار، هم قیمت‌ها به طور عادلانه و صحیح تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود. نشانه موفقیت بازار به این معنی است که قیمت ها به طور پیوسته منعکس کننده اطلاعات جدید باشند. بنابراین بازاری را می توان کارا نامید که توان لازم برای پردازش اطلاعات را داشته باشد.(سلیمی‌فر، شیرزور،۱۳۸۹)

تعاریف متعددی در طول سالیان از فرضیه بازار کارا به عمل آمده که ذیلاً به برخی از آنها اشاره می کنیم:

فاما[3] (۱۹٦۵): «کارایی بازار سرمایه در صورتی تحقق خواهد یافت که در تنظیم قیمت‌ها در طی زمان، بازار از اطلاعات موجود به نحو احسن استفاده نماید»

جنسون[٤] (1987;): «بازاری را کارا می نامیم که نتوانیم با استفاده از مجموعه اطلاعات خود سود ایجاد کنیم»

بنابراین بازاری را می توان کارا نامید که کارایی لازم را برای پردازش اطلاعات داشته باشد. به عبارت دیگر قیمت ها در هر زمان نشان دهنده ارزیابی صحیحی از اطلاعات موجود است. در نتیجه قیمتها منعکس کننده کامل اطلاعات موجود خواهند بود. در ادامه به بررسی انواع کارایی می پردازیم. (فاما، ۱۹۷٦)

کارایی تخصیصی: زمانی بازار به کارایی تخصیص خواهد رسید که تخصیص منابع مالی به بهترین موقعیت های سرمایه گذاری اختصاص یابد به عبارت دیگر منابع محدود مالی که از طریق پس اندازکنندگان ایجاد می گردد، به طرح هایی اختصاص یابد که بالاترین سطح درآمد مورد انتظار را در آینده خواهند داشت.

---

[3] Fama
4Jenson

کارایی عملیاتی: کارایی عملیاتی زمانی حاصل می شود که عملیات واسطه گری با حداقل هزینه ممکن انجام شود. این موضوع باید در سطح بازار به طور کلی و در هر معامله به طور اخص صادق باشد.(اله یاری، ۱۳۸۷)
کارایی اطلاعاتی: کارایی اطلاعاتی زمانی حاصل می‌شود که قیمت اوراق بهادار منعکس کننده کامل اطلاعات موجود در دسترس باشد اگر در بازاری به کارایی اطلاعاتی برسیم سرمایه گذاران نمی توانند با داشتن اطلاعاتی خاص به سود غیر عادی و غیر معمول دسترسی داشته باشند. (بامول، ۱۹۷۲).
با توجه به اهمیت شفافیت اطلاعات در ایجاد کارایی در بازارهای مالی، برطرف کردن موانع شفافیت و بکارگیری راهکارهایی جهت افزایش شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه از اهمیت ویژه برخوردار است. از اینرو در این بخش به بررسی وضعیت کارایی و شفافیت بازار سرمایه در ایران پرداخته و در بخش بعدی با توجه به اهمیت اخلاق در افزایش اعتماد و شفافیت در بازار، به بیان آموزه های اخلاقی اسلام که در افزایش شفافیت مؤثرند، می پردازیم.

وضعیت کارایی و شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه ایران

نگاهی گذرا به سه دهۀ قابل تفکیک در فعالیت بورس اوراق بهادار تهران که رکن اصلی بازار سرمایۀ کشور محسوب می شود؛ نشان دهندۀ آن است که کارآیی در فعالیت این بورس، از کمترین جایگاه برخوردار بوده است. بررسی بحث کارآیی بازار سرمایۀ، مربوط به دوران حیات مجدد بورس اوراق بهادار تهران است که با آغاز اولین دورۀ برنامۀ پنج سالۀ توسعۀ اقتصادی،اجتماعی و سیاسی کشور، همزمان شده است.
کلیۀ تحقیقات انجام شده در مورد وضعیت کارآیی بازار سرمایه، از فقدان سطح ضعیف کارآیی در بورس اوراق بهادار تهران، خبر می دهند. به عبارت دیگر، بورس اوراق بهادار تهران، حتی از سطح ضعیف کارآیی که حداقل میزان کارآیی تعریف شده در بازار سرمایه می باشد نیز، برخوردار نیست.مهم ترین پیامد چنین وضعیتی، عدم تخصیص بهینۀ منابع مالی کشور به بخش های سودآور اقتصادی برای رشد و توسعۀ کشور است. تخصیص غیر بهینۀ منابع مالی کشور، سبب اتلاف منابع مالی شده که نتایج زیانباری را برای اقتصاد کشور در بر خواهد داشت. (پورابراهیمی، ۱۳۸۲)

