



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

ارزیابی اثرگذاری احتمالی
تحدید محدوده قیمت (دامنه نوسان)
بر نوسانات بازار سرمایه

گروه آمار و تحلیل ریسک



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه آمار و تحلیل ریسک

عنوان: ارزیابی اثرگذاری احتمالی تحدید محدوده قیمت (دامنه نوسان) بر نوسانات بازار سرمایه

کد گزارش: ۹۹-۱۶-۲۰۲۱

تاریخ انتشار: بهمن ماه ۱۳۹۹

مطالب و محتوای گزارشات و مطالعات انجام شده، صرفاً نظر کارشناسی نویسنده یا نویسندگان آن است و لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار نیست.

حقوق معنوی پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر مأخذ بلامانع است.

۱. مقدمه

کشورهای مختلف متناسب با اقتصاد و رفتارهای مالی فعالان بازارهای خود ریزساختارهای مختلفی را به کار گرفته‌اند و در کل نمی‌توان دو کشور را یافت که دارای ریزساختارهای کاملاً مشابه باشند. ریزساختار بازار به معنی چگونگی کارکرد بازار مالی است که بواسطه رشد روزافزون فناوری و نیازهای بازار به ابزارهای پیچیده، نیاز بورس‌های جهان به متناسب سازی آن با شرایط و توانمندسازی آن در مواجهه با تحولات بازارها بیشتر شده است. نهاد ناظر در تعیین ریزساختارهای بازار بایستی توأمان به چندین پارامتر اساسی توجه نماید از جمله شفافیت، کشف قیمت منصفانه، توزیع عادلانه اطلاعات، تسهیل در نقدشوندگی، کاهش هیجانات و نوسانات قیمتی. در نتیجه لازم است معیارهای تعیین ریزساختار بازار مناسب، کافی و بهینه باشد و نمی‌تواند صرفاً برای دستیابی به یک هدف خاص سایر مولفه‌های کلیدی بازار را تضعیف نماید. به طور کلی سازوکار کنترل قیمت را می‌توان به دو دسته احتیاطی و قطع‌کننده خودکار دسته‌بندی کرد که روش احتیاطی به بستن بازار در شرایط خاص اشاره دارد و قطع‌کننده‌های خودکار غالباً دارای الگوریتم‌های مشخص از پیش تعیین شده می‌باشند که محدوده قیمت (دامنه نوسان) یکی از آنهاست.

محدوده قیمت (دامنه نوسان) کران‌های قیمتی هستند که کف و سقف قیمت قرار می‌گیرند و اجازه معامله در خارج از این دو کران را به معامله‌گران نمی‌دهند. بسیاری از بازارهای نوظهور دارای مقررات محدوده قیمتی (دامنه نوسان) بخصوص در بازار سهام هستند. در کشورهای مختلف محدوده قیمتی بین ۷٪ تا ۵۰٪ آخرین قیمت پایانی می‌باشد. برای مثال در تایوان ۷٪، در مالزی و تایلند ۳۰٪، در جمهوری چک ۵۰٪، در عمان ۷٫۵٪، در گروه بورس اروپایی ۱۰٪، عربستان ۱۰٪ و دوی امارات ۱۰-۱۵٪ است. در حال حاضر دامنه نوسان قیمت سهام عادی در بورس تهران و فرابورس ایران ۵٪ و در بازارپایه زرد، نارنجی و قرمز فرابورس ایران به ترتیب ۳٪، ۲٪ و ۱٪ است. به سفارش‌هایی که خارج از محدوده قیمتی فوق باشد اجازه معامله داده نخواهد شد و در صورتی که قیمت پایانی سهام به دامنه برسد معاملات همچنان در همان دامنه ادامه خواهد داشت.

از اسفندماه سال ۱۳۹۸ در میان سیاست‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، بحث تحدید (کاهش) دامنه نوسان در بازار سرمایه یکی از مباحث داغ بوده است. این موضوع موافقان و مخالفانی داشته است. موافقان بر این باورند که اگر دامنه نوسان کاهش پیدا می‌کرد، رشد بازار تعدیل می‌شد و سقوط کمتری را نیز شاهد می‌بودیم. در نتیجه زیان کمتری به سرمایه‌گذاران تازه وارد می‌رسید. اما مخالفان بر این باورند که تحدید دامنه نوسان منجر به تعدیل رشد و کاهش سقوط ارزش بازار در این بازه نمی‌شد و معتقدند که افزایش دامنه نوسان باعث نرمال شدن سفارشها می‌شود. این گروه بر این باورند که کاهش دامنه نوسان تأثیری بر سرعت رشد بازار نمی‌گذاشت و حتی با تحدید دامنه نوسان بازار شاهد همین نوسانات می‌بود.

در این گزارش به بررسی تأثیر کاهش دامنه نوسان بر نوسانات بازار سرمایه پرداخته شده است. دامنه نوسان برای نمادهای بورس اوراق بهادار تهران ۵ درصد، برای نمادهای بازارهای اول و دوم فرابورس ۵ درصد و برای نمادهای بازار پایه فرابورس حداکثر ۳ درصد است. در واقع بازار پایه فرابورس متشکل از سه تابلو زرد، نارنجی و قرمز است که دامنه نوسان برای آنها به ترتیب ۳ درصد، ۲ درصد و ۱ درصد می‌باشد. گزارش حاضر رفتار ۳ پرتفوی متشکل از شرکت‌های بورسی^۱ (TSE)، فرابورسی^۲ (IFB) و بازار پایه^۳ (UTP) که از حیث ارزش بازار سهام همگن را در دوره زمانی اسفندماه ۱۳۹۸ تا دی ماه ۱۳۹۹ بررسی خواهد نمود.

