

## برنام خدا

جناب آقای عشقی

ریاست محترم سازمان بورس و اوراق بهادار

با سلام و احترام؛

همانگونه که مستحضرید در سالهای اخیر اصلاح ریزساختارهای بازار به عنوان مطالبه عمومی و برنامه متولیان سازمان مطرح شده است اما همواره با استناد به "شرایط ویژه بازار در حال حاضر"، اصلاحات به تاخیر افتاده و یکی از پیش شرطهای ارتقاء کارایی عملیاتی و اطلاعاتی بازار محقق نشده است.

محدودیت‌های نوسان قیمت در بازارهای اوراق بهادار متشکل به طرق مختلفی طراحی شده و هدف از اعمال این محدودیت جلوگیری از نوسان غیرمعمول قیمت اوراق بهادار در بازه زمانی کوتاه مدت ناشی از خطای سرمایه‌گذاران و شرایط بحرانی بازار است. با این وجود، اعمال محدودیت نوسان قیمت در بازارهای توسعه یافته هرگز منجر به اخلاص در کشف قیمت و نقدشوندگی اوراق بهادار (تشکیل صف خرید و فروش) نشده است (تحقیقات به پیوست نامه ایفاد می‌گردد). حال آنکه محدودیت‌هایی همچون دامنه نوسان ثابت و حجم مبنا بواسطه شکل گرفتن صفوف خرید و فروش در روزهای متوالی خود به معضلی جدی تبدیل شده و به شدت کارایی بازار سرمایه کشور را مختل کرده است. از معایب وجود دامنه نوسان و حجم مبنا به شکل فعلی آن می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱) عدم امکان کشف صحیح و سریع قیمت‌ها؛ وجود دامنه نوسان باعث شده است، کشف قیمت که یکی از کارکردهای اصلی هر بازار مالی است با محدودیت جدی مواجه شود. این مسئله در عرضه‌های اولیه سهام و همچنین در زمان انتشار اخبار مثبت و منفی (به عنوان نمونه، افزایش یا کاهش شدید قیمت کالاهای جهانی، تصمیمات اثرگذار سیاسی-اقتصادی و ...) نمود بیشتری پیدا می‌کند. با توجه به شیوه فعلی عرضه اولیه و اعتقاد عمومی نسبت به زیر ارزش بودن سهام عرضه اولیه، وجود دامنه نوسان و حجم مبنا امکان کشف صحیح و سریع قیمت‌ها را محدود می‌نماید. به عنوان مثال شکستن صف خرید سهام شرکت صنعتی دوده فام با نماد شصدف بیش از یک سال پس از عرضه اولیه ممکن گردید. این پدیده در زمانی که شاخص احساسات بازار به شدت مثبت یا منفی بوده و اخبار قوی در جهت جو جاری بازار منتشر می‌شود، به مراتب تشدید می‌گردد.

۲) کاهش نقدشوندگی اوراق بهادار: یکی از اهداف اصلی تشکیل بازارهای مالی، افزایش نقدشوندگی ابزارهای مالی و به تبع آن منتفع شدن سرمایه‌گذاران و ناشران است، اما تشکیل صفوف خرید و فروش در کنار حجم مبنا، این مزیت بسیار مهم را کم‌رنگ می‌نماید. در شرایط عادی بازار پدیده صف نشینی ممکن است چند روز سرمایه‌گذار را از امکان معامله اوراق بهادار محروم نماید و در شرایط بحرانی بازار این بازه می‌تواند به چندین هفته یا چندین ماه افزایش یابد.

تهران، خیابان ولیعصر، بالاتر از خیابان شهید بهشتی، کوچه دل‌افروز، پلاک ۳۲

فکس: ۸۹۷۸۹۹۷۱ (۰۲۱)

info@seba.ir

کدپستی: ۱۵۱۱۷۱۴۵۱۱ کد اقتصادی: ۴۱۱۳۶۶۹۶۳۴۹۳ شناسه ملی: ۱۰۱۰۳۴۴۳۳۸

۸۴۰۸۷ (۰۲۱)

www.seba.ir



۳) بیش واکنشی نسبت به اخبار: وجود دامنه محدود قیمت منجر به بیش واکنشی قیمت سهام نسبت به اخبار می‌شود. به گونه‌ای که در بعضی از موارد با انتشار اخبار مثبت/منفی تشکیل صف خرید/فروش در روزهای متوالی منجر به جذب/خروج نقدینگی به/از نماد معاملاتی شده و قیمت سهام بیش از حد افزایش/کاهش یابد. تعدیل این اثرات ممکن است چندین هفته به طول انجامد و منجر به نوسانات غیر عادی در قیمت سهام شرکت‌ها گردد.

