



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

قیمت گذاری،
حباب در بازارهای مالی و
نحوه مواجهه با
تلاطم قیمت ها

*Pricing, Financial Bubbles
and
Volatility Control Measures*

گروه بازارها و ابزارهای مالی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: قیمت‌گذاری، حباب در بازارهای مالی و نحوه مواجهه با تلاطم قیمت‌ها

نویسندگان: میثم حامدی، دکتر مجتبی کاوند، دکتر رضا میرزاخانی، دکتر سید محمد امین زاده و شادی نحیفی **با همکاری:** دکتر محمد توحیدی، دکتر وحید احمدیان، طاهره منزوی و منیره حملدار

کد گزارش: ۱۴۰۰-۰۱-۲۰۲۱

تاریخ گزارش: اردیبهشت ۱۴۰۰

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی تهیه شده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. بهره‌برداری و استفاده از این متن صرفاً با ذکر مأخذ بلامانع است.

قیمت‌گذاری، حباب در بازارهای مالی و نحوه مواجهه با تلاطم قیمت

چکیده

ایجاد بازار در کشورهای مختلف، به منظور سهولت در تشکیل سرمایه و شکل‌گیری قیمت و همچنین پایین آوردن هزینه‌های یافتن طرف مقابل معامله صورت می‌گیرد. بورس به عنوان یک بازار ساختار یافته، تمامی این وظایف را انجام می‌دهد. قیمت در بورس، نشأت گرفته از عوامل متعددی است که یکی از آنها ارزش ذاتی است. اما غیر از ارزش ذاتی، عوامل دیگری همچون عرضه و تقاضا، اخبار و اطلاعاتی که بر منافع و جریانات نقدی شرکت اثر گذار است و عوامل چند دیگر، بر قیمت آن اثر گذارند. علی‌رغم دخالت‌های مختلف دولت‌ها و نهادهای ناظر در فرایند شکل‌گیری قیمت، می‌توان ادعا نمود که قیمت‌گذاری سهام از فرایندهای بازاری و مبتنی بر حراج در کشورهای مختلف پیروی نموده است و تعیین قیمت ثابت برای سهام و به صورت مداوم تغییر دادن آن توسط نهادهای نظارتی و دولت، غیر ممکن است.

در مدل شکل‌گیری قیمت، بورس‌ها را می‌توان مظنه محور (Qoute Driven) یا سفارش محور (Order Driven) در نظر گرفت. شاید تا قبل از بحران ۲۰۰۷-۲۰۰۹ در ایالات متحده، این کشور به عنوان مهمترین بازار مظنه محور، که تمام معاملات از طریق متخصصین (بازارگردان‌ها) صورت می‌گرفت مطرح بود. اما بعد از بحران، آمریکا نیز مدل دوگانه مظنه و سفارش محور را در پیش گرفته است. امروزه شاید در کمتر کشوری مدل مظنه محور رایج باشد و تقریباً قیمت‌ها صرفاً مبتنی بر عرضه و تقاضا شکل می‌گیرند.

در این گزارش تلاش شده است تا با بررسی حباب‌های مشهور در بازارهای مالی و بحران‌هایی که در بازار سرمایه ایجاد کرده‌اند، رفتار نهادهای ناظر درخصوص مواجهه با تلاطم در بازار سرمایه مورد مذاقه قرار گیرد. همچنین، قیمت‌گذاری در سهام از منظر حقوقی و فقهی مورد بررسی قرار گرفته است.

این گزارش نشان می‌دهد، علی‌رغم دخالت دولت‌ها و نهادهای ناظر برای کنترل تلاطم و انجام اقداماتی برای محدود نمودن برخی از معاملات، فرضیه قیمت‌گذاری دستوری یا از طریق نهادهای بالادستی، یک فرض باطل است.

کلمات کلیدی: حباب دات کام، مالی رفتاری، کارایی بازار، بحران مالی

فهرست مطالب

۲	مقدمه
۳	مفهوم سهم و مسائل حقوقی در قیمت‌گذاری
۵	بحران‌های مالی و قیمت سهام
۸	بحران دات-کام (بحران شرکت‌های تکنولوژی)
۸	عوامل و ویژگی‌های بحران دات کام
۱۱	سهم شرکت سیسکو
۱۱	سهم شرکت Pets.com
۱۲	شرکت آمازون
۱۲	سقوط ناگهانی در سال ۲۰۱۰
۱۳	فت فینگر
۱۳	تاثیر معامله گران با تناوب بالا
۱۳	اثر قراردادهای آتی بر بازار
۱۴	بحران GameStop در سال ۲۰۲۱
۱۵	سقوط بازار سهام چین در سال ۲۰۱۵
۱۶	دلایل سقوط بازار سهام چین در بحران بازار سهام سال ۲۰۱۵
۱۷	اقدامات اولیه دولت
۱۸	اقدامات دولت برای حمایت از بازارهای سهام
۱۹	سهم شرکت Wintime Energy
۲۰	بحران جنوب شرق آسیا در سال ۱۹۹۷
۲۰	علل بحران مالی آسیا
۲۱	تأثیرات بحران مالی آسیا
۲۴	هولدینگ اچ اس بی سی (HSBC)
۲۴	هنگ سنگ بانک
۲۵	وظایف و مسئولیت‌های نهادهای ناظر و کنترل تالاطم
۲۶	ساز و کارهای کنترل تالاطم در بازارهای جهانی
۲۷	قطع‌کننده‌های مدار یا متوقف‌کننده‌های خودکار
۳۰	مارجین یا وجه تضمین
۳۱	مالیات بر معاملات
۳۱	قیمت‌گذاری از نگاه فقهی
۳۳	جمع‌بندی
۳۴	منتخب منابع

براساس تعاریف، بازار اوراق بهادار، مکانی است که خریداران و فروشندگان ابزارهای مالی، برای معاملات این ابزارها، گرد هم می‌آیند. جایی که معامله‌گران گرد هم می‌آیند ممکن است تالار فیزیکی معاملات باشد یا معاملات از طریق سامانه‌های الکترونیکی صورت پذیرد. همچنین معاملات ممکن است با دخالت کارگزاران انجام شود یا به صورت مستقیم از سوی سرمایه‌گذاران و با ساز و کار دسترسی مستقیم الکترونیکی (DEA/DMA) صورت پذیرد. برخلاف بازارهای دیگر که غالباً دارایی فیزیکی مورد معامله قرار می‌گیرد، در بازار اوراق بهادار، دارایی‌های مالی که شرایط و ویژگی‌های مشخصی دارند، مورد معامله قرار می‌گیرند. بازار اوراق بهادار، جهت کاهش ریسک و هزینه یافتن طرف مقابل معامله (خریدار در مقابل فروشنده و فروشنده در مقابل خریدار) به وجود آمده است. درخصوص بازار مالی، آنچه نباید مورد غفلت واقع شود این است که غالب دارایی‌های مالی، خود پشته‌ای فیزیکی یا مالی دارند و قیمت‌ها ارتباط زیادی با دارایی اصلی دارد.

شکل‌گیری قیمت، یکی از کارکردهای منحصر به فرد بازارهای مالی است. این عنصر منحصر به فرد، یکی از وظایف و کارکردهای مهم بورس را مورد توجه قرار می‌دهد که آن فرایند گردآوری اطلاعات و متعاقباً اطمینان از اینکه فعالان بازار به اندازه کافی از اطلاعات لازم برای ارزش‌گذاری دارایی‌های شرکت یا خود شرکت برخوردارند، است. اساساً شکل‌گیری قیمت سهم از عوامل متعددی نشأت می‌گیرد که مهم‌ترین این عوامل، ارزش ذاتی سهم است. میزان دسترسی سهامداران به اطلاعات شرکت، انتظارات آتی سهامداران از عوامل کلیدی اقتصادی اثرگذار بر شرکت، ساختار بودجه شرکت، و موضوعات مربوط به مالی رفتاری، از عوامل اثرگذار بر قیمت سهم هستند.

مهمترین عامل اثرگذار بر قیمت سهم، نحوه محاسبه ارزش ذاتی است. متخصصان مختلف، از روش‌های متفاوتی برای ارزش‌گذاری سهم و مقایسه آن با قیمت‌های فعلی استفاده می‌کنند تا در صورت بیش قیمت‌گذاری یا کم قیمت‌گذاری سهام، به خرید یا فروش سهم اقدام کنند. در کنار ارزش ذاتی که غالباً با در نظر گرفتن جریان نقد آتی شرکت، میزان سودآوری آتی شرکت، ارزش‌گذاری دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت و سایر روش‌ها محاسبه می‌شود، اطلاعاتی که وضعیت شرکت را در آینده دستخوش تغییر می‌کنند نیز بر قیمت سهم یا تصمیم سرمایه‌گذاران اثر گذار است که به این دست از اطلاعات، اطلاعات با اهمیت اطلاق شده است. این اطلاعات یا ذاتاً بر جریان نقدی و سودآوری شرکت تأثیر داشته یا موجب می‌شود سرمایه‌گذار با تصمیم بر خرید یا فروش سهم، بر عرضه و تقاضای آن اثرگذارد. دسترسی سرمایه‌گذاران به انواع اطلاعات از مبانی نظریه بازار کارا است که در بازار کارای کامل، فرض بر این است که تمامی سرمایه‌گذاران به صورت برابر به اطلاعات دسترسی دارند و همچنین اطلاعات بی‌درنگ، در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده می‌شود. در کنار، ارزش ذاتی و جریان اطلاعاتی، موضوعات مربوط به مالی رفتاری نیز بر بازار اثر گذار است. مشهورترین این اثرات، رفتارهای توده‌ای است که سرمایه‌گذاران در مواقع بسیاری، از جمله بسیاری از بحران‌های مالی، از خود بروز داده‌اند.

بورس‌های کشورهای مختلف، از نظام‌های معاملاتی مختلفی بهره جسته و همچنین دسترسی به اطلاعات را برای سرمایه‌گذاران، به شیوه‌های گوناگونی امکان‌پذیر نموده‌اند. برخی از بازارهای مالی، مظنه محورند^۱ و برخی سفارش محور^۲. در بازارهای مظنه محور، نهادهای مالی یا واسطه‌های مالی متعهد بر ایجاد نقدشوندگی در بازار هستند و طرف مقابل تمامی معاملات قرار می‌گیرند. اصلی‌ترین نمونه این بازار، بورس اوراق بهادار نیویورک بود که تا سال ۲۰۰۸ (قبل از بحران مالی) مبتنی بر همین روش عمل می‌نمود و تمام بازار ملزم به معامله با متخصصان^۳ (که بازارگردان‌های اصلی بازار محسوب می‌شدند) بودند. اما بعد از بحران، مدل این بورس نیز تغییر کرد. برای تقریب به ذهن، بازار ارز خارجی، مظنه محور است؛ به طوری که صرافی‌ها هستند که قیمت ارز خارجی را معین می‌کنند و غالب اشخاصی که تمایل به خرید یا فروش ارز دارند، با صرافی‌ها در تعاملند. صرافی‌ها شخص متقابل در خرید و فروش ارز هستند و چنانچه خرید و فروشی خارج از صرافی‌ها صورت گیرد، بازار خارج

^۱ Quote Driven

^۲ Order Driven

^۳ Specialists

صرافی محسوب خواهد شد که دامنگ (Spread) بیشتری نسبت به مظنه‌های خرید و فروش ارز در صرافی دارند. بورس لندن همچنان یکی از بورس‌هایی است که برای سهم‌هایی با نقدشوندگی پایین، از سیستم مظنه محور استفاده می‌کند.

در طرف مقابل، سیستم‌های سفارش محور، امکان معامله مستقیم خریداران و فروشندگان را در چارچوب مقررات مشخص درخصوص فرایندهای معاملاتی، نحوه‌ی جور شدن معاملات، و قیمت‌هایی که خریدار و فروشنده امکان معامله در آن دارند را امکانپذیر می‌نماید. در این راستا، معامله‌گران طرف مقابل خود را نمی‌شناسند و تسویه‌ی معاملات نیازمند حضور اتاق پایاپای است. لازم به ذکر است که غالب کشورها از ترکیبی از دو سیستم استفاده می‌کنند به‌طوری که بازارگردان در فرایند جاری بازار و برای ایجاد نقدشوندگی مداخلاتی دارد و بازار صرف برای سهم‌هایی با نقدشوندگی کمتر، در اندک کشورهایی مشاهده می‌شود.

درخصوص زمان دراختیار گذاشتن اطلاعات، برخی از اطلاعات شرکت‌ها باید فوری افشا شود (اطلاعات با اهمیت)، برخی باید به‌صورت فصلی (صورت‌های مالی) و برخی از اطلاعات معاملات می‌تواند در یک بازه‌ی زمانی مشخص اعلام گردد. به‌عنوان مثال در اتحادیه‌ی اروپا، بورس‌ها موظفند تا حداکثر ظرف مدت ۱۵ دقیقه، اطلاعات مربوط به معاملات را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند. به‌عنوان مثال در انگلیس، اطلاعات معاملات سهام به‌صورت لحظه‌ای بر بستر کارگزاری‌ها و شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی قرار داده می‌شود (سرمایه‌گذار برای دسترسی موظف به پرداخت کارمزد است) اما بورس لندن، اطلاعات را هر ۱۵ دقیقه یکبار به روزرسانی می‌کند.

به‌طوری کلی، می‌توان اذعان داشت که ریزساختارهای بازار، بر شکل‌گیری قیمت سهم اثرگذار است. در این گزارش ابتدا به مفهوم سهم و مسائل حقوقی در قیمت‌گذاری سهام پرداخته شده، بعد به بحران‌های مالی و نوسانات قیمت سهم و عدم قیمت‌گذاری سهام توسط نهادهای ناظر و اقدامات نهادهای نظارتی بر کنترل قیمت اشاره گردیده، سپس به نحوه‌ی کنترل تلاطم در بورس‌های مختلف اشاره شده است و در نهایت امکان قیمت‌گذاری از منظر فقهی مورد بررسی قرار گرفته است.

مفهوم سهم و مسائل حقوقی در قیمت‌گذاری

براساس ماده‌ی ۲۴ قانون تجارت، «سهم قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد ورقه سهم سند قابل معامله‌ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت سهامی دارد.» براساس این تعریف، ضمن اینکه سهامدار مشارکت در سرمایه شرکت دارد، به اندازه سهام خود، تعهدات شرکت را بر عهده داشته و منافع حال و آینده شرکت را نیز مالک است. این تعریف تفاوت‌هایی با تعریف فقهی سهم که «نشان‌دهنده حصه مشارکت سرمایه‌گذار در داری‌های شرکت است» را بیان می‌کند، دارد.

در تعریف اول، سهامدار در موقع خرید یا فروش سهم، منفعی که شرکت حاصل نموده و همچنین تنزیل شده منفعی که انتظار می‌رود در سال‌های آتی به‌صورت جریان وجوه نقد ایجاد کند را به فروش می‌رساند. اینکه برآورد شخص از منافع آتی چیست و همچنین نرخ تنزیل آن منافع کدام است، موضوعی است که ممکن است سرمایه‌گذاران به صور متفاوتی تعیین نمایند. لذا ممکن است با تغییر این مفروضات، قیمتی که سرمایه‌گذار حاضر به خرید یا فروش سهم است نیز تغییر کند (مفهوم ارزش ذاتی). در سوی دیگر، میزان مشارکت در سرمایه و متعاقباً در داری‌های شرکت نیز از عوامل تعیین‌کننده قیمت سهم است. در تعریف فقهی نیز این موضوع می‌گنجد که ارزش داری‌های شرکت بیانگر قیمت سهم است. براساس این تعریف، برای یافتن ارزش ذاتی شرکت، باید ارزش داری‌های شرکت محاسبه شود و سپس از ارزش بدهی‌های شرکت کسر گردد. اما از آنجا که صورت‌های مالی شرکت مبتنی بر ارزش دفتری است، کسر ارزش داری‌ها از بدهی‌ها، قیمت به ارزش دفتری را نشان می‌دهد. بدین‌منظور، سرمایه‌گذار یا باید داری‌ها را مورد ارزشیابی مجدد قرار دهد یا برآوردی از ارزش کنونی داری‌ها انجام دهد. از آنجایی که تجدید ارزیابی باید از سوی مدیران شرکت صورت گیرد و نیازمند مجوزهای خاص است، قیمت سهم خود معیاری خواهد بود برای بازتاب ارزش واقعی

دارایی‌ها در شرکت. لذا دولت‌ها، نهادهای ناظر و بورس‌ها (و همچنین عموم سرمایه‌گذاران)، ایجاد محدودیت برای قیمت‌گذاری سهام (مخصوصاً در زمان عرضه اولیه) را منطقی ندانسته و قیمت‌گذاری سهام را مانند سایر دارایی‌هایی که تک محصولی هستند (مانند سایر کالاها) ممکن نمی‌دانند. سهم ماهیتی است مشتمل بر حقوق، منافع، دارایی‌های فیزیکی، دارایی‌های نامشهود و ... که در یک بسته قرار گرفته و به‌عنوان سند تمامی این موارد مد نظر قرار گرفته می‌شود. قیمت‌گذاری چنین محصولی نیازمند صرف زمان زیاد است که باید از سوی متخصصین مختلف صورت گرفته و این فرایند بازار را از حیث بازار بودن و نیاز به نقدشوندگی، دچار اختلال می‌کند. این دارایی مالی، با سایر دارایی‌هایی که قیمت خود را از عواملی چند می‌گیرند متفاوت است و قیمت آن تحت تأثیر عرضه و تقاضا، قیمت‌های بین‌المللی، قوانین و مقررات، نرخ ارز و ... است. در فرض هر دو تعریف، خودِ برگه سهام، به مثابه عین در نظر گرفته نشده و صرفاً یک سند است که ارزش خود را از مجموعه‌ای از حقوق دریافت می‌دارد یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و بدهی‌ها.

فصل نهم قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تحت عنوان تسهیل رقابت و منع انحصار به بیان مواردی می‌پردازد که سبب اختلال در رقابت می‌شود. مطابق بند ۳ ماده ۴۴ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تحمیل شرایط تبعیض‌آمیز در معاملات همسان به طرف‌های تجار، یکی از مصادیق اختلال در رقابت ذکر شده است. لذا از آنجایی که تعیین قیمت برای برخی از سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، در بازار شفاف و استاندارد موجب تبعیض آشکار می‌باشد، مطابق با این قانون، ممنوع است.

همچنین به تصریح بند (ب) ماده ۴۵ این قانون، قیمت‌گذاری تبعیض‌آمیز این طور تعریف شده است که: «عرضه و یا تقاضای کالا یا خدمت مشابه به قیمت‌هایی که حاکی از تبعیض بین دو یا چند طرف معامله و یا تبعیض قیمت بین مناطق مختلف به رغم یکسان بودن شرایط معامله و هزینه‌های حمل و سایر هزینه‌های جانبی آن باشد». با توجه به این تعریف نیز قیمت‌گذاری برخی از سهام شرکت‌های بورسی در برخی از شرایط و روزهای معاملاتی، بدون شک مصداقی از قیمت‌گذاری تبعیض‌آمیز خواهد بود.