- 1 . Tehran Stock Exchange
- 2 . Iran Fara Bourse
- 3 . Unlisted Trading Privileges

۲. معایب کنترل نوسانات بازار از طریق تغییر دامنه نوسان

استفاده از محدوده قیمت (دامنه نوسان) می‌تواند اثرات نامطلوبی بر بازار سهام داشته باشد که از جمله آن‌ها می‌توان به ۴ اثر مهم سرریز نوسان در روزهای آتی، تأخیر در کشف قیمت، مداخله در معامله و اثر کهربایی^۱ اشاره کرد. در مطالعه‌ای که اخیراً توسط گروه آمار و تحلیل ریسک سازمان بورس و اوراق بهادار انجام گرفته، نشان داده شده است که در ۸۵٪ از صنایع بورس اوراق بهادار تهران اثر کهربایی در کف و در ۴۰٪ این اثر در سقف وجود داشته است. بعبارتی چسبندگی قیمت بویژه به کف دامنه نوسان در شرایطی که دامنه نوسان فعلی ۵٪ است قابل توجه بوده و نتایج بررسی نشان می‌دهد کم‌تر نمودن این دامنه و یا افزایش بیشتر حجم مبنا موجب تشدید این اثر خواهد شد. بدین معنی که اگر قیمت سهم به کف محدوده قیمت مجاز روزانه نزدیک شود، قیمت جهت رسیدن به کف محدوده شتاب بیشتری می‌گیرد. در نتیجه، سازوکارهای معاملاتی مبتنی بر مکانیزم عرضه و تقاضا در بازار بواسطه افزایش صف‌نشینی‌ها تضعیف خواهد شد و احتمال شتاب گرفتن قیمت برای چسبیدن به کف یا سقف محدوده مجاز قیمت افزایش می‌یابد. این در حالی است که تغییرات و اصلاحات پی‌درپی ریزساختارها علی‌الخصوص در شرایطی که از اثربخشی مثبت آن اطمینان حاصل نشده است، به اعتماد سرمایه‌گذاران آسیب زده و ممکن است برخلاف تصور، به ثبات سیاست‌گذاری خدشه وارد نماید.

کاهش دامنه نوسان در شرایطی مطرح شد که بیش از ۱۶۰ نماد بازار پایه فرابورس با دامنه نوسان کم‌تر از ۵٪ در بازار معامله می‌شدند. مطالعات نشان می‌دهد اثر چسبندگی قیمت و صف‌نشینی به علت محدودتر بودن دامنه نوسان قیمت در نمادهای بازار پایه فرابورس (با دامنه نوسان ۱٪، ۲٪ و ۳٪) در اکثر صنایع مشاهده می‌شود. در واقع در ۸۱٪ صنایع اثر کهربایی در کف و در ۶۱٪ صنایع اثر کهربایی در سقف دامنه نوسان دیده می‌شود. ۳ صنعت محصولات شیمیایی، انبوه‌سازی، املاک و مستغلات و سرمایه‌گذاری‌ها که دارای بیشترین تعداد شرکت در بازار پایه فرابورس هستند، تنها در کف محدوده قیمت دارای اثر کهربایی هستند. بعبارتی در صورت نزولی شدن بازار احتمال موفقیت فروشندگان برای فروش سهام کاهش یافته و صف‌های فروش متوالی افزایش خواهد یافت.

بسیاری از بازارهای سهام به خصوص بازارهای نوظهور از دامنه نوسان (محدوده قیمت) روزانه جهت کنترل تغییرات قیمت استفاده می‌کنند. مدافعان دامنه نوسان ادعا می‌کنند که محدوده‌ها برای تغییرات روزانه قیمت کف و سقف تعیین می‌کنند و باعث ایجاد یک دوره استراحت (Cool Off) در بازار خواهند شد. اما منتقدان معتقدند دامنه نوسان اثرات نامطلوب زیادی بر بازار سهام می‌گذارد که اهم آن به شرح زیر است.^۲

۱. موجب سرریز نوسان بر روزهای آتی می‌شود، زیرا این محدوده از تغییرات بزرگ یک روزه و اصلاح سفارش‌های نامتوازن جلوگیری می‌کند.
۲. موجب تأخیر در کشف قیمت و کارایی اطلاعاتی بازار می‌شود. بعبارتی محدوده قیمت باعث می‌شود قیمت نسبت به اطلاعات جدید دیرتر واکنش نشان دهد و با تأخیر به سطح تعادلی جدید برسد.
۳. محدوده قیمت می‌تواند مداخله در معامله باشد. با چسبیدن قیمت سهم به سقف محدوده (صف خرید یا فروش) نقدشوندگی سهم کم‌تر می‌شود و صف معامله در روزهای آتی سنگین‌تر خواهد شد.
۴. محدوده قیمت موجب می‌شود با نزدیک شدن قیمت به سقف یا کف قیمت، به سمت آن شتاب گیرد که به آن اثر کهربایی اطلاق می‌شود. این پدیده به رفتارهای معاملاتی نادرستی منجر می‌شود و نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد. در واقع سرمایه‌گذاران از ترس عدم نقدشوندگی سهم و پیشگیری از قفل شدن سهم در صف‌های فروش یا خرید، با سرعت به سمت قیمت‌های کف یا سقف می‌روند.

