

۲۱۳۳۱۱



دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه مدیریت

پایان نامه ی کارشناسی ارشد رشته ی مدیریت بازرگانی گرایش مالی

اثربخشی مکانیزم محدود کننده قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران

استادان راهنما:

دکتر مهدی ابزری

دکتر حسین رضائی

استاد مشاور:

دکتر سید عباس هاشمی

پژوهشگر:

علی رضا مستاجران

۱۳۸۸ / ۴ / ۲

اسفند ۸۷

محل اطلاع رسانی مرکز علمی پژوهش
تسهیل مرکز

۱۱۴۳۲۵

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات،
ابتکارات و نوآوری های ناشی از تحقیق
موضوع این پایان نامه متعلق به دانشگاه
اصفهان است.



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه مدیریت

پایان نامه ی کارشناسی ارشد رشته ی مدیریت بازرگانی گرایش مالی
آقای علی رضا مستاجران تحت عنوان

اثر بخشی مکانیزم محدود کننده قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران

در تاریخ ۸۷/۱۲/۵ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه عالی به تصویب نهایی رسید.

۱- استادان راهنمای پایان نامه دکتر مهدی ابزری با مرتبه علمی دانشیار و دکتر حسین رضائی با مرتبه علمی

استادیار
امضا
امضا

۲- استاد مشاور پایان نامه دکتر سید عباس هاشمی با مرتبه ی علمی استادیار

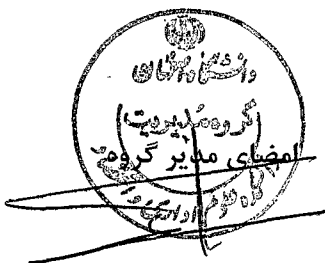
امضا

۳- استاد داور داخل گروه دکتر سعید فتحی با مرتبه ی علمی استادیار

امضا

۴- استاد داور خارج از گروه دکتر داریوش فروغی با مرتبه ی علمی استادیار

امضا



چکیده:

حد نوسان قیمت سهام، حداکثر یا حداقل تغییر قیمت مجاز سهام در یک روز است به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد. به حد نوسان قیمت سهام، حد نوسانات و حد معاملات روزانه هم گفته می شود. در بعضی از کشورهای دنیا از اوایل دهه ۱۹۹۰ اعمال حد نوسان قیمت تجربه شده و تحقیقات زیادی در زمینه به کار گیری آن صورت گرفته است، اما نتایج تحقیقات انجام شده یکسان نیست؛ در حالی که بعضی از تحقیقات بر لزوم استفاده از حد نوسان قیمت سهام تاکید دارند و به آثار مثبت آن اشاره می نمایند، تحقیقات دیگری به آثار منفی اعمال حد نوسان قیمت سهام پرداخته و بر لزوم بیشتر شدن دامنه نوسان یا حذف آن تاکید می کنند. در این بررسی کارایی مکانیزم محدود کننده قیمت سهام (حجم مبنا) در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ و در میان شرکت‌های برگزیده مورد ارزیابی قرار گرفته است؛ برای آزمون فرضیات مورد نظر از آزمون‌های آماری ناپارامتریک ویلکاگسون و باینومیال استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان‌دهنده آن است که مکانیزم محدود کننده قیمت سهام باعث تسری نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران شده است ولی تاخیری در رسیدن سهام به قیمت واقعی سهام و همچنین تداخل در معاملات سهام (نقدینگی سهام) در بورس اوراق بهادار تهران نداشته است.

واژگان کلیدی: محدودیت قیمت سهام ، حجم مبنا ، تسری نوسانات ، تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی ، تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی

فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات پژوهش

۱	مقدمه
۲	۱-۱ شرح و بیان مساله پژوهش
۴	۲-۱ اهمیت و ارزش مساله پژوهش
۵	۳-۱ اهداف پژوهش
۵	۴-۱ کاربرد پژوهش
۵	۵-۱ فرضیه های پژوهش
۶	۶-۱ قلمرو پژوهش
۶	۱-۶-۱ قلمرو موضوعی پژوهش
۶	۲-۶-۱ قلمرو مکانی پژوهش
۶	۳-۶-۱ قلمرو زمانی پژوهش
۶	۷-۱ شیوه پژوهش
۷	۸-۱ تعریف عملیاتی واژه ها
۸	خلاصه فصل اول

