

ریسک ها و ملاحظات سرمایه گذاری در بورس های در حال توسعه

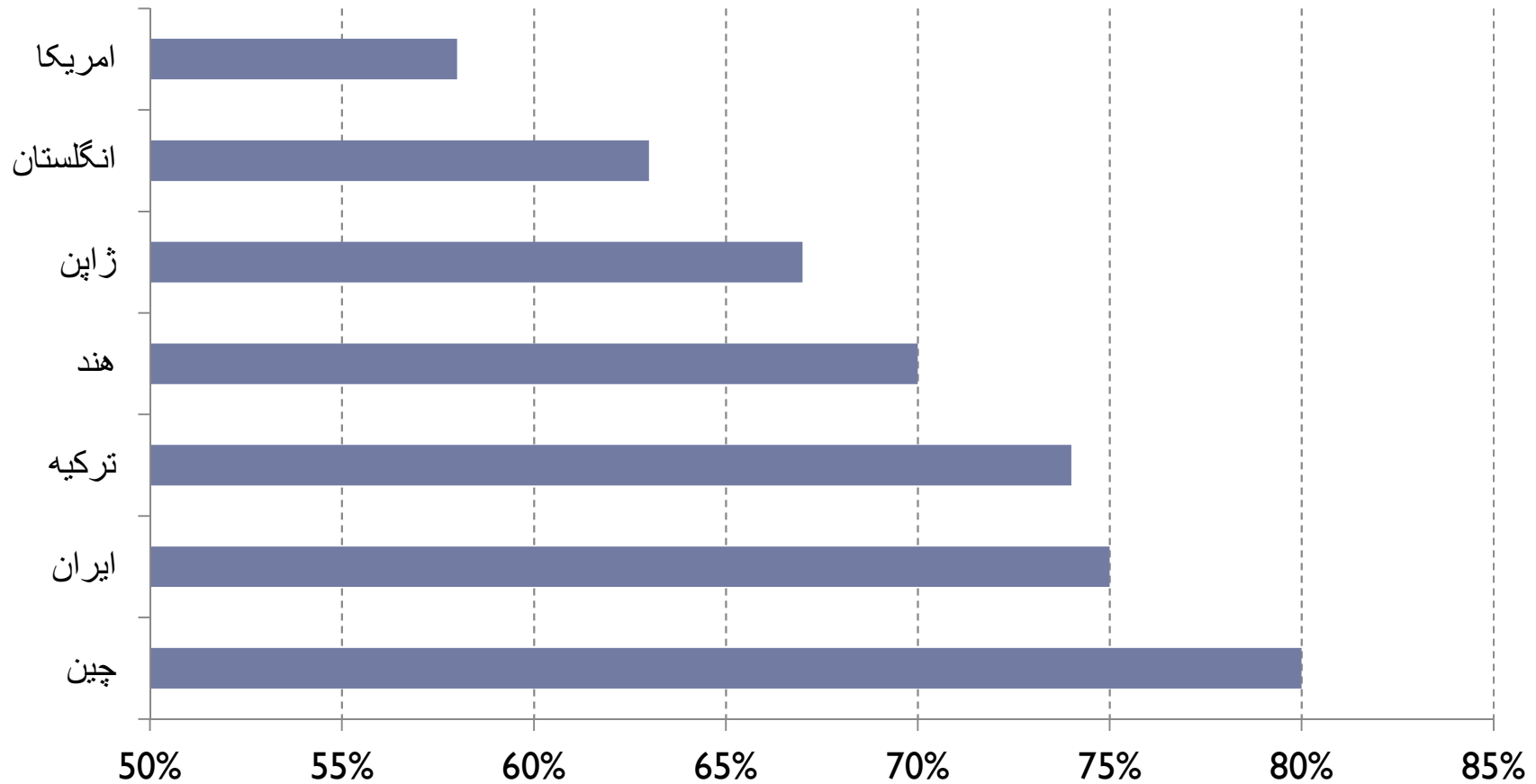
علی ابراهیم نژاد

رئوس مطالب

- ▶ حرکت دسته جمعی قیمت ها و رفتار توده وار سهامداران
- ▶ عدم پویایی بازار اولیه و ضعف تأمین مالی از طریق بازار سهام
- ▶ حجم سهام شناور پایین
- ▶ تورم
- ▶ معاملات مبتنی بر اطلاعات افشا نشده
- ▶ دستکاری قیمتی
- ▶ افق سرمایه گذاری کوتاه مدت
- ▶ مالکیت های چندلایه و شبکه ای شرکت ها
- ▶ محدودیت های قیمتی (دامنه نوسان و حجم مبنا)
- ▶ ضعف تحلیل تحلیلگران
- ▶ مالیات بر نقل و انتقال به جای صرف سرمایه (capital gain)
- ▶ جمع بندی: ملاحظات سیاست گذاری بورس های در حال توسعه