1 . Magnet Effect

2 . Cho, David D., Jeffrey Russell, George C., Tiao, and Ruey Tsay. "The Magnet Effect of Price Limits: Evidence from High-Frequency Data on Taiwan Stock Exchange." Journal of Empirical Finance 10, no. 1-2 (2003): 133-168.

۳. معیارهای طبقه‌بندی

بازار پایه فرابورس نماینده نمادهایی است که دامنه نوسان کم‌تری دارند. روش منطقی برای بررسی تأثیر کم‌تر بودن دامنه نوسان، مقایسه حداقل دو گروه مشابه از نمادها است که برای یکی از آن‌ها دامنه نوسان کم‌تر از گروه یا گروه‌های دیگر باشد. برای تشکیل این گروه‌ها، ابتدا نمادهای بازار پایه فرابورس در یک گروه قرار گرفته‌اند. سپس بازه‌ای که ارزش بازار نمادهای بازار پایه در آن قرار دارد محاسبه شده است. در مرحله بعد نمادهایی از بازار اول و دوم فرابورس که ارزش بازار آن‌ها در این بازه قرار می‌گیرد به عنوان گروه دوم در نظر گرفته می‌شود. در آخر نیز نمادهای بازار بورس تهران که ارزش بازار آن‌ها در این بازه قرار می‌گیرد به عنوان گروه سوم در نظر گرفته می‌شود. در ادامه این گزارش نام‌گذاری این گروه‌ها به اختصار بازار پایه، فرابورس، و بورس می‌باشند که تعداد نمادهای هر یک از این گروه‌ها مطابق جدول زیر است.

نام پرتفوی	تعداد نماد پرتفوی	دامنه نوسان
پرتفوی بورس (TSE)	۲۸۱ شرکت	۵٪
پرتفوی فرابورس (IFB)	۱۱۷ شرکت	۵٪
پرتفوی بازار پایه (UTP)	۱۴۷ شرکت	۳٪، ۲٪ و ۱٪*

* تعداد نمادهای بازار قرمز ۱۱ نماد است که دامنه ۱٪ دارند.

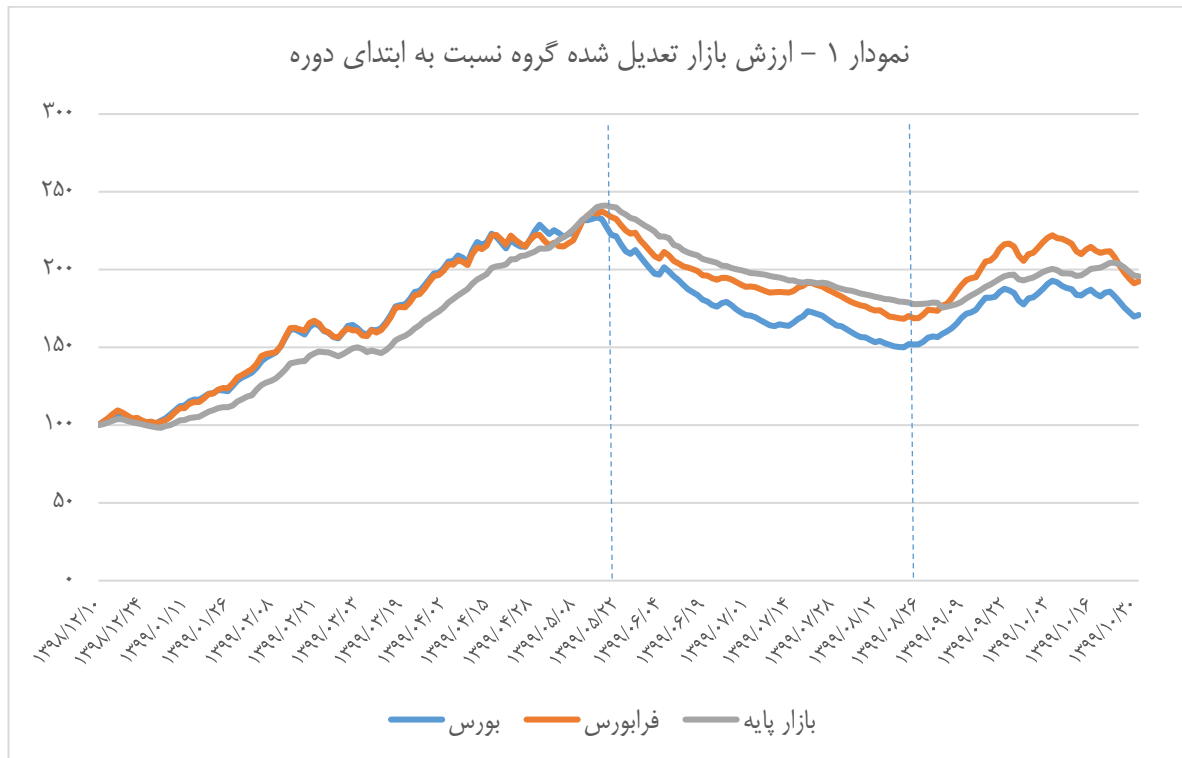
بعد از تشکیل این سه گروه از سهم‌های همگن از حیث ارزش بازار سهام، تأثیر تحدید دامنه نوسان را بررسی خواهیم کرد. رفتارهایی که به بررسی و مقایسه آن‌ها خواهیم پرداخت عبارتند از «بازدهی»، «ریسک» و «نقدشوندگی نمادها». گروه بازار پایه نماینده نمادهایی می‌باشد که دامنه نوسان برای آن‌ها کم‌تر است (دامنه نوسان آن‌ها بین ۱ تا ۳ درصد است). گروه‌های فرابورس و بورس نماینده نمادهایی هستند که دامنه نوسان آن‌ها بدون تغییر و ۵ درصد مانده است.