همچنین در بند (ج) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تبعیض در شرایط معامله و قائل شدن شرایط تبعیض‌آمیز در معامله با اشخاص مختلف در وضعیت یکسان، موجب اختلال در رقابت و ممنوع شمرده شده است. شایان ذکر است که بند (ط) این قانون نیز به سوء استفاده از وضعیت اقتصادی مسلط^۱ می‌پردازد و ذیل آن تعیین، حفظ و یا تغییر قیمت یک کالا یا خدمت به صورتی غیر متعارف را مصداقی از اختلال در رقابت دانسته و آن را از این جهت ممنوع شمرده است.

یکی از اصول حاکم بر معاملات بازار سرمایه اعم از معاملات اوراق بهادار و معاملات کالا، کشف قیمت بر اساس عرضه و تقاضا است که در مواد مختلف قوانین و مقررات مرتبط بدان اشاره شده است:

ماده ۳ آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس، بیان می‌دارد: «معاملات بورس مگر در مواردی که در این آیین نامه آمده است به طریقه حراج انجام می‌شود...» **ماده ۴** این آیین نامه نیز مقرر داشته است: «معاملات بورس با رعایت اولویت قیمت و زمان ورود سفارش به سامانه معاملاتی انجام می‌شود...» **ماده ۹** این آیین نامه در تایید همین مطلب و با تاکید بیشتر مقرر می‌دارد: «معاملات بورس باید در شرایط رقابتی و همواره به صورت حراج انجام شود...» با توجه به ماهیت بورس و مفهوم حراج و جمع مواد یاد شده هیچ روشی برای انجام معامله در بورس غیر از حراج وجود ندارد مگر اینکه مرجع ذیصلاح به طور استثنائی آن را مجاز بداند.

^۱ وضعیتی در بازار که در آن توانایی تعیین قیمت، مقدار عرضه یا تقاضای کالا یا خدمت یا شرایط قرارداد در اختیار یک یا چند شخص حقیقی و یا حقوقی قرار گیرد.

بنابراین اولاً هیچ شخصی نمی تواند در بورس معامله نماید و طرف معامله خود را معین کند و درخواست نماید شخص خاصی طرف قرارداد وی باشد و ثانیاً هیچ شخص یا نهادی حق تعیین قیمت معامله را ندارد. معاملات عمده نیز از این قاعده مستثنا نیستند و بر مبنای ساز و کار حراج انجام می شوند.

ماده ۱۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید اعلام کرده است: «خرید و فروش کالاهای پذیرفته شده در بورس های کالایی که با رعایت مقررات حاکم بر آن بورسها مورد داد و ستد قرار می گیرند توسط وزارتخانه ها سازمانها و نهادها و دستگاههای دولتی و عمومی و دستگاههای اجرایی نیاز به برگزاری مناقصه یا مزایده و تشریفات مربوط به آنها ندارد.» همچنین **ماده ۱۸** این قانون با تاکید بر فلسفه وجودی بورس کالا دولت را مکلف کرده است کالاهای پذیرفته شده در بورس را از نظام قیمت گذاری خارج نماید. این مهم در حالی است که قیمت گذاری کالا به مراتب ساده تر از قیمت گذاری سهام است و قانون گذار نیز با تأکید بر قیمت گذاری کالا به شیوه حراج، بدون شک بر قیمت گذاری مبتنی بر حراج سهام نیز تأکید دارد.

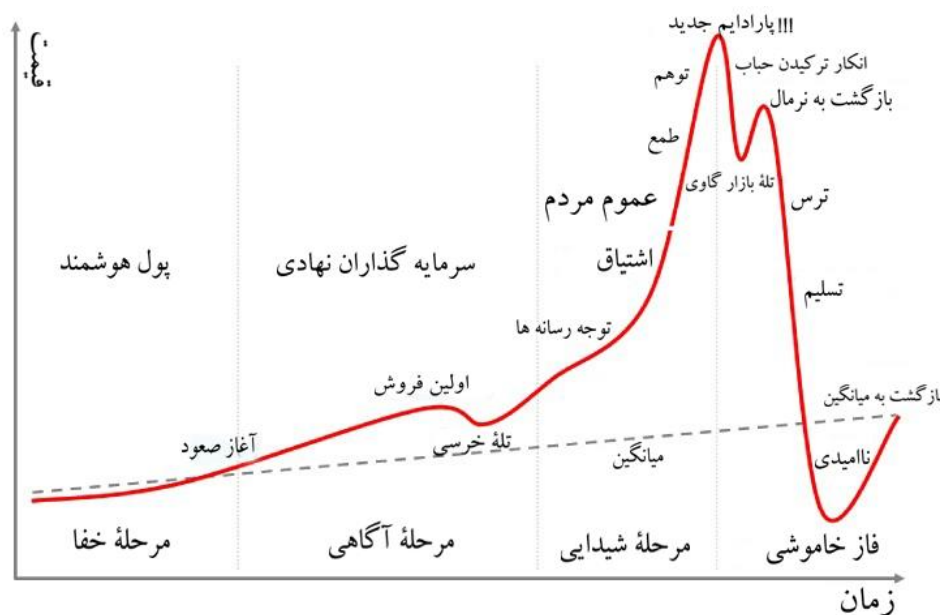
لذا سازمان بورس به عنوان ناظر بازار نه تنها تکلیفی جهت تعیین قیمت اوراق بهادار ندارد بلکه تعیین قیمت بر خلاف اهداف و فلسفه ایجاد بازار است از همین رو **ماده ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار** مقرر داشته است: «ثبت اوراق بهادار نزد سازمان به منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات سازمان و شفافیت اطلاعاتی بوده و به منزله تایید مزایا، تضمین سودآوری و یا توصیه و سفارشی در مورد شرکتها یا طرحهای مرتبط با اوراق بهادار توسط سازمان نمی باشد.»

لازم به ذکر است تعیین قیمت اوراق بهادار و کالا مبتنی بر جریان آزاد عرضه و تقاضا به حدی برای قانونگذار اهمیت داشته است که دستکاری قیمت را جرم انگاری نموده و مجازات کیفری برای عامل آن در نظر گرفته است. بند سه **ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار** بیان داشته است: «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمتهای کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود» به حبس تعزیری از سه ماه تا یکسال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد. بدیهی است سازمان بورس و اوراق بهادار نیز از اشخاص مشمول این بند بوده و در صورت تعیین قیمت یا تغییر قیمت برخلاف روند معاملات، مرتکب جرم شده و محکوم به مجازات خواهد بود.

بحرانهای مالی و قیمت سهام

بحران در ادبیات اقتصادی، یک مرحله از سیکل تجاری است که مربوط به نقطه عطف تغییرات نزولی اقتصاد از رونق به رکود است. برخی از نظریه پردازان اقتصادی، تناوب این سیکل (رونق و رکود) را در اقتصاد سرمایه داری اجتناب ناپذیر دانسته و تکرار آن را هر چند سال یکبار حتمی می دانند. واژه بحران مالی به حالتی اطلاق می شود که درصد قابل توجهی از ارزش برخی داراییها به صورت غیر منتظره از دست برود. سوابق تاریخی نشان می دهد که بسیاری از بحرانهای مالی ناشی از بحران در شبکه های بانکی بوده که نهایتاً به رکود اقتصادی و بحران بیکاری منجر شده است. در بازار سهام، غالباً رشد غیر متعارف داراییهای مالی و به شکل حباب درآمدن ارزش این داراییها (یعنی فاصله زیاد ارزش ذاتی از قیمت فعلی) و ترکیدن آن و متعاقباً کاهش زیاد قیمت سهام، به بحران مالی تشبیه شده است.

در تبیین فازهای مختلف بحرانهای مالی، جیان پائول رودریگز در سال ۲۰۰۶، نموداری را که عمومیت تشکیل حبابهای مالی را نشان می دهد، تبیین نمود. نمودار زیر، عمومیت بحرانها و فازهای مختلف آن را از منظر وی نشان می دهد.



اساساً هر بحرانی می‌تواند ۴ فاز یا مرحله را در بر داشته باشد. **مرحله خفا** که احتمال رشد افسار گسیخته بر کسی هویدا نشده و شاید صرفاً مبتنی بر برخی از تحلیل‌ها، امکان رشد سهم در آینده پیش‌بینی شده است. در این مرحله، پول هوشمند که متعلق به اشخاص متجرب و اشخاص آگاه است، وارد بازار می‌شود. در **مرحله آگاهی**، زمانی که ورود پول هوشمند قدری بازار را صعودی می‌کند، بخشی از سرمایه‌گذاران مهم در بازار به‌خصوص سرمایه‌گذاران حقوقی یا نهادی وارد بازار می‌شوند و معاملات آنها مبدل به پیش‌بینی برای رشد بازار خواهد شد. گرچه ممکن است در این مرحله با کاهش‌های مقطعی همراه باشد که همین کاهش‌ها می‌تواند به‌عنوان تله خرسی شدن بازار، برخی را مجاب به فروش کند. **مرحله شیدایی**، جایی است که دیگر توجهات به بازار از سوی اشخاص مختلف جلب شده و رسانه‌ها، مسئولین و ... نیز به آن می‌پردازند. این مرحله، فازی است که عموم مردم را درگیر نموده و سفته‌بازی شدیدی بر روی دارایی‌ها صورت می‌گیرد. حتی سرمایه‌گذاران حقوقی ممکن است با علم به اینکه سهم از ارزش ذاتی خود فاصله گرفته است، بر روی موج افزایش قیمت سوار شوند. این مرحله، آغاز بحران است و اشتیاق بیش از اندازه عموم مردم و طمع آنها برای کسب ثروت از بازار، موجب رشد افسار گسیخته قیمت‌ها می‌شود. کار به جایی خواهد رسید که نه تنها عموم مردم، بلکه تحلیلگران نیز به این نتیجه می‌رسند که پارادایم جدیدی در بازار شرک‌گرفته و مبانی بنیادی تحلیل‌های قبلی، از بین رفته است و باید براساس مبانی جدید تحلیل صورت پذیرد. غالباً بحران‌ها، با یک اتفاق یا رویداد خاص که انتظار نمی‌رود، می‌ترکند. با ترکیدن حباب، فاز یا **مرحله خاموشی** آغاز می‌شود. ریزش‌های ابتدایی از سوی تحلیلگران طبیعی توصیف شده و کسی باور بر ترکیدن حباب ندارد. در مقطعی بازار رشد می‌کند و به حالت صعودی قبل باز می‌گردد که از آن به تله گاوی شدن بازار یاد شده است. غالباً در چنین شرایطی، تحلیلگران بر این باورند که چنین نزولی برای بازار لازم است تا با برخورد به سطوح حمایتی خاص رشد مجدد قیمت‌ها آغاز شود. اما همین ماندگاری بر سهم (به‌عنوان سرمایه‌گذاری بلند مدت)، و بازگشت ریزش‌های ناشی از ترکیدن حباب، نزولی را به همراه خواهد داشت که متعاقب آن ترس و واهمه نسبت به از دست دادن دارایی (از بین رفتن سودها یا اصل پول) خواهد شد. در نهایت همگی می‌پذیرند که حباب ترکیده است و نسبت به نزول بازار تسلیم می‌شوند. برخی که آب از سر آنها گذشته و اصل پول خود را از دست داده‌اند، به امید بازگشت مجدد به شرایط عادی، همچنان در بازار خواهند بود. نهایتاً بازار به سطح میانگین قبلی باز خواهد گشت.

در کنار تحلیل عمومی بحران‌های مالی، برخی از مهم‌ترین زمینه‌های شکل‌گیری و ظهور بحران‌های مالی در بازار سهام را می‌توان چنین برشمرد:

۱- رفتار معامله گران در بازارهای مالی و ذهنیت توده‌ای^۱:

عکس العمل معامله گران را می‌توان از زمینه‌های اصلی ایجاد بحران در بازارهای مالی دانست. عملکرد بازارهای مالی نشان می‌دهد که هر معامله‌گری در اتخاذ استراتژی معاملاتی خود، نخست قصد معامله گران دیگر را حدس می‌زند و سپس بر آن مبنای استراتژی خود را شکل می‌دهد. در حالت کلی، عکس العمل سرمایه‌گذاران بیشتر به رفتارهای توده‌وار یا گله‌ای تعبیر می‌شود به طوری که معامله گران با مشاهده روند معاملات، تصمیم به انتخاب سوی معاملاتی می‌شوند. در واقع معامله گرانی که در بازارهای مالی قصد «سفته بازی» دارند سمت و سوی حرکت خود را تابعی از رفتار دیگر معامله گران می‌دانند.

۲- ریسک‌های اهرمی:

ریسک اهرمی زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذار اقدام به استقراض از منابع مختلف (چه در خرید اعتباری و چه در فروش استقراضی) می‌کند که در صورت افزایش یا کاهش قیمت سهام، به سود زیادی دست پیدا می‌کند و در صورت شکست نیز زیان هنگفتی متحمل خواهد شد. قبل از ظهور بحران‌های اعتباری و مالی، معمولاً می‌توان ریسک‌های اهرمی را در بازارهای مالی مشاهده نمود. در بازار سرمایه کشور، هنوز فروش استقراضی (با عنوان فروش تعهدی) جایگاه چندانی نداشته و صرفاً برای حصول مقاصد فروش استقراضی می‌توان از قرارداد اختیار فروش استفاده نمود.

۳- عدم تطابق ریسک‌داری‌ها و بدهی‌ها:

هرگاه ریسک‌های مرتبط با دارایی یک بنگاه (غالباً بانک‌ها) با ریسک‌های مرتبط با بدهی‌ها در توازن نباشد اصطلاحاً ریسک عدم تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها به وجود می‌آید. چنانچه این ریسک در گستره وسیعی از بنگاه‌ها حادث شود، بازارهای مالی در معرض بحران قرار می‌گیرند. در واقع عدم تطابق بدهی‌های کوتاه مدت (حساب‌های پس انداز) بانک با دارایی‌های بلند مدت که همان وام‌های اعطایی است، یکی از دلایل اصلی هجوم بانکی به هنگام بروز نگرانی‌های شدید بین صاحبان حساب پس انداز است. ورشکستگی بانک «بئراسترنز»^۲ در جریان بحران مالی ۲۰۰۹-۲۰۰۷ در آمریکا به همین دلیل بود.

۴- تقلب و فسادهای مالی:

تقریباً تمامی کشورهای جهان، تلاش می‌کنند تا با تدوین قوانین و مقررات مشخص، نسبت به دستکاری بازار (Manipulation)، معامله با استفاده از اطلاعات نهانی (Insider trading)، فریب و ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از معاملات (Fraud) و ارائه اطلاعات نادرست به عموم سرمایه‌گذاران، از بروز بحران در بازار ممانعت به عمل آورند. بحران‌هایی که بعضاً از نهادهای حسابرسی یا رتبه‌بندی آغاز شده و کل بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۵- اکوپاتی^۳:

اکوپاتی واژه‌ای است که الیازون روانشناس سوئدی در سال ۲۰۰۶ مطرح کرده است. از دیدگاه روانشناسی، اکوپاتی مفهومی است که بر زیرکی اقتصادی یا حرص و زیاده‌طلبی اقتصادی اطلاق می‌شود. در واقع اکوپاتی هرگونه اقدام اقتصادی بدون ملاحظه ارزش‌های اخلاقی است. بسیاری از بحران‌های مالی را می‌توان به کمک مفهوم اکوپاتی، چه به صورتی که در مدیران ریسک و سفته‌بازان وجود دارد و چه به صورتی که در عملکرد بنگاه‌های مالی نهادینه شده است تفسیر کرد.

مبنتی بر عواملی که در بالا ذکر شد، نهادهای نظارتی تلاش نموده‌اند تا اقداماتی انجام دهند و از بروز تلاطم در بازارهای مالی جلوگیری به عمل آورند. بحران‌های مالی، قیمت سهام در بازارهای سرمایه را دستخوش تلاطم‌های (Volatility) زیادی نموده و در برخی بورس‌ها که دامنه

¹ Herd Mentalit

² Bear Stearns

³ Ecopathy=Ecopathi

نوسان قیمتی وجود ندارد، تمامی ثروت سهامداران را از بین برده است (در این گزارش به روش‌های کنترل تلاطم نیز اشاره شده است). بحران مالی ۱۹۲۹ که از بورس شروع شد و به قحطی در آمریکا منجر گردید از جمله این موارد است. بررسی برخی از بحران‌های مالی که در ادامه به آنها پرداخته شده است، ورود دستوری به قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی را رد نموده و به وضوح نشان می‌دهد که مکانیسم بازار حتی با ور شکستگی برخی از سهام‌ها، دستخوش تغییرات گسترده و قیمت‌گذاری دستوری قرار نگرفته است. در ادامه، بحران‌های مالی مختلف مورد بررسی قرار گرفته و برخی از سهامی که به شدت در این بحران‌ها تحت تأثیر قرار گرفته‌اند نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

بحران دات-کام (بحران شرکت‌های تکنولوژی)

بحران دات کام یا معروف به حباب اینترنت یا حباب شرکت‌های فناوری، یک بحران نشأت گرفته از سفته‌بازی بر روی سهام شرکت‌های فناوری محور بود که غالباً شرکت‌های اینترنتی آمریکایی را از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۰، زمانی که بسیاری از سرمایه‌گذاران و عمومی مردم بر این باور بودند که این شرکت‌ها، عصر جدیدی در بازار سهام بوجود خواهند آورد، با تلاطم‌های سنگینی مواجه ساخت. تنها ظرف دو سال، صنعت فناوری (اینترنت) در بازار سهام با رشدی ۱۰۰۰ درصدی مواجه شد و حدود ۶ درصد از ارزش بازار و بیش از ۲۰ درصد از حجم معاملات سهام در بورس‌های آمریکایی (به خصوص نزدک) را به خود اختصاص داد. رشد شاخص ترکیبی نزدک در فوریه ۲۰۰۰ به حداکثر خود رسید (۷،۳۲۶ واحد) و در می ۲۰۰۰ به کمترین میزان خود از سال ۱۹۹۸ (۱،۷۱۴ واحد) رسید و ظرف کمتر از ۲ سال کاهش ارزشی حدود ۷۷ درصدی را تجربه نمود. در دوره رونق شاخص، شرکت‌های بسیاری در صنعت اینترنت تأسیس و پذیرش شدند که به شرکت‌های دات کام (به علت وجود .com در آدرس سایتهایشان) مشهور شدند اما با ترکیدن حباب، شرکت‌های بسیاری مانند Pets.com کاملاً از بین رفتند و ۷ تریلیون دلار از ارزش بازار نیز مضمحل شد.