موانع عدم شفافیت بازار سرمایۀ ایران

۱) انجام معاملات صوری: در این روش، یک نفر به تنهایی و یا به کمک فرد دیگری، اقدام به خرید و فروش همزمان سهام می کنند. اگرچه ظاهراً معامله ای انجام گرفته ولی تغییر مالکیت واقعی صورت نگرفته است. هدف از این گونه معاملات، ایجاد قیمت مصنوعی و غیر واقعی برای سهام، به منظور کسب سود یا نشان دادن زیان مصنوعی برای اهداف مالیاتی است.در حال حاضر در اکثر بورس های دنیا، معاملات صوری غیر قانونی اعلام گردیده است. (جهانخانی، پارسائیان، ۱۳۷۵)
۲) انتشار اخبار کذب: یکی از روش های سوء استفاده، انتشار اخبار کذب در بازار با هدف پایین آوردن قیمت و خرید سهام به قیمت های پایین و سپس انتشار اخبار مساعد در بازار، با هدف افزایش قیمت سهام و فروش سهام به قیمت های بالاتر می باشد. این روش ها معمولاً از سوی مقام های رده بالای دولتی، کارگزارن بورس و مدیران ارشد شرکت ها به کار گرفته می شوند.
۳) **تشکیل ائتلاف:** ائتلاف، عبارت است از اتحاد موقت دو یا چند نفر، با هدف مشترک در معاملۀ سهام. هر یک از اعضای ائتلاف، باید مقدار مشخصی سرمایه، به حساب مشترک واریز نماید. مدیر ائتلاف که معمولاً از زمرۀ کارگزاران و معامله گران در بورس اوراق بهادار است؛ در انجام وظیفۀ محوله دارای تجربه و مهارت است. در بعضی موارد، مدیران ارشد شرکتی که سهام آنها مشمول ائتلاف گردیده نیز عضو ائتلاف می شوند. این مدیران، چون در به دست آوردن سود شریک اند، با ائتلاف

همه نوع همکاری می کنند. آنها اخبار نامساعد را تا زمانی که ائتلاف، کلیهٔ سهام خود را در بازار نفروخته، انتشار نمی دهند یا اخبار مساعد دست اول را ابتدا در اختیار ائتلاف قرار می دهند تا آنها سهام شرکت را جمع آوری کرده و سپس این اخبار را منتشر می کنند.

٤) ندادن اطلاعات از سوی شرکت ها و استفاده از اطلاعات محرمانه توسط دست اندرکاران شرکت: یکی از مهم ترین منابع اطلاعاتی سرمایه گذاران، صورت های مالی شرکت و سایر اطلاعاتی است که از طرف شرکت منتشر می شود. اگر شرکت، اطلاعات را به موقع در اختیار سرمایه گذاران قرار ندهد آنها در تصمیم گیری ، دچار اشتباه خواهند شد. نکتهٔ مهمتر اینکه، ممکن است وقایعی در شرکت رخ دهد که تاثیر قابل توجهی بر وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت داشته باشد. نخستین افرادی که از این وقایع مطلع می گردند، دست اندرکاران و مدیران شرکت ها می باشند. آنها با تحلیل پیامدهای وقایع، سهام را ارزیابی و قبل از دیگران، اقدام به خرید و فروش سهام می کنند و از این طریق سودهای کلانی بدست می آورند. در این گونه موارد، سرمایه گذارانی که به اطلاعات، دسترسی ندارند متحمل زیان خواهند شد.

٥) ارائهٔ اطلاعات نادرست از سوی شرکت ها: بعضی از مدیران شرکت ها سعی دارند که نتیجهٔ اقدامات خود را بهتر از آنچه هست، جلوه دهند. در بعضی از شرکت ها، پاداش مدیران تابعی از افزایش قیمت سهام شرکت است. بنابراین آنها کوشش خواهند کرد تا سود شرکت را بالاتر نشان دهند و انتشار این اخبار، باعث خواهد شد تا قیمت سهام، افزایش یابد. اگر بعد از انتشار اخبار مشخص گردد که سود واقعی شرکت افزایش نیافته، قیمت سهام کاهش می یابد و عده ای که بر اساس اخبار مساعد، سهامی را خریده اند زیان خواهند دید. (همان)

عدم نظارت و حسابرسی های دقیق بر صورت های مالی شرکت ها، باعث به وجود آمدن چنین سوء استفاده هایی خواهد شد که در نهایت، بازار را از حالت کارآیی خارج و به سمت عدم کارآیی سوق می دهد.در بخش های قبل، مشکل انتشار اطلاعات وجود داشت در حالیکه در این بخش، بحث صحت اطلاعات مطرح است.