برای محاسبات این گزارش، هر گروه بعنوان یک سبد سرمایه‌گذاری (پرتفوی) در نظر گرفته شده است. بدین صورت که وزن هر نماد در یک سبد برابر با نسبت ارزش بازار آن نماد به مجموع ارزش بازار تمام نمادهای موجود در آن گروه است. محاسبات مربوط به بازدهی و ریسک برای این سبدها صورت گرفته است.

دوره زمانی مورد بررسی این گزارش ۱۰ اسفند ۱۳۹۸ تا ۳۰ دی ۱۳۹۹ می‌باشد. ماه اسفند به این دلیل انتخاب شده است که موضوع تحدید دامنه نوسان بازار از اواخر ماه مذکور به صورتی جدی‌تری مطرح شد. به این ترتیب، دوره زمانی اشاره شده می‌تواند نشان‌دهنده پیامدهای عملیاتی شدن احتمالی تحدید دامنه نوسان بر بازار سهام کشور باشد.

۴. بررسی بازده

نمودار ۱ ارزش بازار تعدیل شده گروه‌ها نسبت به ابتدای دوره را نشان می‌دهد. تعدیل به صورتی انجام گرفته که بازده هر گروه نسبت به ابتدای دوره را نمایش می‌دهد. به عنوان مثال چنانچه در ابتدای دوره (۱۰ اسفند ۱۳۹۸) ۱۰۰ تومان سرمایه‌گذاری در هر یک از ۳ پرتفوی انجام می‌گرفت، در تاریخ ۱۵ مرداد ۱۳۹۹ ارزش این سرمایه‌گذاری در گروه بازار پایه، فرابورس و بورس به ترتیب معادل ۲۴۰، ۲۳۶ و ۲۳۴ تومان می‌شد.



در نمودار (۱) سه دوره زمانی بررسی خواهد شد. دوره اول از ۱۰ اسفند ۱۳۹۸ تا ۱۵ مرداد ۱۳۹۹، دوره دوم از ۱۵ مرداد ۱۳۹۹ تا ۲۱ آبان ۱۳۹۹ و دوره سوم از ۲۱ آبان ۱۳۹۹ تا ۳۰ دی ماه ۱۳۹۹ می‌باشد.

در دوره اول (۱۰ اسفند ۱۳۹۸ تا ۱۵ مرداد ۱۳۹۹) روند ارزش بازار هر ۳ گروه صعودی بوده است. در این دوره رشد ارزش بازار هر ۳ گروه نزدیک به هم بوده است علی‌رغم اینکه گروه بازار پایه دامنه نوسان کم‌تری داشته است. حتی شاهد آن هستیم که در مقاطعی بازده گروه بازار پایه از دو گروه بورس و فرابورس بیشتر بوده است. در نتیجه کم‌تر بودن دامنه نوسان مانع رشد ارزش بازار سهام گروه بازار پایه نشده و نتوانسته است رشد ارزش بازار این گروه را تعدیل نماید.

در دوره دوم (۱۵ مرداد ۱۳۹۹ تا ۲۱ آبان ۱۳۹۹) هر سه گروه حرکت نزولی داشته‌اند و این روند نزولی برای هر سه گروه شبیه به هم است و تفاوت محسوسی ندارد. در واقع دامنه نوسان کم‌تر منجر به جلوگیری از روند کاهشی نیز نشده است. از طرفی در گروه بازار پایه، کم‌تر بودن دامنه نوسان موجب شده است اصلاح قیمت با وقفه‌ای پس از دو گروه دیگر آغاز گردد اما نهایتاً در ادامه این گروه نیز خود را با نزول شدیدتری به دیگر گروه‌ها رسانده است، به گونه‌ای که این افت قیمت در مسیر خود نوسان یا اصطلاحاً حرکت زیگزاگی هم نداشته است و عموماً مجال چندانی برای خروج احتمالی سهامداران ایجاد نشده است. این مهم بیانگر آنست که کم کردن دامنه نوسان رفتار اصلاحی و رشد قیمتی را خطی‌تر می‌کند و از نوسانات زیگزاگی و تحلیل‌پذیری سهام می‌کاهد.

در دوره سوم (۲۱ آبان ۱۳۹۹ تا ۳۰ دی ماه ۱۳۹۹) هم مشاهده می‌کنیم که هر سه گروه ابتدا رشد داشته‌اند، سپس به تعادل رسیده‌اند و در انتها روند کاهشی داشته‌اند. در این دوره نیز رفتار گروه بازار پایه که دامنه نوسان کم‌تری دارد، تفاوت معناداری با دو گروه دیگر ندارد.