فصل دوم: مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

۹	مقدمه
۱۰	۱-۲ بازارهای مالی
۱۰	۲-۲ نحوه تعیین قیمت داراییهای مالی
۱۱	۳-۲ متوقف کننده های خودکار
۱۴	۴-۲ حد نوسان قیمت سهام
۱۶	۱-۴-۲ تفاوت حد نوسان قیمت و توقف معاملات
۱۷	۲-۴-۲ مزایا و معایب حد نوسان قیمت سهام و توقف معاملات
۲۰	۵-۲ حد نوسان قیمت در بازارهای معاملات آتی
۲۲	۶-۲ آثار استفاده از حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار
۲۵	۱-۶-۲ تسری نوسانات
۲۶	۲-۶-۲ تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی
۲۶	۳-۶-۲ مداخله در معاملات
۲۷	۷-۲ پیشینه و تاریخچه موضوع پژوهش
۲۹	۸-۲ تاریخچه استفاده از حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران
۳۱	۱-۸-۲ اعمال حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران

۲-۸-۲ سهامداران استراتژیک.....	۳۲
۳-۸-۲ سهامداران غیر استراتژیک.....	۳۲
۹-۲ بررسی شیوه به کارگیری حد نوسان قیمت سهام در سایر کشورها.....	۳۵
۲-۹-۱-۲ بورس اوراق بهادار توکیو.....	۳۵
۲-۹-۲ بورس اوراق بهادار شانگهای کشور چین.....	۳۸
۳-۹-۲ بورس اوراق بهادار تایوان.....	۳۹
۴-۹-۲ بورس اوراق بهادار کره جنوبی.....	۴۱
۵-۹-۲ بورس اوراق بهادار زوهانسبورگ.....	۴۱
خلاصه فصل دوم.....	۴۲

فصل سوم: روش پژوهش

مقدمه.....	۴۴
۱-۳ نوع پژوهش.....	۴۴
۲-۳ جامعه آماری.....	۴۵
۳-۳ نمونه آماری.....	۴۵
۱-۳-۳ روش نمونه برداری.....	۴۵
۲-۳-۳ حجم نمونه و روش محاسبه.....	۴۶
۴-۳ روش گردآوری اطلاعات.....	۴۶
۵-۳ ابزار گردآوری اطلاعات.....	۴۶
۶-۳ متغیرهای پژوهش.....	۴۶
۷-۳ بسط فرضیه ها.....	۴۷
۱-۷-۳ فرضیه شماره ۱.....	۴۷
۲-۷-۳ فرضیه شماره ۲.....	۴۸
۳-۷-۳ فرضیه شماره ۳.....	۴۸
۸-۳ آزمون ها.....	۴۹
خلاصه فصل سوم.....	۵۰

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

مقدمه.....	۵۱
۱-۴ تحلیل توصیفی داده ها.....	۵۱
۲-۴ تحلیل استنباطی داده ها.....	۵۵
۱-۲-۴ فرضیه اول.....	۵۵

۵۷ فرضیه دوم ۲-۲-۴
۵۹ فرضیه سوم ۳-۲-۴
۶۱ خلاصه فصل چهارم

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها

۶۲ مقدمه
۶۳ ۱-۵ نتایج پژوهش
۶۶ ۲-۵ محدودیت های پژوهش
۶۶ ۳-۵ پیشنهادها
۶۶ ۱-۳-۵ پیشنهادهای ناشی از نتایج پژوهش
۶۷ ۲-۳-۵ پیشنهادهایی برای محققین آینده

پیوست

منابع و مأخذ

فهرست شکل ها

صفحه

عنوان

- شکل شماره (۱-۴) تعداد نوسانات به تفکیک درصد نوسان بورس اوراق بهادار تهران ۵۴
- شکل شماره (۲-۴) نمودار توزیع نسبتهای زوجهای بازده قیمت سهام ۵۸

فهرست جدول ها

صفحه	عنوان
۴	جدول شماره (۱-۱) بورسهای برتر از نظر ارزش بازار و حجم معاملات در سال ۲۰۰۳
۱۵	جدول شماره (۱-۲) حد نوسان قیمت سهام اعمال شده در بازارهای مختلف در سال ۲۰۰۳
۳۵	جدول شماره (۲-۲) حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار توکیو
۳۷	جدول شماره (۳-۲) تعیین تغییرات قیمت های مظنه
۳۹	جدول شماره (۴-۲) روند اعمال حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار شانگهای
۴۰	جدول شماره (۵-۲) حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تایوان
۴۲	جدول شماره (۶-۲) حد نوسان قیمت سهام در سطوح مختلف قیمتی در بورس ژوهانسبورگ
۵۲	جدول شماره (۱-۴) اسامی شرکتهای موجود در نمونه
۵۴	جدول شماره (۲-۴) تعداد کل نوسانات نمونه
۵۴	جدول شماره (۳-۴) تعداد نوسانات به تفکیک درصد نوسان
۵۵	جدول شماره (۴-۴) نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه اول (گروه سهام رسیده به حد نوسان ۲ و ۱/۸)
۵۵	جدول شماره (۵-۴) نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه اول (گروه سهام رسیده به حد نوسان ۲ و ۱/۶)
۵۶	جدول شماره (۶-۴) میانگین و سطح معنی دار نوسانات بازده روزانه سهام
۵۸	جدول شماره (۷-۴) تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی
۵۹	جدول شماره (۸-۴) نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه سوم (گروه سهام رسیده به حد نوسان ۲ و ۱/۸)
۵۹	جدول شماره (۹-۴) نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه سوم (گروه سهام رسیده به حد نوسان ۲ و ۱/۶)
۶۰	جدول شماره (۱۰-۴) میانگین و سطح معنی دار درصد تغییر حجم معاملات

