

تحدید حقوق مالکانه و اختلال در کشف قیمت؛ نقد حقوقی دامنه نوسان در بازار سرمایه ایران

ارژنگ منصوری جوزانی^۱

چکیده

دامنه نوسان قیمت در بازار سرمایه ایران عموماً با استناد به ضرورت کنترل رفتارهای هیجانی معامله‌گران و صیانت از ثبات بازار توجیه می‌شود. اما بررسی حقوقی و اقتصادی این سازوکار نشان می‌دهد که دامنه نوسان، در عمل، از سطح یک تدبیر فنی فراتر رفته و به یکی از مهم‌ترین اشکال مداخله اداری در فرآیند کشف قیمت اوراق بهادار تبدیل شده است. مسئله اصلی این پژوهش آن است که آیا هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، بدون تصریح روشن قانون‌گذار، اختیار دارد با تعیین سقف و کف روزانه برای تغییرات قیمت، حق مالکانه سرمایه‌گذاران در انتقال دارایی، آزادی اراده در تعیین ثمن و امکان دستیابی به قیمت تعادلی بازار را محدود سازد؟

این مقاله با روش توصیفی - تحلیلی و با بهره‌گیری از مبانی حقوق عمومی، حقوق خصوصی، فقه معاملات و تحلیل اقتصادی بازار سرمایه، نشان می‌دهد که دامنه نوسان صرفاً قاعده‌ای معاملاتی نیست، بلکه محدودیتی مؤثر بر مالکیت، آزادی قراردادهای نقدشوندگی دارایی و کارکرد بنیادین بورس در کشف قیمت شفاف، منصفانه و کاراست. از منظر حقوق عمومی، اصل قانونی بودن صلاحیت اداری و قاعده تفسیر مضیق اختیارات اقتضا دارد که چنین مداخله‌ای مستند به حکم صریح قانون باشد؛ در حالی که ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، اختیار مشخصی برای تحدید مستمر دامنه قیمت به هیئت‌مدیره سازمان اعطا نکرده است. افزون بر این، ماده ۲ همین قانون که بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و ایجاد بازاری شفاف، منصفانه و کارا تأکید دارد، معیار مهمی برای ارزیابی مشروعیت و کارآمدی دامنه نوسان فراهم می‌آورد.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که دامنه نوسان نه تنها نوسان را حذف نمی‌کند، بلکه آن را به روزهای بعد منتقل کرده و با ایجاد صف‌های خرید و فروش، کاهش نقدشوندگی و شکل‌گیری قیمت‌های غیرتعادلی، بازار را از اهداف مقرر در ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار دور می‌سازد. از منظر حقوق خصوصی و فقه معاملات نیز این محدودیت با اصل ۴۰ قانون اساسی، مواد ۳۰ و ۳۱ قانون مدنی، اصل آزادی قراردادهای، قاعده تسلیط، لاضرر و منع غرر قابل مناقشه است. همچنین آرای هیئت عمومی دیوان عدالت اداری درباره خروج برخی مصوبات هیئت‌مدیره سازمان بورس از حدود اختیار، هرچند مستقیماً ناظر بر دامنه نوسان نیستند، اما معیار مهمی برای کنترل قضایی این‌گونه مقررات ارائه می‌کنند. نتیجه پژوهش آن است که استمرار دامنه نوسان در

^۱ وکیل پایه یک دادگستری، دکترای حقوق خصوصی، پژوهشگر تخصصی حقوق بازار سرمایه

شکل فراگیر و دائمی کنونی، هم از حیث صلاحیت قانونی و هم از منظر کارکرد اقتصادی، نیازمند بازنگری جدی است و باید به تدبیری استثنایی، موقت، شفاف و متکی بر مجوز صریح قانون‌گذار تبدیل شود.

کلیدواژه ها: دامنه نوسان قیمت، بازار اوراق بهادار، اصل قانونی بودن صلاحیت اداری، حقوق مالکیت سرمایه‌گذاران، کشف قیمت در بازار سرمایه، نقدشوندگی دارایی، تنظیم‌گری بازار سرمایه.

فصل اول: مبانی مفهومی، حقوقی و فقهی نقد دامنه نوسان در بازار سرمایه

بخش اول: ماهیت اقتصادی دامنه نوسان و مداخله در فرایند کشف قیمت

بازار سرمایه نهادی است که یکی از بنیادی‌ترین کارکردهای آن، کشف قیمت دارایی‌های مالی از رهگذر تعامل آزاد عرضه و تقاضاست. در این بازار، سرمایه‌گذاران با اتکا به اطلاعات منتشره، وضعیت مالی ناشران، تحولات اقتصادی و چشم‌انداز سودآوری شرکت‌ها درباره خرید یا فروش اوراق بهادار تصمیم می‌گیرند و برآیند این ارزیابی‌ها در قالب قیمت بازار متجلی می‌شود. از این رو، قیمت سهام را نمی‌توان صرفاً یک عدد معاملاتی تلقی کرد، بلکه این قیمت حاصل تقابل مستمر اطلاعات، انتظارات و تحلیل‌های اقتصادی کنشگران بازار است که در بستر رقابت شکل می‌گیرد.

بر همین مبنا، کارایی بازار اقتضا دارد که اطلاعات جدید با کمترین وقفه و بدون موانع غیرضرور در قیمت اوراق بهادار منعکس شود. هر قاعده یا مداخله‌ای که از انعکاس سریع و کامل اطلاعات در قیمت جلوگیری کند، در عمل فرایند کشف قیمت را مختل می‌سازد و میان قیمت معاملاتی و ارزش واقعی دارایی فاصله ایجاد می‌کند. این مداخله صرفاً یک اقدام فنی یا اجرایی نیست، بلکه از آنجا که مستقیماً بر امکان انتقال دارایی، تعیین ثمن و اعمال حقوق معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد، از منظر حقوقی نیز واجد اهمیت اساسی است و باید از پشتوانه قانونی روشن و توجیهی قابل دفاع برخوردار باشد.

در همین چارچوب، توجه به ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران اهمیت ویژه دارد. قانون‌گذار در این ماده، هدف اساسی قانون را «حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران» و نیز «ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارا» اعلام کرده است. بنابراین، هر سازوکار تنظیمی در بازار سرمایه، افزون بر آنکه باید مستند به صلاحیت قانونی باشد، باید با این اهداف بنیادین نیز سنجیده شود. اگر ابزاری اداری، ولو با انگیزه کنترل نوسان، در عمل به تأخیر در انعکاس اطلاعات، اخلال در رقابت قیمتی، کاهش شفافیت قیمت‌ها و محدود شدن امکان معامله در ارزش واقعی دارایی بینجامد، این پرسش جدی مطرح می‌شود که آیا چنین ابزاری با غایات مقرر در ماده ۲ هماهنگ است یا برعکس، به تدریج بازار را از معیارهای شفافیت، انصاف و کارایی که قانون‌گذار بر آن تأکید کرده دور می‌سازد.

یکی از مهم‌ترین ابزارهای مداخله در فرایند کشف قیمت در بازار سرمایه ایران، دامنه نوسان قیمت است. مقصود از دامنه نوسان آن است که قیمت هر ورقه بهادار در یک روز معاملاتی، تنها در محدوده‌ای مشخص نسبت به قیمت پایانی روز قبل امکان تغییر داشته باشد. در نتیجه، حتی اگر اطلاعات جدید دلالت بر تغییر معنادار در ارزش واقعی سهم داشته باشد، بازار مجاز نیست این تغییر را به طور کامل و فوری در همان روز معاملاتی در قیمت منعکس کند.

در همین راستا، آخرین مصوبه هیات‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۴۰۴/۵/۴ که محدودیت مزبور را تثبیت و تشدید کرده، مقرر می‌دارد: «دامنه نوسان قیمت در کلیه نمادهای معاملاتی شامل سهام، حق تقدم و صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی و مختلط قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (به

استثنای بازار توافقی فرابورس) برابر با $+3$ و -3 درصد و در تابلوهای نارنجی و قرمز بازار پایه فرابورس نیز به ترتیب برابر با $+2$ و -2 درصد و $+1$ و -1 درصد می‌باشد. هم‌چنین مقررات گره معاملاتی اعمال می‌شود. دامنه نوسان قیمت در کلیه نمادهای معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات از تاریخ ۱۴۰۴/۰۵/۱۱ از $+10$ و -10 درصد به $+3$ و -3 درصد کاهش می‌یابد.»