در بازار سرمایهٔ ایران برای این گونه موارد، قوانین و مقررات تدوین شده ای وجود دارد ولی آنچه مهم است نحوهٔ اجرای این قوانین است که در بعضی موارد به علت غیر شفاف بودن آنها و همچنین عدم تشخیص علت چنین اتفاقاتی، ناکارآمد هستند.(عباسی،١٣٨٤) اگر چه تدوین قوانین و مقررات مربوط به مدیران شرکت ها و کارگزاران دولتی میتواند تا حدی در زمینه رفع این موانع مؤثر باشد، اما قوانین و مقررات زمانی می تواند کارآمد باشد که افراد به آن احترام گذاشته و ملزم به رعایت آن باشند و حاکمیت آموزه های اخلاقی اسلامی علاوه بر اینکه می تواند نقش مؤثری در ایجاد فضای سرشار از صداقت و اعتماد در بازار داشته باشد، باعث پرورش انسان هایی قانون مدار در بازار گردد.

اخلاق در بازار سرمایه

تاریخ این نکته را اثبات می کند، بیشترین سرمایه گذاری را کشورهایی جذب نموده اند که از بالاترین معیارهای اخلاقی برخوردار بوده اند و در مقابل کشورهایی با معیارهای نازل اخلاقی و فساد گسترده کمترین سرمایه را جذب کرده اند. اخلاق استوار، ضرورت فعالیت اقتصادی است. کل نظام بازار آزاد بر پایه اعتماد بنا می شود. هر بار که یک قرارداد امضا می شود یا مصرف کننده ای یک کالا را خریداری می کند، دامنه اعتماد گسترش می یابد. اگر یک فعال اقتصادی حرفش را زیر پا بگذارد یا آگاهانه کالا یا خدمت معیوبی را بفروشد، در اعتماد عمومی خلل ایجاد می شود. (کاناگا، ١٣٧٧)

یک بازار سهام موفق، نمونه خوبی از نقش مبرمی است که اعتماد ایفا می کند. در این بازار، سرمایه گذاران پولشان را در اختیار مدیرانی قرار می دهند که می توان به آنها اعتماد کرد و آنها نیز عاقلانه وجوهی را که با اعتماد سپرده شده است،

سرمایه گذاری می کنند. بی تردید مواردی وجود دارد که اعتماد آنها به خطا رفته است؛ و چنین ناکامی‌هایی انگیزه قدرتمندی برای ایجاد قوانین رفتار تجاری ایجاد کرده است. اما این ناکامی‌ها در مجموع رخدادها، حوادث کم اهمیتی بوده اند. در غیر این صورت، مردم به سرمایه گذاری در بازار بورس ادامه نمی‌دادند. اما اگر رهبران به قوانین بی اعتنایی کنند، قوانین رفتار تجاری تنها بر روی کاغذ ارزشمند خواهد بود. اگر رهبران جامعه اقتصاد با دو اصل راستی و صداقت کنار نیایند، دیگران نیز به این اصول بی اعتنا خواهند بود.

برای آنکه قوانین رفتاری شرکت در عمل ابزار کارآمدی باشد، رهبران شرکت باید با آن کنار بیایند. اگر مسئولی با رفتار خویش نشان دهد که این قواعد کم اهمیت است، هر فردی در شرکت چنین تصوری خواهد داشت. وقتی مدیران به روشنی مشخص سازند که انتظار پیروی راسخ از قوانین رفتاری را دارند، جو موجود در شرکت به سرعت تغییر می کند. دولت نمی تواند صداقت و راستی را قانونمند کند. رهبران جامعه اقتصادی، کارآفرینان و مدیران شرکتها، باید این صفات را هر روز نشان دهند تا به هنجارهای اجتماعی تبدیل شود. برای مثال، هر مجری اقتصادی- و سازمانی که وی بدان تعلق دارد- باید راهنمایی کننده باشد و دولت باید به روشنی نشان دهد که در حوزه خویش یا جامعه اقتصادی، فساد را تحمل نمی کند.(کاناگا، ۱۳۷۷)

بنابراین اخلاق در بازار سرمایه نقش بسزایی در ایجاد اعتماد، راستی و صداقت در ارائه اطلاعات تاثیرگذار بر قیمت و در نهایت افزایش شفافیت و کارایی دارد.