یکی از بحث‌های مطرح شده برای تأثیر تحدید دامنه نوسان، پیرامون میزان زیانی است که به سهامداران وارد شده است. ادعا شده است در هنگام نزول بازار با تحدید دامنه نوسان، سرمایه‌گذاران متحمل زیان کم‌تری می‌شوند. همانطور که در دوره زمانی دوم (۱۵ مرداد ۱۳۹۹ تا ۲۱ آبان ۱۳۹۹) در نمودار ۱ مشاهده شد، رفتار گروهی که دامنه نوسان کم‌تری داشت مشابه روندی است که دو گروه دیگر دارند. در جدول زیر به روشی دیگر به این موضوع پرداخته

شده است. در این جدول بیشترین درصد زیانی که به سرمایه گذاران در هر گروه طی بازه زمانی مربوطه وارد شده مورد بررسی قرار گرفته است.

گروه	بیشترین زیان (%)	دوره زمانی
شاخص	-۴۱.۶۹	۱۳۹۹/۰۵/۱۹ تا ۱۳۹۹/۱۰/۲۰
بازار پایه	-۲۷.۱۷	۱۳۹۹/۰۹/۰۳ تا ۱۳۹۹/۰۵/۲۰
فرا بورس	-۲۹.۰۹	۱۳۹۹/۰۸/۲۱ تا ۱۳۹۹/۰۵/۱۹
بورس	-۳۵.۸۱	۱۳۹۹/۰۸/۲۱ تا ۱۳۹۹/۰۵/۱۵
میانگین بورس و فرا بورس	-۳۲.۴۵	-

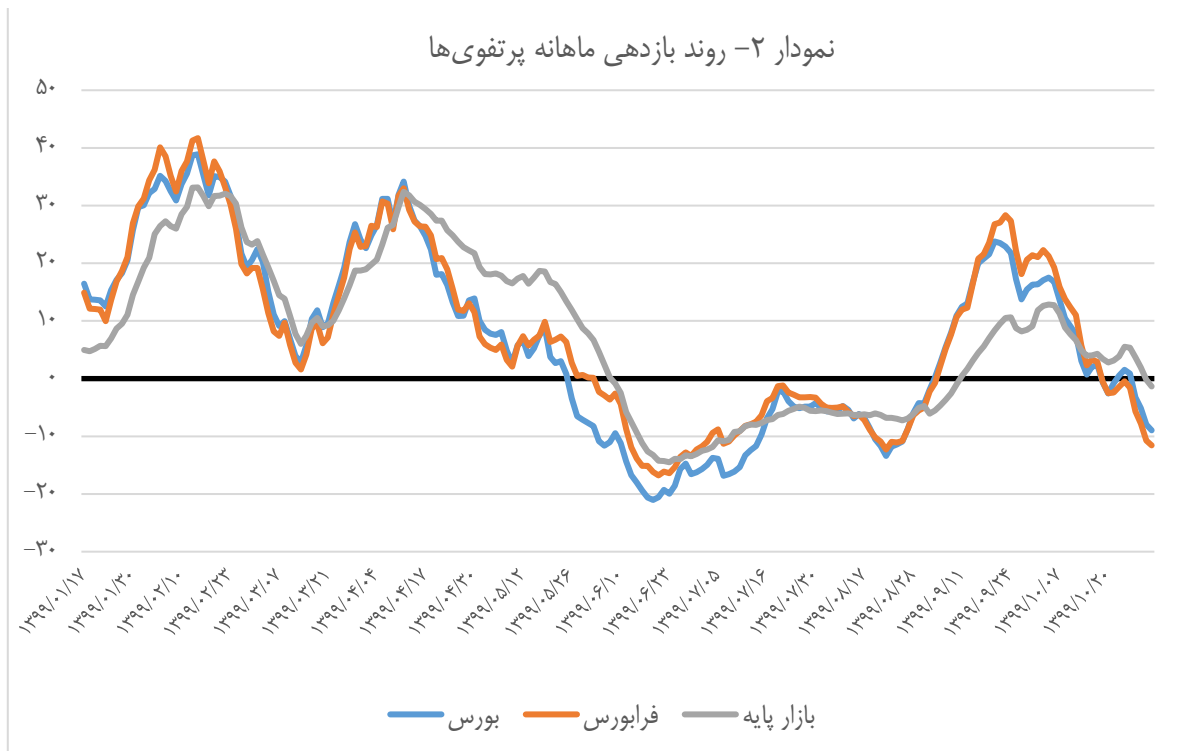
مطابق جدول فوق تفاوت چندانی بین میانگین بیشترین زیان بورس و فرا بورس و بیشترین زیان بازار پایه وجود ندارد. این تفاوت حدود ۵ واحد درصد است که نسبت به ۳۲.۴۵ واحد درصد عدد قابل توجهی نیست. همچنین نتایج محاسبه بازدهی‌ها از نقطه اوج (اواسط مرداد ماه سال جاری) تا ۳۰ دی ماه نیز حاکی از آن است که تفاوت چندانی میان بازدهی گروه بازار پایه و میانگین بورس و فرا بورس مشاهده نمی‌شود.