۴) بی‌ارزش شدن تحلیل اطلاعات: پدیده صف نشینی ارزش تحلیل اطلاعات در بازار سرمایه را از بین برده و خود سیگنال غلطی به فعالین بازار سرمایه از باب تعیین استراتژی صف نشینی به عنوان ساده‌ترین و موثرترین استراتژی کسب منفعت در بورس ارسال کرده و کسب و کار کاذبی برای کسانی که دسترسی بیشتری به سامانه‌های معاملاتی دارند فراهم آورده است. به عبارتی، تشکیل صف خرید برای یک نماد به معنای ارزنده بودن آن است و از آن به بعد اقبال یا مهارت ارسال سریع سفارش و قرار گرفتن در ابتدای صف است که خلق ارزش می‌نماید. همچنین، تشکیل صف فروش به معنی تصمیم برخی از سهام‌داران برای خروج از شرکت بدون توجه به پارامترهای بنیادی شرکت خواهد بود. این پدیده در ۵ ماه ابتدایی سال ۱۳۹۹ نمود بیشتری داشت و منجر به ارسال سیگنال غلط ارزنده بودن برخی از سهام به سرمایه‌گذاران تازه وارد بود و استمرار این پدیده، به اشتباه ریسک سرمایه‌گذاری بر اساس معیار صف نشینی را ناچیز نشان می‌داد.

۵) ساده شدن امکان دستکاری قیمت‌ها: تشکیل صفوف خرید و فروش امکان بی‌بدیلی برای افرادی فراهم آورده است که به دنبال دستکاری قیمت‌ها و کسب منفعت از این طریق هستند. این افراد به واسطه محدود بودن دامنه نوسان قیمتی، حد زیان خود را محدود کرده و با تشکیل صف خرید بر روی یک نماد، توجه پول‌های سرگردان را جلب نموده و به هدف اولیه خود که افزایش بدون پشتوانه قیمت نماد معاملاتی است خواهند رسید و در زمان خروج نیز همان محدودیت نوسان قیمت و تشکیل صف فروش امکان خروج کم هزینه آن‌ها را فراهم می‌آورد. همچنین، در زمان بحران نیز، محدودیت دامنه نوسان و تشکیل صف فروش به کمک این افراد آمده تا بتوانند قیمت سهام را به زیر ارزش ذاتی برسانند و با این اطمینان که در برگشت قیمت سهام نهایتاً با چند درصد بالاتر امکان خرید سهام در صف خرید برای آن‌ها وجود دارد، بی‌دغدغه تلاش کنند تا قیمت‌ها را هرچه بیشتر کاهش دهند.

۶) سرایت‌پذیری جو مثبت و منفی از صنایع به یکدیگر: یکی از اصول اساسی علم سرمایه‌گذاری، تشکیل سبدهای سهام به منظور کاهش ریسک است، چراکه متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری‌ها و استفاده از همبستگی منفی و غیرکامل بین دارایی‌ها امکان کاهش ریسک در سطح مشخصی از بازده را مقدور می‌نماید. ویژگی بارز شرایط بحرانی در بازارها، افزایش همبستگی بازده دارایی‌های مختلف است که عملاً تشکیل پرتفوی برای پوشش ریسک را بی‌اثر می‌نماید. متأسفانه پدیده صف نشینی در بازار سرمایه ایران منجر به افزایش همبستگی بین



قیمت سهام گردیده و در شرایط غیرنرمال این پدیده به شدت تقویت می‌گردد که منجر به افزایش سطح کلی ریسک در بازار می‌شود. به عبارتی، تشکیل صف خرید یا فروش در نمادهای معاملاتی پیشرو در یک یا چند صنعت خاص به معنی ارسال سیگنال به سرمایه‌گذاران سایر نمادها در صنایع مذکور و دیگر صنایع بوده و منجر به شکل دادن رفتار آنها هم جهت با نمادهای پیشرو خواهد شد. حتی در مواردی، حجم صفوف خرید یا فروش می‌تواند به عنوان سیگنال سرمایه‌گذاری برای فعالان بازار و افزایش همبستگی تغییرات قیمت سهام باشد. همچنین، عدم امکان معامله بر روی نمادهای معاملاتی که دارای صف خرید یا فروش هستند، منجر به افزایش تقاضا یا عرضه بر روی سایر نمادهایی خواهد شد که معاملات روانی دارند و پدیده سرایت‌پذیری جو مثبت و منفی از صنایع به یکدیگر را تقویت نماید.

۷) مختل شدن فعالیت بازارگردانی: محدودیت دامنه نوسان و تشکیل صفوف خرید و فروش، فعالیت صندوق‌های بازارگردانی را به شدت محدود کرده و عملاً این نهاد مالی که وظیفه تعمیق و ارتقاء نقدشوندگی بازار را بر عهده دارد به کسب و کاری زیان‌ده تبدیل کرده است. به عبارتی، با وجود دامنه نوسان، کشف سریع و منصفانه قیمت بر اساس اخبار جدید و تغییر متغیرهای کلان اقتصادی و داخلی شرکت‌ها ممکن نیست و بازارگردان ناچاراً برای ایفای تعهدات مقرراتی خود مجبور به خرید سهام به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی و فروش سهام به قیمتی پایین‌تر از ارزش ذاتی در جلسات معاملاتی متوالی خواهد شد و منابع این نهاد مالی در خدمت کسانی خواهد بود که قصد دستکاری قیمت‌ها را دارند. بنابراین، وجود پدیده صف نشینی عملیات بازارگردانی را شدیداً مختل کرده و مانع ورود سرمایه بخش خصوصی به کسب و کار بازارگردانی می‌گردد.