.

اخلاق اسلامی و رفع موانع شفافیت در بازار سرمایه

سرمایه گذاران در بازار سهام را می توان به دو دسته تقسیم کرد. دسته اول سرمایه گذاران واقعی هستند که به فعالیت آن ها بورس بازی منطقی و عقلایی می گویند و دسته دوم افرادی هستند که بورس بازی کورکورانه را انجام می دهند. هدف اصلی این افراد کسب سود آنی و سریع، در مدت زمانی کوتاه است. بنابراین برخی از بورس بازان برای دستیابی به اهداف خود اعمال ناپسندی را تحت عناوین زیر انجام می دهند.

۱) آنها با دستکاری قیمت ها از طریق مکانیزم عرضه و تقاضا، قیمت سهام را به سمت قیمت غیر واقعی، سوق می دهند. که به دستکاری قیمت ها در بورس، معروف است.

۲) تبانی و اشاعهٔ اخبار و اطلاعات کذب، جهت افزایش و یا کاهش مصنوعی قیمت سهام در بازار.

۳) انجام معاملات صوری در بازار، جهت رسیدن به منافع خود. این امر باعث نامطمئن شدن قیمت ها در بازار می شود.

٤) انجام معاملات بر مبنای اطلاعات داخلی که در اختیار همگان قرار نگرفته است. در صورتی که این اطلاعات در اختیار همگان قرار گیرد، به طور یقین، قیمت سهام تغییر قابل ملاحظه ای می یابد. بنابراین آنها در یک رقابت ناعادلانهٔ فردی، درآمد کسب می کنند.(عباسی، ١٣٨٤)

بنابراین در بازاری که گروهی خاص، چنین اقداماتی انجام می دهند؛ در واقع، دامی را گسترانیده اند که در آن سایر سرمایه گذاران متضرر خواهند شد. به عنوان مثال، با انجام معاملات صوری، گروه های خاص همانند صیادی عمل می کنند که برای صید خود، طعمه تدارک می بینند. اثبات صوری بودن معاملات، بسیار مشکل بوده و تنها راه مقابله با آن، فرهنگ سازی برای گروه های خاصی است که دست به چنین اقداماتی می زنند و تدوین قوانین و مقررات و مجازات ها برای این مورد، مؤثر نمی باشد..

از اینرو، شفافیت بخشیدن به بازار برای حفظ منافع عموم سرمایه گذاران، مهم ترین اصلی است که از طریق پیروی بازار از آموزه های اخلاقی باید راهنمای عمل قرار داد. بنا نهادن بازاری شفاف و کارآمد، به اطلاع رسانی حقیقی و به هنگام نیاز دارد

که خود مستلزم نظارت دقیق بر عملکرد بازار است. نظارت نیز آن گاه می تواند به گونه ای اصولی و بدون آنکه بازدارنده فعالیت سرمایه گذاران و فعالان بورس باشد، عمل کند که به یک مجموعه قانونی جامع و کارآمد اتکا داشته باشد. بنابراین، نخستین اولویت بازار سرمایه در اوضاع و احوال کنونی، تدوین و صورتبندی قوانین مناسب بر اساس آموزه های اخلاقی اسلامی و پر کردن خلا احتمالی موجود میان قوانین و اصول اخلاقی است که باید بر فعالیت بازار حاکم باشد. در اینجا به بیان برخی از مهمترین اصول و قوانین اخلاقی اسلام که در افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار مؤثرند، می پردازیم:

- حاکمیت یاد خدا

حاکمیت یاد خداوند بر فضای بازار اسلامی سبب توجه به قیامت و حاکمیت برخی ارزش های اخلاقی نطیر: دوری از ظلم و اجحاف، پرهیز از حیله و فریب و فساد و کلاهبرداری، گرفتن سود عادلانه، پرهیز از مغبون کردن دیگران، .. می شود. در واقع این امر به وجود آورنده و پیشنیاز سایر مواردی است که در زیر به آنها اشاره می شود.