۵. بررسی ریسک

یکی از ویژگی‌های مهم یک دارایی، ریسک آن دارایی است. شاخص محاسبه ریسک در این گزارش، انحراف معیار بازدهی است. برای هر روز، ابتدا بازده یک ماه معاملاتی (معادل ۲۰ روز معاملاتی) محاسبه می‌شود. سپس میانگین و انحراف معیار این بازدهی‌ها محاسبه می‌شوند. به عبارت دیگر ریسک بر اساس نوسانات بازدهی ماهانه محاسبه می‌شود.

نمودار ۲ روند بازدهی ماهانه برای سه گروه بازار پایه، فرا بورس و بورس را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود، گروه بازار پایه (که دامنه نوسان کمتری دارد) بازدهی‌های متعادل‌تری در مقایسه با دو گروه دیگر ندارد. بلکه مطابق نمودار در برخی دوره‌های زمانی با بازدهی‌های مثبت، بازده ماهانه گروه بازار پایه بیشتر از دو گروه دیگر است (مانند تیرماه ۱۳۹۹) و در برخی دوره‌های زمانی با بازدهی‌های منفی، بازده گروه بازار پایه منفی‌تر از دو گروه دیگر است (مانند اواخر مهرماه ۱۳۹۹).

در نتیجه کم‌تر بودن دامنه نوسان لزوماً بر روند نوسانات بازدهی ماهانه تأثیر چندانی نداشته است. به عبارتی رفتار هر سه گروه در نوسانات بازدهی ماهانه تقریباً مشابه هم می‌باشد. به تعبیر دیگر ریسک میان سه گروه مورد بررسی تفاوت چندانی با یکدیگر ندارد. در نقاطی از دوره زمانی بررسی شده که بازدهی ۳ گروه پایین محور صفر قرار می‌گیرد (بازدهی منفی یا زیان سرمایه‌گذاری)، میزان ضرردهی (بازدهی ماهانه منفی) گروه بازار پایه به واسطه کم‌تر بودن دامنه نوسان، لزوماً کم‌تر از دو گروه دیگر نمی‌باشد. حتی در مقاطعی این بازدهی منفی بیشتر نیز بوده است (اواخر مهر تا اوایل آبان ۱۳۹۹).



در جدول زیر مقایسه عددی ریسک سه گروه بازار پایه، بورس و فرابورس گزارش شده است:

بورس	فرابورس	بازار پایه
۶.۹۵	۸.۲۵	۷.۹۲
۱۵.۸۳	۱۵.۲۲	۱۳.۴۸

میانگین بازدهی ماهانه (%)

انحراف از معیار بازدهی ماهانه (ریسک) (%)

همانطور که مشاهده می‌شود، میانگین بازدهی ماهانه مربوط به گروه بازار پایه بیشتر از گروه بورس و کم‌تر از گروه فرابورس می‌باشد. ریسک بازار پایه نیز کم‌تر از دو درصد با گروه فرابورس اختلاف دارد. این محاسبات عددی نیز نتیجه گیری نمودار فوق را تایید می‌کند. بنابراین کم‌تر بودن دامنه نوسان تأثیر معناداری بر سطح ریسک پرتفوی‌های مختلف سرمایه گذاری نداشته است.

۶. بررسی نقدشوندگی

شاخص نقدشوندگی مورد استفاده در این گزارش، ترکیبی از چهار شاخص نسبت نقدشوندگی قراردادی^۱، نسبت هوی-هوبل^۲، نسبت گردش معاملات^۳ و شاخص آمیهود^۴ می‌باشد. لازم به ذکر است شاخص ترکیبی نقدشوندگی هر چه به عدد صفر نزدیک‌تر باشد نشان‌دهنده نقدشوندگی کم‌تر و هر چه از محور مختصات فاصله بگیرد نشان‌دهنده نقدشوندگی بیشتر است.

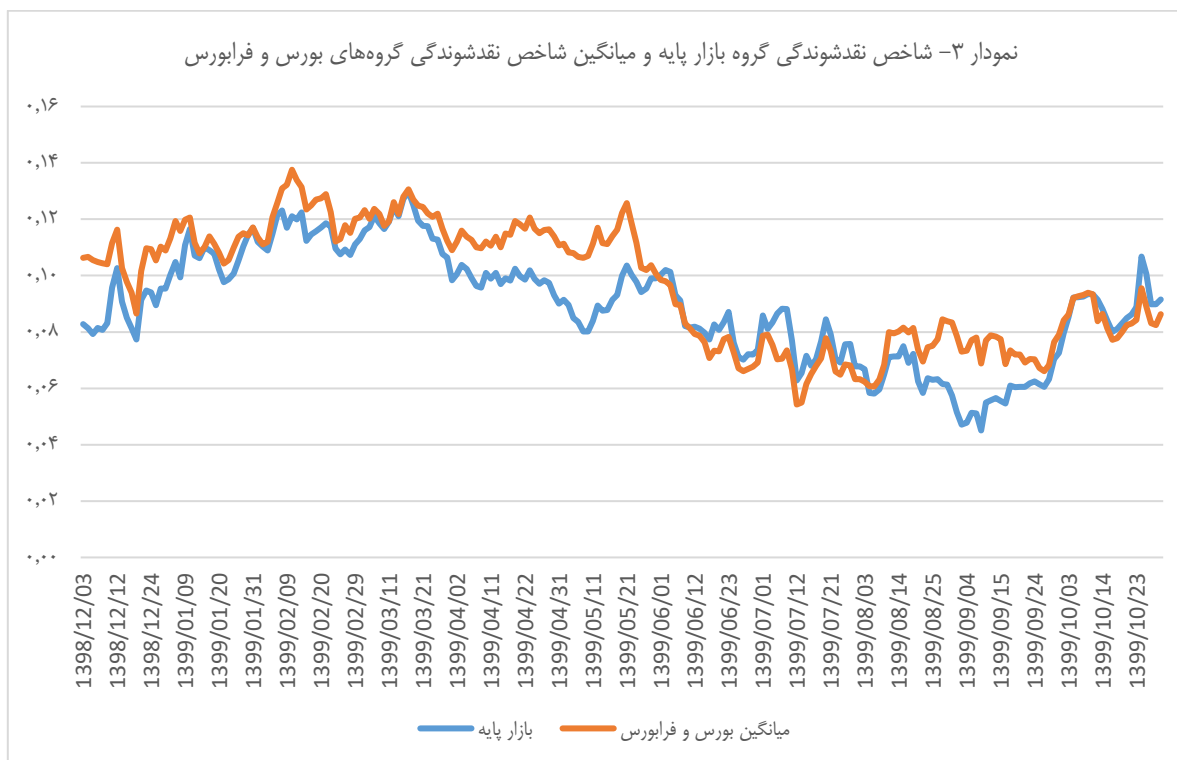
نمودار ۳ شاخص نقدشوندگی گروه بازار پایه و میانگین شاخص نقدشوندگی گروه‌های بورس و فرابورس را به صورت روزانه در دوره زمانی اسفندماه سال ۱۳۹۸ تا پایان دی‌ماه ۱۳۹۹ نمایش می‌دهد.