عوامل و ویژگی‌های بحران دات کام

اصطلاح حباب سفته‌بازانه^۱، شرایطی را توضیح می‌دهد که در آن قیمت دارایی‌ها بیش از سطح توجیه شده با مبانی اقتصادی قرار می‌گیرند. این مبانی بنیادی به شکل ارزش ذاتی و با تنزیل جریان‌های نقدی آتی که دارایی‌ها ایجاد خواهد کرد، اندازه‌گیری می‌شوند. در حباب‌های ناشی از سفته‌بازی، قیمت دارایی آنقدر افزایش می‌یابد که مبانی اقتصادی، قادر به توجیه قیمت آن دارایی نیستند. این افزایش قیمت تا جایی ادامه خواهد داشت که یک یا چند رخداد خاص، موجب توقف در خرید آن دارایی شوند.

یک نکته قطعی درخصوص حباب‌ها این است که غالباً یک هیجان و خوش‌بینی غیرمنطقی در بورس وجود دارد که از تفکر رشد قیمت دارایی‌ها، حمایت می‌کند و موجبات افزایش قیمت را فراهم می‌آورد. طی این افزایش قیمت‌ها، سرمایه‌گذاران دچار تورش می‌شوند به «اثرات بازخوردی»^۲ می‌شوند؛ یعنی زمانی که سهم را خود در اختیار دارند و قیمت آن افزایش می‌یابد و یا پول زیادی وارد یک سهم شود، اشخاص با بازخوردی که از بازار می‌گیرند، تصمیمات خود را شکل می‌دهند و نه مبتنی بر تحلیل‌های بنیادی. این حقیقت که اشخاص زیادی فعالانه بر روی یک سهم معامله می‌کنند، این ادراک را برای سرمایه‌گذار ایجاد می‌کند که خریدی (یا فروش در زمان افت بازار)، یک سرمایه‌گذاری امن بوده و همزمان، این تصور که دیگران به واسطه سرمایه‌گذاری در آن سهام، ثروت خود را افزایش داده‌اند، موجب سرمایه‌گذاری سایر افراد در آن می‌شوند (در این حالت، تحلیل جایگاه خاصی ندارد). این وضعیت باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران بیشتری وارد بازار شده و قیمت‌ها را بالاتر ببرند. خیلی زود، با بالا رفتن قیمت سهام، کل بازار متقاعد می‌شود که مبانی بنیادی قبلی ارزش‌گذاری، برای آن سهم مصداق ندارد و سهم یا بازار، وارد عصر جدیدی شده است (یعنی مبانی بنیادی جدیدی بروز کرده است). تصویر آینده برای سرمایه‌گذار، از نظر بنیادی چیزی بهتر و متفاوت از گذشته است.

^۱ Speculative Bubbles

^۲ Feedback Effects

متعاقب تورش اثرات بازخوردی، آنچه بر بازار حاکم می‌شود، تورش بیش اطمینانی است و سرمایه‌گذاران مجاب می‌شوند که قیمت‌ها به هیچ عنوان به سطوح قبلی باز نخواهد گشت. یک دور باطل ایجاد می‌شود: سرمایه‌گذاران افزایش قیمت را معمولاً به صورت احساسی و با شکل و نمودار توضیح می‌دهند و اذعان می‌کنند که دوره جدیدی برای بازار شکل گرفته است. در این شرایط تقریباً کسی توجه نمی‌کند که افزایش قیمت‌ها ریشه در افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران است.

رابرت شیلر در کتاب مشهور خود با نام «خوشی یا سرمستی غیرعقلایی»^۱ توضیح می‌دهد که افراد اغلب رفتارشان متأثر از رفتارهای گروهی است. وی به این نکته اشاره می‌کند که رفتار فرد ممکن است عقلایی به نظر رسد اما زمانی که از رفتار دیگران تأثیر می‌پذیرد، نتیجه‌ای غیر عقلایی به همراه خواهد داشت. شیلر، این رفتار را رفتار گله‌ای یا توده‌ای مصطلح نموده و تورش آشکار اطلاعاتی^۲ را مقصر رفتار گله‌ای که وی آن را وابستگی فرد به تصمیمات فرد دیگر شرح نموده، می‌داند.

این رفتار گله‌ای نیز متأثر از احساسات خواهد بود. اعتماد به سایر اشخاص همراه با طمع افزایش ثروت، منجر می‌شود سرمایه‌گذاران ناآگاه در قله‌های حباب قیمتی، اقدام به خرید سهام کنند. هجوم به خرید سهم منجر به بزرگ و بزرگتر شدن حباب می‌شود و در یک نقطه، ساز و کار خاص یا رخدادی خاص باعث ترکیدن حباب می‌شود و سقوط قیمت آغاز می‌گردد. تمام آنچه در بالا ذکر شد، در حباب دات کام بروز یافته است.

حباب‌های مالی را می‌توان به سه دوره تقسیم نمود: ۱- دوره پیش از ایجاد حباب، ۲- دوره‌ای که حباب به صورت واقعی ایجاد می‌شود، ۳- زمان ترکیدن حباب و تغییر جهت روند قیمتی در بازار سرمایه. دوره قبل حباب دات کام از ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۷ تبیین شده و زمان شکل‌گیری دقیق حباب ۱۹۹۸ بوده و ترکیدن حباب در سال ۲۰۰۰ که تا اکتبر سال ۲۰۰۲ به طول انجامیده است. بعد از این ۳ دوره، بورس به آرامی روند عقلایی خود را پی گرفته است.

از سال ۱۹۹۵، شرکت‌های اینترنتی استارت آپی رفته رفته سهام خود را عرضه می‌کردند و در بورس نزدیک پذیرش می‌شدند. مردم انتظارات متفاوتی از فناوری اینترنت داشتند و انتظار داشتند تا صحنه کسب و کار شرکت‌ها را دستخوش تغییرات شگرفی کند. دیدگاه ابتدایی این بود که شرکت‌های فناوری محور و اینترنتی، فرصت بسیار عالی برای سرمایه‌گذاری هستند. اینترنت، که به بزرگترین اختراع بشر تا آن زمان مشهور شده بود، باعث شد تا سرمایه‌گذاران فراوانی وارد صنعت اینترنت در بورس شوند و سرریز این سرمایه‌گذاری‌ها، به صنایع دیگر بررسی (مانند بخش مالی) نیز کشیده شد. شرکت‌های بسیاری که تاریخچه فعالیت خاصی نداشتند، با فروش اندک و تقریباً بدون سود، میلیاردها دلار را به خود جذب نموده و ارزش بازاری زیادی حاصل کردند. چنین رشدی، بدون توجه به قابلیت سودآوری، پدیده‌ای بود که تا زمان ترکیدن حباب ادامه داشت. در مارس ۲۰۰۰، حباب ترکید و سقوط بازار آغاز شد. فقط در سال ۲۰۰۰، شاخص حدود ۴۰ درصد کاهش را تجربه نمود. شکل زیر، افت شاخص را از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۳ نشان می‌دهد.

اولین شرکت در صنعت اینترنت (بورس نزدیک) که سهام خود را در بورس عرضه کرد، شرکت Netscape بود که جستجوگر صفحات اینترنتی را توسعه می‌داد. عرضه اولیه این سهم در ۹ آگوست ۱۹۹۵ انجام شد لذا این تاریخ را به عنوان تاریخ شروع بحران دات کام در نظر گرفته‌اند.

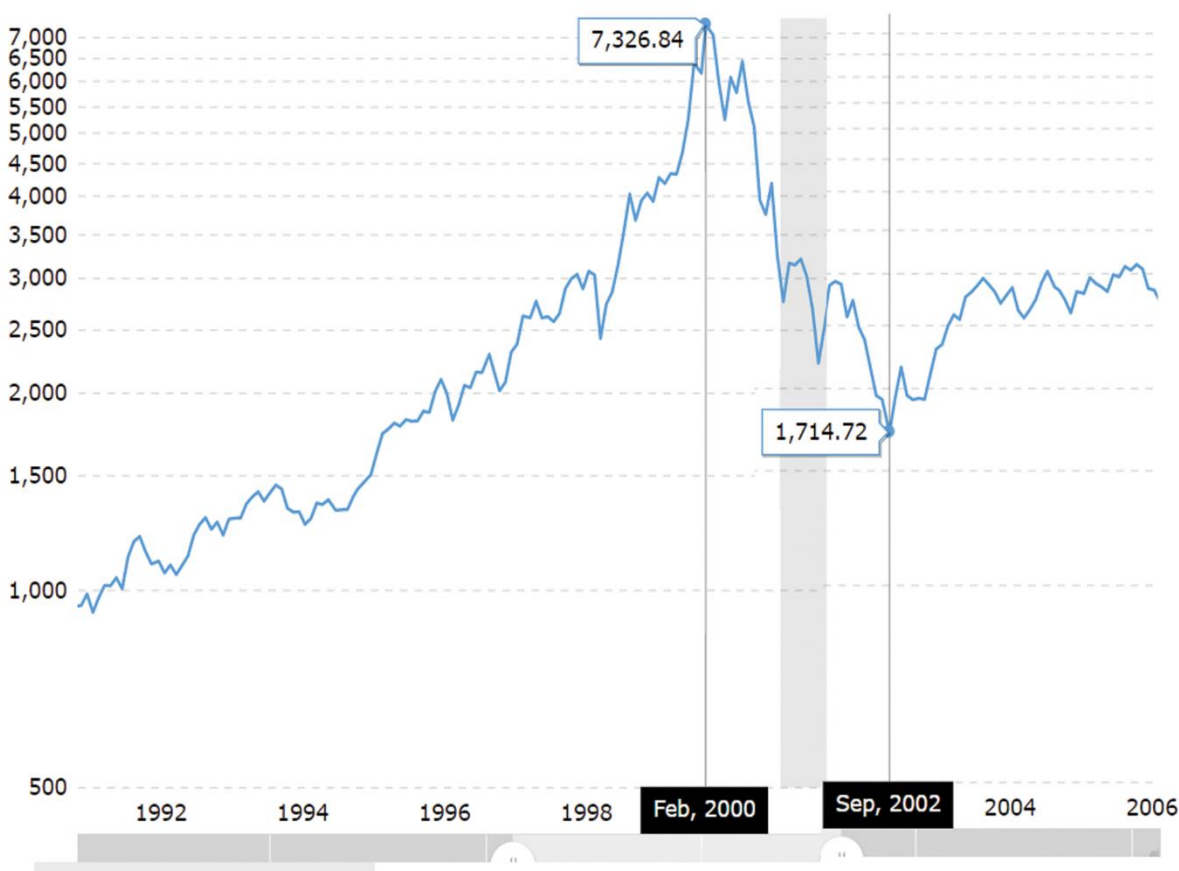
محققان، یکی از دلایل اصلی رشد بسیار زیاد قیمت سهام در نزدیک را اقدام بانک مرکزی آمریکا (فدرال رزرو) در کاهش نرخ بهره در اواسط دهه ۱۹۹۰ بر شمرده‌اند. کاهش نرخ بهره موجب شد تا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های استارت آپی و تأمین مالی جسورانه، تشویق شود و اشخاصی که دورنمای مناسبی برای شرکت‌های اینترنتی متصور بودند، روی آن سهام ریسک کنند.

^۱ Irrational Exuberance

^۲ Information Cascade

از منظر سرمایه‌گذاران، شرکت‌های فناوری محور و ارزشگذاری آنها، با شرکت‌های سنتی بسیار متفاوت بود اما سرمایه‌گذاران به دلیل مشابهی، یعنی به امید درآمدهای آتی شرکت، در آنها سرمایه‌گذاری نمودند.

بانک مرکزی آمریکا در اوایل سال ۲۰۰۰، با افزایش نرخ بهره، جرقه‌ی ترکیدن حباب را زد. کاهش قیمتی سهام با این اقدام آغاز شد ولی کسی تصور نمی‌کرد، کاهش قیمتی بعد از این اقدام تا سال ۲۰۰۲ ادامه دار باشد.



شکل ۱- افت شاخص ترکیبی نزدک از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲

برخی از رخدادهایی که طی ایجاد حباب بروز نموده‌اند در زیر خلاصه شده است:

- ۱- ۱۲ آوریل ۱۹۹۶: قیمت سهام شرکت یاهوو (Yahoo) در اولین روز عرضه اولیه دو برابر شد و به ۳۳ دلار رسید؛
- ۲- ۵ دسامبر ۱۹۹۶: آلن گرین اسپن، رئیس وقت بانک مرکزی آمریکا، نسبت به ایجاد خوش‌بینی غیرعقلایی سرمایه‌گذاران هشدار داد؛
- ۳- ۱۵ می ۱۹۹۷: شرکت آمازون عرضه اولیه شد و در همان روز افزایش قیمتی ۳۱ درصدی را تجربه نمود؛
- ۴- ۱۳ نوامبر ۱۹۹۸: سهام شرکت theglobe عرضه اولیه شد و ۶۰۶ درصد در همان روز عرضه رشد نمود. این سهم به قیمت ۶۳٫۵ دلار بسته شد؛
- ۵- ۱۶ دسامبر ۱۹۹۸: یکی از تحلیل‌گران مشهور آمریکا به نام هنری بولجت، اعلام می‌کند که سهم آمازون تا پایان سال ۹۸ به ۴۰۰ دلار خواهد رسید (در آن زمان ۲۵۰ دلار بوده است). این اتفاق، طی فقط یک هفته حاصل شد؛
- ۶- ۹ دسامبر ۱۹۹۹: شرکت VA Linux System عرضه اولیه شد و در روز اول معاملاتی ۶۹۸ درصد رشد کرد؛

- ۷- ۱۰ ژانویه ۲۰۰۰: شرکت AOL اقدام به تصاحب شرکت Time Warner به ارزش ۱۵۶ میلیارد دلار (به شکل سهم) کرد؛
- ۸- ۲۳ آوریل ۲۰۰۱: شرکت theglobe از سوی بورس، لغو پذیرش شد و قیمت پایانی سهام آن به ۱۶ سنت رسید؛
- ۹- ۱ سپتامبر ۲۰۰۴: فرانک کوآترون، یکی از مدیران شرکت‌های تأمین سرمایه (بانکداری سرمایه‌گذاری) به دلیل اقدامات خلاف قانون در عرضه اولیه، به ۱۸ ماه زندان محکوم می‌شود.
- در ادامه نوسانات برخی از سهام در این بحران نشان داده شده است.

۱- سهم شرکت سیسکو



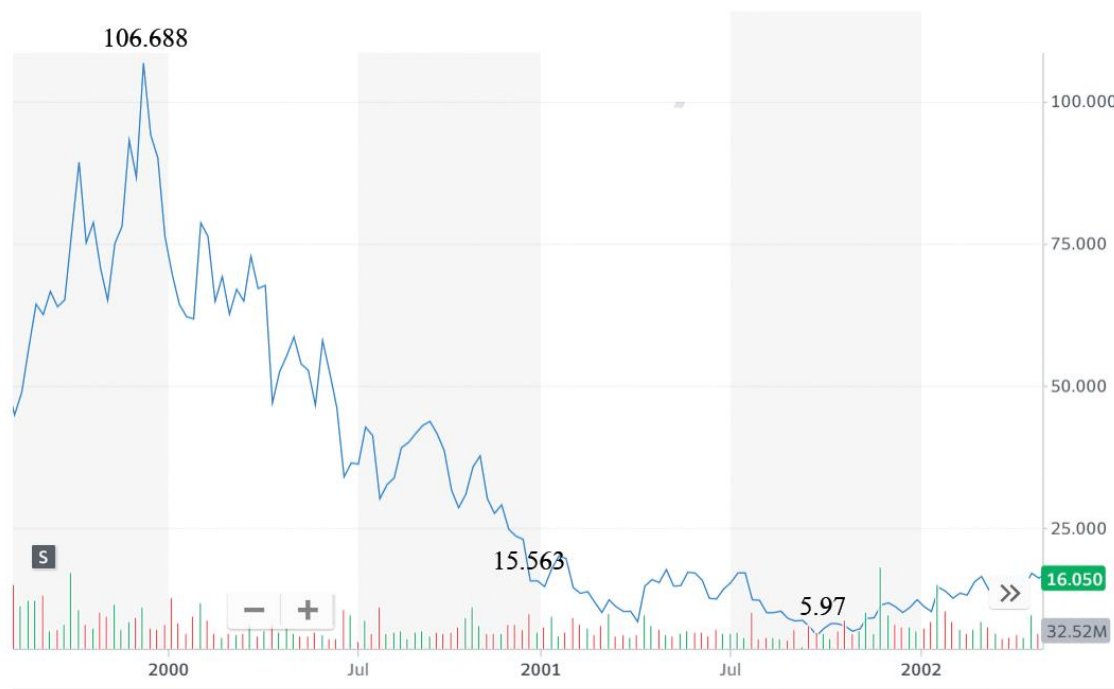
سهم سیسکو از زمان شروع بحران تا پایان سال ۲۰۰۰، از ۵۹,۴۸ دلار به ۲۸,۴۲ دلار رسید که ظرف کمتر از ۷ ماه بیش از ۵۲ درصد ارزش خود را از دست داد. این سهم تا اواخر سال ۲۰۰۱، بیش از ۸۴ درصد از ارزش خود را از دست داد.

۲- سهم شرکت Pets.com



شرکت pets که عرضه اولیه آن بسیار موفق بود و به ۱۴ دلار نیز رسیده بود، در پایان سال ۲۰۰۰ با قیمت ۱ سنت، اعلام ورشکستگی نمود.

۳- شرکت آمازون



قیمت سهم شرکت آمازون در ابتدای سال ۲۰۰۰ به حداکثر مقدار خود یعنی ۱۰۶,۶۸۸ دلار رسید در پایان همان سال با قیمت ۱۵,۵۶۳ کار خود را پایان داد (کاهش بیش از ۵۰۰ درصد) و در اوایل سال ۲۰۰۱، قیمت آن به حدود ۶ دلار کاهش یافت.

سقوط ناگهانی^۱ در سال ۲۰۱۰

^۱ Flash Crash

۶ می سال ۲۰۱۰، شاهد یکی از عجیب‌ترین کاهش‌های دفعی در بازار سهام ایالات متحده بوده است. در عرض یک ساعت، تمامی شاخص‌های اصلی بورس‌های ایالات متحده، کاهش بسیار شدیدی را تجربه نمودند به‌طوری که شاخص میانگین صنعت داو جونز، ظرف مدت ۱۰ دقیقه بیش از ۱۰۰۰ واحد کاهش را تجربه نمود (۳۰ دقیقه بعد، شاخص ۶۰۰ واحد رشد نمود). معاملات آن روز با نگرانی از بحران بدهی‌ها در اروپا (به خصوص بدهی‌های یونان)، منفی آغاز شد. در ساعت ۱ بعد از ظهر، کاهش شدید برابری نرخ یورو در مقابل نرخ دلار و نرخ ین، آغاز کننده سقوط ناگهانی بود. در پایان روز معاملاتی، تمامی شاخص‌ها بیش از نیمی از سقوط را جبران نموده و به حالت با ثبات برگشتند اما بیش از ۱ تریلیون دلار از ارزش بازارها کاسته شده بود. گزارش کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده، فرضیاتی برای بروز بحران مطرح نمود که برخی از آنها به اثبات رسید و برخی رد شد. در زیر به برخی از این مفروضات اشاره شده است.