- صداقت

یکی از صفت هایی که در قرآن کریم تأکید فراوانی بر آن شده، صداقت است منظور از صداقت، معنای وسیع آن، یعنی صدق در نیت، رفتار و ساختار است. امانت داری، وفای به عهد، انصاف و هر آنچه در گفتار یا عمل به اطمینان و اعتماد طرفین مبادله منتهی شود، درون آن قرار دارد. صداقت در ارتباط فرد با خود، خدا، افراد دیگر جامعه و با محیط تجلی پیدا می کند و در فرد یا بازار به عنوان یک ملکه رسوخ یافته، پایدار می شود و در نتیجه، میان ظاهر و باطن، گفتار با نوشتار و بیان کالبد و رفتار و همه اینها با یکدیگر تعادل برقرار می کند. در این بازار، طرفین نوعی احساس آرامش از رفتار یکدیگر دارند و پنهان سازی اطلاعات به صورت عمدی در خصوص مبادله یا کالا در بازار وجود ندارد و اگر خطایی صورت پذیرد، امکان جبران خطا در سازوکار بازار وجود دارد. (داودی و همکاران،۱۳۹۱)

آیه های فراوانی در این باره وارد شده است که برای نمونه به برخی از آن ها اشاره می شود:

در قرآن کریم صداقت از صفات متقین شمرده شده است (آل عمران(۳)، ۱۷؛ زمر(۳۹)، ۳۳) و خداوند متعال در آیه های فراوانی به صادقین وعده بهشت داده است (احزاب(۳۳)، ۲٤ و ۳۵) و مومنان را امر فرموده است که با صادقین (معصومین) همراه باشند (توبه (۹)، ۱۱۹).

در روایت هایی نیز صداقت از صفت های پیامبران (کلینی، ۱۳۸۹: ۲،۱۰٤، ح۱) و صدق حدیث و ادای امانت نشانه ی ایمان شمرده شده است (همان: ۱۰۵، ح۱۲). امیرالمومنان علی می فرماید: کم ترین مردم کسی است که در همه ی مواضع راست می گوید (مجلسی، ۱٤۰۳: ٦۸، ۹، ح۱۲). و کسی که ملازم صدق شود نجات می یابد (همان:٦۸، ۹، ح۱۵). در برابر صداقت، دورغ گویی، نیرنگ و خیانت است. دروغ گویی، نیرنگ و خیانت به مسلمین حرام است. آیه ها و روایت های فراوانی بر این مطلب دلالت دارند که به علت روشن بودن مطلب از ذکرشان خودداری می کنیم (کلینی، ۱۳۸۹: ۲، ۳۳۹؛ مجلسی، ۱٤۰۳: ٦۲، ۲۳۲ و همان: ۷۲، ۱۷۱).

در معامله ها و قراردادها، صداقت و دوری از دروغ و نیرنگ و خیانت اهمیت فراوانی دارد. از این رو حضرت امیرالمومنان به تاجران و بازاریان سفارش می کرد که از دروغ گفتن دوری جویند (حر عاملی، ۱٤۱۲: ۱۷، ۳۸۳، ح ۲۲۷۹۹۸)

- ممنوعیت اکل مال به باطل

«یا ایها الذین امنوا لاتاکلوا اموالکم بینکم بالباطل الا ان تکون تجاره عن تراض منکم» (نساء ٤: ۲۹)

این آیه در مقام ارائه دو قانون کلی در عرصه مبادلات است:

۱. تصرف در اموال مردم بر وجه باطل حرام و ممنوع است، بنابراین هر نوع تجاوز، تقلب، غش، دزدی، رشوه، اخذ به زور و امثال آنها که از نظر عرف و عقلا گرفتن مال از طریق آن ها بلاوجه و باطل است و هر نوع معامله که منفعت عقلایی ندارند، از نظر اسلام، باطل و حرام می باشد.
۲. تصرف در اموال دیگران بر وجه تجارت از روی تراضی، صحیح و حلال است.

- **ممنوعیت ضرر و زیان برای خود و دیگران**

پیامبر (ص) می فرماید: «لاضرر و لاضرار علی مؤمن».
این مورد از ضوابط عمومی باب معاملات قاعده نفی ضرر است، این قاعده حاکم بر تمام معاملات عقلایی است. یعنی شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات را تایید می کند که اصل معامله، اطلاق معامله و یا شرایط معامله باعث ضرر و زیان بر متعاملین یا جامعه مسلمین نشود.

- **ممنوعیت غرر**

نهی النبی (ص) عنن بیع الغرر» پیامبر با بیان این نهی، درصدد تنظیم روابط معاملی بین انسان ها است، می خواهد آن گروه از قراردادها را که در اثر خدعه، غفلت و جهالت و با هر عمل دیگری صفت غرری پیدا می کنند و مال یکی از طرفین معامله یا هر دو را در معرض هلاکت و نابودی قرار می دهند، از دایره بیع های مجاز خارج کرده و حکم به فساد آن ها کند.
مفاد قاعده این است که اسلام برای سامان دادن معاملات مردم و جلوگیری از نزاع ها و اختلافات، تمام معاملات غرری را باطل می شمارد و اگر این غرر ناشی از خدعه و نیرنگ یکی از متعاملین یا هردو باشد علاوه بر حکم وضعی بطلان، حکم تکلیفی حرمت نیز خواهد داشت.

