

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

توقف معاملات و بستن بازار

گزارش کمیته‌ی فنی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار

اکتبر 2002

مترجمین: طوبی دهقانی، علی جعفری، بابک بهارفر

کلیه حقوق مادی اثر / ترجمه متعلق به بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
استفاده از مطالب این کتاب با ذکر منبع بلامانع است.

فهرست مطالب

7	پیشگفتار
9	چکیده
14	بخش 1 - مقدمه
16	بخش 2 - انواع وقفه‌های معاملاتی
18	الف. وقفه‌های معاملاتی صلاحیددی
18	1. انتشار اطلاعات
19	2. تقلب و دستکاری
20	3. قصور ناشر در رعایت استانداردها و الزامات افشا
21	4. بستن بازار
23	ب. وقفه‌های معاملاتی خودکار
24	1. محدودیت های قیمتی
25	2. توقف بازار
26	بخش 3 - نهادهای مجاز برای اعمال وقفه‌های معاملاتی
26	الف. کلیات
27	ب. بازارها
27	ج. مقامات ناظر

بخش 4 – موضوعات مرتبط با اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و اوراق	
مشتقه	28
الف) مقدمه	28
ب) اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و در یک حوزه‌ی قانونی	29
ج) بازارهای فرامرزی	32
بخش 5- ادبیات تحقیق	33
بخش 6- اطلاعات توقف معاملات	39
بخش 7- به اشتراک گذاشتن اطلاعات و اطلاعات برقراری تماس	41
بخش 8- نتیجه‌گیری و پیشنهادات	44
الف. ارزیابی خطرهای مربوط به تفاوت رویکردهای مقرراتی	45
ب. فرآیندهای ارتباطی کارآ	47
ج. بستن بازار	49
ضمیمه الف - آمار تعداد توقف‌های معاملاتی گزارش شده توسط اعضای کمیته دائمی در امور مقررات بازارهای	
ثانویه	51
ضمیمه ب – سؤالات و پاسخ‌های دریافتی از دو عضو ارشد کمیته دائمی در امور مقررات بازار ثانویه	52

پیشگفتار

توقف معاملات سهام و دیگر ابزارهای مالی و همچنین بستن بازار، مساله‌ای است که تمام بورس‌ها با آن مواجه هستند. بورس‌ها از وقفه‌های معاملاتی به منظور شفافیت اطلاعاتی و بازگرداندن نظم به بازار در شرایط غیرعادی استفاده می‌کنند. در بورس اوراق بهادار تهران نیز سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان بازار به خوبی با توقف معاملات آشنایی دارند. دریافت و انتشار اطلاعات با اهمیت شرکت‌ها و دسترسی یکسان سهامداران به این اطلاعات از اهداف اصلی توقف معاملات می‌باشد.

با فرامرزى شدن بورس‌ها و پذیرش اوراق بهادار شرکت‌ها در بازارهای مالی سایر کشورها، دسترسی همزمان سهامداران به اطلاعات و آگاهی بازارها از اخبار مالی این شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار بوده و نیاز به هماهنگی‌های خاصی دارد.

این کتاب، ترجمه گزارش کمیته فنی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در خصوص روش‌های توقف معاملات و بستن بازار در بورس‌های عضو فدراسیون بین‌المللی بورس‌هاست. در این تحقیق مجموعه گرانبهائی از اقدامات و عملکرد بورس‌ها در وضعیت‌ها و شرایط مختلف جمع‌آوری شده است که برای افزایش آگاهی کارشناسان و عموم سرمایه‌گذاران مناسب می‌باشد.

ترجمه این اثر توسط سرکار خانم طوبی دهقانی و آقایان علی جعفری و بابک بهارفر صورت گرفته است که از همکاری و نظرات آقایان کیوان شیخی و سیدروح‌الله حسینی مقدم نیز بهره‌مند شده‌اند.