فصل اول

کلیات پژوهش

مقدمه

یکی از اهداف مهم تشکیل بورس اوراق بهادار، ایجاد سازوکار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت دارایی های مالی است. به طور کلی در بازارهای مالی طراحان و قانونگذاران همواره سعی دارند تا موانع موجود بر سر عدم تقابل عرضه و تقاضا را برطرف نمایند، زیرا به این وسیله قیمت دارایی های مالی به ارزش ذاتی آنها نزدیک تر می گردد. در بازارهای نوظهور قوانین و مقرراتی که مانع از تقابل عرضه و تقاضا می باشند، بیشتر به چشم می خورند. در این بازارها گاه قانونگذاران به منظور حمایت از بازار در مقابل نوسانات و بحرانهای مالی، قوانینی را برای ورود و خروج سرمایه، عرضه و تقاضای سهام و تعیین قیمت سهام وضع می نمایند. یکی از مهم ترین قوانینی که در این زمینه وضع می شود، حد نوسان قیمت سهام است که در بازارهای مالی از آن به عنوان یک عامل کنترلی در برابر نوسانات قیمت سهام استفاده می گردد. حد نوسان قیمت سهام، حداکثر یا حداقل تغییر قیمت مجاز سهام در یک روز است به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد. به حد نوسان قیمت سهام، حد نوسانات و حد معاملات روزانه هم گفته می شود. البته قوانین دیگری مانند حداقل مدت زمانی بین خرید و فروش اوراق بهادار، حجم مبنا و ... نیز وجود دارند که محدودیتهای جدیدی را در مبادله سهام اعمال می نمایند (کیم و ری^۱، ۱۹۹۷). در بعضی از کشورهای دنیا از اوایل دهه ۱۹۹۰ اعمال حد نوسان قیمت تجربه شده و پژوهشات زیادی در زمینه به کار گیری آن صورت گرفته است، اما نتایج پژوهشات انجام شده یکسان نیست؛ در حالی که بعضی از پژوهشات بر لزوم استفاده از حد نوسان قیمت سهام تاکید دارند و به آثار مثبت آن اشاره می نمایند، پژوهشات دیگری به آثار منفی اعمال حد نوسان قیمت سهام پرداخته و بر لزوم بیشتر شدن دامنه نوسان یا حذف آن تاکید می کنند (گانگ^۲، ۲۰۰۵). در این تحقیق سعی

^۱. Kim, and Rhee

^۲. Gong, M

بر آنست تا در دوره زمانی مورد نظر، وضعیت کارایی حجم مبنای مورد ارزیابی قرار دهد؛ در این فصل، ابتدا به بررسی شرح و بیان مسئله، و بیان اهداف و فرضیات پژوهش پرداخته شده است؛ در پایان نیز راجع به روش پژوهش و تعریف واژگان بحث خواهد گردید.

۱-۱ شرح و بیان مساله پژوهش

در بازارهای نوظهور قوانین و مقرراتی که مانع از تقابل عرضه و تقاضا می باشند، بیشتر به چشم می خورند. در این بازارها گاه قانونگذاران به منظور حمایت از بازار در مقابل نوسانات و بحرانهای مالی، قوانینی را برای ورود و خروج سرمایه، عرضه و تقاضای سهام و تعیین قیمت سهام وضع می نمایند. یکی از مهم ترین قوانینی که در این زمینه وضع می شود، حد نوسان قیمت سهام است که در بازارهای مالی از آن به عنوان یک عامل کنترلی در برابر نوسانات قیمت سهام استفاده می گردد. حد نوسان قیمت سهام، حداکثر یا حداقل تغییر قیمت مجاز سهام در یک روز است به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد. به حد نوسان قیمت سهام، حد نوسانات و حد معاملات روزانه هم گفته می شود. حد نوسان قیمت سهام دارای دو مشخصه است که باعث کنترل نوسانات قیمت سهام می شود:

- ایجاد فرصت زمانی برای ارزیابی مجدد و منطقی قیمت سهام
- ایجاد محدودیت (مانع) قانونی در تغییر قیمت سهام

در این میان رایج ترین و شاید ابتدایی ترین نوع متوقف کننده های خودکار، حد نوسان قیمت سهام است که بیشتر در بازارهای نوظهور اوراق بهادار و در بازارهای معاملات آتی از آن استفاده می شود (برنان^۱، ۲۰۰۰). در بورس اوراق بهادار بازارهای توسعه یافته بیشتر از توقف معاملات استفاده می شود. به عنوان مثال بورس اوراق بهادار نیویورک به منظور محافظت از سرمایه گذاران در مقابل نوسانات شدید از توقف معاملات استفاده می کند. بر اساس قانون B ۸۰ که در آوریل ۱۹۹۸ به تصویب رسید، بورس در شرایطی از توقف معاملات استفاده می کند که یک اخبار جدید و غیر منتظره درباره فعالیت شرکت منتشر شود و یا اینکه عدم تعادل فاحشی در عرضه و تقاضای سهام یک شرکت به وجود آید. علاوه بر این بورس می تواند با استفاده از متوقف کننده های خودکار به شکل موقتی مانع از انجام معاملات یک سهم خاص یا کل بازار شده و بازار را برای مدت خاصی تعطیل نماید. به عنوان مثال در صورتیکه شاخص داو جونز تا قبل از ساعت ۲ بعد از ظهر هر روز ۱۰ درصد

^۱. Bernan

کاهش داشته باشد، ادامه معاملات در آن روز متوقف خواهد شد و اگر این کاهش ارزش بین ساعات ۲ تا ۲:۳۰ اتفاق بیفتد بازار به مدت ۳۰ دقیقه متوقف می شود (گانگ، ۲۰۰۵). در بعضی از کشورهای دنیا از اوایل دهه ۱۹۹۰ اعمال حد نوسان قیمت تجربه شده و پژوهشات زیادی در زمینه به کار گیری آن صورت گرفته است، اما نتایج پژوهشات انجام شده یکسان نیست. در حالی که بعضی از پژوهشات بر لزوم استفاده از حد نوسان قیمت سهام تاکید دارند و به آثار مثبت آن اشاره می نمایند، پژوهشات دیگری به آثار منفی اعمال حد نوسان قیمت سهام اشاره دارند و بر لزوم بیشتر شدن دامنه نوسان یا حذف آن تاکید می کنند. برای مثال کمیسیون برادی در سال ۱۹۸۷ در زمینه متوقف کننده های خود کار تحقیقاتی انجام داد و در گزارش خود سه مزیت را برای متوقف کننده های خود کار ذکر نمود (کمیسیون برادی^۱، ۱۹۸۷). این مزیتها عبارتند از:

- ۱) محدود کردن ریسک عدم ایفای تعهد: متوقف کننده های خود کار از طریق ایجاد سقف و کف قیمت یا توقف معاملات در شرایط آشفته بازار باعث کاهش ریسک عدم ایفای تعهد مشتریان می شوند.
- ۲) ایجاد وقفه زمانی: متوقف کننده های خود کار یک وقفه زمانی برای شرایط و اخبار جدید و کاهش رفتارهای غیر منطقی و تصمیمات عجولانه سرمایه گذاران به وجود می آورند و به این وسیله از نوسانات شدید قیمت سهام جلوگیری می نمایند.

۳) از بین بردن توهم نقدینگی: از طریق ایجاد این واقعیت اقتصادی که بازار ظرفیت محدودی برای جذب حجم زیادی از پول دارد، توهم نقدینگی از بین برده می شود و به این ترتیب برخی از فعالان بازار که سیاست جسورانه دارند در خواهند یافت که فروش حجم زیادی از سهام در طی مدت زمان کوتاه بسیار مشکل خواهد بود، بنابراین تمایل به سرمایه گذاری کوتاه مدت کاهش خواهد یافت و سرمایه گذاران در تصمیم گیریهای خود احتیاط بیشتری خواهند نمود و تمایل بیشتری به سرمایه گذاری بلند مدت از خود نشان می دهند. در بورس تهران در تاریخ ۱۳۸۲/۵/۲۹ ساز و کار معاملات جدید (حجم مینا) اعلام شد. بر طبق این قانون یک سهم در صورتی می تواند در یک روز معاملاتی ۵ درصد نوسان قیمت داشته باشد که حداقل ۱۵ درصد از سهام آن در طول یک سال معامله شود و از آنجا که روزهای کاری هر سال ۲۵۰ روز است، در هر روز باید حداقل ۶ ده هزارم یک سهم معامله شود تا این سهم بتواند ۵ درصد نوسان داشته باشد. این شرایط تا ۲۶ فروردین سال ۸۳ ادامه داشت تا اینکه بنابر استدلال مسولان بورس به دلیل افزایش گردش سهام تهران به ۲۱ درصد کل ارزش بازار در سال ۸۲، حجم مینای جدید از ۱۵ درصد به ۲۰ درصد سهام یک شرکت افزایش پیدا کرد. در حال حاضر نیز (سال ۱۳۸۵) حجم مینا برای سهام برخی از شرکتهای اعمال نمی شود، یعنی سهام این شرکتهای با هر تعداد معامله مشمول