۱. فت فینگر^۱

در سال ۲۰۱۰، بلافاصله پس از سقوط، گزارش‌های متعددی حاکی از آن بود که این رویداد ممکن است توسط معامله فت فینگر، یک دستور فروش سنگین و ناخواسته برای سهام پروکتر و گمبل^۲ و تحریک سفارشات عظیم الگوریتمی برای فروش سهام ایجاد شده باشد. با این حال، این فرضیه پس از آنکه مشخص شد که سقوط پروکتر و گمبل پس از کاهش چشمگیر قراردادهای آتی "E-mini S&P 500" رخ داده است، به سرعت رد شد. فرضیه "معامله فت فینگر" نیز هنگامی که مشخص شد سیستم‌های امنیتی بازار بورس شیکاگو^۳ و ICE^۴ مانع از بروز چنین خطایی می‌شوند، رد شد.

۲. تاثیر معامله گران با تناوب بالا^۵

نهادهای ناظر دریافتند که معامله گران با تناوب بالا روند نزولی قیمت را تشدید کرده‌اند. معامله گران با تناوب بالا برای از بین بردن موقعیت‌های خود بطور تهاجمی شروع به فروش سهام می‌کنند تا در مواجهه با عدم اطمینان از بازارها عقب نشینی کنند. براساس گزارش ژوئیه ۲۰۱۱ توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس اوراق بهادار^۶، در حالی که الگوریتم‌ها و فناوری معامله با تناوب بالا توسط سهام داران در بازار برای مدیریت معاملات و ریسک استفاده می‌شدند، به وضوح در بروز سقوط ناگهانی مؤثر واقع شده بودند.

نظریه پردازهای دیگر فرض می‌کنند که اقدامات معامله گران با تناوب بالا عامل اصلی سقوط ناگهانی بوده است. معامله‌گران الگوریتمی یا با تناوب بالا سفارشات غیر اجرایی (سفارشات که خارج از قیمت خرید و فروش سهام در بازار است) به صورت خوشه‌ای به بورس مربوطه ارسال می‌کردند. اگرچه هدف از این سفارشات به صورت عمومی مشخص نیست، اما برخی از کارشناسان حدس می‌زنند که هدف آنها پیشی گرفتن از رقبا است. با این حال، کارشناسان دیگر بر این باورند که دستکاری در بازار به صورت هدفمند غیرممکن است؛ زیرا هیچ روش عملی وجود ندارد که معامله‌گران الگوریتمی بتوانند از این سفارشات سود ببرند و به احتمال زیاد این سفارشات برای آزمایش زمان تأخیر و تشخیص روند اولیه قیمت طراحی شده‌اند. دلایل وجود این سفارشات هرچه که باشد، این نظریه فرض می‌کند که آنها با بارگذاری بیش از حد دستورات خرید و فروش خود در تاریخ ۶ می، سقوط ناگهانی را تشدید کرده‌اند. البته نهادهای ناظر به این نتیجه رسیدند که ایجاد دستورات متعدد خرید و یا فروش سهام و سپس لغو کردن سریع آنها دلیل اصلی ایجاد سقوط ناگهانی نبوده است. بلکه برخی حتی این فرضیه را مطرح کردند که معامله گران تناوب بالا در واقع عامل اصلی در به حداقل رساندن و معکوس کردن سقوط ناگهانی بودند.

^۱ Fat Finger

^۲ Procter & Gamble

^۳ Chicago Mercantile Exchange

^۴ The Intercontinental Exchange

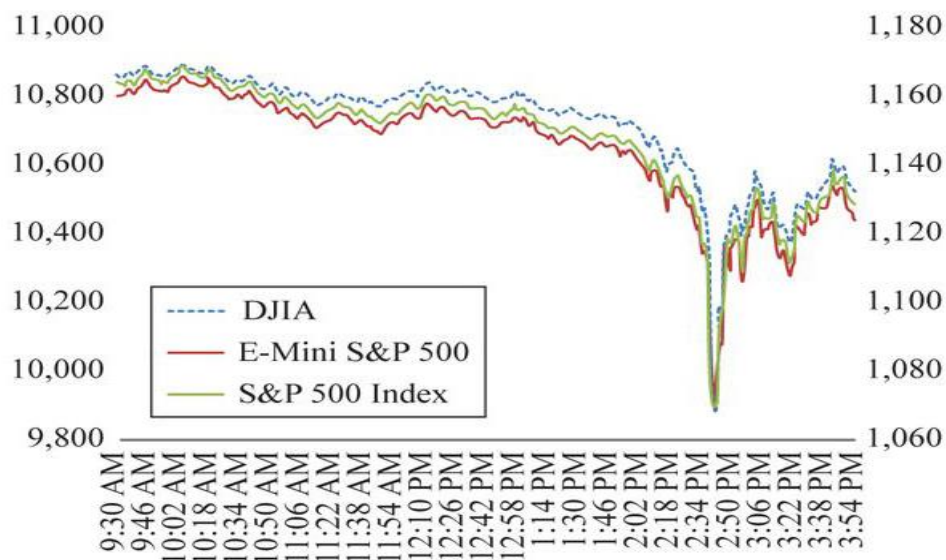
^۵ High Frequency Trading

^۶ IOSCO

۳. اثر قراردادهای آتی بر بازار

نهادهای ناظر بر این باورند که یک فروشنده بزرگ قرارداد آتی E-mini S&P 500، زنجیره‌ای از وقایع را که باعث ایجاد سقوط ناگهانی می‌شود، راه اندازی کرد، اما مشخص نشد که چه شرکتی این کار را انجام داده است. در اوایل، برخی از محققان عنوان می‌کردند که خرید سنگین قرارداد اختیار معامله بر روی شاخص ۵۰۰ شرکت بزرگ اس اند پی توسط صندوق سرمایه گذاری یونیورسال^۱ اندکی قبل از وقوع سقوط ناگهانی ممکن است یکی از دلایل اصلی باشد. گزارش‌های دیگر اذعان دارند که این رویداد ممکن است در اثر فروش تنها ۷۵,۰۰۰ قرارداد E-mini S&P 500 به ارزش حدود ۴ میلیارد دلار توسط شرکت اورال پارک^۲ کانزاس و شرکت WDR^۳ در بورس کالای شیکاگو برای پوشش موقعیتی که در بازار سهام داشتند انجام شده باشد. اساساً در گزارش‌های نهادهای نظارتی، کاهش شدید نقدینگی در بازار به عنوان اصلی‌ترین مقصر سقوط ناگهانی مطرح شده است.

با توجه به ماهیت لحظه‌ای تغییرات در سقوط ناگهانی، نمودار زیر سه شاخص درگیر در سقوط ناگهانی را نشان داده است که در ساعت ۲:۴۶، سقوط اتفاق افتاده است.



روند سقوط از ساعت ۱ بعد از ظهر، با مشاهده کاهش قیمت در برخی از نمادها بروز کرد. ساعت ۲:۳۲ دقیقه، یک معامله برنامه‌ای (الگوریتمی) اقدام به فروش ۴,۱ میلیارد دلار آتی E-mini می‌کند. این اقدام منجر به جلب توجه سایر معامله‌گران و اقدام متعاقب آنها برای فروش می‌شود. ساعت ۲:۴۱ دقیقه، فروش در بازار آتی، به بازار سهام نیز کشیده شده و بر آن اثر می‌گذارد. سامانه‌های معاملات الگوریتمی، بلافاصله به این رخداد واکنش نشان می‌دهند. ساعت ۲:۴۵ دقیقه، با توقف در بازار قراردادهای آتی E-mini، کاهش قیمت سهام متوقف شده و روند کاهشی معکوس می‌شود. در طی روز، گرچه شاخص داو بیش از ۹ درصد کاهش یافته بود، در پایان همان روز با ۳ درصد کاهش به کار خود خاتمه داد.

^۱ Universal Investment

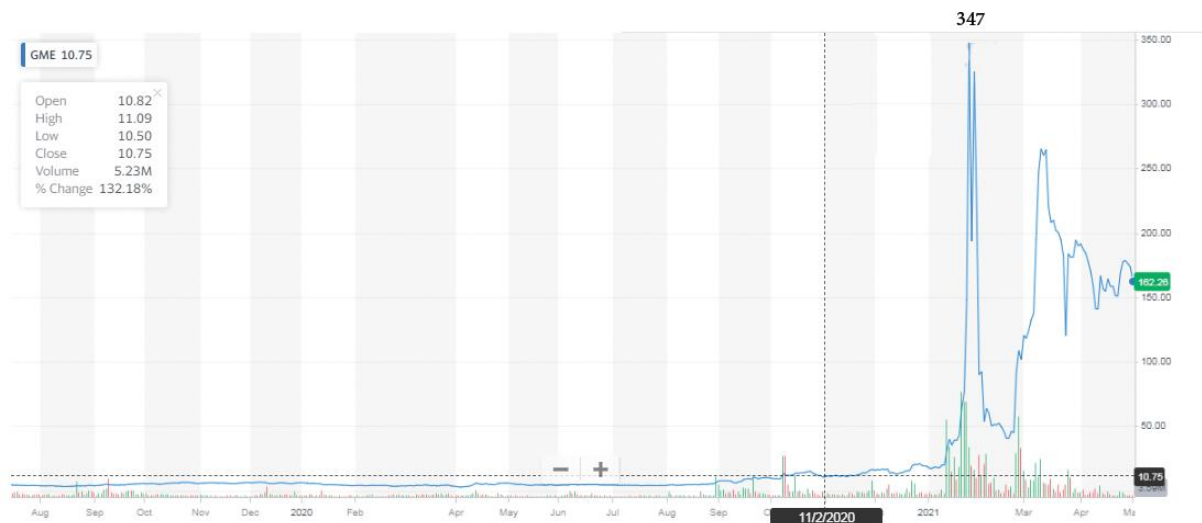
^۲ Overland Park

^۳ Waddell & Reed

بحران GameStop در سال ۲۰۲۱

GameStop بزرگترین خرده فروشی دنیا در حوزه فروش بازیهای ویدیویی و سرگرمیهای کامپیوتری است. این شرکت دارای بیش از ۴۴۹۰ فروشگاه در کشورهای آمریکا، استرالیا، کانادا و اروپا است که تحت نامهای GameStop و EB Games مشغول به فعالیت است. در سال ۲۰۲۱ و در جریان بروز پاندمیک، سهام این شرکت مورد توجه فروشندگان فروش استقراضی قرار گرفت و با توجه به پیشبینی افت قیمت سهام شرکت (بدلیل عدم وجود استراتژی دیجیتال)، اقدام به فروش استقراضی تعداد زیادی از سهام آن نموده تا در آینده بتوانند خود با قیمت پایینتر آن را خریداری کنند. این استراتژی کسب سود از روند نزولی سهام، درست در نقطه مقابل استراتژی قدیمی کسب سود از محل افزایش قیمت سهام است. در صورت افزایش قیمت سهام، سرمایه گذاران باید موقعیت های خود را با خرید مجدد سهام با قیمت بالاتر پوشش دهند که ضرر و زیان آن می تواند قابل توجه باشد.

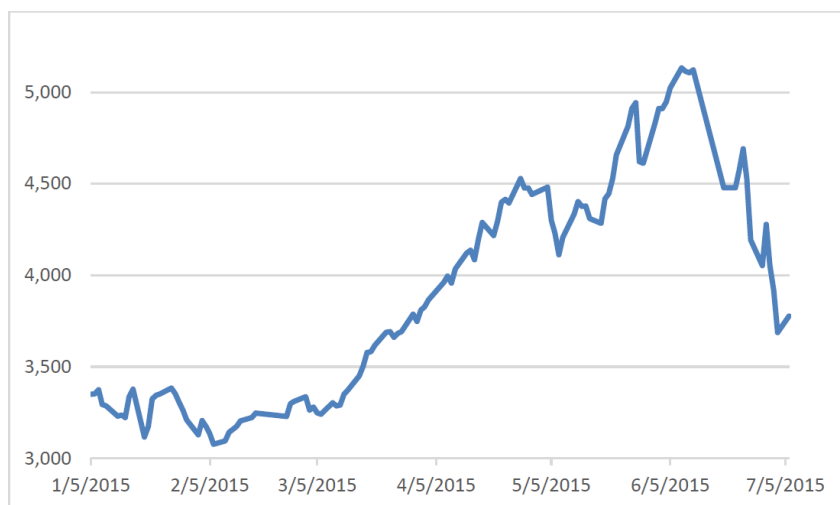
سرمایه گذاران حقیقی که در نرم افزار رسانه اجتماعی Reddit گرد هم می آمدند، زمانی که متوجه شدند تغییرات در هیئت مدیره شرکت ممکن است حاکی از وجود یک استراتژی دیجیتال برای شرکت باشد، با هماهنگی، اقدام به خرید سهام نوستالژی Game stop نمودند و موجبات افزایش قیمت GameStop را در ۱۱ ژانویه ۲۰۲۱ به وجود آوردند. این هماهنگی برای ضرر زدن به صندوق های پوششی و معامله گران ثروتمندی بود که موقعیت فروش استقراضی داشتند. افزایش قیمت سهام، فروشندگان فروش تعهدی و شرط بندی های آنها برای کاهش سهام GameStop را تحت فشار قرار داده و به زودی آنها مجبور شدند به خریدار سهام تبدیل شوند و این موضوع باعث شد مارپیچی تورمی ایجاد شده و قیمت سهام حتی بالاتر برود. بدین ترتیب، قیمت سهام GameStop از ۶،۲۳ دلار در سپتامبر ۲۰۲۰ به ۴۳،۰۳ دلار در ژانویه ۲۰۲۱ و سپس در همان ماه به ۳۴۷،۵۱ دلار رسید. با افزایش سریع قیمت، فروشندگان فروش تعهدی و صندوق های پوششی مجبور به خروج از بازار با ضرر شدند. احتمال اینکه این شرکت ها مجبور به فروش سایر دارایی های خود شوند، باعث ریزش حباب و کاهش قیمت شدید سهم GameStop شد. در حال حاضر، سهام این شرکت با قیمت ۱۶۲ دلار در بازار بورس نیویورک معامله می شود. این سهم از ۴ ژانویه ۲۰۲۱ از قیمت ۱۷ دلار به ۳۴۷ دلار در ۲۷ ژانویه ۲۰۲۱ رسید که معادل ۱۹۴۱ درصد رشد را تجربه نمود. نمودار زیر، نوسانات قیمت این سهم را نشان می دهد.



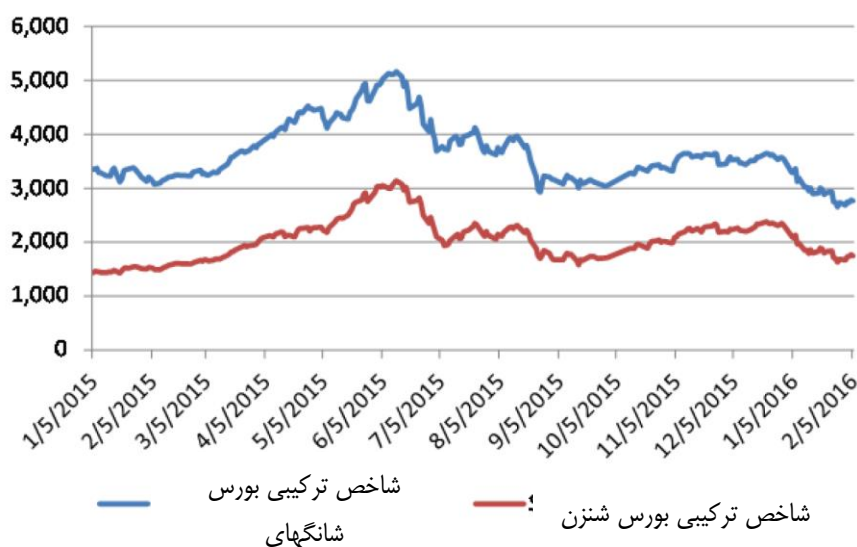
سقوط بازار سهام چین در سال ۲۰۱۵

به دنبال یک دوره نوسان شدید در آغاز ماه مه سال ۲۰۱۵، سهام‌های چینی به شدت کاهش قیمت پیدا کردند. در طی چند هفته بعد از اوج قیمت‌های سهام در ۶ مه، شاخص ترکیبی بورس شانگهای چین، ۲۵ درصد ارزش خود را از دست داد و بورس شن‌زن نیز ۳۵ درصد کاهش ارزش پیدا کرد. از زمانی که ریزش این دو بورس شروع شد، سرمایه‌گذاران حدود ۳۵ هزار میلیارد دلار معادل کل ارزش بازار سهام چین در سال ۲۰۱۲ را از دست دادند. این سقوط اعتبار دولت را به چالش کشید و تعهد آن را برای اصلاح در پی داشت.

شاخص ترکیبی بورس شانگهای



Source: Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/quote/SHCOMP:IND>.



دلایل سقوط بازار سهام چین در بحران بازار سهام سال ۲۰۱۵

دلایل هرگونه سقوط در بازار سهام در شرایط خاص متفاوت است، اما یک دلیل کلی وجود دارد که به طور کلی بیان می‌کند: آنچه بالا می‌رود، باید کاهش یابد. بنابراین باید درک شود که چه چیزی باعث ایجاد حباب در بازار سهام چین (خرید هیجانی) و وحشت فروش شد. در فاصله میان ژوئن ۲۰۱۴ و ژوئن ۲۰۱۵، شاخص ترکیبی بورس شانگهای تا ۱۵۰ درصد رشد داشت. این امر نشانه‌ای قوی بود که بازار ظاهراً دارای رونق در واقع در حال ورود به قلمرو حباب بود این شرایط منطبق با شرایط کلان اقتصادی نبود.

ارزش بسیاری از سهام‌ها هم به لحاظ نرخ بالا رفت و هم سرعت داشت که معنی چندانی نداشت. قیمت سهام بسیاری از شرکت‌های با درآمد ناچیز (یا حتی زیان) افزایش نجومی یافت. در همین حال، اقتصاد بزرگ چین با کاهش چشم‌گیر رشد اقتصادی، روند دیگری را طی می‌کرد (نرخ رشد اقتصادی از دو رقمی در سال‌های گذشته (قبل از سال ۲۰۱۵) به ۷ درصد کاهش یافته بود). به عبارت دیگر، در شرایط بازار سالم، رونق بازار سهام معمولاً نشان‌دهنده توسعه اقتصادی است اما رشد اقتصادی چین در چند سال گذشته (قبل از سال ۲۰۱۵) در حال کاهش بود و انتظار نمی‌رفت در آینده نزدیک به رشد سریع برگردد. بنابراین، دوره ۲۰۱۴-۲۰۱۵ بدون حمایت از اقتصاد واقعی به وضوح حبابی بود.