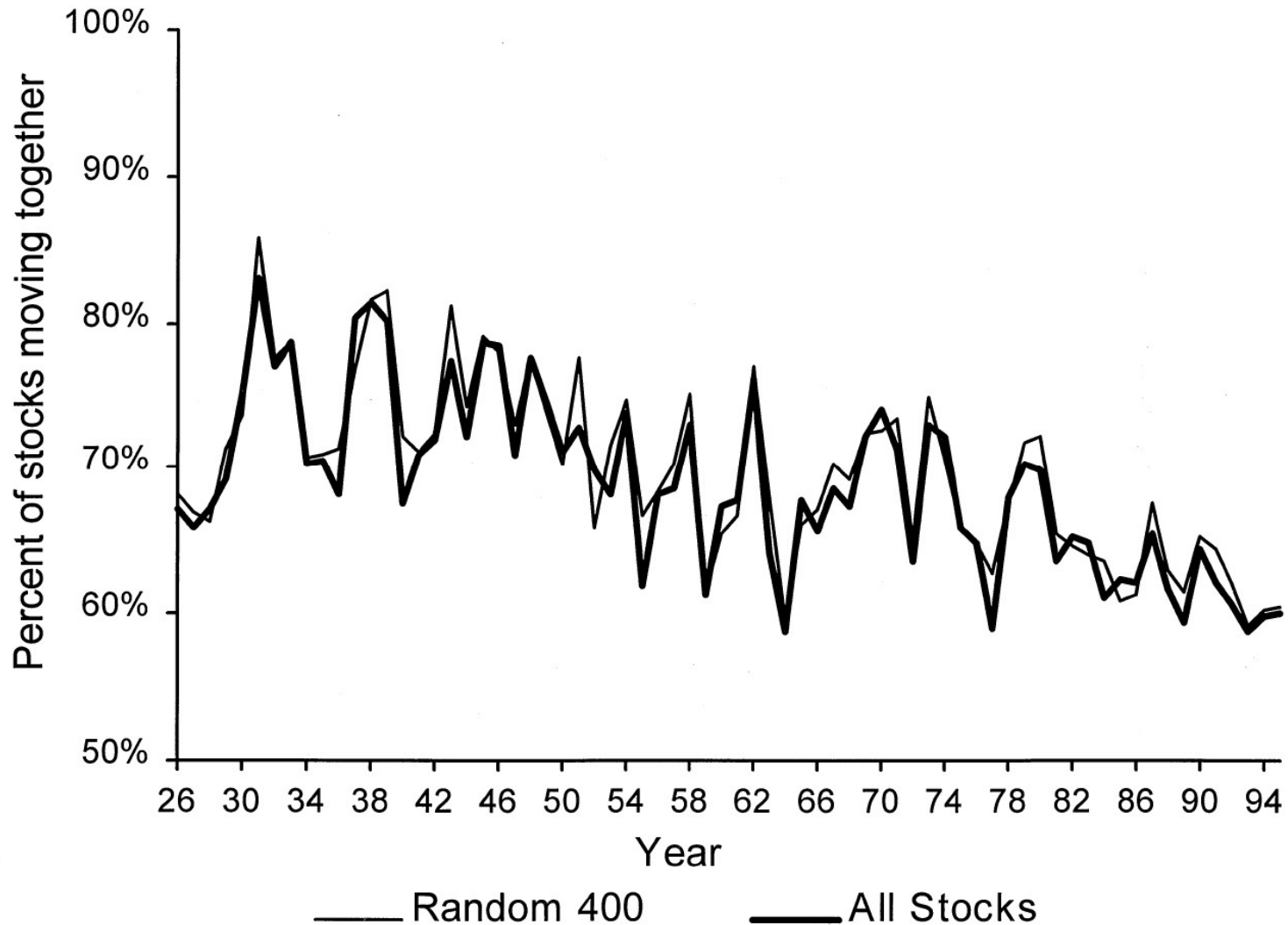
حرکت دسته جمعی قیمت ها

▶ میزان همسویی بازده هفتگی سهام در بازارهای مختلف



حرکت دسته جمعی قیمت ها

تغییرات همسویی بازده ماهانه سهام در بازار امریکا: ▶



حرکت دسته جمعی قیمت ها

- ▶ دلایل حرکت دسته جمعی قیمت ها: عدم انعکاس اطلاعات خاص شرکت (Firm-specific information) در قیمت ها
 - ▶ عدم شفافیت مالی شرکت ها و مدیران آنها
 - ▶ عدم وجود ابزارهای مالی مدرن برای آربیتراژ
 - ▶ ضعف زیرساخت های حمایت از حقوق مالکیت برای سرمایه گذاران در مقابل مدیران
 - ▶ تولید نشدن اطلاعات
 - ▶ بسته بودن به سرمایه گذاران خارجی