بدیهی است که اعمال محدودیت دامنه نوسان به صورتی که کارایی اطلاعاتی و عملیاتی بازار را مختل نماید و منجر به موارد فوق گردد از اساس اشتباه بوده و باید به نحوی بازطراحی گردد که نتایج فوق حاصل نگردد. یعنی وجود محدودیت نوسان قیمت نباید منجر به تشکیل صف خرید یا فروش گردد. بنابراین با عنایت به موارد فوق و محدودیت‌های ساختاری و سیستمی موجود پیشنهاد می‌شود دامنه نوسان و حجم مبنای تمامی نمادهای معاملاتی بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به شرح ذیل اصلاح گردد.

الف) دامنه نوسان قیمت به سه برابر میزان فعلی افزایش یابد؛ دامنه نوسان برای نمادهای پذیرفته شده در بورس و فرابورس به ۱۵٪، بازار پایه زرد به ۹٪، بازار پایه نارنجی به ۶٪ و بازار پایه قرمز به ۳٪ تغییر کند. (احتمال تشکیل صف خرید یا فروش در بازه ۱۵٪ مثبت و منفی، به شدت کاهش خواهد یافت).

ب) حجم مبنا به صورت موقت به سه برابر مقادیر فعلی افزایش یابد (افزایش موقت حجم مبنا به دلیل پوشش نگرانی سرمایه‌گذاران در خصوص نوسانات شدید قیمت‌ها و امکان زمانی تعدیل رفتار فعالان بازار خواهد بود).





ج) حجم مبنا در بازه‌های زمانی فصلی کاهش یابد به نحوی که پس از گذشت یک سال حجم مبنا به صفر برسد.

د) در صورتی که در یک نماد معاملاتی به اندازه ۲۰٪ از حجم مبنای آن نماد و به مدت ۵ دقیقه صف خرید یا فروش تشکیل شود، نماد معاملاتی به مدت ۱۵ دقیقه متوقف و سپس به صورت حراج ناپیوسته کشف قیمت خواهد شد (پس از گذشت یک سال و صفر شدن حجم مبنا، معیار بستن نماد و حراج مجدد آن صرفاً مدت زمان ۵ دقیقه خواهد بود).

در صورت اجرایی شدن کامل این پیشنهاد به همراه پارامترهای چهارگانه آن، نتیجه برچیده شدن صفوف خرید و فروش و اثرات جانبی به شدت منفی این پدیده بر روی بازار سهام است. همچنین، یادآور می‌شود اعمال محدودیت‌های نوسان قیمت با هدف جلوگیری از ریزش یا صعود بی‌رویه قیمت سهام در گذشته نه تنها موفق نبوده بلکه این فرآیند تعدیل قیمت‌ها را زمان‌بر و فرسایشی کرده و موجب سودجویی عده‌ای و خروج حجم عظیمی از نقدینگی و فعالان از بازار سرمایه شده است.

باتشکر

محمد رضا دهقانی احمدآباد

دبیرکل




رونوشت:

- جناب آقای خدابخش نائب رئیس محترم هیئت مدیره و معاون نظارت بر بورس‌ها و ناشران سبا
- جناب آقای ناصرپور عضو محترم هیئت مدیره و معاون نظارت بر نهادهای مالی سبا
- جناب آقای فرج‌زاده عضو محترم هیئت مدیره و معاون اجرایی سبا
- جناب آقای گودرزی مدیرعامل محترم شرکت بورس اوراق بهادار تهران
- جناب آقای فدایی واحد سرپرست محترم شرکت فرابورس ایران
- جناب آقای اسلامی بیدگلی دبیرکل محترم کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران
- جناب آقای دانش کاظمی نماینده محترم کانون‌ها در شورای عالی بورس
- جناب آقای پارچینی پارچین مدیر محترم نظارت بر بورس‌های سبا
- مدیران عامل محترم شرکت‌های عضو کانون

تهران، خیابان ولیعصر، بالاتر از خیابان شهید بهشتی، کوچه دل‌افروز، پلاک ۳۲

فکس: ۸۹۷۸۹۹۷۱ (۰۲۱)

info@seba.ir

۸۴۰۸۷ (۰۲۱)

www.seba.ir

کدپستی: ۱۵۱۱۷۱۴۵۱۱ کد اقتصادی: ۴۱۱۳۶۶۹۶۳۴۹۳ شناسه ملی: ۱۰۱۰۳۴۴۴۳۳۸