^۱. Brady Commission

تغییر قیمت پایانی با اعمال حد نوسان ۲ درصد می شود. در این تحقیق سعی بر آن است که با استفاده از ادبیات موجود در ارزیابی کارایی مکانیزمهای کنترلی نوسانات قیمت سهام در دنیا و با در نظر گرفتن شرایط موجود در بورس اوراق بهادار تهران به ارزیابی کارایی مکانیزم کنترلی "حجم مبنا" پرداخته و رفتار قیمت سهام را تحت فشار محدودیت قیمت مورد ارزیابی قرار دهد.

۲-۱ اهمیت و ارزش مساله پژوهش

ویژگی مهم بورس اوراق بهادار بدلیل حمایت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمایه های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. هم سنجی بازارهای پول و سرمایه در کشورهای توسعه یافته نمایانگر آن است که بازار سرمایه در تامین نیازهای مالی فعالیت های اقتصادی از درجه اهمیت بالاتری برخوردار است. برای مثال، در دهه ۱۹۹۰ میلادی، در امریکا نسبت منابع تامین شده در بازار سرمایه به طور میانگین ۹ برابر بازار پول بوده است (دوانی، ۱۳۸۱). بر روی هم با توجه به کنش ها و واکنش های بازار سرمایه و اقتصاد ملی چنین پیداست که نقش و اهمیت بازار سرمایه با درجه توسعه یافتگی اقتصاد ملی رابطه ای همسو و متناسب داشته باشد؛ به طوری که به کشورهای آمریکا، ژاپن، انگلستان و آلمان به شرح جدول ۱-۱، در پایان سال ۲۰۰۳ میلادی دارای ۴ بورس برتر دنیا از نظر ارزش بازار و حجم معاملات می باشند (گانگ، ۲۰۰۵).

جدول شماره ۱-۱ بورسهای برتر از نظر ارزش بازار و حجم معاملات در سال ۲۰۰۳

نام بورس	بورس نیویورک	بورس توکیو	بورس لندن	بورس المان
ارزش بازار (میلیون دلار)	۱۱،۳۲۸،۹۵۳	۲،۹۵۳،۰۹۸	۲،۴۲۵،۸۲۲	۱،۰۷۹،۰۲۶
ارزش معاملات (میلیون دلار)	۹،۶۹۲،۳۴۱	۲،۱۳۰،۷۱۰	۳،۶۲۴،۰۰۹	۱،۳۰۴،۹۸۷

جلب اعتماد و اطمینان عموم مردم به بورس باعث روانه شدن سرمایه های راکد به سمت این بازار و هدایت صحیح این سرمایه ها به صنعت هر کشور در نهایت می تواند باعث ایجاد رونق اقتصادی در هر کشور می شود؛ بنابراین از اصلی ترین اهداف دست اندرکاران بازار سرمایه در هر کشور جلب اطمینان عموم مردم می باشد. در بازارهای مالی سازمان یافته برای مقابله با تغییرات غیر منطقی قیمت سهام عموماً رویه هایی در نظر گرفته شده که در صورت بروز تغییرات زیاد در قیمت سهام به اجرا در می آیند و به صورت خودکار جریان معاملات را متوقف می نمایند. متوقف کننده های خودکار عموماً به منظور محافظت از سرمایه گذاران در مقابل تغییرات ناگهانی قیمت اوراق بهادار و در شرایط اضطراری به کار گرفته می شوند. تمامی تحقیقات انجام شده در زمینه متوقف

کننده های خودکار بر این نکته تاکید دارند که نوسانات غیر منطقی در قیمت سهام موجب ابهام در تخصیص بهینه منابع می شود. این ابهام می تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران در نگهداری سهام را افزایش دهد، که افزایش نرخ بازده مورد انتظار به معنی افزایش هزینه سرمایه شرکتها و کاهش میزان وجوه سرمایه گذاری خواهد بود (کیم و ری، ۱۹۹۷).