- **ممنوعیت ربا**

شاید مهمترین و شاخص ترین تفاوت بین اقتصاد اسلامی با سایر اقتصادها ممنوعیت ربا از دیدگاه اسلام باشد. اسلام با شدت تمام از ربا نهی کرده و آن را از گناهان کبیره شمرده و مرتکب شونده آن را نه تنها به عقاب دردناک آخرت بیم داده به مبارزه دنیوی نیز تهدید کرده است.(صدرائی، میدانی، ۱۳۹۰)

- **پرهیز از تبانی برای بالا بردن قیمت:**

یکی از موانع مهم شفافیت در بازار سرمایه تشکیل ائتلاف برای بالابردن قیمت است. در صورت حاکمیت اخلاق اسلامی این مانع از بین می رود. زیرا هرگونه تبانی برای بالا بردن قیمت در اسلام حرام می باشد.
علاوه بر موارد گفته شده، محققان اسلامی برای نقش اطلاعات در بازار، اهمیت بسیاری قائل می‌شوند. انتشار اطلاعات کاذب و نادرست ممنوع است. همچنین عدم افشای اطلاعات اساسی نیز با هنجارهای اسلامی منافات دارد و طبق سنّت پیامبر اکرم (ص) چنانچه شخصی به علت عدم اطلاع کافی در معامله دچار زیان شود، حق دارد معامله را فسخ کند؛ بنابراین طبق سنّت نبوی، طرفین هنگام معامله باید از قیمت بازار و نیز شرایط دیگر کالای مورد معامله اطلاع داشته باشند.(نجفی، ۱۳۸٤) بنابراین در بازار سرمایه ای که در آن ارزش های اخلاقی حاکم باشد، اطلاعات به صورت شفاف و در دسترس همه بوده و در نتیجه امکان ضرر و زیان برای دیگران وجود ندارد و این امر باعث افزایش کارایی در این بازار می شود.

بحث و نتیجه گیری

بازارهای مالی نقش حیاتی و مؤثّری در دستیابی به توسعه اقتصادی دارند، زیرا این بازارها منابع مالی لازم را برای تولید کالا و خدمات فراهم می‌آورند و از این رهگذر، تولید ناخالص ملّی (GNP) به عنوان یکی از اصلی‌ترین شاخص‌های رشد و توسعه

افزایش می‌یابد. تداوم فعالیت بنگاه‌ها، به در اختیار داشتن منابع مالی و این امر خود به فعال بودن و کارا بودن بازارهای پول و سرمایه (به ویژه بازار بورس اوراق بهادار) بستگی دارد. بدین ترتیب، درآمد ملّی و درآمد سرانه، افزایش خواهد یافت و رشد و توسعه اقتصادی کشور میسر خواهد گردید.

از آنجا که بازارهای فعال در یک اقتصاد از یکدیگر تاثیر می‌پذیرند، نبود شفافیت در یک بازار از کارایی بازارهای دیگر می‌کاهد. بنابراین به منظور دستیابی به توسعه اقتصادی باید شفافیت در تمام بازارها پیگیری و سازوکارهای مناسب با آن بازار برای دستیابی به شفافیت برقرار شود. تدوین و اجرایی کردن استانداردهای حسابداری، افزایش شفافیت سیاست‌های پولی و مالی دولت، تدوین قوانین و مقررات لازم توسط دستگاه‌های مربوط، شناسایی نقاط ضعف در اجرای درست قوانین و مقررات و افزایش کانال‌های اطلاع‌رسانی مناسب می‌تواند اقدامهایی موثر در افزایش شفافیت باشد. با این حال، با توجه مطالعات گسترده ای که در حوزه مالی رفتاری صورت گرفته و بر اهمیت رفتارهای فردی در بازار سرمایه تاکید نموده اند. تدوین دستورالعمل های اخلاقی و فرهنگ سازی برای حاکمیت ارزش های اخلاقی و دینی تا حد زیادی در کاهش حیله و فریب و افزایش صداقت و اعتماد و ایجاد شفافیت موثر بوده و نیاز به نظارت و هزینه برای اجرایی کردن قوانین را کم می کند.