یک دلیل مهم برای افزایش بازار سهام چین این بود که بسیاری از مردم عادی چین برای اولین بار شروع به سرمایه‌گذاری در بورس کردند. بیش از ۴۰ میلیون کد سهام‌داری جدید بین ژوئن ۲۰۱۴ و مه ۲۰۱۵ افتتاح شد. بر خلاف سایر بازارهای سهام مهم، که توسط مدیران سرمایه‌گذاری حرفه‌ای مدیریت می‌شود، حدود ۸۵ درصد از معاملات سهام بورس چین مربوط به سرمایه‌گذاران خرد بود. اکثر سرمایه‌گذاران جدید در بازار سهام چین حتی تحصیلات دبیرستان نداشتند و ۶ درصد کاملاً بی سواد بودند. این سرمایه‌گذاران خرد و کم تجربه به طور چشمگیری نوسانات بازار را افزایش داده و منجر به نوسانات بسیار بیشتری در بازار سهام شدند. دلیل آن این است که سرمایه‌گذاران خرد برخلاف سرمایه‌گذاران نهادی حرفه‌ای که براساس تجزیه و تحلیل منطقی بازار و پیش‌بینی‌های خود درگیر سرمایه‌گذاری طولانی مدت می‌شوند، نوعاً در گمانه‌زنی‌های کوتاه‌مدت بر اساس شنیده‌ها، شایعات و پیش‌بینی‌های غیر منطقی شرکت می‌کنند. در نتیجه، آن‌ها تمایل به نشان دادن رفتار گله‌ای داشتند که باعث نوسانات قیمت سهام بیش‌تر از آنچه در غیر این صورت می‌توانست باشد؛ شدند. از این بدتر، بسیاری از این سرمایه‌گذاران تازه‌کار با پول وام گرفته شده خریدهای بسیار اهرمی انجام داده بودند.

اقدامات اولیه دولت

دولت چین به این سقوط قیمت سهام با واکنش جدی برخورد کرد از جمله این‌که به کارگزاران دستور خرید سهام داد و فروش سهام توسط سهامداران را ممنوع کرد- یک برگشت زیاد به دنبال تعهد رئیس جمهور چین ژي جینپینگ در سومین سخنرانی در اجتماع گروهی از مردم که بازار نقش مهمی در همه جنبه‌های اقتصاد دارد. حتی وقتی دولت سیاست‌های جدیدی را برای مداخله در بازار و توقف سقوط به کار گرفت، قیمت سهام همچنان رو به سقوط بود. این وضعیت ادامه داشت تا این‌که در ۹ جولای، بازار سهام چین وارد روند صعودی شد و شاخص بورس شانگهای و شنزن به ترتیب ۵/۸ درصد و ۳/۸ درصد رشد یافتند. به رغم سقوط این دو بورس، شاخص نسبت به سال قبل از آن به ترتیب ۷۴ و ۸۴ درصد رشد داشت.

اگرچه نشانه‌های اولیه‌ای مبنی بر بازگشت بازار وجود داشت ولی افزایش، نوسان و سقوط سهام چین به چندین نتیجه‌گیری مهم برای سیاست‌گذاران اشاره داشت:

✓ اقدامات مایوس‌کننده روز افزون دولت چین، تعهد رئیس جمهور برای افزایش قیمت بازار سهام را زیر سؤال می‌برد. بررسی روند چند هفته قبل از شروع رونق بازار سهام، مشخص نمود که دولت به دنبال اولویت‌بندی رشد در بازارهای سرمایه آزاد است. علاوه بر این،

ناتوانی دولت برای توقف سریع مسیر موجود، وجهه رئیس جمهور به عنوان رهبر مطلق در کنترل همه چالش های اقتصادی و اجتماعی و جامعه را مخدوش کرد و امیدها برای تغییر سیاسی مهم از بین رفت.

✓ سیاست های دنبال شده توسط دولت به منظور یافتن منابع رشد جدید (فراتر از تأکید سنتی روی سرمایه گذاری در دارایی ثابت) حداقل تا حدی عامل ایجاد حباب بود. سرمایه گذاری در بازار سهام به عنوان راهی جهت تجهیز سرمایه شرکت های دولتی، افزایش بودجه شرکت های خصوصی و نیز کسب بازدهی توسط خانوارها در نظر گرفته شد. رسانه های رسمی سرمقاله های تحسین برانگیزی منتشر و رشد بازار سهام را نشانه قدرت اقتصادی توصیف می کردند. در همان زمان، مقام های ناظر (تنظیم کننده ها) به دلیل اختلاف داخلی و فشار سیاسی برای اجازه رشد سهام، تمایلی نداشتند و یا نمی توانستند وارد عمل شوند. این موارد، شک و تردید در مورد تمایل دولت برای اجرای مقررات و نظم بازار را تقویت می کرد و رشد بازار را کندتر می نمود.

✓ انزوای بازارهای سهام چین که سرمایه گذاران خارجی مالک تنها حدود ۱/۵ درصد سهام در آن بودند، به معنی آن بود که این اتفاق روی بازارهای جهانی تقریباً تأثیری نداشت. تأثیر مصرف داخلی چین نیز به همین ترتیب مهار شد؛ زیرا سهام کمتر از ۱۵ درصد دارایی های مالی خانوارها را تشکیل می داد. با این وجود، این روند بازار، عامل اصلی نگرانی داخلی در چین بود زیرا سهام شرکت های چینی بیش از حد ارزش گذاری شده بود و بنیادهای اقتصادی تضعیف شده بود.

✓ تأثیر بحران بازار سهام چین، بر بازارهای آمریکا محدود بود و بیشتر در شرکت های چینی پذیرفته شده در بورس های آمریکا متمرکز بود. هنگامی که کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین (CSRC) تمام عرضه های اولیه جدید را به منظور کاهش نوسانات به حالت تعلیق درآورد، به شرکت های فناوری چینی پذیرفته شده در آمریکا هشدار داد که از اوایل ماه مارس شروع لغو پذیرش از آمریکا کنند تا دوباره در بورس چین پذیرش شوند و از مزایای آن استفاده کنند. شرکت های چینی پذیرفته شده در آمریکا، که سهام خود را از لیست بورس آن کشور خارج نکردند، به گونه دیگری تحت تأثیر قرار گرفتند؛ سهام آن ها در معاملات بورس آمریکا ارزش خود را از دست داد؛ زیرا سرمایه گذاران در اثر سقوط بازار چین دچار ترس شدند.

اقدامات دولت برای حمایت از بازارهای سهام

بر اساس تحقیقات، در سه ماهه نخست سال ۲۰۱۵ بخش مالی، ۱،۴ درصد به تولید ناخالص داخلی چین کمک کرد. به عبارت دیگر، بدون رونق بازار سهام، اقتصاد چین به هدف ۷ درصد رشد تولید ناخالص داخلی مدنظر دولت دست نمی یافت. از این رو مجموعه اقداماتی توسط دولت برای تحریک رشد و تقویت بازار سهام اعلام شد:

✓ در ۲۴ ژوئن؛ هیئت دولت پیش نویس طرحی را برای کاهش حداکثر نسبت وام به سپرده آماده کرد. در صورت اجرایی شدن این طرح، گام دیگری در جهت آزادسازی سیستم مالی داخلی چین برداشته می شد. آینده این طرح مبهم بود چرا که با وجود تقاضای پایین وام گیرندگان، افزایش اعتبار نمی توانست خیلی مؤثر باشد.

✓ در تاریخ ۲۷ ژوئن، بانک خلق چین (PBOC) برای جلوگیری از فشار فروش در بازارهای سهام چین وارد عمل شد و نرخ بهره و سپرده معیار را تا ۲۵ صدم درصد (به ترتیب به ۴،۸۵ درصد و ۲ درصد) و نیز نرخ ذخیره قانونی را برای برخی از بانک ها تا ۵۰ صدم درصد کاهش داد. در بیانیه ای PBOC اعلام کرد که این اقدامات با هدف کاهش هزینه های استقراض و "تثبیت رشد" انجام شده است، اما جزئیات اجرای آن را ارائه نداد. این اقدام، چهارمین بار بود که PBOC از نوامبر ۲۰۱۴ نرخ بهره وام و سپرده را کاهش می داد. همچنین این اولین بار از اکتبر ۲۰۰۸ بود که بانک مرکزی هم نرخ بهره و هم نرخ ذخیره قانونی را کاهش داده بود.

✓ در تاریخ ۲۹ ژوئن، وزارت رفاه و وزارت دارایی چین پیش نویس آیین نامه ای را منتشر کردند که به صندوق های بازنشستگی تحت مدیریت دولت های محلی اجازه می داد در سهام، صندوق های سرمایه گذاری، صندوق های سرمایه گذاری خصوصی و سایر محصولات مرتبط با سهام سرمایه گذاری کنند. نسبت سرمایه گذاری در سهام تا سقف ۳۰ درصد از ارزش خالص دارایی های صندوق بازنشستگی

بود. این صندوق‌ها، دارایی‌هایی به ارزش بیش از ۳۲۲ میلیارد دلار در اختیار داشتند که از این میزان تا ۹۷ میلیارد دلار آن را می‌توانستند وارد بورس کنند.

✓ در اول ژوئیه، نهاد ناظر بازار سرمایه چین (CSRC) به سرمایه‌گذاران اجازه داد از خانه‌ها و سایر دارایی‌های واقعی به عنوان وثیقه برای وام‌گرفتن جهت خرید سهام استفاده کنند.

✓ در ۴ ژوئیه، ۲۱ شرکت کارگزاری؛ صندوقی به ارزش حدود ۱۹ میلیارد دلار برای خرید سهام تأسیس کردند.

✓ در همان روز یعنی ۴ ژوئیه، نهاد ناظر بازار سرمایه چین (CSRC) کلیه عرضه‌های اولیه را به منظور کاهش نوسانات به حالت تعلیق درآورد.

✓ در ۵ ژوئیه، نهاد ناظر بازار سرمایه چین (CSRC) اعلام کرد PBOC برای اعطای وام به شرکت‌های کارگزاری برای خرید سهام با تأمین بودجه‌ای حدود ۴۲ میلیارد دلار برای یک آژانس دولتی با نام شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین، ثبات بازار را حفظ خواهد کرد. همچنین PBOC اعلام کرد که شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین نقدینگی به منظور خرید و نگهداری سهام را در برابر خطرات سیستمی دریافت می‌کند (در واقع با استفاده از منابع PBOC برای خرید مستقیم سهام). با این اقدام شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین از نقش سنتی خود به عنوان وام‌دهنده به شرکت‌های کارگزاری یک فاصله اساسی می‌گرفت.

✓ در ۸ ژوئیه، CSRC فروش سهام سهامداران با سهام بالای ۵ درصد را به مدت شش ماه ممنوع کرد.

✓ وزارت دارایی طرح کاهش مالیات خرید سهام را برای تشویق سرمایه‌گذاری بیشتر بررسی کرد. میزان مالیات جمع‌آوری شده توسط دولت چین از این طریق در ماه مه ۲۰۱۵ به ۵ میلیارد دلار بود یعنی ۱۱ برابر آن نسبت به سال گذشته.

✓ همچنین دولت به ابزارهای تبلیغاتی متوسل شد و از طریق تحریک حس میهن‌پرستی برای تشویق خرید سهام اقدام نمود. به‌علاوه به نهاد ناظر بازار سرمایه چین (CSRC) دستور داد تا در مورد اثرات مخرب فروش استقراضی تحقیق کند. به شرکت‌های دولتی لیست شده در بورس نیز دستور داده شد که سهام نفروشدند و سهام خود را خریداری کنند.

✓ در همان زمان، شرکت‌ها برای جلوگیری از افت بیشتر ارزش سهام خود، داوطلبانه معاملات سهام خود را متوقف کردند. تا ۹ ژوئیه، ۱۴۷۶ سهام یا بیش از ۵۰ درصد از تمام شرکت‌های لیست شده در بورس سهام شانگهای و شن‌ژن، معاملات سهام خود را متوقف کردند. شرکت‌های لیست شده در ChiNext، (تابلویی برای شرکت‌های استارت‌آپی فناوری در بورس شن‌ژن، وضعیت متفاوتی داشتند: تا ۱۰ ژوئیه، فقط سهام ۲۰۵ شرکت از ۴۸۴ شرکت معامله می‌شد و بقیه آنها به حالت تعلیق درآمد. از آنجایی که اکثر شرکت‌های لیست شده در ChiNext کوچک و خصوصی بودند، تعلیق بسیاری از سهام‌ها به دلیل توانایی آنها در جمع‌آوری پول، اقدامی مضر بود.

سهام شرکت Wintime Energy



سهام شرکت وین تایم که در ابتدای سال ۲۰۱۷ قیمتی معادل ۴,۳۷ دلار داشت، در ابتدای سال ۲۰۱۸، قیمت آن به ۱,۳۶ دلار رسید که کاهشی ۶۷ درصدی را تجربه نموده است.

بحران جنوب شرق آسیا در سال ۱۹۹۷

بحران مالی آسیا در اثر سقوط نرخ ارز و حباب پول داغ^۱، در ژوئیه ۱۹۹۷ در تایلند آغاز شد و آسیای شرقی و جنوب شرق آسیا را فرا گرفت. این بحران مالی، تأثیر منفی بسیاری بر بازارهای بورس کشورهای جنوب شرق آسیا به دنبال داشت.

^۱ Hot money: در علم اقتصاد، پول داغ یک گردش وجوه (یا سرمایه) از یک کشور به کشور دیگر و یا از بازاری به بازار دیگر (بازار بین المللی یا داخلی) به منظور کسب سود کوتاه مدت روی نوسانات نرخ بهره یا نرخ تبادل ارز پیش‌بینی شده‌است. پول داغ مرتباً بین کشورهای با نرخ بهره پایین به کشورهای با نرخ بهره بالا جابه‌جا می‌شوند؛ این نقل و انتقالات مالی در صورتی که در مبالغ بالا باشد، بر نرخ تبدیل و موازنه پرداخت‌های کشور اثرگذار خواهد بود.



در تاریخ ۲ ژوئیه ۱۹۹۷، ذخیره ارزی دولت تایلند تمام شد. دولت دیگر قادر به پشتیبانی از نرخ ارز خود نبود، و نرخ بات تایلند را که قبلاً نسبت به دلار آمریکا ثابت بود، شناور کرد. لذا نرخ ارز بات به شدت سقوط کرد. دو هفته بعد، پزوی فیلیپین و روپیه اندونزی نیز دچار افت شدید شدند. این بحران در سطح بین المللی گسترش یافت و بازارهای سهام آسیا در ماه اگوست به پایین ترین سطح خود سقوط کردند. بازار سرمایه کره جنوبی تا ماه اکتبر نسبتاً ثابت بود. با این حال، وون کره، در تاریخ ۲۸ اکتبر به پایین ترین حد خود سقوط کرد و بورس، بزرگترین افت یک روزه خود را در تاریخ ۸ نوامبر تجربه نمود.

علل بحران مالی آسیا

دلایل بحران مالی آسیا بسیار پیچیده و قابل بحث است. دلیل اصلی این بحران، سقوط حباب پول داغ بوده است. در اواخر دهه ۱۹۸۰ و اوایل دهه ۱۹۹۰، بسیاری از کشورهای جنوب شرقی آسیا، از جمله تایلند، سنگاپور، مالزی، اندونزی و کره جنوبی، به رشد گسترده اقتصادی ۸ تا ۱۲ درصدی در تولید ناخالص داخلی (GDP) دست یافتند. این موفقیت به عنوان "معجزه اقتصادی آسیا" شناخته شد. با این حال، یک خطر قابل توجه در این موفقیت نهفته بود. تحولات اقتصادی در کشورهای فوق الذكر عمدتاً با رشد صادرات و سرمایه گذاری های خارجی تقویت شد. بنابراین، نرخ های بهره بالا و نرخ ارز ثابت (که نسبت به دلار آمریکا ثابت است) منجر به جذب

^۱ Asian economic miracle

پول داغ شد. همچنین نرخ ارز با نرخ مطلوبی برای صادرکنندگان تثبیت شد. با این وجود، هم بازار سرمایه و هم شرکت‌ها به دلیل سیاست نرخ ارز ثابت در معرض خطر ارزی قرار گرفتند.

در اواسط دهه ۱۹۹۰، پس از بهبود شرایط حاصل از رکود ایالات متحده، فدرال رزرو، نرخ بهره را در برابر تورم افزایش داد. نرخ بهره بالاتر باعث جذب پول داغ به بازار ایالات متحده و در نتیجه افزایش ارزش دلار آمریکا شد. ارزهای ثابت نسبت به دلار آمریکا نیز گران شدند و در نتیجه به رشد صادرات لطمه زدند. با شوک ایجاد شده در صادرات و سرمایه‌گذاری خارجی، ارزش دارایی‌هایی که با اهرم‌های بالای مالی اعتباری کسب کرده بودند، سقوط کرد و سرمایه‌گذاران خارجی وحشت زده شروع به خروج از بازار کردند.

خروج گسترده سرمایه باعث فشار بسیار بر ارزهای کشورهای آسیایی شد. دولت تایلند برای حمایت از نرخ ارز خود از تمام ذخایر ارز خارجی خود استفاده کرد و پس به اتمام رسیدن ذخایر ارزی، نرخ ارز خود را نسبت به دلار آمریکا شناور کرد. بنابراین ارزش بات بلافاصله سقوط کرد. همین اتفاق نیز بلافاصله برای بقیه کشورهای آسیایی رخ داد.

تأثیرات بحران مالی آسیا

کشورهایی که به شدت تحت تأثیر بحران مالی آسیا قرار گرفتند شامل اندونزی، تایلند، مالزی، کره جنوبی و فیلیپین بودند. نرخ ارز، بازار سهام و قیمت دارایی‌های این کشورها سقوط کرد و تولید ناخالص داخلی آن‌ها حتی به صورت دو رقمی کاهش یافت.

از سال ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۷، تولید ناخالص داخلی اسمی در اندونزی ۴۳٫۲ درصد، در تایلند ۲۱٫۲ درصد، مالزی ۱۹ درصد، کره جنوبی ۱۸٫۵ درصد و فیلیپین ۱۲٫۵ درصد کاهش یافت. هنگ کنگ، سرزمین اصلی چین^۱، سنگاپور و ژاپن نیز به مقدار کم‌تری تحت تأثیر قرار گرفتند. تأثیر بحران مالی آسیا محدود به آسیا نبود. سرمایه‌گذاران بین‌المللی تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه، نه تنها در آسیا بلکه در سایر مناطق جهان، و نیز وام دادن به آنها پیدا کردند. قیمت نفت در پی بحران، کاهش یافت، و در نتیجه، بسیاری از شرکت‌ها در صنایع نفتی، برای دستیابی به صرفه اقتصادی، مجبور به فرآیند ادغام و تملیک^۲ شدند.