 - ▶ ضعف قوانین مربوط به معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و دستکاری قیمتی
 - ▶ تصمیمات و وابستگی های سیاسی

عدم پویایی بازار اولیه و ضعف تأمین مالی

▶ بازار اولیه: ضعف تأمین مالی

▶ عدم تقارن اطلاعاتی

▶ عدم تمایل شرکت ها به حضور در بورس و شفافیت اطلاعاتی

▶ بازار ثانویه: عدم تخصیص بهینه سرمایه در بازارهای در حال توسعه :

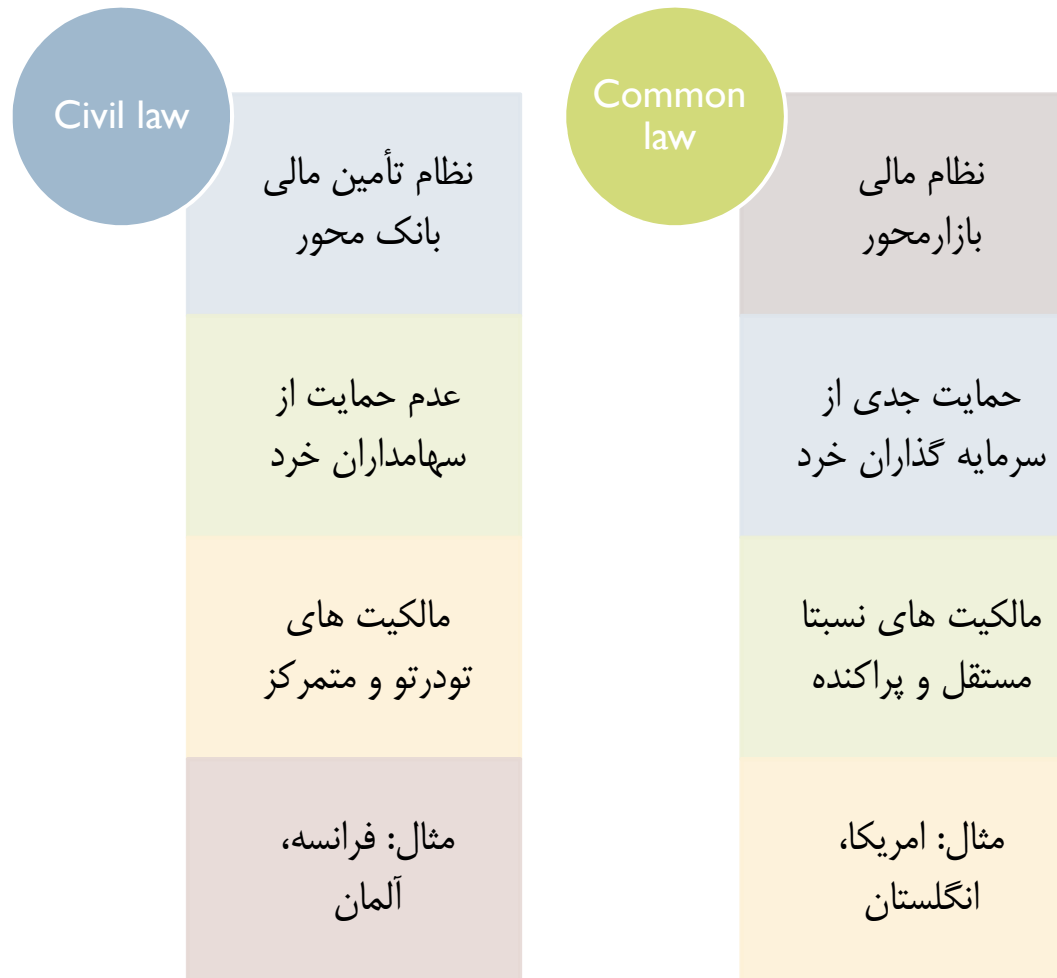
▶ میزان حمایت از حقوق سهامداران خرد

▶ میزان مالکیت دولت در اقتصاد

▶ میزان انعکاس اطلاعات خاص شرکت ها در قیمت سهام

عدم پویایی بازار اولیه و ضعف تأمین مالی

تفاوت مبانی حقوقی:



سهام شناور پایین

▶ سهام شناور پایین و محدودیت فروش استقراضی:

▶ انعکاس نظرات سرمایه گذاران خوش بین

▶ شکل گیری سریع حباب در شرکت های با سهام شناور پایین

توره

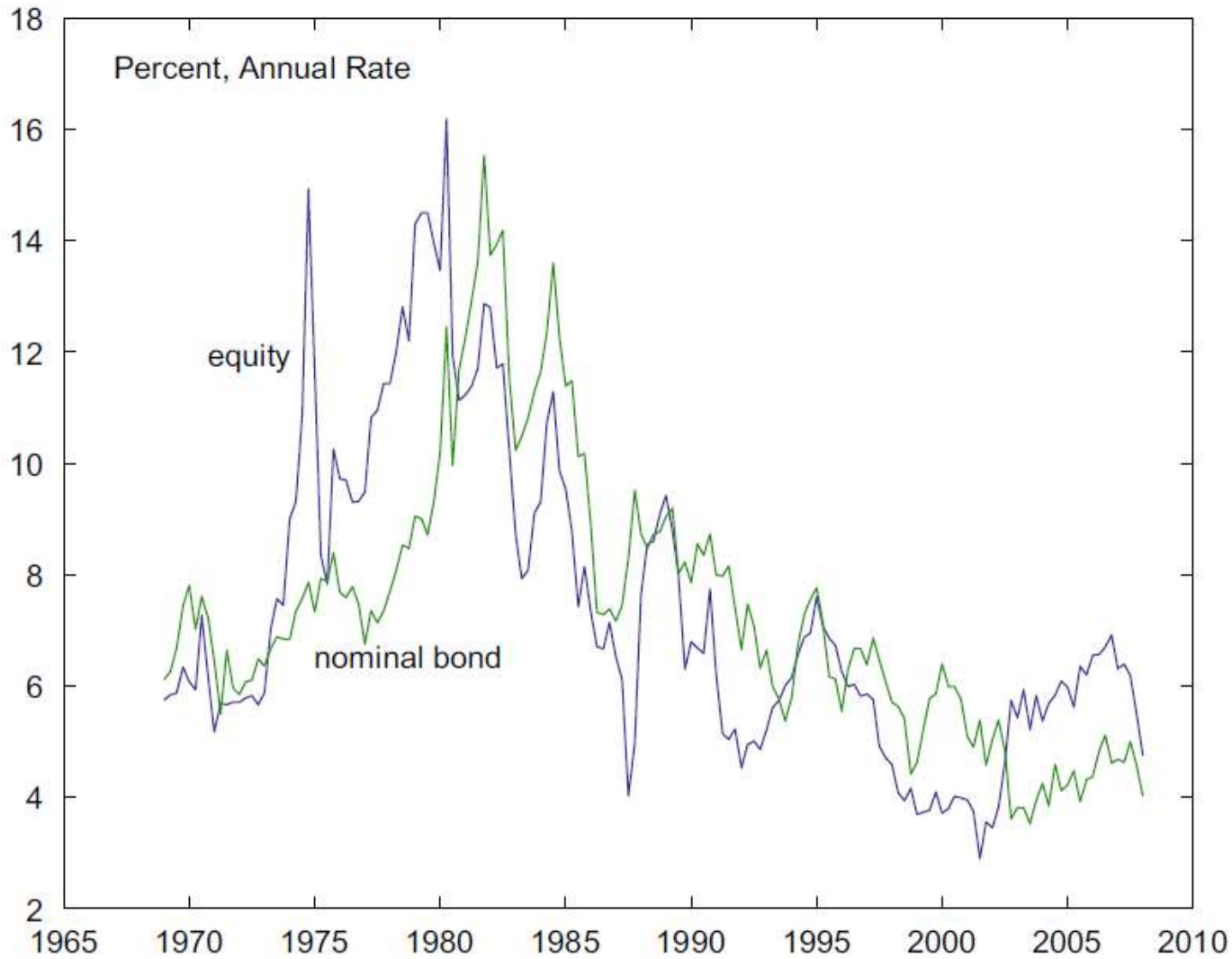
▶ مدل Fed: بازده سود (E/P) بازار بایستی بر اساس نرخ بهره اوراق قرضه ده ساله تعیین گردد. مثلا اگر نرخ اوراق ده ساله ۵ درصد است، P/E بازار بایستی حدود ۲۰ باشد.