شکل ۱. آموزه های اسلامی مؤثر در افزایش شفافیت در بازار سرمایه

به طور کلی اهمیت شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه باعث توجه به این مساله در سال های اخیر شده است. زیرا اطلاعات از مهم ترین ارکان بازار سرمایه می باشد.آنچه باعث شکل گیری و تغییر انتظارت سرمایه گذاران بازار سرمایه می شود، اطلاعاتی است که به نحوی به این بازار مربوط می گردند. این اطلاعات می تواند شامل هرگونه اطلاعاتی باشد که از منابع مختلف منتشر و به گونه ای تغییراتی را در بازار سرمایه به وجود می آورند. هر سرمایه گذار، بنابر نوع انتظاراتی که بر پایهٔ این اطلاعات، برای خود شکل می دهد، نرخ بازدهٔ مورد انتظار خود را تعیین نموده و بر همین اساس، جهت انجام معاملات، قیمت های پیشنهادی خود را ارائه می دهد. بدیهی است که نوسان این اطلاعات و مهمتر اینکه، غیر شفاف بودن آنها، باعث عدم شکل گیری صحیح انتظارات شده و در نهایت، به شکل گیری قیمت های کاذب و غیر واقعی در بازار، خواهد انجامید.

از طرفی، وجود اطلاعات ناهمگون، باعث شکل گیری سریع معاملات خواهد شد. در چنین شرایطی، معاملات به گونه ای شکل می گیرد که پس از انجام معامله، انتظارات قبل از معامله با واقعیتی که بعد از معامله اتفاق می افتد، بسیار متفاوت خواهد بود. زیرا همان ناهمگونی اطلاعات باعث گردیده تا روند معامله، غیر شفاف شده و به عبارتی نوعی رانت اطلاعاتی ایجاد خواهد شد.چنین بازاری تنها به نفع سرمایه گذارانی عمل خواهد نمود که در معادلهٔ نابرابر اطلاعات، به منابع اطلاعاتی خاصی وابسته اند و بر پایهٔ همین اطلاعات، وارد بازی برد- باخت سرمایه گذاری خواهند شد. چنین بازاری صرفاً انحصاری عمل نموده و برای عده ای خاص می باشد که نه تنها باعث رونق و توسعهٔ اقتصادی کشور نمی شوند بلکه توزیع غیر عادلانهٔ ثروت و تجمع آن در دست عده ای خاص را نتیجه خواهد داد. در این نوع بازار، صنعت و بازار به خدمت رانت خواران اطلاعاتی درآمده و نه تنها فلسفهٔ بازار سرمایه محقق نخواهد شد بلکه باعث وارد آمدن شوک های منفی عمیقی به اقتصاد کشور خواهد شد.(عباسی، ۱۳۸٤)

در بازارهای شفاف اطلاعاتی، کلیهٔ اطلاعات به طور سریع و بی پرده، در اختیار عموم قرار می گیرد و در نتیجه، در چنین بازاری به لحاظ عدم وجود ناهمگونی اطلاعات در طرفین، شیوهٔ تصمیم گیری و نحوهٔ واکنش به این اطلاعات، باعث شکل گیری معاملات خواهد شد. از اینرو تدوین قوانین و منشورهای اخلاقی بر اساس آموزه های اخلاقی که با فرهنگ ملی نیز تناسب دارند، می تواند هزینه نظارت را کاهش داده و اجرای قوانین را نیز تضمین نماید. این امور منجر به ایجاد اعتماد و راستی در بازار و افزایش شفافیت بازار سرمایه می شود.

منابع

۱. اکبری، پیمان، جلیلیان، یوسف، (۱۳۸۹)، "نقش نوآوری های مالی در رشد و توسعه اقتصادی"، ماهنامه اتاق ایران.

۲. اله یاری، اکبر، (۱۳۸۷)، " بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره: ٤، ۷۵-۱۰۸

۳. امینی، امراله، امامی، مصطفی، امامی، علیرضا، (۱۳۹۱)، " تاثیر شفافیت بر کارایی بازار سرمایه با تاکید برحاکمیت شرکتی"، حسابرسی، شماره:۵۹

٤. بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره: ٤، ۷۵-۱۰۸

۵. پور فرج، علیرضا. ۱۳۸٦. « تبیین ابعاد بازار بهینه اسلامی و مقایسه با بازار سرمایه داری (یک رهیافت نظری)». پنجمین همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی

٦. پورابراهیمی.محمدرضا (۱۳۸۲)، " ارزیابی وضعیت کارآیی بازار سرمایهٔ ایران"، بورس، شماره: ۳۹، ٤۸-٤٤.