حسن قالیباف اصل

چکیده

با جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار، تعداد اوراق بهادار و ابزارهای مشتقه آنها که در بیش از یک بورس، در یک حوزه قانونی یا به طور فرامرزی معامله می‌شوند، رشد چشمگیری داشته است. یکی از اهداف اصلی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار¹، حصول اطمینان از منصفانه، کارآ و شفاف بودن بازارهاست. وقفه‌های معاملاتی ابزارهایی هستند که در اختلالات و بی‌نظمی‌های عادی و بالقوه بازار به کار می‌روند. با ایجاد وقفه در معاملات، خطر بی‌نظمی بازار کاهش می‌یابد و زمانی که بی‌نظمی در بازار در حال ظهور باشد، وقفه‌های معاملاتی شرایط را برای بازگرداندن نظم به بازار فراهم می‌سازند. تعلیق معاملاتی در تمام کشورها کاربرد داشته و در شرایط زیر بکار می‌رود: **اول**، تسهیل امر دریافت اطلاعات جدید و با اهمیت توسط استفاده‌کنندگان به منظور ارزش‌گذاری اوراق بهادار شرکت‌ها، **دوم**، عدم توازن سفارشات، نوسانات زیاد یا هرگونه بی‌نظمی دیگر در معاملات. توقف معاملات در چنین شرایطی، به سازوکار عرضه و تقاضا (بازار) فرصت می‌دهد تا در یک قیمت جدید به تعادل برسد.

تأثیر وقفه‌های معاملاتی بر شرکت‌هایی که اوراق بهادار و ابزارهای مشتقه آنها در چند بورس معامله می‌شود، موجب ایجاد موضوعات قانونی جدید در رابطه با بازارها، مقامات ناظر و فعالان بازار می‌شود.

برای بررسی نقش و تأثیر وقفه‌های معاملاتی در بازارهای فرامرزی، کمیته‌ی فنی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، در راستای اهداف اصلی سازمان، از کمیته‌ی دائمی خود در امور مقررات بازارهای ثانویه، خواست تا به بررسی رویه‌ها و روش‌های مربوط به وقفه‌های معاملاتی کشورهای عضو پرداخته و موضوعات مرتبط با اوراق بهادار پذیرفته شده در چند بورس و همچنین تعاملات بین بازارها و مقامات ناظر مورد کنکاش قرار گیرد.

1. International Organization Of Securities Commission (IOSCO)

این گزارش که بر اساس اقدامات صورت گرفته از سال 2001 تهیه شده است اساساً موارد زیر را توصیف می‌کند:

- انواع وقفه‌های معاملاتی (که بر دو دسته تقسیم می‌شوند: وقفه‌های معاملاتی صلاح‌دیدی و وقفه‌های معاملاتی خودکار)
 - اشخاصی که مجاز به ایجاد وقفه‌های معاملاتی هستند.
 - موضوعات مرتبط با اوراق بهادار و ابزارهای مشتقه که در چند بورس پذیرفته شده‌اند.
 - موضوعات مربوط به اشتراک گذاشتن اطلاعات و روش‌های برقراری ارتباط بین مسئولین بازار و مقامات ناظر به منظور نظم بخشیدن به بازار
- بر اساس تحلیل‌های صورت گرفته، مشخص شده است که اعمال وقفه‌های معاملاتی در شرایطی که اوراق بهادار در بیش از یک بازار معامله می‌شوند مسائلی را برای مقامات ناظر بازار، گردانندگان بازار و ناشران ایجاد می‌کند که به طور خاص شامل موارد زیر است:
- کارآیی فرایندهایی که از طریق آن‌ها اطلاعات مربوط به توقف‌های معاملات در یک بازار به پایگاه‌های معاملاتی مرتبط (بازارها) و استفاده‌کنندگان آن‌ها انتقال می‌یابد.
 - نیاز به ارزیابی دقیق ریسک‌های بالقوه برای سرمایه‌گذاران یا بازارها ناشی از رویکردهای مختلف نسبت به توقف‌های معاملاتی
- اهمیت بالقوه‌ی این موضوعات در دو حالت زیر متفاوت است:

الف) اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و در یک حوزه قانونی

نگرانی در مورد شفافیت و تفاوت توقف معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند بازار و در یک حوزه قانونی کمتر است.

ارتباط بین شرکت‌ها، بازارها و مقامات ناظر در یک حوزه‌ی قانونی نسبتاً مستقیم بوده و تفاوت مقرراتی کمی وجود دارد. در بیش‌تر موارد، طبق قوانین و مقررات در صورتی که معاملات اوراق

بهادار خاصی در بورس توقف شود آن اوراق در دیگر بورس‌های آن حوزه‌ی قانونی نیز نمی‌تواند معامله شود. (در مواقعی که توقف در بازار اصلی صورت می‌گیرد این مورد همیشه صادق است). در سایر حوزه‌های قانونی، هنگامی که معاملات اوراق بهادار متوقف می‌شود، معاملات آن اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس¹ و دیگر سیستم‌های معاملاتی نیز متوقف می‌شود.