مفاد این مصوبه به روشنی نشان می‌دهد که محدودیت قیمتی در بازار سرمایه ایران نه یک ابزار استثنایی و موقتی، بلکه قاعده‌ای فراگیر و مستمر در بخش وسیعی از معاملات اوراق بهادار است. نتیجه مستقیم این محدودیت آن است که حتی در صورت تغییر قابل توجه ارزش واقعی یک سهم، قیمت بازار نمی‌تواند در همان روز معاملاتی به سطح تعادلی جدید برسد. بدین ترتیب، فرایند کشف قیمت که در حالت متعارف باید محصول رقابت آزاد و لحظه‌ای میان خریداران و فروشندگان باشد، به فرایندی تدریجی، مقید و تا حدی مصنوعی بدل می‌شود که نه بر پایه آزادی کامل معاملات، بلکه تحت تأثیر سقف و کف از پیش تعیین شده شکل می‌گیرد.

برای مثال، اگر خبری منتشر شود که حاکی از انعقاد قراردادی بسیار سودآور از سوی یک شرکت بورسی یا افزایش چشمگیر حاشیه سود آن باشد، در یک بازار عادی و فاقد محدودیت قیمتی انتظار می‌رود تقاضا برای خرید سهم به سرعت افزایش یابد و قیمت در نتیجه رقابت میان خریداران، در مدت کوتاهی به تعادل جدید نزدیک شود. اما در بازاری که دامنه نوسان بر آن حاکم است، قیمت سهم فقط تا سقف مجاز روزانه افزایش می‌یابد و پس از آن صف خرید شکل می‌گیرد. در نتیجه، به جای آنکه قیمت در همان مقطع و در یک فرایند رقابتی کشف شود، تعدیل قیمت طی چند روز معاملاتی و از خلال صف‌های متوالی انجام می‌شود.

این وضعیت صرفاً یک تأخیر فنی در تعدیل قیمت نیست، بلکه می‌تواند آثار مستقیم بر منافع و حقوق معاملاتی سرمایه‌گذاران برجای گذارد. چه بسا اشخاصی که در روز نخست، سهم خود را در سقف دامنه نوسان فروخته‌اند، در واقع دارایی خویش را به بهایی کمتر از ارزش واقعی آن واگذار کرده باشند؛ زیرا محدودیت مقرراتی، امکان کشف قیمت کامل و فوری را از بازار سلب کرده است. از این منظر، دامنه نوسان نه تنها موجب اختلال در سازوکار طبیعی کشف قیمت می‌شود، بلکه با محدود کردن انعکاس کامل اطلاعات در قیمت، بر نحوه اعمال حق خرید و فروش و امکان معامله در ارزش واقعی دارایی نیز تأثیر می‌گذارد.

به بیان دیگر، هرگاه قیمت در اثر یک محدودیت اداری نتواند آزادانه و متناسب با اطلاعات جدید تعدیل شود، آنچه محدود می‌شود فقط دامنه تغییرات عددی قیمت نیست، بلکه بخشی از آزادی معاملاتی سرمایه‌گذاران نیز عملاً مقید می‌گردد. از همین رو، دامنه نوسان را باید نه صرفاً یک ابزار تنظیمی در سطح عملیات بازار، بلکه نوعی مداخله در سازوکار قیمت‌گذاری و در نتیجه در قلمرو حقوق اقتصادی اشخاص دانست؛ مداخله‌ای که ارزیابی مشروعیت و ضرورت آن، نیازمند سنجش هم‌زمان در ترازوی اقتصاد بازار، حقوق عمومی و حقوق اموال است.

بخش دوم: دامنه نوسان در ترازوی حقوق مالکیت و آزادی قراردادها

حقوق مالکیت در منظومه حقوقی ایران از جایگاهی بنیادین و ممتاز برخوردار است. اصل چهل و هفتم قانون اساسی، با تأکید بر محترم بودن مالکیت شخصی، بستری قانونی برای حمایت از دارایی‌های افراد فراهم آورده است. در همین راستا، ماده ۳۰ قانون مدنی مقرر می‌دارد: «هر مالکی نسبت به مایملک خود حق همه‌گونه تصرف و انتفاع دارد مگر در مواردی که قانون استثناء کرده باشد.» این حکم قانونی که ریشه در قاعده فقهی «تسلیط» (الناس مسلطون علی اموالهم) دارد، متضمن این معناست که مالک در تعیین زمان، نحو و به‌ویژه قیمت انتقال مال خود، دارای اراده مطلق است و هرگونه محدودیت بر این اراده، نیازمند نص صریح قانون است.

در بازار سرمایه، اوراق بهادار به عنوان مال منقول اعتباری، مشمول تمامی آثار حقوق مالکیت هستند. بنابراین، مالک باید بتواند دارایی خود را به قیمتی که برآیند واقعی عرضه و تقاضاست، واگذار نماید. با این حال، سازوکار دامنه نوسان با ایجاد یک سقف و کف مصنوعی، عملاً حق مالک در دستیابی به ارزش رقابتی مال را تحدید می‌کند.

برای تبیین بهتر، فرض کنید ارزش ذاتی یک سهم به دلیل انتشار اطلاعات بااهمیت، جهشی ۵۰ درصدی را تجربه کند؛ اما به دلیل محدودیت دامنه نوسان (مثلاً ۳ درصد)، قیمت تابلو تنها اجازه حرکتی ناچیز را می‌دهد. در این وضعیت، مالکانی که به دلیل نیاز به نقدینگی یا بی‌اطلاعی از عمق تحولات، اقدام به فروش در سقف قیمتی روز می‌کنند، در واقع دارایی خود را به قیمتی بسیار کمتر از ارزش واقعی بازار منتقل کرده‌اند. از منظر حقوقی، این وضعیت نوعی اختلال در رضای آگاهانه و تعادل قراردادی ایجاد می‌کند؛ چراکه قیمت واقعی مال به دلیل مداخله مقرراتی، از فروشنده پنهان مانده است.

این چالش با اصل آزادی قراردادها موضوع ماده ۱۰ قانون مدنی نیز در تعارض است. مطابق این اصل، قراردادهای خصوصی در صورتی که مخالف صریح قانون نباشند، نافذ و معتبرند. آزادی در تعیین ثمن، از ارکان اصلی آزادی قراردادی در حقوق خصوصی است. مداخله سازمان بورس در تعیین محدوده قیمتی، اگرچه با هدف ثبات بازار صورت می‌گیرد، اما عملاً به معنای مداخله یک نهاد اداری در رکن "ثمن" معاملات خصوصی میان اشخاص است.

در تحلیل نهایی، دامنه نوسان نه تنها با قاعده تسلیط و اصل مالکیت در تعارض است، بلکه با ایجاد قیمت‌های تحمیلی و جلوگیری از رقابت کامل، آزادی معاملاتی اشخاص را با بن‌بست مواجه می‌کند. این محدودیت، به ویژه در شرایطی که منجر به تشکیل صف‌های خرید و فروش طولانی و حبس دارایی می‌گردد، مصداق بارز تحدید حق تصرف مالک در مال خویش است که بدون وجود ضرورت قانونی صریح (حکم قانون‌گذار)، توسط مقررات اداری وضع شده است.

بخش سوم: زیان‌های عملی دامنه نوسان برای سهامداران

دامنه نوسان افزون بر چالش‌های نظری و حقوقی، در عمل نیز آثار زیان‌باری برای سهامداران دارد. این آثار را می‌توان به‌ویژه در دو وضعیت صف فروش و صف خرید مشاهده کرد؛ وضعیتی که در هر دو حالت، حق مالک در نقدشوندگی دارایی و معامله آن در قیمت واقعی بازار محدود می‌شود.

در شرایط انتشار اخبار منفی، فشار فروش افزایش می‌یابد. در بازار آزاد، کاهش قیمت تا سطحی ادامه می‌یابد که خریداران جدید وارد شوند و تعادل تازه‌ای شکل گیرد. اما دامنه نوسان مانع از تعدیل سریع قیمت می‌شود و در نتیجه صف‌های طولانی فروش ایجاد می‌گردد. در این وضعیت، سهامدار اگرچه مالک سهم است، اما عملاً امکان مؤثر برای فروش و تبدیل دارایی خود به وجه نقد را از دست می‌دهد. بنابراین، دامنه نوسان می‌تواند موجب حبس عملی دارایی، کاهش نقدشوندگی و تأخیر در خروج از سرمایه‌گذاری شود.