۳-۱ اهداف پژوهش

اهداف این پژوهش که به ارزیابی کارایی مکانیزم محدود کننده قیمت سهام می پردازد، عبارتند از:

۱) ارزیابی تاثیر مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام در تسری نوسانات قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران

۲) ارزیابی تاثیر مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام در تاخیر رسیدن به قیمت واقعی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران

۳) ارزیابی تاثیر مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام در تداخل داد و ستد سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران

۴-۱ کاربرد پژوهش

نوسانات غیر منطقی در قیمت سهام موجب ابهام در تخصیص بهینه منابع می شود. این ابهام می تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران در نگهداری سهام را افزایش دهد، که افزایش نرخ بازده مورد انتظار به معنی افزایش هزینه سرمایه شرکتها و کاهش میزان وجوه سرمایه گذاری خواهد بود. این پژوهش می تواند مسولین و دست اندرکاران سازمان بورس اوراق بهادار تهران را در تصمیم گیری برای چگونگی ایجاد وقفه های معاملاتی به منظور محافظت از بازار و همچنین شرکت های تحلیلی و شرکت های سرمایه گذاری سهام در بازار بورس در چگونگی انتخاب سهام و تشکیل پرتفوی با در نظر گرفتن شرایط بازار و سهام موجود در آن یاری رساند. همچنین سرمایه گذاران عادی و تحلیلگران خرد بازار بورس می توانند از نتایج پژوهش در چگونگی انتخاب سهام و تشکیل پرتفوی با در نظر گرفتن ویژگی های سهام مختلف با وجود محدودیت قیمت استفاده نمایند.

۵-۱ فرضیه های پژوهش

این پژوهش شامل سه فرضیه اصلی به شرح زیر است:

۱) مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام باعث تسری نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

۲) مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام باعث تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی سهام در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

۳) مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام باعث تداخل در داد و ستد سهام موجود در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

۱-۶ قلمرو پژوهش

۱-۶-۱ قلمرو موضوعی پژوهش

قلمرو این پژوهش از نظر موضوعی، در محدوده ارزیابی کارایی مکانیزم محدود کننده قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران است.

۱-۶-۲ قلمرو مکانی پژوهش

قلمرو مکانی این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۱-۶-۳ قلمرو زمانی پژوهش

از نظر زمانی، دوره مورد مطالعه سالهای ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ است. مبنای انتخاب دوره مطالعه ثابت بودن مقررات ستفاده برای کنترل نوسانات قیمت سهام است که در این دو سال حد نوسان ۲ درصد برای کنترل نوسانات قیمت سهام مورد استفاده قرار گرفته است.

۱-۷ شیوه پژوهش

روش تحقیق حاضر کتابخانه‌ای به صورت تجربی و از طریق مطالعه روندهای تغییر قیمت سهام با در نظر گرفتن تاثیرات محدودیت قیمت سهام است. برای آزمون فرضیه تسری نوسانات سعی بر آن است که نوسانات بازدهی سهام قبل و بعد از رسیدن به حد نوسان قیمت مورد بررسی قرار گیرد. در صورتی که از نظر آماری بتوان اثبات نمود که نوسانات بعد از رسیدن به حد قیمت افزایش یافته، فرضیه مورد تایید قرار می‌گیرد.

برای این منظور باید نوسانات قبل و بعد از رسیدن به حد قیمت ۲ درصدی را با نوسانهای فرضی دیگر مقایسه کنیم تا قضاوت معقول تری نسبت به افزایش نوسانات در گروه ۲ درصدی داشته باشیم. برای این منظور حد نوسانهای فرضی گروههایی که تا ۹۰ درصد و ۸۰ درصد به حد نوسان خود رسیده اند در نظر گرفته می شود؛ زیرا این دو گروه از سهم ها نوسان قابل توجهی را داشته اند و فقط به دلیل انجام معامله کمتر و پرنشدن حجم مینا و یا تعادل عرضه و تقاضا به حد نوسان قیمت خود نرسیده اند. این مقایسه نوسانات در ۱۵ روز قبل و ۱۵ روز بعد از حدهای ۲ درصدی با حدهای دو گروه دیگر مقایسه می شود. برای بررسی تاثیر حد نوسان قیمت در رسیدن به قیمت واقعی باید رفتار قیمت سهام پس از رسیدن به حد قیمت مورد بررسی قرار گیرد. در صورتی که سهام پس از رسیدن به حد قیمت (مثبت یا منفی) ادامه روند داشته باشند می توان نتیجه گرفت که حد نوسان قیمت مانع از رسیدن سهام به ارزش ذاتی شده است و ادامه تغییر قیمت به روزهای بعدی منتقل شده است؛ برای این منظور از اطلاعات مربوط به تغییر بازدهی سهام در روز رسیدن به حد قیمت و روز بعد از آن استفاده شده است. فرضیه مداخله در معاملات بر این اساس استوار است که سهامداران در شرایطی که یک سهم در یک روز به حد قیمت برسد، اقدام به انجام معامله نمی کنند و به این وسیله حد نوسان قیمت سهام به نقدشوندگی سهام آسیب می زند. برای این منظور می توان با مقایسه گروههای ۲ درصدی با دو گروه دیگر این فرضیه را مورد بررسی قرار داد (گانگک، ۲۰۰۵).