سقوط لحظه‌ای کوچک^۳ ۲۷ اکتبر ۱۹۹۷، یک سقوط جهانی بورس است که ناشی از بحران اقتصادی در آسیا بوده است. سقوط نقطه‌ای میانگین صنعتی داو جونز در این روز، به عنوان هجدهمین سقوط بزرگ شاخص داو از سال ۱۸۹۶ شناخته شده است. این سقوط، سقوط لحظه‌ای کوچک در نظر گرفته می‌شود؛ زیرا درصد نزول در مقایسه با سایر سقوطهای لحظه‌ای، نسبتاً کم بود و پس از سقوط، بازارها همچنان در سال ۱۹۹۷ مثبت باقی ماندند. اما این سقوط لحظه‌ای کوچک را می‌توان آغاز رونق اقتصادی دهه ۱۹۹۰ در ایالات متحده و کانادا دانست.

این سقوط یک شبه در آسیا آغاز شد زیرا شاخص هنگ کنگ در هنگ کنگ ۶٪ کاهش یافت، و پربیننده‌ترین بازار آسیا، نیکی^۴ ۲۵۵٪، ژاپن، فقط ۲٪ در آن روز سقوط کرد. این سقوط به بازارهای اروپا سرایت کرد، و شاخص FTSE 100 لندن با افت ۹۸٫۹۰ واحدی یا تقریباً ۲٪، به ۴۸۷۱٫۳۰ واحد رسید. شاخص داف^۵ فرانکفورت نیز به شدت سقوط کرد. انتظار می‌رفت بازارهای ایالات متحده به طور گسترده‌ای با شاخص منفی، باز شوند. شاخص‌های داو، نزدک کامپوزیت و S&P 500 همگی در طول جلسه معاملاتی کاهش یافتند.

^۱ Mainland China

^۲ merger and acquisition

^۳ mini-crash

^۴ Nikkei 225

^۵ DAF

در ساعت ۲:۳۶ بعد از ظهر، شاخص داو پس از سقوط ۳۵۰ واحدی، اولین توقف معاملاتی خود را که ۳۰ دقیقه به طول انجامید، اعمال کرد. پس از آن، سهم‌ها به روند نزولی سرسام آور خود ادامه دادند و سرانجام به دومین توقف معاملاتی در ۵۵۰ واحد رسیدند و معاملات در ساعت ۳:۳۵ بعد از ظهر به پایان رسید. دومین توقف معاملاتی معمولاً معاملات را به مدت یک ساعت متوقف می‌کند، اما از آنجایی که تنها ۲۵ دقیقه از جلسه باقی مانده بود، بورس اوراق بهادار نیویورک به سادگی معاملات را پایان داد. معاملات نزدیک تا ساعت ۴ بعد از ظهر ادامه داشت.

۲۸ اکتبر

انتظار می‌رفت که بازارهای سهام ایالات متحده در تاریخ ۲۸ اکتبر با افت کمتری روبرو شوند زیرا بازارهای آسیا حتی بیش از ۲۷ مارس سقوط کردند. شاخص هنگ کنگ در هنگ کنگ به طور سرسام آوری ۱۴ درصد کاهش یافت. شاخص نیکی ژاپن ۴,۲۶ درصد افت کرد. بازارهای سهام ایالات متحده در ابتدا روند نزولی خود را از بیست و هفتم ادامه دادند اما ناگهان تثبیت شده و روند صعودی پیدا کردند. داو تا ساعت ۱۰:۰۶ صبح به میزان ۱۸۶ واحد سقوط کرد و بلافاصله پس از آن یک روند افزایشی را آغاز کرد. تا ساعت ۱۰:۲۰ صبح داو تنها ۲۵ واحد سقوط کرد. پنج دقیقه بعد، داو دوباره مثبت شده و ۵۰ واحد بالاتر رفت. نه دقیقه بعد، در ساعت ۱۰:۳۴ صبح، داو یک افزایش سه رقمی به اندازه ۱۳۷,۲۷ واحد را تجربه کرد. قیمت سهام در معاملات بقیه روز افزایش یافت.

شاخص هنگ کنگ^۱ یکی از اولین شاخص‌های بازار سهام در هنگ کنگ است. این شاخص به طور علنی در ۲۴ نوامبر ۱۹۶۹ راه اندازی شده است و به عنوان گسترده‌ترین شاخص عملکرد بازار سهام هنگ کنگ شناخته می‌شود.

بر اساس طبقه‌بندی ده‌گانه‌ای که بورس هنگ کنگ برای بدترین سقوطها و بیشترین صعودهای رخ داده در طول تاریخ برای شاخص هنگ کنگ در نظر گرفته است، سقوط ۲۸ اکتبر ۱۹۹۷ در بین بدترین سقوطهای طول تاریخ برای این شاخص، با افت ۱۳,۷ درصدی در یک روز، رتبه سوم را کسب کرده و بعد از آن در ۲۹ اکتبر ۱۹۹۷، با رشد ۱۸,۸۲ درصدی، بیشترین رشد تاریخ را برای این شاخص رقم زده است. شکل زیر نوسانات شاخص هنگ کنگ در سال ۱۹۹۷ را نشان می‌دهد.

^۱ Hang Seng (HSI)



صعود و نزول شاخص هنگ سنگ در سال ۱۹۹۷

فهرست زیر، ۱۰ شرکت تأثیرگذار در شاخص هنگ سنگ در سال ۱۹۹۷ را نشان می‌دهد:

انتهای سال ۱۹۹۷		
وزن (درصد)	بخش	شرکت
۲۴,۸۰	FIN	هلدینگ اچ اس بی سی
۹,۲۰	UTI	تلکام هنگ کنگ ^۱
۹,۱۳	COM	هاتچینسون ^۲
۶,۹۸	FIN	هنگ سنگ بانک
۶,۲۶	PROF	سان هانگ کای پراپرتیز ^۳
۵,۶۶	PROF	چونگ کونگ هولدینگز ^۴
۵,۱۹	UTI	چاینا لایت ^۵
۳,۱۸	COM	سیتیک پسیفیک ^۶
۳,۰۷	PROF	توسعه املاک هندرسون ^۷
۲,۸۹	UTI	شرکت برق هنگ کنگ ^۸

^۱ HK Telecom

^۲ Hutchison Holdings Ltd

^۳ Sun Hung Kai Properties

^۴ Cheung Kong Holdings

^۵ China Light

^۶ CITIC Pacific

^۷ Henderson Land

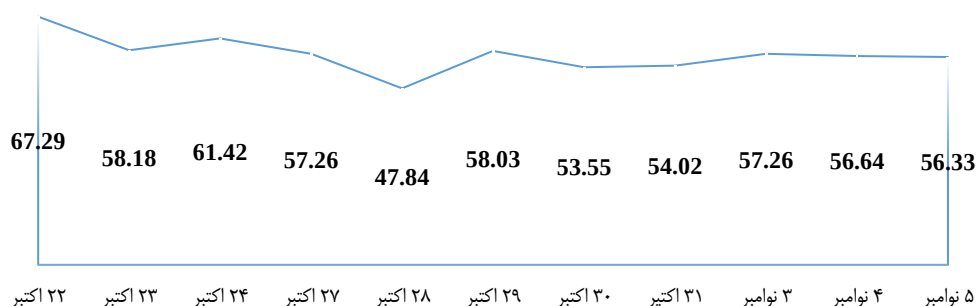
^۸ Hong Kong Electric Company

در ادامه، به نوسانات قیمتی سهم‌های اثرگذار بر شاخص هانگ سنگ و میزان کاهش آن اشاره شده است.

هولدینگ اچ اس بی سی (HSBC)^۱

گروه بانکداری بریتانیایی است، که در زمینه ارائه خدمات بانکداری خرد، بانکداری اختصاصی، بانکداری شرکتی و بانکداری سرمایه‌گذاری، مدیریت سرمایه‌گذاری و مدیریت ثروت، کارت‌های اعتباری و وام‌های مسکن فعالیت می‌کند. قیمت سهام این شرکت از ابتدای ماه اکتبر، همزمان با افزایش فشارهای بازار سرمایه روند نزولی به خود گرفت و در تاریخ ۲۸ اکتبر، بیشترین افت قیمت را به میزان ۱۶,۴۵ درصد تجربه کرد و فردای آن روز با افزایش ۲۱,۳۰ درصدی، ریزش روز قبل خود را پوشش داد.

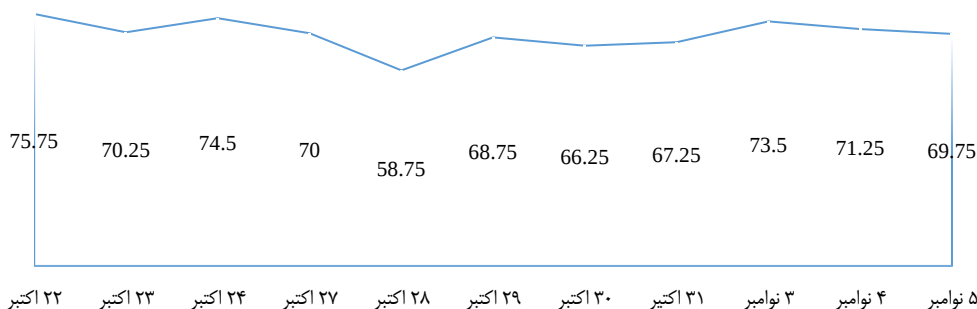
قیمت سهام هولدینگ HSBC (دلار هنگ کنگ)



هنگ سنگ بانک^۲

شرکت خدمات مالی و بانکداری هنگ کنگ است، که دومین بانک بزرگ هنگ کنگ بر پایه ارزش بازار سرمایه محسوب می‌شود و بخش عمده فعالیت‌های آن در زمینه ارائه خدمات بانکداری شرکتی، بانکداری خرد، بانکداری اختصاصی و مدیریت سرمایه‌گذاری متمرکز است.

قیمت سهام هنگ سنگ بانک (دلار هنگ کنگ)



^۱ Hong Kong and Shanghai Banking Corporation

^۲ Hang Seng Bank

در تاریخ ۲۸ اکتبر ۱۹۹۷، همزمان با اوج بحران مالی بوجود آمده در کشورهای جنوب شرقی آسیا، قیمت سهام بانک هنگ سینگ، ۱۷ درصد کاهش یافت و فردای آن روز در ۲۹ اکتبر، ۱۶ درصد رشد داشت.

وظایف و مسئولیت‌های نهادهای ناظر و کنترل تلاطم

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس و اوراق بهادار (IOSCO)، سه هدف اصلی برای تنظیم و نظارت بر بازار اوراق بهادار را بر شمرده است که تقریباً تمامی نهادهای ناظر در سرتاسر جهان نیز، همین سه هدف را پیش روی خود قرار داده‌اند. این اهداف عبارتند از:

۱- حمایت از سرمایه‌گذاران؛

۲- اطمینان از منصفانه، کارا و شفاف بودن بازار؛

۳- کاهش ریسک سیستمی.

هیچ کدام از این اهداف الزام‌آور نبوده و صرفاً نهادهای ناظر برای تحقق آن تلاش می‌کنند. هر سه هدف فوق، ارتباط نزدیکی با یکدیگر دارند و حتی می‌توانند گفت نقاط اشتراک دارند. بسیاری از الزاماتی که به منصفانه، کارا و شفاف بودن بازار کمک می‌کنند، حمایت از سرمایه‌گذار نیز محسوب می‌شوند و به کاهش ریسک سیستمی نیز منجر خواهند شد. همچنین، بسیاری از اقداماتی که برای کاهش ریسک سیستمی صورت می‌پذیرد، منجر به حمایت از سرمایه‌گذاران می‌شود.

نهادهای ناظر تلاش می‌کنند تا از طریق تبیین استانداردهای حرفه‌ای، نظارت بر بازارها، نظارت بر فعالیت‌های بازار و اقداماتی که انجام می‌دهند، اجرای مؤثر استانداردهای تبیین شده و همکاری نزدیک با سایر نهادهای نظارتی، به اهداف بالا نائل شوند. اصطلاح حمایت از سرمایه‌گذاران، براساس توضیحات آیسکو، در برگیرنده مشتریان نیز هست. لذا نهادهای ناظر نظارت بر عموم نهادهای مالی که خدمات در بازار سرمایه ارائه می‌دهند را بر عهده دارند. از مهمترین اقدامات نهادهای ناظر برای حمایت از سرمایه‌گذاران، دسترسی به اطلاعات به خصوص اطلاعات با اهمیت است که دارندگان اطلاعات نهانی (درونی‌های شرکت‌ها) غالباً به آن دسترسی سریعتری دارند.

منصفانه بودن بازار، ارتباط بسیار نزدیکی با حمایت از سرمایه‌گذاران و به‌خصوص جلوگیری از اقدامات نادرست یا تخلفات در معاملات دارد. ساختارهای بازار نباید بی‌جهت برخی از فعالان بازار را نسبت به دیگران ترجیح دهد. پذیرش و تأیید نهاد ناظر درخصوص اپراتورهای سیستم معاملات و بورس، به منصفانه بودن بازار کمک می‌کند. مقررات باید امکان رصد، کشف و تنبیه دستکاری بازار و سایر اقدامات مجرمانه را به نهاد ناظر بدهد. مقررات باید از دسترسی سرمایه‌گذاران به امکانات بازار و اطلاعات قیمتی و بازاری، اطمینان حاصل کند. همچنین مقررات باید از اقدامات بازاری که موجب مواجهه منصفانه با سفارشات و فرایند شکل‌گیری قیمت قابل اتکا می‌شود، حمایت کند.

همچنین به‌منظور ایجاد بازار کارا، انتشار به‌موقع و گسترده اطلاعات که اثر آن بر شکل‌گیری قیمت بازتاب داشته باشد، اهمیت زیادی دارد. مقررات در بازار سرمایه باید به‌گونه‌ای تبیین شود که کارایی بازار را ارتقا بخشد.

مقررات و مقررات‌گذاری در بازار اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است اما تدوین و تبیین مقررات نامناسب می‌تواند موانع زیادی را بر راه رشد و توسعه بازار تحمیل کند. براساس توصیه‌های آیسکو، مقررات باید به تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی کمک کند. همچنین در مقررات‌گذاری، موضوع مهم منافع رقابت در بازار و همچنین شکل‌گیری قیمت از مهم‌ترین مسائلی است که آیسکو نیز برای رسیدن به سه هدف فوق آنها را ضروری دانسته است. برای رشد اقتصادی پایدار، شناخت ویژگی‌های عمومی برای مقررات‌گذاری اثربخش، از اهمیت زیادی برخوردار است. آیسکو برخی از این ویژگی‌ها را اشاره نموده است:

- نباید هیچ‌گونه ممانعت غیرضروری برای ورود و خروج به بازارها و ابزارهای مختلف وجود داشته باشد؛
- بازارها باید برای گسترده و وسیعی از فعالانی که شرایط خاص ورود به بازار (مانند داشتن کد معاملاتی) را دارند، باز باشد؛

- نهادهای ناظر باید همواره اثر الزاماتی که اعلام می‌کنند را بر توسعه بازار مد نظر قرار دهند؛
 - باید موانع مقرراتی یکسان و برابری برای تمام اشخاصی که تعهدات مالی خاصی دارند، وضع شود.
- جهت نیل به این سه هدف اصلی، آیسگو ۳۸ اصل را مد نظر قرار داده است که ۸ مورد از این اصول، درخصوص نهاد ناظر است. این اصول عبارتند از:

- ۱- مسئولیت‌ها و وظایف نهاد ناظر باید شفاف و به‌صورتی عینی در مقررات بیان شده باشد؛
- ۲- نهاد ناظر باید از منظر عملیاتی مستقل عمل نموده و درباره اعمال وظایف و قدرت خود، پاسخگو باشد؛
- ۳- نهاد ناظر باید از قدرت، منابع و ظرفیت کافی برای اجرای وظایف خود و اعمال قدرتش، برخوردار باشد؛
- ۴- نهاد ناظر باید فرایندهایی شفاف و مطابق با مقررات داشته باشد؛
- ۵- کارکنان نهاد ناظر باید از بالاترین استانداردهای حرفه‌ای شامل استانداردهای حفظ محرمانگی برخوردار باشند؛
- ۶- نهاد ناظر باید فرایندی برای شناسایی، رصد، کاهش و مدیریت ریسک سیستمی برخوردار باشد یا در این فرایند مشارکت داشته باشد؛
- ۷- نهاد ناظر باید فرایندی برای بازنگری محیط قانونی به‌صورت متناوب در اختیار داشته باشد یا در این فرایند مشارکت داشته باشد؛
- ۸- نهاد ناظر باید به‌دنبال این باشد تا از ایجاد تضاد منافع و بروز منافعی که برای ذینفعان مختلف همسو نیستند، جلوگیری به‌عمل آید، افشا صورت گیرد و مدیریت شود.

غالباً نهادهای ناظر، مقررات‌گذار (از طریق دستورالعمل‌ها) و مجری قوانین بالادستی هستند و نقشی در روند معاملات ندارند. کار اصلی نهاد ناظر رصد و نظارت فرایندهایی است که ممکن است خدشه‌ای به قوانین و مقررات وارد آرد. علاوه بر این، نهادهای ناظر در همکاری با بورس‌ها، مقررات معاملاتی تنظیم می‌کنند تا از ریسک سیستمی جلوگیری به‌عمل آورند و به‌نوعی از سرمایه‌گذاران نیز حمایت کنند. از مهمترین این قواعد معاملاتی، ریزساختارهای بازار^۱ به‌خصوص ریزساختارهای مربوط به کنترل تلاطم^۲ است.