زیان ناشی از دامنه نوسان تنها به صف فروش محدود نیست. در شرایط انتشار اطلاعات مثبت نیز، افزایش تقاضا نمی‌تواند بلافاصله در قیمت منعکس شود و قیمت سهم فقط تا سقف مجاز روزانه رشد می‌کند. در نتیجه صف خرید شکل می‌گیرد و فرآیند کشف قیمت به جای آنکه در یک رقابت آزاد و سریع انجام شود، طی چندین روز معاملاتی تحقق می‌یابد. در چنین وضعیتی، سهامداری که در روزهای نخست سهم خود را می‌فروشد، ممکن است دارایی خود را به قیمتی کمتر از ارزش واقعی آن واگذار کند؛ زیرا محدودیت مقرراتی مانع از آشکار شدن فوری قیمت تعادلی شده است. نمونه‌های متعددی در بازار سرمایه ایران وجود دارد که سهمی پس از انتشار خبر مثبت، چندین روز متوالی در صف خرید قرار گرفته و قیمت آن در پایان دوره رشد قابل توجهی، گاه بیش از پنجاه درصد، داشته است. در این وضعیت، فروشندگان اولیه از بخشی از ارزش واقعی دارایی خود محروم می‌شوند.

از منظر حقوقی، این وضعیت قابل انتقاد است؛ زیرا معامله هرچند ظاهراً با رضایت طرفین انجام می‌شود، اما رضایت فروشنده در بستری شکل می‌گیرد که قیمت واقعی مال به دلیل مداخله مقرراتی آشکار نشده است. به بیان دیگر، دامنه نوسان می‌تواند موجب اختلال در تصمیم آگاهانه مالک، کاهش شفافیت قیمتی و تضعیف تعادل معاملاتی شود. همچنین، شکل‌گیری صف‌های خرید و فروش موجب می‌شود فرصت معامله به‌جای رقابت قیمتی، بر اساس تقدم زمانی ثبت سفارش توزیع شود. این امر می‌تواند زمینه نابرابری میان سرمایه‌گذاران را فراهم کند؛ زیرا اشخاصی که دسترسی بستری به سامانه‌های معاملاتی کارگزاران، سرعت عمل یا تحلیل دقیق‌تری دارند، در موقعیت برتری قرار می‌گیرند. بنابراین، دامنه نوسان نه تنها مانع زیان سهامداران نمی‌شود، بلکه در مواردی خود منشأ زیان، کاهش نقدشوندگی و توزیع ناعادلانه فرصت‌های معاملاتی است.

بر این اساس، دامنه نوسان را باید نه صرفاً یک ابزار فنی برای کنترل هیجان بازار، بلکه محدودیتی مؤثر بر حقوق مالکانه، آزادی معامله و کارکرد عادلانه بازار دانست؛ محدودیتی که ضرورت و مشروعیت آن نیازمند توجیه قانونی و اقتصادی قوی است.

بخش چهارم: بررسی دامنه نوسان از منظر قواعد فقه معاملات

دامنه نوسان را میتوان از منظر فقه معاملات نیز مورد نقد قرار داد. یکی از مهمترین مبانی فقهی در این زمینه، قاعده تسلیط است که به موجب آن، مالک در حدود شرع بر مال خود سلطه و اختیار تصرف دارد. این قاعده در فقه امامیه به صورت گسترده مورد استناد قرار گرفته و مفاد آن، اصل آزادی مالک در انتفاع، نقل و انتقال و تعیین نحوه تصرف در مال خویش است (انصاری، ۱۴۱۵، ج ۲، ص ۷). بر این مبنا، هرگونه محدودیت بر اختیار مالکانه نیازمند دلیل معتبر و توجیه کافی است. بنابراین اگر سازوکار حاکم بر معاملات به گونه ای باشد که مالک نتواند دارایی خود را در قیمتی که بازار در شرایط عادی و رقابتی آمادگی پذیرش آن را دارد منتقل کند، این پرسش مطرح میشود که آیا چنین محدودیتی با مقتضای سلطه مالکانه سازگار است یا خیر. در وضعی که فروشنده به سبب محدودیت دامنه نوسان ناگزیر شود سهم خود را کمتر از ارزش واقعی آن واگذار کند، میتوان این وضعیت را نوعی تحدید عملی اختیار مالک در تصرف مالی دانست.

قاعده دیگری که در این زمینه اهمیت دارد، قاعده لاضرر است که بر پایه حدیث مشهور لا ضرر و لا ضرار استوار شده و در منابع روایی و فقهی امامیه انعکاس گسترده یافته است (کلینی، ۱۴۰۷، ج ۵، ص ۲۹۴؛ حر عاملی، ۱۴۰۹، ج ۲۵، ص ۳۴۰). مفاد این قاعده آن است که حکم شرعی نباید متضمن تحمیل ضرر ناروای نوعی یا شخصی بر اشخاص باشد. اگر دامنه نوسان در عمل موجب حبس دارایی در صفهای فروش، تاخیر در امکان خروج از معامله، یا فروش دارایی در قیمتی کمتر از ارزش واقعی شود، میتوان تردید کرد که استمرار چنین محدودیتی با منع اضرار و لزوم دفع ضرر از روابط معاملاتی سازگار باشد. به ویژه آنگاه که زیان مزبور نه حاصل رفتار استثنایی معامله گران، بلکه ناشی از خود ساختار محدودیت قیمتی باشد، استناد به قاعده لاضرر در نقد آن قوت بیشتری می یابد.

همچنین در فقه معاملات، نهی از غرر از اصول بنیادین صحت داد و ستد به شمار میرود. مستند اصلی این قاعده، روایت نبوی نهی النبی عن بیع الغرر است که در منابع حدیثی معتبر نقل شده است (مسلم بن حجاج نیشابوری، بی تا، ج ۳، ص ۱۱۵۳). هرچند غرر در اصطلاح فقهی ناظر به وجود خطر یا ابهام فاحش در موضوع معامله یا عوضین آن است، با این حال میتوان گفت هر سازوکاری که مانع از شفافیت متعارف در ارزش مبادله شود و کشف قیمت واقعی را با اختلال مواجه سازد، زمینه نوعی مخاطره معاملاتی و ابهام در ارزیابی عوض را تقویت میکند. در بازار سرمایه نیز قیمت مهمترین شاخص ارزیابی ارزش دارایی است و هرچه این شاخص بر اثر مداخله اداری از واقعیت اقتصادی فاصله بگیرد، زمینه اخلال در شفافیت معاملاتی بیشتر میشود.

بر این مبنا، دامنه نوسان تنها از حیث اقتصادی محل ایراد نیست، بلکه از منظر فقه معاملات نیز قابل تامل جدی است؛ زیرا این سازوکار با محدود کردن انعکاس کامل قیمت، تقیید اختیار معاملاتی مالک، و تحمیل زیان به بخشی از معامله گران، در معرض تعارض با مفاد قواعد تسلیط، لاضرر و اجتناب از ضرر قرار میگیرد.

فصل دوم: بررسی مبنای قانونی دامنه نوسان و حدود اختیارات سازمان بورس

بخش اول: اصل قانونی بودن اختیارات نهادهای اداری در حقوق عمومی

در نظام حقوق عمومی، نهادهای اداری تنها در حدود اختیاراتی که قانون‌گذار به آن‌ها اعطا کرده است حق مداخله در حقوق اشخاص را دارند. این اصل که در حقوق اداری با عنوان «اصل قانونی بودن صلاحیت» شناخته می‌شود، اقتضا می‌کند که هرگونه تصمیم یا مقرر اداری مستند به حکم صریح قانون باشد. در غیر این صورت، تصمیم مزبور از حدود اختیارات مرجع اداری خارج تلقی می‌شود و قابل ابطال در مراجع نظارتی خواهد بود. قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران نیز بر این اصل تأکید کرده است. مطابق اصل ۱۷۰ قانون اساسی، قضات موظفاند از اجرای تصویب‌نامه‌ها و آیین‌نامه‌های دولتی که مخالف قوانین یا خارج از حدود اختیارات قوه مجریه باشد خودداری کنند و هر کس نیز می‌تواند ابطال این مقررات را از دیوان عدالت اداری درخواست کند. بنابراین اگر مقرره‌ای توسط یک نهاد اجرایی وضع شود که مبنای قانونی کافی نداشته باشد، امکان ابطال آن در دیوان عدالت اداری وجود دارد.