¹ Conventional Liquidity Ratio

² Hui-Huebel Ratio

³ Turnover Ratio

⁴ Amihud Index



مطابق نمودار فوق غالباً گروه بازار پایه نقدشوندگی کم‌تری در مقایسه با گروه بورس و فرابورس داشته است. کم‌تر بودن دامنه نوسان برای گروه بازار پایه احتمالاً در کم‌تر بودن شاخص نقدشوندگی این گروه بی‌تأثیر نباشد. بنابراین کم کردن دامنه نوسان لزوماً آثار مثبتی به همراه نخواهد داشت و برخی اشکالات در پارامترهای اساسی بازار از جمله نقدشوندگی سهام ایجاد می‌نماید.

۷. مثالی از کنترل نوسانات بازار از طریق اعمال حجم مبنا

در مثالی دیگر از اقدامات کنترلی با هدف کم نمودن نوسانات بازار، می‌توان به اعمال حجم مبنا در بازار سهام ایران اشاره کرد. مطالعات^۱ نشان می‌دهد این اقدام معایبی نیز به همراه داشته است. در مطالعه احمدی و دیگران (۱۳۹۹) الگوی رسیدن قیمت به سقف یا کف دامنه نوسان در بازار اول و دوم فرابورس ایران در دو دوره قبل و بعد از اعمال حجم مبنا بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد قبل از اعمال حجم مبنا، روزانه به طور متوسط حدود ۲۰ الی ۳۵ درصد نمادهای بازار اول و دوم فرابورس در طول روز به صف خرید یا صف فروش رسیده‌اند و پس از اعمال حجم مبنا، این کمیت به ۵۰ الی ۷۰ درصد افزایش یافته است. به عبارتی پس از اعمال حجم مبنا به طور متوسط حدود ۷۰ درصد نمادها در کف یا سقف محدوده قیمت روزانه بوده‌اند. در نتیجه اعمال حجم مبنا علی‌رغم فوایدی که برای بازار سهام کشور دارد، برخی پارامترهای اساسی بازار را نیز دچار اشکالاتی می‌کند؛ از جمله اینکه موجب می‌شود پارامترهای مکانیزم معاملاتی مبتنی بر عرضه و تقاضا، نقدشوندگی، شفافیت و کشف قیمت عادلانه و ... تضعیف شده و پدیده صف‌نشینی افزایش یابد. ضمن اینکه اثر کهربایی (شتاب گرفتن قیمت در چسبیدن به سقف یا کف دامنه با نزدیک شدن به آن) بویژه در کف دامنه نوسان نیز تشدید شده است. مطالعه مذکور همین نتایج را برای بازار بورس تهران و بازار پایه فرابورس ایران تصریح می‌کند.

با توجه به آنکه در اواخر اسفند ماه سال ۱۳۹۸ تصمیمات در خصوص افزایش حجم مبنای شرکت‌های بازار پایه فرابورس اتخاذ و اجرایی گردید؛ محاسبه نسبت «حجم مبنا» به «تعداد کل سهام شرکت» برای سه گروه بازار پایه،

۱. احمدی، زانبار و دیگران، "بررسی دامنه نوسان و حجم مبنا در بورس تهران و فرابورس ایران (مطالعه تطبیقی، مدلسازی، طراحی و پیشنهاد بسته اصلاح ریزساختار بازار سهم)". گروه آمار و تحلیل ریسک مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار. مهر ۱۳۹۹.