ساز و کارهای کنترل تلاطم در بازارهای جهانی

بروز تلاطم‌های شدید در بازار می‌تواند هدف منصفانه، کارا و شفاف بودن بازار را زیرسؤال برده و یکپارچگی بازار را تضعیف نموده و موجب کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار شود. غالب اقداماتی که در کشورهای مختلف صورت گرفته، پس از تلاطم‌های شدید و بروز بحران بوده است. در ایالات متحده پس از هر بحران، مقصران بحران شناسایی شده و تلاش شده تا با برنامه‌ریزی، از بروز مجدد آن اجتناب شود. به‌عنوان مثال، گزارش بحران سال ۱۹۲۹، فروش استقراضی را یکی از مقصران بحران شناسایی نموده است. یا در برخی از بحران‌ها، عدم تفکیک بانک‌داری تجاری و بانک‌داری سرمایه‌گذاری از یکدیگر شناسایی مقصر شناخته شد که منجر به تصویب قانون گلس استیگال گردید (سال‌های بعد با قانون گرام-لینچ-بلایلی منسوخ شد). در بحران سال ۲۰۰۷-۲۰۰۹ ضمن اینکه قراردادهای تاخت را ذیل نظارت CFTC قرار دادن، محدودیت‌هایی برای صندوق پوششی نیز قائل شدند که در قانون داد-فرانک بروز نمود. آخرین بحرانی که منجر به اقدام گردیده، سقوط ناگهانی است که منجر به ارائه پیشنهاد حد بالا و حد پایین نوسان برای رده‌های مختلف سهام در بورس‌های ملی آمریکا در سال ۲۰۱۱ و اجرای آن در سال ۲۰۱۵ شد. نکته قابل تأمل، نقش بانک‌ها (به‌خصوص جی.پی. مورگان) در بحران‌هاست که بسیار نقش فعالی داشته‌اند. مجموعه اقدامات زیر در شرایط بحران توسط بورس‌های مختلف به عنوان ساز و کارهای مدیریت بحران به کار گرفته شده است:

^۱ Market Microstructure

^۲ Volatility Control

۱. وضع مقررات سخت‌گیرانه در خصوص پاسخگویی مدیر عامل و مدیر ارشد مالی نسبت به صورت‌های مالی و مجازات‌های شدید برای موارد تقلب و دستکاری؛
۲. ایجاد محدودیت در میزان عرضه اولیه سهام: برای مثال در نوسانات بازارهای شنزن و شانگهای چین در سال ۲۰۱۵، نهاد ناظر برای کنترل عرضه و تقاضای بازار، عرضه اولیه ۲۸ شرکت را به تعویق انداخت.
۳. ایجاد محدودیت برای سهامداران حقوقی برای فروش سهام در بازار: برای مثال در نوسانات بازارهای شنزن و شانگهای چین در سال ۲۰۱۵، نهاد ناظر، سهامداران حقوقی با مالکیت بالای ۵ درصد را به مدت ۶ ماه از فروش سهام در بازار منع کرد.
۴. ایجاد دامنه نوسان نامتقارن: برای مثال در بحران سال ۲۰۰۸، در بازار سرمایه برخی کشورها، محدوده‌ای برای تغییرات روزانه قیمت اعلام شد که طی آن، حد مجاز تغییرات روزانه منفی قیمت سهام، یک تا دو درصد و حد مجاز تغییرات روزانه مثبت قیمت سهام، ۵ درصد تعیین شد. این اقدامات با هدف جلوگیری از سقوط قیمت سهام و کاهش ارزش آن صورت گرفت.
۵. ایجاد کارت‌های اعتباری به پشتوانه سهام و ارائه تسهیلات به سرمایه‌گذاران: این برنامه به خصوص در نوسانات بازارهای شنزن و شانگهای چین در سال ۲۰۱۵، برای تقویت تقاضا در بازار صورت گرفت. همچنین امکانی ایجاد شده بود که افراد می‌توانستند حتی سند ملک را به عنوان وثیقه خرید اعتباری سهام استفاده کنند.
۶. ایجاد نهادهای پشتوانه مانند صندوق حمایت از بازار و الزام کارگزاران به حمایت از بازار؛
۷. ممنوعیت بر فروش استقراضی و معاملات الگوریتمی در ریزش بازار.

به‌طور کلی، سه معیار اصلی و عمومی برای کنترل تلاطم در بازارهای کشورهای مختلف تدبیر شده است. این چهار معیار عبارتند از: ۱- تغییر در قطع‌کننده‌های مدار یا متوقف‌کننده‌های خودکار (Circuit Breakers)؛ ۲- تغییر در مقررات مربوط به وجه تضمین در خرید اعتباری و فروش استقراضی (Margin)؛ و ۳- تغییر در مالیات‌های معاملاتی (Transaction Tax).

۱- قطع‌کننده‌های مدار یا متوقف‌کننده‌های خودکار

گسترده‌ترین واژه‌ای که به‌عنوان ابزار کنترل تلاطم شناخته می‌شود، قطع‌کننده‌های مدار^۱ است. این محدودیت به معنای قطع موقت معاملات بورس است. این سازوکار به توقف موقت معاملاتی در بازارهای نقد و مشتقه منتهی می‌شود و شرایط بکارگیری آن معمولاً در قوانین و مقررات از پیش تعیین می‌شود. برای مثال، این سازوکار، در آمریکا، اولین بار در پاسخ به نوسانات بورس نیویورک در اکتبر ۱۹۸۷ میلادی، ذیل قانون B80 به کار گرفته شد. هدف این قانون، کاهش نوسانات و ایجاد اطمینان میان سرمایه‌گذاران در وضعیت‌های ناپایدار بود. بورس سهام نیویورک و بورس فلزات شیکاگو، این سازوکار را پس از بحران ۱۹۸۷ میلادی به کار گرفتند. فرایند بدین صورت بود که اگر شاخص داو جونز در یک روز معاملاتی، بیشتر از ۲۵۰ واحد افت می‌کرد، انجام معاملات در هر دو بورس به مدت یک ساعت و اگر بیشتر از ۴۰۰ واحد افت می‌کرد، برای دو ساعت متوقف می‌شدند (قطع‌کننده مدار از نوع کل بازار بوده است). در سال‌های بعد، این قانون اصلاح شد و مبنای اندازه‌گیری سطوح نوسان بازار و اعمال توقف خودکار معاملات، شاخص سهام استاندارد اند پورز قرار داده شد. نحوه کارکرد این ابزار بدین صورت است که سه سطح ۷، ۱۳ و ۲۰ درصدی برای نوسان شاخص مذکور در نظر گرفته می‌شود و بر مبنای این سطوح، حداکثر امکان تغییر شاخص در یک روز معاملاتی، محاسبه و به صورت روزانه اعلام می‌گردد. اگر نوسان شاخص پس از ساعت ۰۹:۳۰ تا ۳:۲۵ اتفاق بیفتد به هر کدام از سطوح ۱ یا ۲ بالا برسد، وقفه ۱۵ دقیقه‌ای برای معاملات تمام سهم‌های بازار در نظر گرفته می‌شود. حال اگر شاخص، در هر ساعتی از معاملات، بیشتر از ۲۰ درصد نوسان کند، تمامی معاملات آن روز به طور کل متوقف می‌شود.

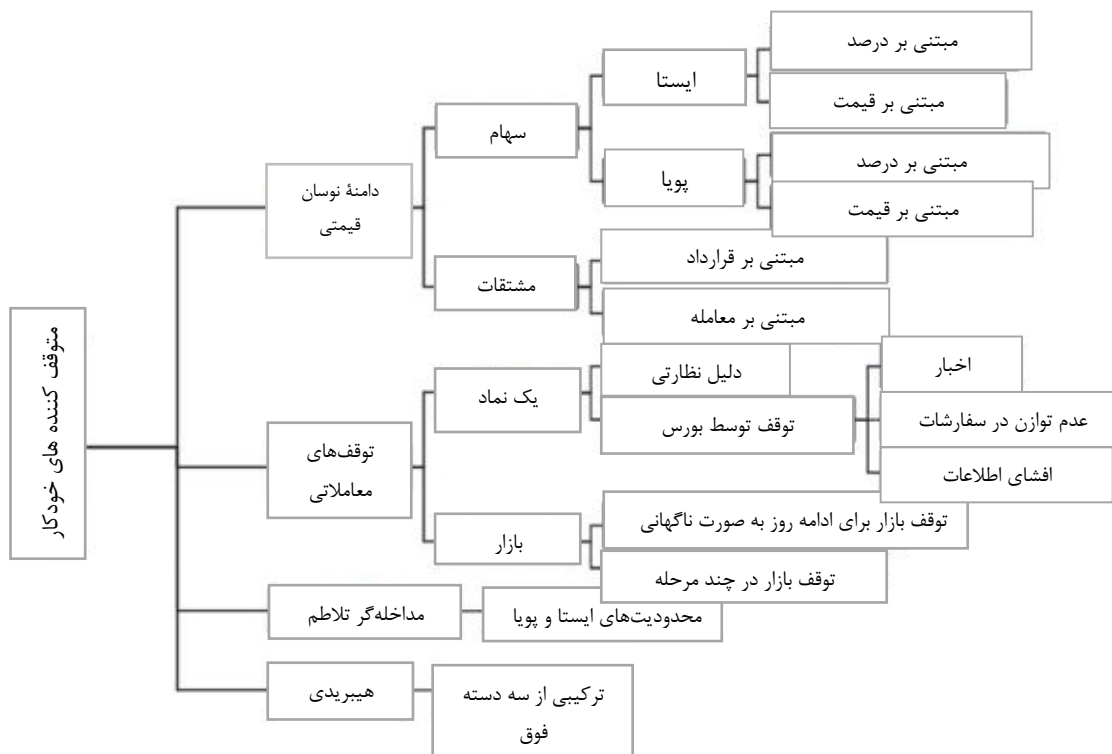
^۱ Circuit Breakers

برای مثال، در روز دوشنبه ۹ مارس ۲۰۲۰، بورس نیویورک آمریکا در نخستین روز کاری هفته و در پی شیوع ویروس کرونا و کاهش قیمت جهانی نفت، معاملات خود را با سیر نزولی آغاز کرد. به گونه‌ای که شاخص سهام صنعتی داو جونز با ۶٫۹۲٪ افت ارزش به ۲۴,۰۷۵,۱۰ واحد کاهش یافت. همچنین شاخص سهام استاندارد اند پورز ۵۰۰ دقیقاً لحظاتی پس از گشایش، با ۷٫۷۹٪ در صد (۲۰۱۳ واحد) ریزش، برای مدت ۱۵ دقیقه متوقف شد. سه روز بعد در تاریخ ۱۲ مارس ۲۰۲۰، بازار بورس نیویورک آمریکا در پی اظهارات دونالد ترامپ رئیس جمهور این کشور در مورد مبارزه با کووید ۱۹، با سیر نزولی شدید روبرو شد؛ به گونه‌ای که شاخص سهام صنعتی داو جونز ۱۰ درصد کاهش یافت که این میزان، به عنوان شدیدترین افت ارزش شاخص داو جونز از سال ۱۹۸۷ تا کنون به ثبت رسید. همچنین شاخص سهام استاندارد اند پورز ۵۰۰ با ۹٫۴۳ درصد ریزش به ۷,۲۰۱,۸۰ واحد سقوط کرد و پس از شکستن سطح یک، منجر به وقفه ۱۵ دقیقه‌ای در معاملات تمامی سهام شد. این اتفاق، دوباره در ساعات اولیه روز ۱۶ ام مارچ و ساعت ۱۳ روز ۱۸ مارچ تکرار شد.

متوقف کننده‌های خود کار را می‌توان به صورت گسترده در شکل زیر به نمایش گذاشت. متوقف کننده‌های خودکار یا از جنس دامنه نوسان هستند (Price Limit)، یا به صورت توقف معاملات (Trading Halts)، یا از جنس مداخله گر تلاطم (Volatility Intrupter) یا ترکیبی از روش‌های ذکر شده هستند (لازم به ذکر است که غالباً توقف‌های بلند مدت یا تعلیق (Suspension) که نهادهای ناظر استفاده می‌کنند، برای کنترل تلاطم به کار نمی‌روند). دامنه نوسان در سهام به دو زیر گروه پویا و ایستا تقسیم می‌شوند که هر دو می‌توانند مبتنی بر درصد تغییرات و یا مبتنی بر قیمت باشند. محدودیت قیمتی ایستا^۱ حالتی است که به صورت پیش فرض سهم در طول روز نمی‌تواند بیش از مقدار مشخصی تغییر کند (مانند $\pm 10\%$ درصد) اما محدودیت‌های قیمتی پویا^۲ به حالتی گفته می‌شود که قیمت سهم نسبت به معامله قبلی خود نمی‌تواند بیش از مقدار مشخصی تغییر کند (به عنوان مثال $\pm 2\%$ در صد در همان دامنه ۱۰ درصد). توقف‌های معاملاتی به دو زیر گروه توقف معاملاتی در نماد و توقف معاملاتی در بازار تقسیم می‌شود؛ در زیر گروه اول یک نماد متوقف می‌شود این در حالی است که در زیر گروه دوم کل بازار متوقف می‌گردد. به صورت کلی، متوقف کننده‌های خودکار، برای ایجاد توقف کوتاه در معاملات جهت هضم اخبار یا اطلاعات جدید، ارائه اطلاعات جدید، ایجاد اطمینان در بازار و ... اعمال می‌شوند. نکته‌ای که نباید فراموش کرد این است که بسیاری از توقف‌های معاملاتی، به دلیل برخورد به دامنه‌های نوسان بوجود نمی‌آید بلکه، افشای اطلاعات، وجود اخبار یا ضرورت بر شفاف سازی، موجب توقف نماد می‌شود.

¹ Static

² Dynamic



در فرانسه روال بدین شکل است که انواع اوراق بهادار را از لحاظ تعداد و حجم روزانه معاملات به سه دسته تقسیم می کنند و برای هر کدام از این سه گروه، محدودیت های نو سان قیمتی خاصی تعریف می شود. به عنوان نمونه، در طبقه اول، که سهام با بیشترین نقد شوندگی را شامل می شود، اگر نوسانات قیمت سهام، از ۱۰٪ آخرین قیمت دیروز تجاوز کند، معاملات و مظنه گیری برای آن سهم، برای ۱۵ دقیقه به حالت تعلیق در می آید. بعد از ۱۵ دقیقه معاملات سهم از سر گرفته می شود، اما اگر دوباره نوسان ۵ درصدی اتفاق بیفتد، سهم مجدداً ۱۵ دقیقه متوقف می شود. برای نوسان ۵ درصدی دوم، سهم برای بقیه روز به طور کامل متوقف می شود.

در بورس مالزی نیز متوقف کننده ها، علاوه بر تک نمادها، برای کل شاخص نیز بکار گرفته می شوند. بدین صورت که با عبور نوسانات شاخص از ۱۰ درصد، معاملات برای یک ساعت یا باقیمانده جلسه معاملاتی هر کدام کمتر باشد، متوقف می شود. توقف یک ساعته بعدی، در صورت نوسان ۱۵ درصدی صورت می گیرد. در هر کدام از این یک ساعت، مشتریان می توانند سفارشات خود را وارد، اصلاح یا لغو کنند، اما بهر حال هیچ مچینگی صورت نخواهد پذیرفت. سطح سوم توقف، جایی است که نوسانات روزانه شاخص، از ۲۰ درصد تجاوز کند. در این حالت، معاملات تا پایان روز معاملاتی به حالت تعلیق در می آید و مشتریان نیز امکان ورود سفارش های جدید را نخواهند داشت.

در چین، در جریان نوسانات بازارهای شنزن و شانگهای چین در سال ۲۰۱۵، نهاد ناظر برای کنترل هیجانات بازار، این الزام را تصویب کرد که اگر قیمت سهام ۱۰ درصد نوسان داشته باشد، متوقف کننده خودکار، معاملات آن سهم را متوقف می کند. همچنین برای کنترل نوسانات بازار، نهاد ناظر بازار سرمایه چین، معاملات بیش از ۵۰ درصد نمادهای بازار (۱۴۳۰ نماد از ۲۸۰۰ نماد) را برای مدت طولانی تعلیق کرد.

جدول زیر به دامنه برخی از کشورها اشاره نموده است.

ردیف	نام بورس	دامنه ایستا	دامنه پویا	نوع دامنه	دامنه نوسان
۱	بورس شانگهای چین	۱۰٪	ندارد	Price Limit	- در بورس شانگهای تنها دامنه نوسان ایستا اعمال می‌شود و بازه این دامنه به نوع سهم بستگی دارد؛ دامنه نوسان برای سهم‌های گروه A و صندوق‌های با سرمایه متغیر مثبت و منفی ۱۰٪ است.^۱ - دامنه نوسان برای سهم‌های گروه B و سهم‌های که هشدار ریسک دریافت کردند، مثبت و منفی ۵٪ است.^۲ - دامنه نوسان ایستا برای برخی موارد نامحدود است؛ این موارد عبارت‌اند از: - سهم‌هایی که عرضه اولیه می‌شوند؛ - عرضه سهام در افزایش سرمایه (عرضه ثانویه)؛ - پذیرش بعد از تعلیق؛ - سهم مجدداً پذیرش شده.
۲	بورس شزن چین	۱۰٪	ندارد	Price Limit	- دامنه نوسان برای سهم‌های گروه A و صندوق‌های با سرمایه ثابت مثبت و منفی ۱۰٪ است. - دامنه نوسان برای سهم‌های گروه B و سهم‌های که هشدار ریسک دریافت کردند، مثبت و منفی ۵٪ است. - توقف معاملات در سطح بازار برای شاخص SHSZ300 در سال ۲۰۱۶ اجرا شد و هفت ماه پس از تاریخ اجرا، متوقف گردید. در صورت کاهش ۵٪ شاخص مذکور، ۱۵ دقیقه و در صورت کاهش ۷٪، بازار برای ساعات باقیمانده روز متوقف می‌شود.
۴	بورس کره جنوبی	۱۵٪	ندارد	Price Limit	دامنه نوسان برای سهام مثبت و منفی ۱۵٪ است. چنانچه شاخص ترکیبی قیمت سهام (شاخص اصلی) طی ۱ دقیقه در معاملات روز بیش از ۱۰ درصد از قیمت پایانی روز قبل، کاهش داشته باشد، توقفی ۲۰ دقیقه‌ای برپا کل بازار اجرا می‌شود؛ اولین قیمت، برای ۱۰ دقیقه، تک قیمتی است که بر همان قیمت امکان معامله وجود دارد و سپس شرایط معاملات عادی حاکم می‌شود.
۵	بورس سهام تایوان	۱۰٪	ندارد	Price Limit	دامنه نوسان ۱۰٪ برای سهم‌های داخلی، خارجی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، صندوق‌های قابل معامله و قراردادهای آتی کاربرد دارد. قیمت مرجع برای اعمال دامنه نوسان، قیمت بازگشایی است.
۷	بورس مالزی	۳۰٪	۸٪	Circuit Breaker	اگر شاخص ترکیب کوالالامپور ۱۰٪ کاهش داشته باشد، معاملات برای ۱ ساعت متوقف می‌شود. در صورتی که شاخص ۲۰٪ کاهش داشته باشد، معاملات برای کل روز متوقف می‌شود. دامنه نوسان برای سهم‌هایی که قیمت آن‌ها بیش از یک رینگیت مالزی باشد معادل ۳۰ درصد خواهد بود و برای سهم‌هایی که ۰٫۹۹ رینگیت و یا کمتر باشند، این دامنه معادل ۰٫۳ رینگیت مالزی است.
۸	بورس فیلیپین	دامنه نامتقارن +۵۰٪ و -۴۰٪	±۱۰٪	Circuit Breaker	
۹	بورس سنگاپور	ندارد	±۱۰٪	Circuit Breaker	در مورد سهم‌هایی که قیمت آن‌ها نیم دلار و یا بیش از نیم دلار است، در صورت نوسان قیمت بیش از ۱۰٪ قطع‌کننده مدار فعال شده و در یک توقف پنج دقیقه‌ای تنها امکان اجرای معامله در محدوده ۱۰٪ داده می‌شود.

^۱ منظور از سهم‌های گروه A، سهم‌هایی است که در بورس شانگهای و شزن پذیرش شده و با یوان معامله می‌شوند.