در بازار سرمایه نیز سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان یک نهاد عمومی وظیفه نظارت بر بازار را بر عهده دارد. با این حال اختیارات این سازمان نیز باید در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار اعمال شود. در نتیجه این پرسش مطرح می‌شود که آیا در قوانین موجود اختیار تعیین دامنه نوسان قیمت سهام به طور صریح به این سازمان داده شده است یا خیر؟

بخش دوم: فقدان مبنای قانونی برای تحدید دامنه نوسان در چارچوب اختیارات ماده ۷ قانون

بازار اوراق بهادار

ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران حدود وظایف و اختیارات هیات‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار را به طور نسبتاً صریح و احصایی تعیین کرده است. بررسی دقیق بندهای این ماده نشان می‌دهد که صلاحیت‌های اعطایی به سازمان عمدتاً در سه حوزه قابل دسته‌بندی است: تدوین مقررات اجرایی قانون، نظارت بر حسن اجرای مقررات بازار و صدور یا لغو مجوز فعالیت نهادهای مالی. در واقع قانون‌گذار در این ماده تلاش کرده است چارچوبی مشخص برای اختیارات نهاد ناظر ترسیم کند تا مداخله آن در بازار در محدوده‌ای معین و قابل کنترل باقی بماند.

با این حال، در میان هیچ‌یک از بندهای ماده ۷ نمی‌توان اختیار صریحی مبنی بر امکان اعمال محدودیت مستمر بر دامنه تغییرات قیمت اوراق بهادار مشاهده کرد. دامنه نوسان، به لحاظ ماهیت، صرفاً یک تدبیر فنی یا انتظامی در حوزه نظارت بر معاملات نیست، بلکه مقرره‌ای است که مستقیماً بر فرآیند کشف قیمت، زمان تحقق قیمت تعادلی و امکان نقل و انتقال دارایی اثر می‌گذارد. به همین دلیل، چنین مداخله‌ای را باید در زمره محدودیت‌های مؤثر بر حقوق اقتصادی فعالان بازار دانست؛ محدودیتی که در صورت فقدان مجوز صریح قانونی، نمی‌تواند صرفاً بر اساس اختیارات کلی نهاد ناظر توجیه شود.

در عمل، توجیه حقوقی دامنه نوسان غالباً با استناد به برخی عبارات کلی ماده ۷، مانند «اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار» یا «حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران» صورت می‌گیرد. با این حال، چنین برداشتی با اصول بنیادین حقوق عمومی سازگار به نظر نمی‌رسد. در نظام حقوق اداری، صلاحیت مراجع اداری امری استثنایی و ناشی از قانون است و بنابراین باید به طور مضیق تفسیر شود. عبارات کلی و سیاستی نمی‌توانند مبنای ایجاد محدودیت‌های گسترده و مستمر بر سازوکار معاملات بازار قرار گیرند؛ به ویژه زمانی که این محدودیت‌ها به طور مستقیم بر قیمت قابل تحقق در مبادلات و امکان اعمال حق مالکانه سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارند.

از این منظر، دامنه نوسان در شکل رایج آن در بازار سرمایه ایران، فراتر از حدود صلاحیت‌هایی است که قانون‌گذار در ماده ۷ برای هیات‌مدیره سازمان بورس پیش‌بینی کرده است. این نهاد با تعیین سقف و کف روزانه برای تغییرات قیمت، در واقع در فرآیند شکل‌گیری قیمت در معاملات مداخله می‌کند و دامنه تحقق اراده طرفین معامله را به طور اداری محدود می‌سازد. چنین مداخله‌ای، در صورتی که مستند به حکم صریح قانون نباشد، می‌تواند به منزله توسعه صلاحیت اداری از طریق مقررہ‌گذاری تلقی شود.

بر این اساس، بررسی ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار نشان می‌دهد که قانون‌گذار اختیار وضع محدودیتی با آثار گسترده‌ای مانند دامنه نوسان را برای سازمان بورس پیش‌بینی نکرده است. در نتیجه، استمرار این سازوکار در قالب دستورالعمل‌ها و مقررات داخلی سازمان، از منظر اصل قانونی بودن صلاحیت‌های اداری و اصل حاکمیت قانون با تردیدهای جدی مواجه است.

بخش سوم: تعارض دامنه نوسان با قواعد حقوق خصوصی و مالکیت

علاوه بر نبود مبنای صریح در قانون بازار اوراق بهادار، دامنه نوسان از منظر قواعد عمومی حقوق خصوصی نیز قابل بررسی است. قانون مدنی ایران در ماده ۳۰ مقرر می‌دارد: "هر مالکی نسبت به مایملک خود حق همه گونه تصرف و انتفاع دارد مگر در مواردی که قانون استثناء کرده باشد." همچنین ماده ۳۱ قانون مدنی تصریح می‌کند "هیچ مالی را از تصرف صاحب آن نمی‌توان بیرون کرد مگر به حکم قانون."

مفاد این مواد نشان می‌دهد که هرگونه محدودیت در تصرف مالکانه باید مستند به حکم قانون باشد. بنابراین اگر مقرره‌ای اداری بدون پشتوانه قانونی اختیار مالک در نقل و انتقال مال خود را محدود کند، مشروعیت آن از منظر حقوقی محل ایراد جدی خواهد بود.

در معاملات بورس نیز سهم نوعی مال محسوب می‌شود و مالک آن حق دارد آن را به هر قیمتی که مایل است به فروش برساند. اما دامنه نوسان مانع از آن می‌شود که مالک بتواند سهم خود را در هر قیمتی که بازار حاضر به پرداخت آن است بفروشد. برای مثال فرض کنید ارزش واقعی یک سهم به دلیل انتشار اطلاعات مثبت به طور ناگهانی افزایش یافته است. اگر دامنه نوسان وجود نداشته باشد، رقابت میان خریداران موجب می‌شود قیمت به سرعت افزایش یابد و فروشنده بتواند سهم خود را در قیمت واقعی بفروشد. اما در بازاری که دامنه

نوسان وجود دارد، فروشنده ممکن است سهم خود را در سقف دامنه نوسان بفروشد در حالی که چند روز بعد قیمت سهم بسیار بالاتر می‌رود. در این حالت فروشنده عملاً از بخشی از ارزش واقعی دارایی خود محروم شده است.

چنین وضعیتی نشان می‌دهد که دامنه نوسان می‌تواند با اصل حاکمیت اراده و آزادی معاملات که در ماده ۱۰ قانون مدنی به رسمیت شناخته شده است نیز در تعارض قرار گیرد.

بخش چهارم: رای شماره ۱۴۰۲۳۱۳۹۰۰۰۱۵۲۳۸۵۷ مورخ ۱۴/۰۶/۱۴۰۲ هیات عمومی دیوان عدالت اداری

رای شماره ۱۴۰۲۳۱۳۹۰۰۰۱۵۲۳۸۵۷ مورخ ۱۴/۰۶/۱۴۰۲ هیات عمومی دیوان عدالت اداری، موضوع شکایت نگارنده این مقاله، اگرچه این مستقیماً ناظر به دامنه نوسان نیست و مربوط به ابطال ماده ۴۴ آیین رسیدگی در هیات داورى موصوب هیات مدیره سازمان بورس بود ولی از حیث تبیین حدود صلاحیت هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، واجد اهمیت اساسی است. هیات عمومی در این رای، با ابطال بخشی از آیین رسیدگی به اختلافات در هیات داورى، تصریح کرده است که اختیار هیات مدیره سازمان بورس بر اساس بند ۱ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، صرفاً ناظر به تدوین آیین نامه‌های لازم برای اجرای قانون و پیشنهاد آن به شورای عالی بورس است، لذا این مرجع نمی‌تواند خارج از حدود قانون، مبادرت به وضع قاعده‌ای مستقل و الزام آور کند.

مبنای این رای، فراتر از موضوع خاص آن، بر اصل قانونی بودن صلاحیت اداری استوار است. به موجب این اصل، مقام اداری تنها در حدود اختیارات مصرح قانونی مجاز به وضع مقرر است و نمی‌توان از اختیار تدوین آیین نامه اجرایی، صلاحیت ایجاد محدودیت‌های جدید و مستقل از قانون را استنباط کرد. به ویژه آنکه در ساختار ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، میان «تدوین» و «پیشنهاد» آیین نامه از یک سو و «تصویب» آن از سوی دیگر تفکیک شده و این تفکیک نشان می‌دهد که هیات مدیره، مرجع تنظیم و پیشنهاد است، نه مرجع تصویب مقررات محدودکننده.

با توجه به همین مبنای، میتوان در خصوص مصوبه هیات مدیره سازمان بورس درباره تحدید دامنه نوسان ایراد مشابهی مطرح کرد. این مصوبه صرفاً ناظر به شیوه اجرای قانون نیست، بلکه متضمن وضع یک محدودیت عام و فراگیر در قیمت گذاری معاملات اوراق بهادار است؛ محدودیتی که مستقیماً بر کشف قیمت، آزادی معاملاتی و امکان نقل و انتقال دارایی اثر می‌گذارد. از این رو، چنین تصمیمی را دشوار میتوان در زمره آیین نامه اجرایی صرف دانست، بلکه باید آن را نوعی قاعده گذاری محدودکننده تلقی کرد که نیازمند مستند قانونی صریح یا تصویب از سوی مرجع صالح است.