فراپورس و بورس نیز موید آنست که علی‌رغم بالاتر بودن میانگین نسبت مذکور (به تعبیری بیشتر بودن نسبی حجم مبنا) در گروه بازار پایه در مقایسه با دو گروه دیگر، این مهم تأثیر قابل توجهی بر روند رشد و سقوط این گروه نداشته است. همچنین همانطور که مشاهده شد، نقدشوندگی گروه بازار پایه غالباً کمتر از دو گروه دیگر بود. در واقع بیشتر بودن این نسبت منجر به افزایش شاخص نقدینگی نشده است. نتایج محاسبه این نسبت در جدول زیر آمده است:

گروه (پرتفوی)	میانگین نسبت حجم مبنا به تعداد کل سهام شرکت‌ها (هزارم)
بازار پایه	۱۷,۸
فراپورس	۳,۹۲
بورس	۳,۱۸

۸. نتیجه‌گیری

در این گزارش تأثیر کاهش دامنه نوسان بر بازدهی، ریسک و نقدشوندگی بازار اوراق بهادار بررسی گردید. نتایج نشان می‌دهد در دوره موردبررسی، کم بودن دامنه نوسان تفاوت محسوسی در روند رشد ارزش بازار سهام ایجاد نموده و میزان صعود و سقوط بازار را تحت‌الشعاع قرار نداده است. همچنین نتوانسته است در میزان زیانی که به سرمایه‌گذاران جدید (به طور مشخص خریداران سهام در اوج قیمت بازار) وارد شده است تغییری ایجاد نماید. بر این اساس، چنانچه در گذشته دامنه نوسان کاهش می‌یافت، احتمالاً مانع از نوسانات ماههای گذشته بازار نمی‌شد.

موضوع دیگری که مورد بررسی قرار گرفت اثر افزایش حجم مبنا بر روند رشد و سقوط ارزش بازار گروه‌های مورد بررسی می‌باشد. همانطور که مشاهده شد، نسبت «حجم مبنا» به «تعداد کل سهام شرکت» برای گروه بازار پایه به صورت قابل توجهی از دو گروه دیگر بیشتر بوده است، اما در مقایسه با دو گروه دیگر تأثیر قابل توجهی در بازدهی گروه بازار پایه در دوره‌های صعودی و نزولی بازار مشاهده نمی‌شود. همچنین بیشتر بودن این نسبت منجر به افزایش شاخص نقدینگی نشده است.

مطالعات و بررسی‌ها بیانگر آنست که کنترل نوسانات بازار از طریق هر یک از ابزارهای ممکن از جمله تغییر دامنه نوسان مستلزم تقویت و توسعه ابعاد مختلف بازار سهام است. بازار سهام ایران که یک بازار نوظهور و در حال توسعه محسوب می‌شود در برخی موارد به بلوغ رسیده است و در برخی دیگر در مراحل اولیه قرار دارد. اعمال کنترل‌ها و تغییرات ریزساختارها نیازمند آسیب‌شناسی و پایش ریسک‌های مترتب و حصول اطمینان از اثربخشی مثبت آن است. به طور مشخص در خصوص پیشنهاد کم شدن دامنه نوسان به ۲٪، نتایج این گزارش نشان می‌دهد الزاماً نتایج مثبت مدنظر سیاست‌گذار از اعمال این تغییر ریزساختار در مقطع زمانی موردنظر حاصل نشده و اثرات اندک مثبت آن نیز احتمالاً پارامترهای اساسی بازار را تحت‌الشعاع قرار می‌داد. ضمن اینکه بررسی‌های علمی و فنی تأیید می‌کند که بدون فراهم نمودن الزامات تغییرات ریزساختارها، تبعات منفی آن به گونه‌ای است که عدم اجرای آن ترجیح خواهد داشت. برخی از الزاماتی که به عنوان پیش‌شرط‌های تغییر ریزساختارهای بازار همواره مورد تأکید است عبارت است از:

- الزام به بکارگیری از بازارگردانان متخصص با دانش کافی از سوی کلیه ناشران بازار (متناسب با اندازه بازار سهام شرکت متغیر است)
- اعمال برخی تمهیدات و تغییرات در سامانه‌های معاملاتی به اقتضای شرایط جدید بازار
- ایجاد محدودیت در دسترسی مستقیم به سامانه معاملات جهت کاهش رفتار توده‌وار و ایجاد رابطه موثر میان سطح معاملات مستقیم اشخاص حقیقی در بازار با دانش مالی آن‌ها
- بازنگری در کمیّت و کیفیت ارائه برخی اطلاعات سفارشات و معاملات متناسب با شرایط جدید بازار

- تقویت ابزارهای نوین مالی بویژه از منظر پوشش ریسک و بیمه سهام
- برنامه‌ریزی، زمانبندی و هوشمندی کافی در اجرایی نمودن تصمیمات بر اساس نتایج پایش و سنجش ریسک بازار
- کاهش مداخلات سیاستی و سیاسی در بازار – اظهارات غیرمسئولانه و غیرکارشناسی
- تغییر رویکرد حاکمیت به بازار سرمایه متناسب با شرایط جدید بازار و تقویت جایگاه نهاد مسئول بازار سرمایه
- اجتناب از تحمیل هرگونه تغییرات و تصمیمات شتابزده و غیرکارشناسی بدون تعامل با نهاد مسئول بازار سرمایه کشور
- استقرار شورای عالی ثبات مالی و افزایش نقش نهاد مسئول بازار سرمایه در تصمیم‌گیری‌های و مسائل موثر بر بازار سرمایه
- تفویض سازوکارهای اجرایی تصمیمات کلان به دستگاه تخصصی (از جمله در خصوص سهام عدالت، واگذاری سهام دولت و ...)