^۲ منظور از سهم‌های گروه B، سهم‌های خارجی است که در بورس شانگهای و شزن پذیرش شده و با ارز خارجی (غیر از یوان) معامله می‌شوند.

ردیف	نام بورس	دامنه ایستا	دامنه پویا	نوع دامنه	دامنه نوسان
۱۰	بورس کامبوج	$\pm 5\%$	ندارد	Price Limit	
۱۱	بورس پاکستان	$\pm 7.5\%$	ندارد	Price Limit	پاکستان از دامنه نوسان بورس را از ۵ درصد به ۷.۵ درصد رسانده و تقاضای افزایش دامنه نوسان به ۱۰ درصد را داده است. نکته مهم در افزایش دامنه نوسان این است که هر ۲ هفته یکبار ۰.۵ درصد به دامنه نوسان متقارن افزوده است و ۲.۵ درصد اضافی را طی ۱۰ هفته محقق ساخته است.
۱۲	بورس سهام بحرین	$\pm 10\%$	ندارد	Price Limit	
۱۳	بورس قبرس	$\pm 10\%$	$\pm 3\%$	Circuit Breakers	بورس قبرس هم از دامنه نوسان ایستای ۱۰ درصدی استفاده می کند و هم از دامنه پویای ۳ درصدی در هر نماد بهره می برد.
۱۴	بورس کویت	ندارد	$\pm 5\%$	Circuit Breakers	در صورتی که شاخص بورس ۷.۵ و ۱۰ درصد کاهش یابد، در ابتدا به ترتیب توقف های ۱۵ و ۳۰ دقیقه ای و برای سطح سوم، توقف کل بازار رخ خواهد داد.
۱۵	بازار مالی دویی	دامنه نامتقارن ۱۵+ و ۱۰-	ندارد	Price Limit	
۱۶	بورس تداول عربستان	$\pm 10\%$ برای بازار اصلی $\pm 30\%$ برای بازار موازی	10% برای ۳ روز اول سهام پذیرفته شده 10% برای بازار موازی	Circuit Breakers	در ۳ روز ابتدای عرضه اولیه، دامنه نوسان در بازار اصلی 30% است. در این ۳ روز، دامنه پویا 10% در نظر گرفته شده است. در بازار موازی، که سهام شرایط پذیرش سهلتی دارند، دامنه نوسان 30% است و دامنه پویا 10%

۲- مارجین یا وجه تضمین

در کنار قطع کننده های مدار که اصلی ترین روش کنترل تلاطم هستند، تغییر در شرایط وجه تضمین نیز از روش های کنترل تلاطم است. در این خصوص، نهادهای ناظر غالباً به صورت ضد چرخه ای (Counter-Cyclical) عمل می کنند؛ به طوری که در کمبود نقدینگی، میزان وجه تضمین را کاهش داده تا اعتبار دهی افزایش یابد و در صورت نزول بازار میزان وجه تضمین برای فروش استقراضی را افزایش می دهند (یا حتی فروش استقراضی را متوقف می کنند) تا شرایط به ثبات برسد. البته در این خصوص نهادهای ناظر بین المللی هشدار می دهند که تغییر در نصاب های وجه تضمین (و متعاقباً امکان اخذ تسهیلات به صورت نقد یا سهم) شمشیری دولبه است که در صورت ادامه داشتن روند ریزشی بازار، ممکن است به نکول تسهیلات گیرنده منجر شود و خود باعث ریسک سیستمی شود.

۳- مالیات بر معاملات

یکی از ابزارهای اصلی دیگری که برای کنترل تلاطم مورد استفاده قرار می گیرد، استفاده از مالیات (به صورت ضد چرخه ای) در معاملات است. در ریزش های بازار که نیاز به نقدینگی زیاد می شود، نهاد ناظر با کم کردن مالیات خرید و زیاد کردن مالیات فروش و در شرایط صعودی بالعکس، از مالیات به عنوان یک ابزار کنترل تلاطم بهره می برند. گرچه در کشورهای بسیاری از اسن روش استفاده نمی شود اما مالیات، یکی از ابزارهای سیاست گذاری در بازارهای مالی است که خرید یا فروش اوراق بهادار را ترغیب می کند.

قیمت گذاری از نگاه فقهی

در فقه اسلامی اصل اولی عدم مداخله دولت در بازار بوده و اصولاً مداخله دولت در بازار یک امر استثنایی تلقی می‌شود. تشویق تجارت به شرط عدم مخدوش شدن رقابت و اهمیت آزادی رقابت تا زمانی که از آن سوء استفاده نشده است از دیرباز در حقوق اسلامی وجود داشته است. مسأله تسعیر و قیمت‌گذاری، کنترل قیمت‌ها و تنظیم قیمت‌های بازار در شرایط عادی رقابت معمول نبوده و فقه اسلامی در موارد متعددی بر ضرورت وجود یک بازار آزاد و دخالت نهادهای عمومی در شرایط استثنایی تاکید دارد.

قیمت‌گذاری از جانب بسیاری از فقها، مخالف اصول مسلم فقهی می‌باشد. به نظر شیخ طوسی (ره): بر امام و نایبان او جایز نیست، چه در حال گرانی و چه در حال ارزانی، بر کالاهای (چه خوراکی و چه غیر خوراکی) اهل بازار قیمت‌گذاری کند ... در مسأله احتکار نیز، اگر کالا فقط نزد محترک موجود باشد و مسلمین به آن نیاز داشته باشند بر بیع مجبور می‌شود اما باز برای وی قیمت‌گذاری نمی‌شود. (طوسی، ۱۳۸۷ق، ج ۲، ص ۱۹۵)

مطالعه روایات و مباحث فقهی پیرامون مسئله تسعیر و قیمت‌گذاری نشان‌دهنده اهمیت اقتصاد آزاد و رقابت آزاد بدون دخالت و یا با دخالت اندک حاکمیت و نهادهای عمومی و حاکم در فقه اسلامی است.

با تتبع در ادله شرعی ناظر به موضوع مورد بحث، در مسأله جواز یا منع تسعیر از سوی حاکمیت می‌توان به دو دسته از ادله تمسک نمود: گروه اول ادله عامی است که در موضوعات متعدد فقه بکار رفته است و گروه دوم ادله خاصی است که فقها تنها در خصوص مسأله قیمت‌گذاری بدان تمسک جستند. حال مبتنی بر این دو دسته از ادله به بررسی حکم مسأله می‌پردازیم:

۱- مقتضای ادله عامه

مطابق مفاد برخی از قواعد عام فقهی مردم در تسلط و تصرف در اموال تجاری خود مختار بوده و دخالت در تصرفات آن‌ها منوط به اذن آن‌ها می‌باشد و الا چنین مداخله‌هایی موجب تضییع حقوق آنان بوده و جایز نمی‌باشد.

الف- اصل تراضی در معاملات

آیه ۲۹ سوره نساء می‌فرماید: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ»؛ ای اهل ایمان، اموال یکدیگر را به ناحق مخورید مگر آنکه به موجب تجارتی از روی رضایت و رغبت باشد. مطابق این آیه شریفه، هر نوع دخل و تصرف در اموال دیگران باید براساس تجارت مبتنی بر رضایت باشد. حال از آنجایی که منع از قیمت‌گذاری آزاد و اجبار بر رعایت قیمت‌های دستوری، موجب نارضایتی فروشنده می‌شود بنابراین مغایر حکم آیه شریفه می‌باشد و چنین قیمت‌گذاری جایز نیست.

ب- قاعده تسلیط

قاعده مذکور دلالت بر این دارد هر مالکی، نسبت به مال خود تسلط کامل دارد و می‌تواند در آن هر گونه تصرفی اعم از مادی و حقوقی بکند، و هیچ کس نمی‌تواند او را بدون مجوز شرعی از تصرفات منع کند. به عبارت دیگر، به موجب این قاعده، اصل بر آن است که همه گونه تصرفات برای مالک مجاز است، مگر آن که به موجب دلیل شرعی خلاف آن ثابت گردد. (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص ۱۳۸)

بنابراین براساس این قاعده تعیین قیمت بر کالای مالک، با آزادی عمل او در حیطه تصرفات وی منافات داشته و از آنجایی که دلیل خاصی بر جواز قیمت‌گذاری در دست نیست بنابراین این اقدام مغایر با اصل اولی مستفاد از قاعده می‌باشد.

ج- قاعده احترام مال مسلم و عمل وی

مطابق مفاد قاعده مذکور نیز اموال و اعمال مردم محترم بوده و تصرف و تعدی بدون اذن و رضایت خاطر آنها، ولو از راه تجارت باشد، موجب ضمان است؛ بنابراین الزام مالک مبنی بر عرضه کالا یا خدمات با نرخ غیر مرضی او، موجب نقض احترام مال او بوده و تصرف در آن نیز جایز نمی‌باشد.

۲- مقتضای ادله خاصه

بطور کلی روایات خاصی که فقها در مسأله قیمت‌گذاری بدان تمسک کرده‌اند را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته اول حکم قیمت‌گذاری در شرایط طبیعی و روند عادی بازار را معین می‌کند، این گروه از روایات به دلالت التزامی یا مطابقی، دلالت بر این دارند که حاکمیت در شرایط طبیعی بازار نمی‌تواند دخالت کرده و قیمت‌گذاری کند. اما دسته دوم از روایات نیز ناظر بر مسئله قیمت‌گذاری در هنگام حدوث شرایط خاص و استثنایی در بازار مانند احتکار، انحصار می‌باشد.

قیمت‌گذاری در شرایط طبیعی بازار

الف- روایت صدوق^(ه)

به پیامبر اکرم (ص)، عرض شد: اگر برای اموال قیمتی می‌گذاشتید، بهتر بود، زیرا قیمت‌ها بالا و پایین می‌روند. آن حضرت فرمودند: نمی‌خواهم خداوند را با بدعتی که ایجاد کرده‌ام و درباره آن چیزی به من نرسیده است، ملاقات کنم. پس بندگان خدا را رها کنید تا بعضی از آنها از بعضی دیگر بخورند (بهره بگیرند و معامله کنند). (ابن بابویه، ۳۹۸ق، ص ۳۸۸)

ب- روایت دعائم‌الاسلام

از امام صادق علیه‌السلام در مورد نرخ‌گذاری سوال شد. ایشان فرمودند: «امیر مؤمنان علیه‌السلام برای احدی نرخ‌گذاری نکرد، بلکه هرکس (در برابر پول مساوی) جنس کمتری به مردم می‌داد، به وی گفته می‌شد: همانند دیگران بفروش و در غیر این صورت از بازار بیرون برو مگر آنکه مواد خوراکی او مرغوبتر از دیگران باشد. (ابن حیون، ۱۳۸۵ق، ج ۲، ص ۳۶)

در این روایت نیز امام صادق علیه‌السلام با تمسک به شیوه امیرالمؤمنین علیه‌السلام از تعیین قیمت خودداری می‌کند که این امر، بر ممنوعیت قیمت‌گذاری دلالت می‌کند.

ج- روایت سلمه حنط

سلمه حنط از امام صادق علیه‌السلام نقل می‌کند که می‌کند که آن حضرت فرمودند: زمانی که در شهر، غیر از مواد غذایی که یک نفر از میان مردم خریده است، مواد غذایی‌های دیگری هم باشد، برای او جایز است که به قیمت بیشتری بفروشد، زیرا زمانی که در شهر مواد غذایی برای غیر او فراوان باشد به طوری که مردم در وسعت به سر ببرند، قیمت مواد غذایی به خاطر گران فروشی، بالا نمی‌رود و زمانی قیمت کالا بالا می‌رود که یک نفر تمام مواد غذایی وارد شده به شهر را بخرد. (ابن بابویه، ۳۹۸ق، ص ۳۸۹)

مطابق این روایت در شرایط عادی نظام عرضه و تقاضای کالاها در بازار، صاحب هر کالایی می‌تواند قیمت‌گذاری دلخواه خود را بر کالاها را انجام دهد و سود دلخواه خود را دست آورد؛ بنابراین به دلالت التزامی حاکمیت نمی‌تواند چنین حقی را از صاحبان کالا سلب کرده و در روند قیمت‌گذاری آنها دخل و تصرفی داشته باشد.

قیمت‌گذاری در شرایط غیرعادی بازار

الف- شرایط احتکار

از مجموع روایات باب احتکار نیز چنین نتیجه‌گیری می‌شود که باید محتکران کالاهای خود را در بازار عرضه کنند و به هر قیمتی که خواستند بفروشند و تعیین قیمت بر آنها جایز نیست.

به رسول خدا (ص) گفته شد: اگر این اموال (احتکار شده) را قیمت‌گذاری می‌کردید، خوب بود. رسول خدا (ص) خشمگین شدند، به طوری که خشم در صورتشان نمایان شد. آن حضرت فرمودند: آیا من بر اموال احتکاری قیمت‌گذاری کنم؟ قیمت‌گذاری در دست خداوند است، هر زمان بخواهد بالا برده و هر زمان بخواهد پایین می‌آورد. (ابن بابویه، ۱۳۹۸ق، ص ۳۸۸)

جمع‌بندی

بررسی‌های مختلف از منظر عملی، نقلی و عقلی در ادبیات موضوع مربوط به قیمت‌گذاری و وظایف و مسئولیت‌های نهادهای ناظر در کنترل قیمت نشان می‌دهد، ورود به عرصه قیمت‌گذاری نوعی دستکاری بازار محسوب شده و بر خلاف مبانی ایجاد بازار است. نهادهای ناظر در هیچ کجای دنیا اقدام به قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی نمی‌کنند و صرفاً معیارهایی برای کنترل تلاطم در اختیار بورس‌ها و نهادهای ناظر گذاشته شده است تا نسبت به شرایط غیرطبیعی، واکنش‌هایی صورت گیرد.

دارایی‌ها مالی به هیچ عنوان شبیه به دارایی‌های فیزیکی دیگر نیستند و تعیین ارزش آنها کار پیچیده و زمانبری است و نمی‌توان انتظار داشت قیمت دارایی‌های مالی، تناسب یک به یک با ارزش ذاتی آنها داشته باشد. سرمایه‌گذاران با تصویر منافع آتی دارایی‌های مالی، با مفروضات متفاوت به ارزش‌گذاری آن دارایی‌ها اقدام می‌کنند و مبتنی بر تصوراتشان، عرضه و تقاضا را شکل می‌دهند.

از مجموع روایات ائمه اطهار علیهم‌السلام و برخی قواعد عام چنین به دست می‌آید که در شرایط عادی و طبیعی بازار، کسی حق قیمت‌گذاری بر کالاها و اموال مردم را ندارد. اما در شرایط غیرعادی بازار رقابت مانند شرایط احتکار، انحصار و ... حاکمیت مکلف است محتکران را به عرضه کالاها سفارش و در موارد امتناع مجبور بر عرضه کند، ولی با این حال باز حق قیمت‌گذاری ندارد. اما مطابق دیدگاه و فتاوی مشهور فقها، در شرایط استثنایی حاکم بر نظام عرضه، تقاضا و توزیع در بازار، قیمت‌گذاری برای حاکمیت جایز است؛ زیرا در این شرایط ملاک‌هایی مانند اجحاف، تضییع حقوق عامه و اضرار به مردم محقق می‌باشد. با توجه به این مهم، قانون‌گذار نیز با وضع قوانینی در جهت تسهیل رقابت و منع انحصار در بازار، سعی در این دارد که قیمت‌ها در یک بازار رقابت کامل و شفاف، به تعادل برسد.

با توجه به آنچه بیان شد و نیز مؤلفه‌های مهم اقتصاد کارا، قیمت‌گذاری دستوری در هیچ بازاری به خصوص بازار سرمایه راهکار مناسبی برای مدیریت و کنترل بازار نیست. قیمت‌گذاری دستوری، شکافی پرنشده میان قیمت اعلام شده و قیمتی که براساس سازوکار بازار به وجود آمده است، ایجاد می‌کند که می‌تواند منجر به تحریف قیمت‌ها شود و همواره این شکاف قیمتی سبب ایجاد رانت در بازار خواهد بود.

سیاست‌گذار و ناظر بازار، باید بین دخالت و نظارت تفاوت قائل شود؛ در نقطه مقابل قیمت‌گذاری دستوری، قیمت‌گذاری براساس مکانیزم بازار وجود دارد. در مکانیزم بازار قیمت براساس عرضه و تقاضای موجود و مؤثر در بازار مربوطه تعیین می‌شود. بنابراین نهادهای سیاست‌گذار و ناظر باید با نظارت دقیق و هوشمندانه در معاملات بازار و مدیریت عرضه و تقاضا، زمینه تنظیم بهینه بازار را فراهم آورند.

منتخب منابع

۱. ابن بابویه، محمد بن علی (۱۳۹۸ق) التوحید، چ اول، جامعه مدرسین، قم.
۲. ابن حیون، نعمان بن محمد مغربی، (۱۳۸۵ق) دعائم الإسلام، چ دوم، مؤسسة آل البيت علیهم السلام، قم.
۳. طوسی، محمد بن حسن، (۱۳۸۷ق) المبسوط فی فقه الامامیه، چ سوم، المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفرية، تهران.
۴. نجفی صاحب جواهر، محمدحسن، (۱۴۰۴ق)، جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، چ هفتم، دارإحياء التراث العربی، بیروت.
۵. قانون اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی (مصوب ۰۸/۱۱/۱۳۸۶ با آخرین اصلاحات تا تاریخ ۲۲/۰۳/۱۳۹۷)
- 6- -----, 2008, Circuite Breakers Report, World Federation of Exchanges.
- 7- -----, 2011, the Financial Crisis Inquiry Report, The Financial Crisis Inquiry Commission, the US Government.
- 8- -----, 2017, Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO.
- 9- -----, 2017, Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO.
- 10- -----, 2010, Findings Regarding The Market Events Of May 6, 2010, Securities and Exchange Organization of the US.
- 11- -----, 2018, Mechanisms Used By Trading Venues To Manage Extreme Volatility And Preserve Orderly Trading, IOSCO.
- 12- Wollscheid, 2012, Rise and Burst of the Dotcom Bubble Causes, Characteristics, Examples, Munich, GRIN Verlag.
- 13- Mohammad Sifat, Imtiaz; Azhar Mohamad, 2018, Circuit breakers as market stability levers: A survey of research, praxis, and challenges, International Journal of Financial Economy.
- 14- John m. Griffin, jeffrey h. Harris, tao shu, and selim topaloglu, 2011, Who Drove and Burst the Tech Bubble?, The Journal of Finance.
- 15- Skarmneas, Emmanouil, 2020, Market Microstructure And Its Effect Upon Price Determination Efficiency, University Of Piraeus Department Of Economics.
- 16- Adrian Buss; Bernard Dumas; Raman Uppal; Grigory Vilkov, 2013, Comparing Diferent Regulatory Measures to Control Stock Market Volatility: A General Equilibrium Analysis, EDHEC Business School.
- 17- Bergsten, fed(1998), "Trade implications of the asian financial crisis", statement before the committee on finance united states senate, February 7;