افزون بر این، در هیچیک از مصوبات مربوط به تحدید دامنه نوسان نیز مبنای قانونی این محدودیت به نحو روشن بیان نشده است. این ابهام، تردید در مشروعیت آن را تشدید می‌کند؛ زیرا در حقوق عمومی، اصل بر عدم صلاحیت مقام اداری است و وجود اختیار باید به طور صریح احراز شود. بنابراین، هرچند رای یادشده

مستقیماً درباره دامنه نوسان صادر نشده، اما ملاک استدلال آن به روشنی قابل تسری است و میتوان استدلال کرد که وضع محدودیت عام نسبت به دامنه نوسان معاملات، بدون تصریح قانونی روشن و بدون تصویب مرجع صالح، خارج از حدود اختیار هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار است.

بخش پنجم: رای شماره دادنامه ۱۴۰۱/۹۹۷۰۹۰۵۸۱۰۳۱۸ مورخه ۱۴۰۱/۲/۲۰ در پرونده ۰۰۰۱۲۶۰ هیات

عمومی دیوان عدالت اداری و دلالت آن بر محدود بودن صلاحیت هیات مدیره سازمان بورس

رای شماره ۳۱۸ مورخ ۲۰/۰۲/۱۴۰۱ هیات عمومی دیوان عدالت اداری، یکی از مستندات مهم در اثبات محدود بودن صلاحیت هیات مدیره سازمان بورس است. دیوان در این رای، توسعه شمول ماده ۳۵ قانون بازار اوراق بهادار به «سهامداران» از طریق دستورالعمل مصوب هیات مدیره سازمان بورس را خارج از حدود اختیار دانست و ابطال کرد. مفاد این رای نشان می‌دهد که هیات مدیره سازمان بورس نمی‌تواند با تفسیر موسع از قانون یا با استناد به اقتضائات بازار، دایره احکام قانونی را گسترش دهد یا محدودیت جدیدی برای اشخاص ایجاد کند. این استدلال در مورد مصوبه تحدید دامنه نوسان نیز قابل طرح است؛ زیرا دامنه نوسان، محدودیتی عام و موثر بر قیمت‌گذاری و آزادی معاملات است و وضع آن بدون مجوز صریح قانونی، در معرض ایراد خروج از حدود اختیار قرار دارد.

فصل سوم: تحلیل اقتصادی دامنه نوسان و آثار آن بر کارایی بازار سرمایه

بخش اول: تأثیر دامنه نوسان بر فرآیند کشف قیمت

یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه کشف قیمت دارایی‌های مالی است. در یک بازار کارا، قیمت اوراق بهادار باید بتواند به سرعت اطلاعات جدید را منعکس کند. هرگونه تغییر در اطلاعات مربوط به وضعیت شرکت‌ها، تحولات اقتصادی یا چشم‌انداز سودآوری باید در کوتاه‌ترین زمان ممکن در قیمت سهام منعکس شود تا سرمایه‌گذاران بتوانند تصمیمات خود را بر اساس قیمت‌های واقعی اتخاذ کنند.

دامنه نوسان این فرآیند را با اختلال مواجه می‌کند. هنگامی که قیمت یک سهم تنها در محدوده مشخصی اجازه تغییر دارد، بازار نمی‌تواند فوراً به اطلاعات جدید واکنش نشان دهد و در نتیجه کشف قیمت به جای آنکه سریع و رقابتی باشد، به فرآیندی تدریجی و مصنوعی تبدیل می‌شود. در چنین وضعیتی ممکن است قیمت مشاهده‌شده در بازار برای مدتی طولانی بازتاب واقعی ارزش دارایی نباشد، بلکه نتیجه محدودیت‌های مقرراتی باشد.

برای مثال، فرض کنید قیمت جهانی یک کالای اساسی مانند فولاد یا پتروشیمی در بازارهای جهانی به طور ناگهانی کاهش یابد. چنین رویدادی می‌تواند به سرعت بر سودآوری شرکت‌های صادرکننده ایرانی اثر بگذارد و ارزش واقعی سهام آن‌ها را کاهش دهد. در یک بازار آزاد، سرمایه‌گذاران بلافاصله این اطلاعات را در معاملات خود منعکس می‌کنند و قیمت سهام می‌تواند در همان روز به سطح تعادلی جدید برسد. اما در بازاری که دامنه نوسان وجود دارد، قیمت تنها تا سقف تعیین‌شده کاهش می‌یابد و بنابراین تعدیل قیمت ناگزیر در چند روز

متوالی رخ می‌دهد. در این فاصله قیمت بازار نه حاصل تعادل واقعی عرضه و تقاضا، بلکه نتیجه محدودیت مقرراتی است.

تجربه بازار سرمایه ایران پس از ریزش سال ۱۳۹۹ نیز این وضعیت را به خوبی نشان داد. در ماه‌های پس از افت شدید بازار، بسیاری از نمادها با صف‌های طولانی فروش مواجه بودند و این صف‌ها گاه برای هفته‌ها و حتی چند ماه ادامه داشت. با وجود فشار بالای عرضه، قیمت‌ها تنها در محدوده دامنه نوسان کاهش می‌یافتند و بازار نمی‌توانست به سرعت به تعادل برسد. در نتیجه، دامنه نوسان نه تنها مانع کاهش قیمت‌ها نشد، بلکه با انباشت عرضه در صف‌های فروش، فرآیند کشف قیمت را طولانی و فرسایشی کرد.

از این رو می‌توان گفت دامنه نوسان به جای حذف نوسان، آن را در طول زمان توزیع می‌کند و موجب می‌شود بازار برای مدتی با قیمت‌هایی فعالیت کند که لزوماً بازتاب کامل اطلاعات موجود نیستند.

بخش دوم: شکل‌گیری صف‌های معاملاتی و آثار آن بر حقوق سرمایه‌گذاران

یکی از پیامدهای مهم اعمال دامنه نوسان در بازار سرمایه ایران، شکل‌گیری پدیده «صف خرید» و «صف فروش» است. در بسیاری از بورس‌های توسعه‌یافته، عدم تعادل میان عرضه و تقاضا از طریق تعدیل سریع قیمت برطرف می‌شود؛ اما در بازاری که دامنه نوسان اعمال می‌شود، محدودیت اداری قیمت مانع از این تعدیل می‌شود و در نتیجه عدم تعادل بازار در قالب صف‌های معاملاتی ظاهر می‌گردد.

در شرایط افزایش فشار فروش، دامنه نوسان مانع از کاهش سریع قیمت تا سطح تعادلی می‌شود و در نتیجه سفارش‌های فروش در پایین‌ترین قیمت مجاز انباشته می‌شوند، بدون آنکه امکان انجام معامله فراهم گردد. شکل‌گیری صف فروش در چنین وضعیتی به این معناست که دارندگان سهم، علی‌رغم تمایل به انتقال دارایی خود، عملاً قادر به فروش آن نیستند. از منظر حقوقی، این وضعیت نوعی محدودیت عملی در امکان نقل و انتقال مال محسوب می‌شود؛ زیرا مقررات معاملاتی مانع از تحقق اراده مالک در فروش دارایی می‌گردد.

برای مثال، ممکن است سرمایه‌گذاری برای تأمین نقدینگی فوری قصد فروش سهام خود را داشته باشد، اما قرار گرفتن سهم در صف فروش موجب شود که برای چندین روز امکان انجام معامله فراهم نشود. در چنین شرایطی دارایی مزبور عملاً از ویژگی مهم اوراق بهادار، یعنی نقدشوندگی، فاصله می‌گیرد.

در سوی دیگر بازار نیز صف‌های خرید پیامدهای مشابهی دارند. هنگامی که تقاضا برای یک سهم افزایش می‌یابد، قیمت تنها تا سقف دامنه مجاز رشد می‌کند و سفارش‌های خرید در همان قیمت انباشته می‌شوند. در نتیجه بسیاری از سرمایه‌گذاران علی‌رغم تمایل به خرید، امکان ورود به معامله را پیدا نمی‌کنند و رقابت معاملاتی به جای رقابت بر سر قیمت، به رقابت برای تقدم زمانی در ثبت سفارش تبدیل می‌شود.

بنابراین صف‌های معاملاتی را نمی‌توان صرفاً پدیده‌ای رفتاری در بازار دانست، بلکه این وضعیت نتیجه مستقیم محدودیت مقرراتی بر دامنه تغییرات قیمت است؛ محدودیتی که علاوه بر تأخیر در کشف قیمت، می‌تواند بر نقدشوندگی دارایی‌ها و امکان اعمال مؤثر حقوق مالکانه سرمایه‌گذاران نیز اثر بگذارد.