▶ استدلال ۱: اوراق قرضه (یا اوراق مشارکت یا سپرده بانکی) و سهام دو دارایی رقیب هستند.

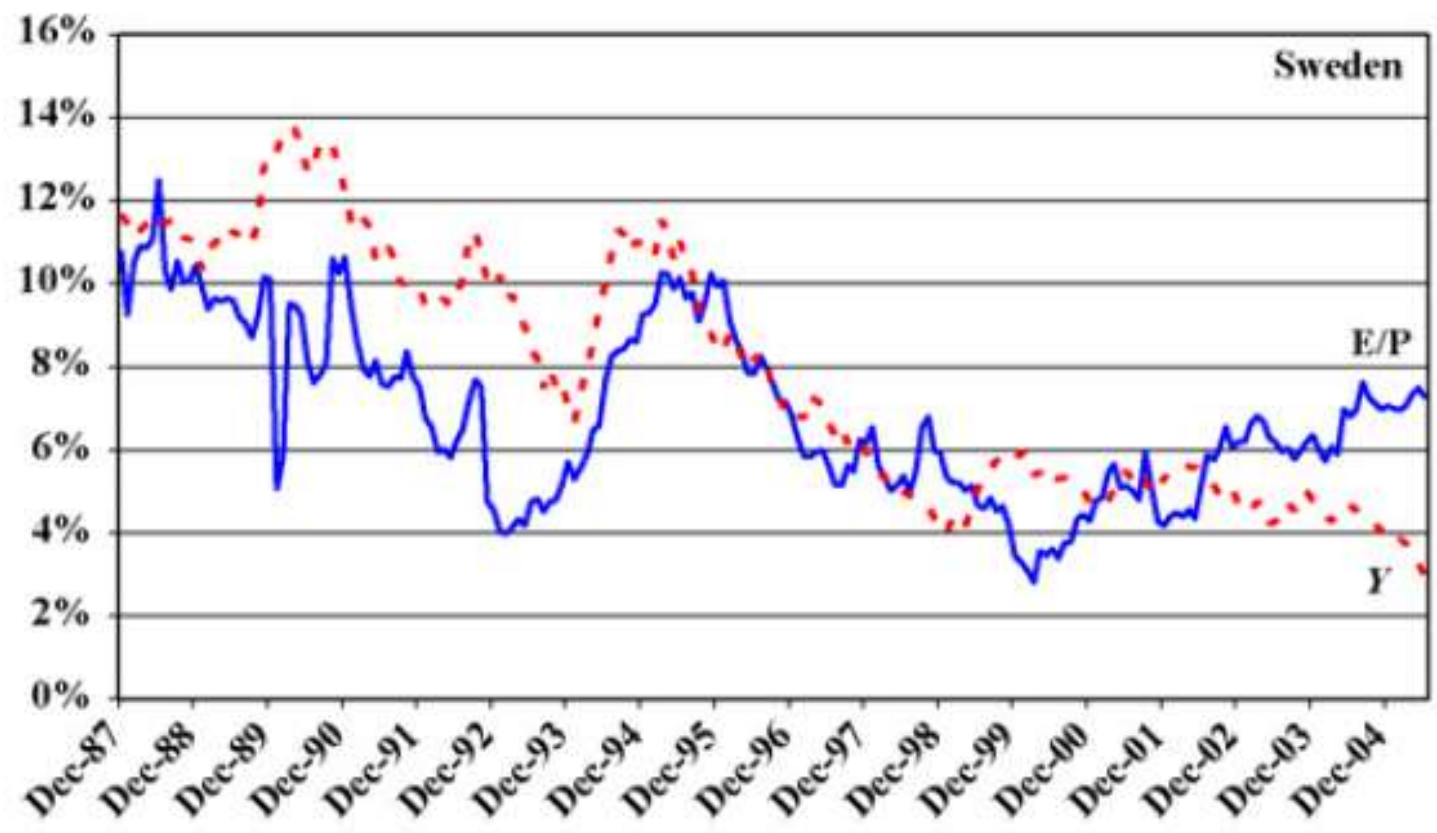
▶ استدلال ۲: استفاده از مدل تنزیل شده سود نقدی (DDM):