۷. تجویدی، الناز،(۱۳۷۷)، "شفافیت و کارایی سرمایه"، مجله حسابدار، شماره: ۱۹٦

۸. جعفری، ابوالفضل؛ دولتی،نیکو، (۱۳۸٦)، مقدمه ای بر مالی و اقتصاد رفتاری، بورس، شماره: ٦۹، ۱۰-۱۷
۹. جونز.پی.چارلز، (۱۳۸۲)، مدیریت سرمایه گذاری.(ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش).نگاه دانش، تهران.
۱۰. جهانخانی.علی، پارسائیان.علی، (۱۳۷۵)، بورس اوراق بهادار. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران. چاپ دوم.تهران.
۱۱. حرعاملی، محمد بن حسن(۱٤۱۲ق)، وسائل الشیعه (۳۰ جلدی)، بیروت، موسسه آل البیت (ع) لاحیاء التراث.
۱۲. حیدری، احمد، (۱۳۸۳)، "حکمرانی خوب بنیان توسعه"، مرکز پژوه شهای مجلس شورای اسلامی، دفتر بررسی های اقتصادی،13
۱۳. خواجوی، شکراله، قاسمی، میثم، (۱۳۸٤)، فرضیه بازار کارا و مالی رفتار، تحقیقات مالی، شماره:۲۰، ٤۹-۷۰
۱٤. داودی، پرویز و رجایی، سیدمحمد کاظم و مصطفی کاظمی (۱۳۹۱)، صداقت در مقایسه با شفافیت در بازار اسلامی، معرفت اقتصادی، سال سوم، شماره دوم: ۸۹ ـ ۱۱۵
۱۵. سعیدی، علی (۱۳۸٦)، "مالی رفتاری"، بورس، شماره: ٦۹، ٤-۹
۱٦. سلیمی فر، مصطفی، شیرزور، زهرا، (۱۳۸۹)، " بررسی کارایی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس"، دانش و توسعه، سال هجدهم، شماره:۳۱
۱۷. عباسی،عباس، (۱۳۸٤)،" تحلیل سیستمی راه‌کارها و موانـع افزایش شفافیت در بازار سرمایۀ ایران"، کنفرانس ملی راهکارهای توسعۀ حقوق سرمایه گذاران. شیراز.
۱۸. کاناگا، ویلیام، (۱۳۷۷)، "رفتار اقتصادی شالوده اقتصاد آزاد است"، بورس، شماره:۱۳، ۱۲-۱۳
۱۹. کلینی رازی، ابی جعفر محمد بن یعقوب بن اسحاق(۱۳۸۹ق)، الکافی، تحقیق علی اکبر غفاری، تهران: دارالکتب الاسلامیه.
۲۰. مجلسی، محمدباقر (۱٤۰۳ق)، بحارالانوار، بیروت: موسسه الوفاء ، دوم.
۲۱. نجفی، مهدی، (۱۳۸٤)، "اخلاق و کارایی در بازار سهام از دیدگاه اسلام"، اقتصاد اسلامی، اقتصاد اسلامی شماره:۱۸.

1. Baumol, w.j.B.(1972), the stock market and economic efficiency, new work, Fordham university review.p.212.
2. Bessembinder. Hendrik, Maxwell .William ,Venkataraman. Kumar.(2005).Market Transparency and Institutional Trading Costs.
3. Fama Eugene f., (1976), foundation of finance, new work, basic books lnc. Publishers, , p. 136.165
4. Fama, Eugene. F.(۱۹٦٥) ,"The Behavior of Stock Price ",journal of Business.
5. Florini A.M., Transnational Civil Society, Tokyo: Japan Centre for International Exchange, 1999
6. Jensen Michael C. (۱۹۷۸) ,"Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics, Vol. ٦, Nos. ۲/۳, pp. ۹٥- ۱۰۱.
7. Kaufmann D. and A. Bellver,(2005) "Trans Parenting Transparency: Initial Empirics and Policy Applications", September.
8. Kim C., D. Park, J.H. Dunning,(2008) "Old Wine in New Bottles: A Comparison of Emerging Market TNCS Today and Developed Country TNCS Thirty Years Ago,"SLPTMD Working Paper Series 11, Oxford: University of Oxford,
9. Vishwanath T. and D. Kaufmann, (1999), Towards Transparency in Finance and Governance, World Bank,