بخش سوم: کاهش نقدشوندگی و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری

یکی از ویژگی‌های بنیادی بازارهای مالی کارآمد، نقدشوندگی بالای دارایی‌ها است. مقصود از نقدشوندگی آن است که سرمایه‌گذار بتواند دارایی خود را در هر زمان، با هزینه اندک و در کوتاه‌ترین زمان ممکن به وجه نقد تبدیل کند. هرچه سطح نقدشوندگی در بازار بیشتر باشد، امکان خروج از سرمایه‌گذاری افزایش یافته و به تبع آن ریسک نگهداری دارایی کاهش می‌یابد و اعتماد سرمایه‌گذاران تقویت می‌شود.

اعمال دامنه نوسان می‌تواند این کارکرد را با اختلال مواجه سازد. هنگامی که یک سهم در صف فروش قرار می‌گیرد، دارندگان آن عملاً امکان فروش دارایی خود را از دست می‌دهند و انتقال مالکیت در بازار با مانع مواجه می‌شود. در چنین وضعیتی، حتی اگر سرمایه‌گذار به نقدینگی فوری نیاز داشته باشد، مقررات معاملاتی مانع از تحقق اراده او در فروش دارایی می‌گردد. از این منظر، محدودیت مزبور می‌تواند به نوعی محدودیت عملی در قابلیت نقل و انتقال دارایی و بهره‌مندی از آثار اقتصادی حق مالکیت منجر شود.

برای نمونه، در برخی مقاطع بازار سرمایه ایران مشاهده شده است که یک سهم برای ده یا پانزده روز متوالی در صف فروش باقی مانده است. در این مدت قیمت سهم روزانه در سقف کاهش مجاز تعدیل شده، اما بسیاری از سهامداران امکان فروش دارایی خود را نیافته‌اند. در نتیجه، محدودیت دامنه نوسان نه تنها مانع از کاهش قیمت نشده، بلکه با به تأخیر انداختن فرآیند تعدیل قیمت، زیان سرمایه‌گذاران را در یک دوره زمانی طولانی‌تر توزیع کرده است.

در سوی دیگر بازار نیز، در شرایط صف خرید، نقدشوندگی بازار به نحو مطلوب تحقق نمی‌یابد. در این وضعیت اگرچه معاملات به طور کامل متوقف نمی‌شود، اما بسیاری از متقاضیان خرید امکان ورود به معامله را پیدا نمی‌کنند و دسترسی برابر به فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود می‌شود. کاهش نقدشوندگی از عوامل مهم افزایش ریسک در بازار سرمایه است؛ زیرا هنگامی که سرمایه‌گذار احتمال دهد در زمان نیاز قادر به فروش دارایی خود نخواهد بود، انگیزه مشارکت در بازار کاهش می‌یابد. از این رو، استمرار محدودیت‌هایی مانند دامنه نوسان می‌تواند در بلندمدت به کاهش عمق و کارایی بازار سرمایه بینجامد.

بخش چهارم: نابرابری اطلاعاتی و بی‌عدالتی در معاملات

یکی دیگر از پیامدهای دامنه نوسان ایجاد نوعی نابرابری در معاملات بازار سرمایه است. در شرایطی که صف‌های خرید یا فروش شکل می‌گیرد، اولویت انجام معاملات با سفارش‌هایی است که زودتر در سامانه معاملات ثبت شده‌اند. در نتیجه سرمایه‌گذارانی که به اطلاعات سریع‌تر یا ابزارهای معاملاتی پیشرفته‌تر دسترسی دارند، شانس بیشتری برای انجام معامله پیدا می‌کنند.

برای مثال در یک صف خرید ممکن است هزاران سرمایه‌گذار قصد خرید سهم را داشته باشند، اما تنها کسانی که سفارش آن‌ها در ابتدای صف قرار گرفته است موفق به خرید می‌شوند. در مقابل سایر سرمایه‌گذاران حتی اگر حاضر باشند قیمت بالاتری بپردازند، امکان انجام معامله ندارند زیرا قیمت اجازه افزایش بیشتر ندارد.

در سوی دیگر، در صف فروش نیز ممکن است برخی سرمایه‌گذاران که سفارش فروش خود را زودتر ثبت کرده‌اند بتوانند سهم خود را بفروشند، در حالی که سایر سهامداران برای روزهای متوالی در صف باقی می‌مانند و زیان بیشتری متحمل می‌شوند.

این وضعیت می‌تواند نوعی بی‌عدالتی در معاملات ایجاد کند؛ زیرا نتیجه معامله نه بر اساس رقابت قیمتی بلکه بر اساس تقدم زمانی در صف تعیین می‌شود. در یک بازار کارا، قیمت باید مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده انجام معامله باشد. اما دامنه نوسان این سازوکار را مختل می‌کند و رقابت قیمتی را به رقابت برای قرار گرفتن در صف تبدیل می‌سازد.

بر این اساس می‌توان گفت دامنه نوسان نه تنها به بهبود کارایی بازار کمک نمی‌کند، بلکه در موارد متعددی موجب اختلال در کشف قیمت، کاهش نقدشوندگی، ایجاد صف‌های معاملاتی و افزایش نابرابری میان سرمایه‌گذاران می‌شود. این پیامدها نشان می‌دهد که تداوم چنین سازوکاری در بازار سرمایه نیازمند بازنگری جدی است.

فصل چهارم: بررسی تطبیقی و راهکارهای اصلاح مقررات دامنه نوسان

بخش اول: واکاوی تطبیقی الگوهای کنترل نوسان در بورس‌های بین‌المللی

تحلیل ریخت‌شناسی بازارهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که پارادایم حاکم بر بورس‌های پیشرو، گذار از «تحدید قیمتی ایستا» (Static Price Limits) به سمت «نظم‌بخشی پویا و فرایندی» است. برخلاف ساختار حاکم بر بازار سرمایه ایران که بر محدودیت دائمی و روزانه‌ی قیمت استوار است، بورس‌های تراز اول جهان بر صیانت از کارایی اطلاعاتی و کشف قیمت بدون وقفه تاکید دارند.

در ساختار بورس نیویورک (NYSE) و نزدک (NASDAQ)، به جای قفل کردن قیمت در دامنه‌ای از پیش تعیین‌شده، از سازوکار «توقف معاملات سراسری» (Market-Wide Circuit Breakers) استفاده می‌شود. بر اساس مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، این توقف‌ها صرفاً در واکنش به شوک‌های کلان سیستماتیک (ریزش‌های ۷، ۱۳ و ۲۰ درصدی شاخص S & P ۵۰۰) فعال می‌گردند (SEC, ۲۰۲۰). این رویکرد، به جای سرکوب اراده‌ی معامله‌گران، «فرصت تنفس» (Breathing Space) کوتاه‌مدتی را برای هضم اطلاعات فراهم می‌آورد تا از رفتارهای گله‌ای جلوگیری شود، بدون آنکه حق نقدشوندگی دارایی به‌طور دائمی سلب گردد.

در قلمرو اتحادیه اروپا، تحت الزامات دستورالعمل MiFID II، بورس‌ها مکلف به استفاده از «وقفه‌های نوسانی» (Volatility Interruptions) هستند. در این مدل که در بورس‌هایی نظیر «یورونکست» و «دویچه بورس» اجرا می‌شود، به محض انحراف قیمت از یک کرانه‌ی مشخص در بازه‌ی زمانی کوتاه، معاملات پیوسته به مدت چند دقیقه به حالت حراج مجدد تغییر می‌یابد (ESMA, ۲۰۱۹). این مکانیسم، هوشمندانه اجازه می‌دهد تا قیمت تعادلی جدید بر اساس انباشت سفارش‌های واقعی کشف شود، نه آنکه با ایجاد صف‌های خرید و فروش، هسته‌ی معاملات منجمد گردد.

از منظر مبانی نظری، مطالعات کلاسیک اقتصاد مالی بر ناکارآمدی دامنه‌های نوسان ثابت تاکید دارند. پژوهش بنیادین «کیم و ری» (Rhee, & Kim, ۱۹۹۷) در بورس توکیو، پدیده‌ی «سرریز نوسان» (Volatility Spillover) را اثبات کرد؛ بدین معنا که محدودیت‌های قیمتی، نوسان را از بین نمی‌برند، بلکه آن را به جلسات معاملاتی بعد منتقل کرده و فرآیند رسیدن به قیمت منصفانه را به تأخیر می‌اندازند. علاوه بر این، «سوبرامانیام» (Subrahmanyam, ۱۹۹۴) به وضوح تبیین کرد که دامنه‌های قیمتی با ایجاد «اثر مغناطیسی» (Magnet Effect)، قیمت‌ها را با شتاب بیشتری به سمت مرزهای محدودیت سوق می‌دهند و بدین ترتیب، نقدشوندگی را که جوهره‌ی بازار سرمایه است، به مسلخ می‌برند.