$$PV = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{Div_t}{(1+r_t)^t}$$

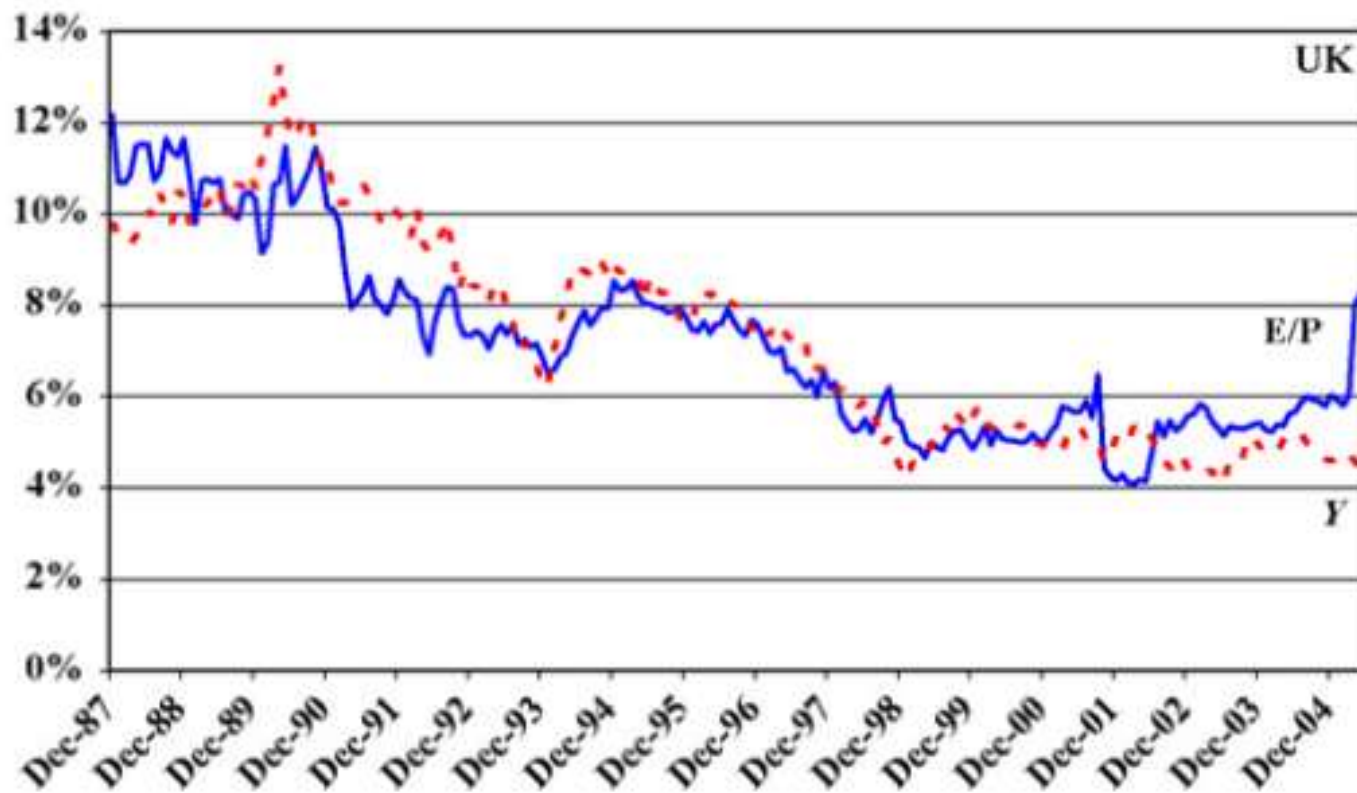
► S&P 500 E/P and Ten-Year Yields



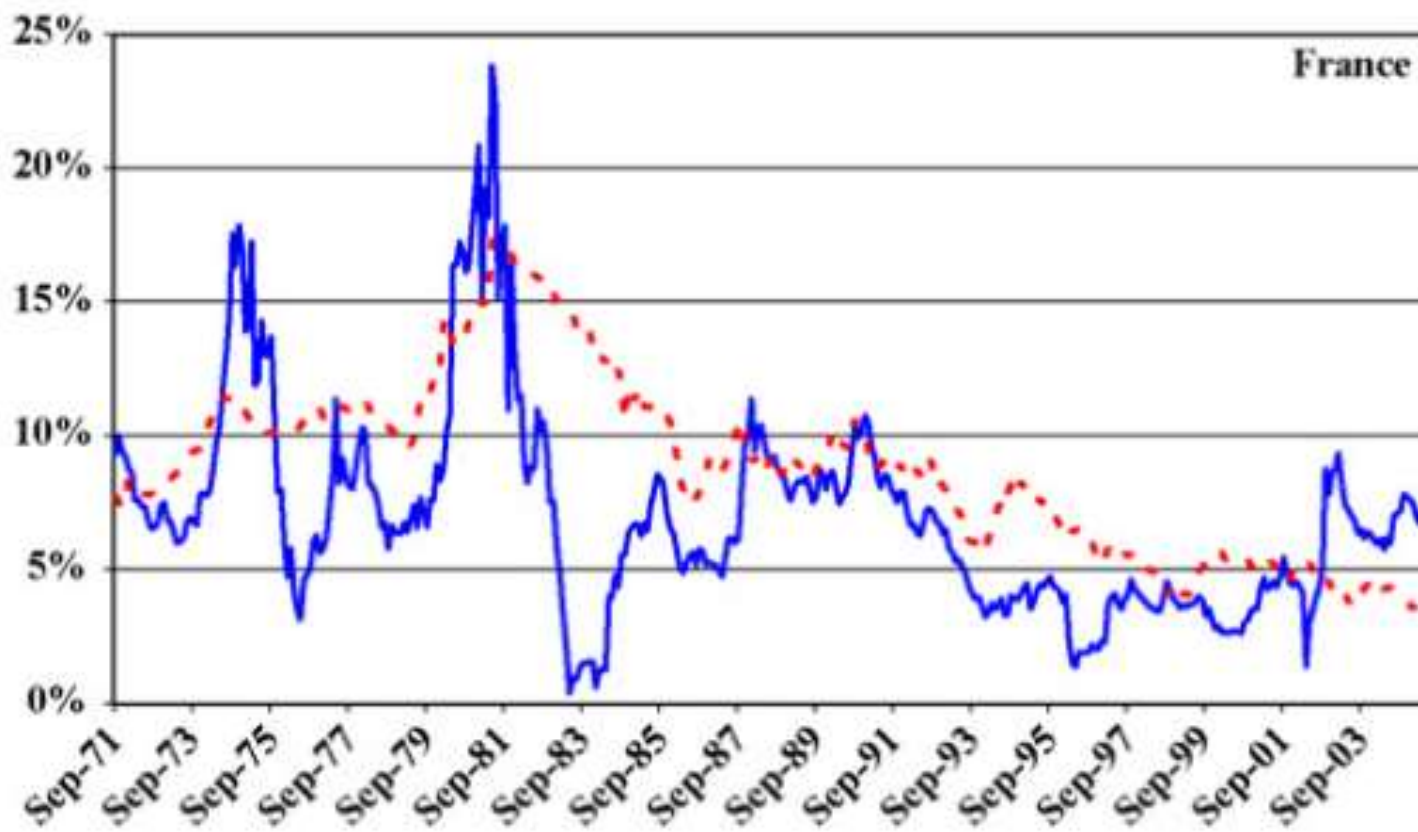
توره



توره



توره



▶ مدل رشد گوردون:

$$\frac{D_t}{P_{t-1}} = R - G$$

▶ **Modigliani & Cohn (1979)**

▶ شاخص S&P500 در سال ۱۹۷۷، ۵۰٪ کمتر از مقدار واقعی خود بوده است.

▶ سرمایه گذاران در شرایط تورمی دچار دو خطای عمده می شوند:

▶ استهلاک مبلغ اسمی بدهی های شرکت

▶ استفاده از نرخ های اسمی برای تنزیل

توره

▶ مدل رشد گوردون:

$$\frac{D_t}{P_{t-1}} = R - G$$

$$P = \frac{\overbrace{D(1+G)}^E}{R - G}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{R - G}$$

$$R - G = R_f$$

معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی

- ▶ عدم انگیزه برای تحلیل بنیادین
- ▶ پیروی از رفتار سایرین به امید دسترسی به سیگنال
- ▶ ایجاد بی ثباتی در حرکت قیمت ها
- ▶ امکان معامله گری تهاجمی در مقابل معامله گری غیرتهاجمی

دستکاری قیمتی

▶ انگیزه برای معامله گری پیش دستانه

▶ افزایش ریسک همزمانی (Synchronization risk)

▶ تعدد سرمایه گذاران با استراتژی positive feedback trading

افق سرمایه گذاری کوتاه مدت

▶ سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت، تمرکز بیشتری بر استراتژی هایی دارند که از پیش بینی رفتار سایر سرمایه گذاران منتفع می گردند، نه تخمین ارزش ذاتی.