۸-۱ تعریف عملیاتی واژه ها

محدودیت قیمت سهام^۱: حداکثر یا حداقل تغییر قیمت مجاز سهام در یک روز است به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد (کیم و ری، ۱۹۹۷).

حجم مینا^۲ (مکانیزم متوقف کننده قیمت سهام): قانون مورد استفاده برای کنترل نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بر طبق این قانون یک سهم در صورتی می تواند در یک روز معاملاتی ۵ درصد نوسان قیمت داشته باشد که حداقل ۱۵ درصد از سهام آن در طول یک سال معامله شود و از آنجا که روزهای کاری هر سال ۲۵۰ روز است، در هر روز باید حداقل ۶ ده هزارم یک سهم معامله شود تا این سهم بتواند ۵ درصد نوسان داشته باشد (دوانی، ۱۳۸۱).

^۱. Limit Price Shares

^۲. Base Volume

تسری نوسانات^۱: افزایش نوسانات و انتشار نوسانات به روزهای آتی معاملات (گانگ، ۲۰۰۵).
 تاخیر در رسیدن به قیمت واقعی^۲: ایجاد وقفه در رسیدن قیمت سهام به قیمت واقعی خود (گانگ، ۲۰۰۵).
 تداخل در دادوستدها^۳: مداخله در فرایند معاملات سهام (گانگ، ۲۰۰۵).

خلاصه

در بازارهای مالی سازمان یافته برای مقابله با تغییرات غیر منطقی قیمت سهام عموماً رویه‌هایی در نظر گرفته شده که در صورت بروز تغییرات زیاد در قیمت سهام به اجرا در می‌آیند و به صورت خودکار جریان معاملات را متوقف می‌نمایند. متوقف کننده‌های خودکار عموماً به منظور محافظت از سرمایه گذاران در مقابل تغییرات ناگهانی قیمت اوراق بهادار و در شرایط اضطراری به کار گرفته می‌شوند. تمامی تحقیقات انجام شده در زمینه متوقف کننده‌های خودکار بر این نکته تأکید دارند که نوسانات غیر منطقی در قیمت سهام موجب ابهام در تخصیص بهینه منابع می‌شود. این ابهام می‌تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران در نگهداری سهام را افزایش دهد، که افزایش نرخ بازده مورد انتظار به معنی افزایش هزینه سرمایه شرکتها و کاهش میزان وجوه سرمایه گذاری خواهد بود.

در این فصل، پس از شرح و بیان مساله پژوهش، اهداف و فرضیه‌های پژوهش و همچنین روش پژوهش به اجمال ذکر شده است و در پایان نیز واژه‌های عملیاتی مورد نیاز توضیح داده شده است. در فصل دوم به بررسی ادبیات پژوهش و پیشینه آن پرداخته خواهد شد. در فصل سوم روش پژوهش توضیح داده خواهد شد و در فصل چهارم به تجزیه تحلیل داده‌ها پرداخته می‌شود. در نهایت نیز در فصل پنجم نتایج پژوهش بررسی شده و پیشنهادهای در این راستا ارائه می‌گردد.