در نتیجه، تجربه‌ی جهانی گواهی می‌دهد که ثبات بازار از مسیر مسدود کردن قیمت نمی‌گذرد؛ بلکه از طریق طراحی سازوکارهای انعطاف‌پذیری حاصل می‌شود که میان جلوگیری از وحشت آنی و تضمین حق خروج سرمایه‌گذار، تعادلی دقیق برقرار می‌سازند.

بخش دوم: تحلیل حقوقی-اقتصادی کارایی بازار و مرزهای مداخله اداری

از منظر حقوق اقتصادی، کارایی بازار منوط به آن است که قیمت‌ها به‌مثابه سیگنال‌های اطلاعاتی، به‌صورت آنی و بدون اصطکاک مقرراتی، منعکس‌کننده ارزش واقعی دارایی باشند. دامنه نوسان در نظام حقوقی ایران، عملاً یک «مداخله اداری در مکانیسم قیمت» است و پیامدهای آن را باید در سه لایه تحلیل کرد:

۱. تعارض با آزادی اراده و ثمن واقعی:

در حقوق خصوصی، ثمن نتیجه‌ی اراده‌ی آزاد متعاملین است. وقتی سازمان بورس با ابزار دامنه نوسان، سقف و کف قیمتی تعیین می‌کند، عملاً وارد «حوزه اراده آزاد طرفین» (موضوع ماده ۱۰ قانون مدنی) شده است. از منظر حقوق عمومی، این مداخله نیازمند «اذن صریح قانون‌گذار» است. حال آنکه مقررات فعلی، با جایگزینی «قیمت دستوری» به جای «قیمت بازاری»، حق مالکانه سهامدار در واگذاری دارایی خود به بهای واقعی را تحدید کرده و ثمن واقعی معامله را از دسترس خارج می‌کند.

۲. فقدان تناسب و تحدید حق خروج از بازار:

مطابق مطالعات Rhee & Chan, Kim (۲۰۰۵)، دامنه نوسان با ایجاد «حبس عملی دارایی» (Asset Lock-up) در صف‌های فروش، حق بدیهی هر سرمایه‌گذار یعنی «حق خروج از بازار» (Exit Right) را نقض می‌کند. در حقوق تنظیم‌گری (Regulatory Law)، هر مقرره‌ای که حقی را محدود می‌کند باید با هدف آن متناسب باشد. ایجاد صف‌های طولانی به دلیل دامنه نوسان، نه تنها هدف پایداری بازار را تأمین نمی‌کند، بلکه با کاهش شدید نقدشوندگی، ریسک نقدینگی را به ریسک سیستماتیک تبدیل می‌کند. این مداخله به‌وضوح خارج از اصل تناسب است؛ چراکه هزینه اجتماعی (زیان سهامداران و توقف نقدشوندگی) به‌مراتب از سود احتمالی آن (کاهش نوسان) بیشتر است.

۳. نقض اصل برابری در برابر مقررات:

دامنه نوسان، مکانیسم کشف قیمت را از "رقابت قیمتی" به "تقدم زمانی ثبت سفارش" تغییر می‌دهد. این یعنی بازار از یک فضای رقابتی، به یک فضای رانتی تبدیل می‌شود که در آن کسانی که دسترسی فنی یا سرعت عمل بالاتری دارند (مثلاً سیستم‌های معاملاتی پیشرفته)، نفع بیشتری از این "تاخیر مصنوعی" در تغییر قیمت می‌برند. این نتیجه با اصل برابری در برابر مقررات و عدالت معاملاتی که از اهداف کلان قانون بازار اوراق بهادار است، در تعارض مستقیم است.

تفاوت بنیادین در این است که در بازارهای پیشرفته، ابزارهای کنترلی «ناظر بر فرآیند» (Process-Oriented) هستند و فقط زمانی فعال می‌شوند که نظم معاملاتی مختل شود؛ اما دامنه نوسان در ایران، «ناظر بر نتیجه» (Outcome-Oriented) است و بدون توجه به شرایط بازار، به صورت مستمر بر اراده‌ی معامله‌گران تحمیل می‌شود. این مداخله‌گری در نتیجه، فاقد پشتوانه قانونی روشن است و عملاً بازار را از کارکرد اصلی‌اش یعنی کشف عادلانه و شفاف قیمت بازمی‌دارد. بنابراین، از منظر حقوق عمومی اقتصادی، این مصوبات، تحدیدی غیرموجه بر حقوق مالکانه اشخاص تلقی شده و از دایره اختیارات نهاد ناظر فراتر می‌رود.

بخش سوم: راهکارهای حقوقی و سیاستی برای اصلاح مقررات بازار سرمایه

با توجه به مباحث حقوقی و اقتصادی مطرح‌شده در فصول پیشین، به نظر می‌رسد بازنگری در مقررات مربوط به دامنه نوسان در بازار سرمایه ایران ضروری است. این بازنگری می‌تواند در قالب چند رویکرد مختلف انجام شود.

نخستین رویکرد کاهش تدریجی دامنه نوسان و حرکت به سمت حذف آن است. در این رویکرد بازار به تدریج به سمت نظامی حرکت می‌کند که در آن قیمت‌ها آزادانه‌تر بر اساس عرضه و تقاضا تعیین شوند. چنین رویکردی می‌تواند به بهبود فرآیند کشف قیمت و افزایش کارایی بازار کمک کند.

رویکرد دوم جایگزینی دامنه نوسان با سازوکار توقف موقت معاملات است. در این روش اگر نوسانات شدید و غیرعادی در بازار رخ دهد، معاملات برای مدت کوتاهی متوقف می‌شود تا سرمایه‌گذاران فرصت ارزیابی شرایط جدید را داشته باشند. این سازوکار در بسیاری از بورس‌های پیشرفته جهان مورد استفاده قرار می‌گیرد.

از منظر حقوقی نیز ضروری است که هرگونه محدودیت در معاملات بازار سرمایه دارای مبنای قانونی روشن باشد. اگر قرار باشد محدودیتی مانند دامنه نوسان به طور دائمی در بازار اعمال شود، بهتر است چارچوب آن به طور شفاف در قانون تعیین شود تا از بروز اختلافات حقوقی و تردید در حدود اختیارات نهادهای ناظر جلوگیری گردد. در غیر این صورت، چنین مقرراتی از منظر حقوق عمومی به عنوان خروج از حدود صلاحیت نهاد اداری تلقی می‌شوند.

نتیجه‌گیری

تحلیل انجام‌شده در این پژوهش نشان داد که دامنه نوسان در بازار سرمایه ایران را نمی‌توان در سطح یک تدبیر صرفاً فنی، احتیاطی یا انتظام‌بخش در سازوکار معاملات باقی گذاشت. این نهاد، به لحاظ ماهیت و اثر،

مداخله‌ای هنجاری در فرآیند کشف قیمت و تحدیدی مستمر بر امکان اعمال کامل حق مالکانه سرمایه‌گذاران است. هنگامی که مقرهای اداری، دامنه تغییرات قیمت را پیشاپیش محدود می‌کند، در واقع نه فقط شیوه انجام معامله، بلکه نتیجه اقتصادی آن و قلمرو انتفاع مالک از مال خویش را نیز متأثر می‌سازد. از این رو، مشروعیت آن را نمی‌توان صرفاً با استناد به ضرورت‌های اجرایی یا ملاحظات سیاست‌گذاری بازار توجیه کرد، بلکه باید در پرتو اصول بنیادین حقوق عمومی، به‌ویژه اصل حاکمیت قانون، اصل قانونی بودن صلاحیت اداری و قاعده تفسیر مضیق اختیارات مقامات اداری، مورد ارزیابی قرار داد.

یافته‌های مقاله نشان می‌دهد که دامنه نوسان، به‌ویژه در شکل مستمر و فراگیر فعلی، نه تنها کارکرد اثبات‌شده‌ای در حذف یا کاهش پایدار نوسانات ندارد، بلکه عملاً با تعویق کشف قیمت، ایجاد صف‌های معاملاتی، کاهش نقدشوندگی و انتقال نوسان به روزهای بعد، یکی از اساسی‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، یعنی کشف آزاد، سریع و کارای قیمت را مختل می‌کند. در چنین وضعیتی، ابزار تنظیمی مزبور به جای آنکه به شفافیت و انصاف معاملاتی یاری رساند، زمینه شکل‌گیری قیمت‌های غیرتعدالی و رقابت مبتنی بر تقدم زمانی در ثبت سفارش را فراهم می‌آورد؛ امری که با هدف مقرر در ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار مبنی بر ایجاد بازاری شفاف، منصفانه و کارا، فاصله معنادار دارد.