▶ در دوران های بحران سرمایه گذاران کوتاه مدت به بی ثباتی بازار دامن می زنند.

▶ اما موضوع به همینجا ختم نمی شود!

▶ اگر تعداد سرمایه گذاران کوتاه مدت (noise trader) از حدی بیشتر باشد، اولاً اصلاً به صرفه نیست که سرمایه گذاران مطلع (arbitrageurs) در خلاف جهت آنها معامله کنند و و ثانياً معامله کردن هم جهت با noise trader می تواند بازده بالاتری از arbitrage داشته باشد.

مالکیت های چندلایه و شبکه ای

▶ پدیده رایج در کشورهای با نظام حقوقی Civil law :

▶ ضعف در حمایت از سهامداران خرد

▶ ضعف (یا اصطکاک) در نظام تأمین مالی

▶ Internal vs. external capital markets

▶ Internally- vs. externally-dependent firms

▶ بالاتر بودن منافع شخصی کنترل

▶ عدم تقارن اطلاعات

پیامدهای متفاوت در بازارهای توسعه یافته و در حال توسعه



مالکیت های چندلایه و شبکه ای

Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation	Miscellaneous
Argentina	0.00	0.65	0.15	0.05	0.15	0.00
Australia	0.65	0.05	0.05	0.00	0.25	0.00
Canada	0.60	0.25	0.00	0.00	0.15	0.00
Hong Kong	0.10	0.70	0.05	0.05	0.00	0.10
Ireland	0.65	0.10	0.00	0.00	0.10	0.15
Japan	0.90	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00
New Zealand	0.30	0.25	0.25	0.00	0.20	0.00
Norway	0.25	0.25	0.35	0.05	0.00	0.10
Singapore	0.15	0.30	0.45	0.05	0.05	0.00
Spain	0.35	0.15	0.30	0.10	0.10	0.00
U.K.	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
United States	0.80	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00

محدودیت های قیمتی

▶ دامنه نوسان قیمت در بورس های مختلف:

بورس	دامنه نوسان روزانه
فنلاند	٪۱۵
فرانسه	٪۱۰
ژاپن	۱۰ تا ۵۰٪ (بسته به قیمت سهم)
هلند	٪۱۰
مالزی	٪۳۰
پاکستان	٪۷.۵
ترکیه	٪۱۰
چین	٪۱۰

محدودیت های قیمتی

▶ مزایای احتمالی:

▶ جلوگیری از رفتار هیجانی و عکس العمل بیش از حد

▶ ممانعت از دستکاری قیمت ها

محدودیت های قیمتی

▶ دلایل مخالفان:

▶ فاصله قیمت ها از ارزش ذاتی

▶ دامن زدن به هیجانات سرمایه گذاران

▶ اثری موسوم به اثر آهن ربایی

▶ کاهش انگیزه تحلیل گری در بازار

ضعف تحلیل تحلیل گران

▶ توضیحات رایج:

▶ بی فایده بودن تحلیل

▶ ناآشنایی تحلیل گران با روش های درست تحلیل

▶ توضیح سوم: گران بودن تولید اطلاعات در بازارهای در حال توسعه در مقابل ناچیز

بودن هزینه تکثیر آن

مالیات بر نقل و انتقال به جای صرف سرمایه

► موافقان:

- جلوگیری از سفته بازی بیش از حد “throw sand in the gears” و دستکاری قیمتی
- جلوگیری از نوسانات بیش از اندازه
- تمرکز بر عملکرد بلندمدت
- ایجاد درآمد مالیاتی

► مخالفان:

- کاهش کارایی بازار
- افزایش هزینه سرمایه شرکت ها
- افزایش نوسانات: مثال چین
- کاهش نقدشوندگی: مثال سوئد
- عدم تحقق انتظارات درآمدی از مالیات وضع شده

جمع بندی: توصیه های سیاست گذاری

▶ اولویت های سیاست گذاری:

- ▶ از بین بردن موانع انعکاس اطلاعات در قیمت ها
- ▶ مقابله جدی با معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی
- ▶ معرفی ابزارهای جدید مالی
- ▶ کاهش موانع و محدودیت های قیمتی البته به صورت تدریجی
- ▶ تقویت حمایت از سهامداران جزء (نه به معنای رایج آن در بازار ایران!)
- ▶ تلاش برای افزایش افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران
- ▶ حذف موانع افزایش نقدشوندگی بازار