^۱. Volatility

^۲. Delayed Price discovery

^۳. Trading Interference

فصل دوم

مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

مقدمه

در یک اقتصاد آزاد و رقابتی تنها عامل تعیین کننده قیمت یک دارایی، عرضه و تقاضا است. هر چند که در دنیای واقعی، اقتصاد رقابتی و آزاد به شکل کامل وجود ندارد اما هر چه از اقتصاد دولتی به سمت اقتصاد آزاد حرکت کنیم، نقش عرضه و تقاضا در تعیین قیمت دارایی ها بیشتر می گردد. از طرف دیگر می توانیم بگوییم هر چه نقش عرضه و تقاضا در تعیین قیمت داراییها بیشتر باشد اقتصاد رقابتی تر و آزاد تر خواهد بود. از آنجا که احتمال تخصیص بهینه منابع در اقتصاد آزاد بیشتر است، سعی می شود که فعالیتهای اقتصادی به شکلی کاملا آزاد و بدون وجود هیچ محدودیتی انجام شوند. در چنین اقتصادهایی تلاش می شود که تنها عامل تعیین کننده قیمت دارایی ها عرضه و تقاضا باشد. یکی از اهداف مهم تشکیل بورسها ایجاد ساز و کار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت دارایی های مالی است (دوانی، ۱۳۸۱). بدین منظور در بازارهای مالی طراحان و قیمت گذاران همواره سعی دارند برای نزدیک شدن قیمت داراییهای مالی به ارزش ذاتی آنها موانع موجود بر سر عدم تقابل عرضه و تقاضا را برطرف نمایند. در بازارهای نوظهور^۱ قوانین و مقرراتی که مانع از تقابل عرضه و تقاضا می باشند، بیشتر به چشم می خورند. در این بازارها گاه قانونگذاران به منظور حمایت از بازار در مقابل نوسانات و بحرانهای مالی قوانینی را برای ورود و خروج سرمایه، عرضه و تقاضای سهام و تعیین قیمت سهام وضع می نمایند؛ یکی از مهم ترین قوانینی که در این زمینه وضع می شود، حد نوسان قیمت سهام^۲ است که در بازارهای مالی از آن به عنوان یک عامل کنترلی در برابر نوسانات قیمت سهام استفاده می گردد. البته قوانینی مانند حداقل مدت زمانی بین خرید و فروش اوراق بهادار، حجم مینا و ... نیز وجود دارند که محدودیت های دیگری را در مبادله سهام اعمال می نمایند. در بعضی از کشورهای دنیا از اوایل دهه ۱۹۹۰ اعمال حد نوسان

^۱. Emerging Markets

^۲. Price Limit

قیمت سهام تجربه شده و تحقیقات زیادی در زمینه به کارگیری آن صورت پذیرفته است اما نتایج تحقیقات انجام شده یکسان نیست؛ در حالی که بعضی از تحقیقات بر لزوم استفاده از حد نوسان قیمت سهام تاکید دارند و به آثار مثبت آن اشاره می نمایند، تحقیقات دیگر به آثار منفی اعمال حد نوسان قیمت سهام اشاره دارند و بر لزوم بیشتر شدن دامنه نوسان یا حذف آن تاکید می کنند (گانگ^۱، ۲۰۰۵).

۱-۲ بازارهای مالی

شرکتهای بازرگانی برای تامین فعالیتهای خود به حجم بالایی از سرمایه نیاز دارند. این شرکتها برای اینکه بتوانند رشد و توسعه کنند نیازمند سرمایه گذاری بالایی هستند. واضح است که تامین این میزان سرمایه در زمان محدودی میسر نیست و بایستی از جای دیگری تامین مالی شود. دولتها نیز به منظور ارائه بهتر خدمات و کالاها به مردم نیازمند این هستند که حجم بالایی پول وام بگیرند. بازارهای مالی این امکان را برای شرکتها و دولتها فراهم می سازند که آنها بتوانند از طریق فروش اوراق بهادار نیازهای خود را برطرف سازند. سرمایه گذاران نیز از طریق خرید این اوراق بهادار بازده و رفاه خود را افزایش می دهند.

۲-۲ نحوه تعیین قیمت داراییهای مالی

در بازارهای سرمایه کارا در شکل نیمه قوی^۲، قیمت سهام منعکس کننده تمامی اطلاعاتی است که منتشر شده و در اختیار عموم قرار دارد (مانند صورتهای مالی شرکتها، وضعیت رقبای، شرایط اقتصادی و...). در چنین بازارهایی قیمت سهام نسبت به اطلاعات جدید مرتبط واکنش نشان می دهد و تغییرات قیمت متناسب با اطلاعات دریافتی خواهد بود. اما در بعضی از بازارها رویه هایی به منظور کنترل تغییرات قیمت سهام وضع شده و توسط مسئولان بورس اوراق بهادار به کار گرفته می شود که به آنها متوقف کننده های خودکار می گویند. این نوع کنترل قیمت سهام باعث می شود قیمت سهام منعکس کننده اطلاعات منتشره نباشد و بازار غیر کارا گردد. با توجه به فرضیه کارایی بازار هرگونه وقفه مصنوعی باعث جلوگیری از تطابق سریع قیمت سهام و ارزش ذاتی می شود؛ لذا وجود متوقف کننده های خودکار می تواند مانع از تغییر قیمت سهام بر اساس اطلاعات جدید شده و کارایی بازار را با مشکل مواجه نماید (اسلرو و توما^۳، ۲۰۰۳). در بازارهایی که از متوقف کننده های خودکار

^۱. Gong, M

^۲. Semi-Strong efficient market

^۳. Osler, and, Tooma