از حیث حقوقی، مهم‌ترین نتیجه پژوهش آن است که وضع محدودیتی با چنین آثار گسترده بر حق مالکیت و آزادی قراردادی، محتاج تصریح قانونی روشن و غیرقابل تفسیر موسع است. هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، هرچند در چارچوب قوانین مربوط دارای اختیار تنظیم‌گری و تصویب برخی مقررات فنی در اجرا است، اما این صلاحیت نمی‌تواند به‌گونه‌ای تفسیر شود که به مداخله ماهوی در عناصر اساسی رابطه معاملاتی، از جمله قیمت قابل تحقق در بازار، بینجامد. هرگاه مقرر اداری از سطح تنظیم تشریفات یا سازوکارهای اجرایی عبور کند و به تحدید مستقیم حقوق اشخاص برسد، بررسی حدود اختیار مرجع تصویب‌کننده به مسئله‌ای بنیادی بدل می‌شود. در این چارچوب، هرچند تاکنون درباره خود دامنه نوسان رأیی از دیوان عدالت اداری صادر نشده است، اما رأی شماره ۱۴۰۱۰۹۹۷۰۹۰۵۸۱۰۳۱۸ مورخ ۱۴۰۱/۲/۲۰ و رأی شماره ۱۴۰۲۳۱۳۹۰۰۰۱۵۲۳۸۵۷ مورخ ۱۴۰۲/۶/۱۴ که در این مقاله تحلیل شده‌اند، از حیث مبنای استدلال قضایی اهمیت تعیین‌کننده دارند؛ زیرا دیوان در آن‌ها مصوبات هیئت‌مدیره سازمان بورس را به دلیل خروج از حدود اختیارات مرجع تصویب‌کننده واجد ایراد و مستوجب ابطال دانسته است. ملاک مستفاد از این آرا آن است که مرجع اداری نمی‌تواند تحت عنوان تنظیم بازار، قاعده‌ای فراتر از حدود صلاحیت تفویض‌شده وضع کند، به‌ویژه آنجا که نتیجه مقرر، تحدید حقوق اشخاص یا توسعه قلمرو الزام‌آور قانون باشد. بر همین اساس، دامنه نوسان نیز، با توجه به ماهیت و آثار آن، در معرض همان ایراد صلاحیتی قرار دارد و قابلیت ارزیابی انتقادی در چهارچوب نظارت قضایی بر مقررات اداری را داراست.

از منظر حقوق خصوصی نیز، سهام و اوراق بهادار بی‌تردید مال محسوب می‌شوند و موضوع حق مالکیت‌اند. اختیار انتقال آن‌ها در قیمت حاصل از تقابل واقعی عرضه و تقاضا، از لوازم طبیعی سلطه مالک بر مال خویش

است. محدودیتی که امکان فروش دارایی را در قیمت تعادلی بازار به‌طور ساختاری مقید سازد، باید در پرتو مواد ۳۰ و ۳۱ قانون مدنی و اصل آزادی قراردادها در ماده ۱۰ همان قانون سنجیده شود. هرچند قانون‌گذار می‌تواند در موارد ضروری محدودیت‌هایی بر اعمال حقوق مالکانه مقرر کند، اما چنین تحدیدی نیازمند نص صریح و رعایت اصل تناسب است. در فرض فقدان تصریح قانونی روشن، استمرار دامنه نوسان در شکل کنونی، با مبانی حقوق مالکیت و آزادی اراده در تعارض یا دست‌کم در معرض تعارض جدی قرار می‌گیرد.

از منظر فقه معاملات نیز تحلیل تفاوتی ندارد. قاعده تسلیط، به‌عنوان یکی از قواعد بنیادین فقه امامیه، اصل را بر سلطه مالک بر مال خویش قرار داده است و تحدید این سلطه نیازمند دلیل معتبر است. همچنین در مواردی که ساختار معاملاتی ناشی از دامنه نوسان به حبس دارایی، تحمیل زیان ناخواسته یا اختلال در شفافیت ثمن بینجامد، نسبت آن با قواعدی چون لاضرر و منع غرر قابل تأمل است. بدین ترتیب، ارزیابی شرعی دامنه نوسان نیز، همانند تحلیل حقوقی آن، وابسته به احراز ضرورت، تناسب و وجود مستند معتبر است؛ امری که در وضعیت کنونی با تردید جدی مواجه است.

در نهایت، بررسی تطبیقی نشان می‌دهد که در بسیاری از بازارهای توسعه‌یافته، صیانت از سلامت بازار عمدتاً از طریق سازوکارهای موقت، موردی و مبتنی بر افشا و نظارت انجام می‌شود و نه از طریق تحدید دائمی دامنه تغییرات قیمت. از این منظر، حتی اگر هدف حمایت از سرمایه‌گذاران و مهار هیجانات بازار پذیرفته شود، ابزار انتخاب‌شده باید کم‌ضررترین و متناسب‌ترین وسیله برای تحقق آن هدف باشد. حال آنکه دامنه نوسان در شکل مستمر فعلی، بیش از آنکه ریسک را مهار کند، آن را انباشته و به آینده منتقل می‌کند و بدین ترتیب با منطق بازار کارا ناسازگار است.

برآیند نهایی آنکه دامنه نوسان، در وضعیت موجود، با ایرادی دوگانه مواجه است: نخست، ایراد صلاحیتی ناشی از خروج احتمالی هیئت‌مدیره سازمان بورس از حدود اختیارات قانونی در وضع مقرره‌ای محدودکننده حقوق اشخاص؛ و دوم، ایراد کارکردی ناشی از اختلال در کشف قیمت و کاهش کارایی بازار. از این رو، حذف این سازوکار یا دست‌کم تبدیل آن به تدبیری استثنایی، موقت، شفاف و متکی بر مجوز صریح قانون‌گذار، نه صرفاً یک پیشنهاد سیاستی، بلکه مقتضای پایبندی به اصل حاکمیت قانون، صیانت از حقوق مالکانه و تضمین سلامت حقوقی و اقتصادی بازار سرمایه ایران است.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

۱. انصاری، مرتضی. *المکاسب*. قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، ۱۴۱۵ق.
۲. حر عاملی، محمد بن حسن. *وسائل الشیعه*. قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام، ۱۴۰۹ق.
۳. جعفری لنگرودی، محمدجعفر. *ترمینولوژی حقوق*. تهران: گنج دانش، ۱۳۸۷.
۴. کاتوزیان، ناصر. *قواعد عمومی قراردادها*. تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۸.
۵. کلینی، محمد بن یعقوب. *الکافی*. تهران: دارالکتب الإسلامیه، ۱۴۰۷ق.

۶. قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران.
۷. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴.
۸. رأی شماره ۳۱۸ مورخ ۲۰/۰۲/۱۴۰۱ هیئت عمومی دیوان عدالت اداری.
۹. رأی شماره ۱۵۲۳۸۵۷/۱۴۰۲۳۱۳۹۰۰۰ مورخ ۱۴/۰۶/۱۴۰۲ هیئت عمومی دیوان عدالت اداری.
۱۰. مصوبه مورخه ۱۴۰۴/۴/۵ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص دامنه نوسان قیمت در نمادهای معاملاتی سهام، حق تقدم، صندوق های سرمایه گذاری سهامی و مختلط قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مندرج در پایگاه اطلاع رسانی قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران

ب) منابع لاتین

۱. Chan, S., Kim, K., & Rhee, S. (2005). Price limit performance: Evidence from Asian stock markets. *Journal of Banking & Finance*.
۲. European Securities and Markets Authority (ESMA). (2019). *Volatility interruptions and circuit breakers in European equity markets*.
۳. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*.
۴. Kim, K. A., & Rhee, S. G. (1997). Price limit performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *The Journal of Finance*.
۵. Securities and Exchange Commission (SEC). (2020). *Market-wide circuit breakers in U.S. equity markets*.
۶. Subrahmanyam, A. (1994). Circuit breakers and market volatility: A theoretical perspective. *The Journal of Finance*.
۷. Muslim ibn al-Hajjaj. *Sahih Muslim*. Beirut: Dar Ihya al-Turath al-Arabi.