ب) بازارهای فرامرزی

مسلماً هنگامی که اوراق بهادار در چند حوزه قانونی معامله می‌شوند، عملیات بازار و الزامات قانونی بر اثر بخشی توقف‌های معاملاتی تأثیر زیادی داشته و در حوزه‌های قانونی مختلف، موضوعات پیچیده‌تر و نه تنها تفاوت‌های بسیاری در توقف‌های معاملاتی وجود دارد بلکه فرآیندهای برقراری و حفظ جریانات اطلاعاتی فرامرزی نیز سخت‌تر می‌باشد. یکی از کلیدی‌ترین موضوعات برای بازارها و مقامات ناظر در هر حوزه‌ی قانونی، تعیین شرایطی است که تحت آن ممکن است توقف معاملاتی صورت گرفته در یک حوزه‌ی قانونی به طور موازی در حوزه‌ی قانونی دیگری نیز اجرا شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

همه‌ی حوزه‌های قانونی ترتیباتی را برای مقامات ناظر و بازارها جهت انجام وقفه‌های معاملاتی تعیین نموده‌اند. اگرچه همه‌ی حوزه‌های قانونی، بر اساس اهداف کلی و مشترک، روش‌هایی را برای وقفه‌های معاملاتی دارند، اما جزئیات این ترتیبات متناسب با شرایط بومی بوده و به نحو قابل توجهی با هم تفاوت دارد. اینک این پرسش پیش می‌آید که این تفاوت‌ها چگونه و تا چه حد موجب مخاطرات با اهمیت برای بازارها و سرمایه‌گذاران می‌شوند.

1. Over The Counter (OTC)

الف) ارزیابی خطرات مربوط به تفاوت در رویکردهای مقرراتی

- مسئولان بازار در تمامی حوزه‌های قانونی، انگیزه بومی قوی‌ای برای دنباله‌روی از عملکرد حوزه‌ی قانونی اصلی (که در آن اوراق بهادار برای اولین بار پذیرش و معامله شده است) دارند. مقامات ناظر باید خطرات ناشی از اجازه‌ی ادامه‌ی انجام معاملات را ارزیابی کنند، در صورتی که معاملات آن اوراق بهادار در بازار اصلی متوقف شده باشد.

ب) فرآیندهای ارتباطی کار آ

- عامل کلیدی در تصمیم‌گیری سایر بورس‌ها در سطح فرامرزی برای توقف معاملات به طور موازی، میزان شفافیت قوانین و شرایط موجود پیرامون تصمیم اولیه است، (ماهیت اطلاعاتی که بر اساس آنها توقف صورت می‌گیرد، مدت توقف و نقد شوندگی بازاری که ابزار مالی در آن معامله می‌شود)، مقامات ناظر باید دسترسی عمومی به اطلاعات مربوط به وقفه‌های معاملاتی و همچنین، مقررات و پروتکل‌هایی را که بر اساس آنها وقفه‌های معاملاتی صورت می‌پذیرد (از طریق خود یا از طریق بازارها) را تضمین نمایند.
- اطلاع تمامی بازارهایی که اوراق بهادار در آن پذیرش شده یا معامله می‌شود و همچنین اطلاع مسئولان بازار اصلی از توقف معاملات اوراق بهادار در سایر بازارها (به خصوص بازارهایی که اوراق بهادار در آن به طور مداوم معامله می‌شود) روش مناسبی است. مسئولین پذیرش و بازار، باید ناشران را تشویق کنند تا سایر بازارهایی که اوراق بهادار آنها در آن پذیرفته شده را نیز مطلع سازند. همچنین باید ترتیبی دهند تا انتقال اطلاعات مربوط به توقف معاملات به سایر بازارها نیز صورت گیرد.
- مسئولان پذیرش و بازار باید ناشران را تشویق نمایند تا درخواست توقف معاملات (و انتشار اطلاعات با اهمیت) را به نحو مؤثری اطلاع دهند و به هماهنگی این درخواست‌ها

(و اعلام اخبار) توجه نموده تا از توقف‌های معاملاتی و انتشار اطلاعات در تمامی بورس‌ها به صورت کاملاً منظم و یکپارچه، اطمینان حاصل شود.

- ممکن است در شرایطی اوراق بهادار در پایگاه‌های معاملاتی جدیدی معامله شود که ناشر، بازار اصلی و سایر بازارهایی که اوراق بهادار در آن پذیرش شده است از آن بی‌اطلاع باشند. در چنین شرایطی مقامات ناظر باید آن پایگاه‌های معاملاتی را (که بدون انجام هماهنگی‌های رسمی با ناشر زمینه را برای انجام اوراق بهادار فراهم نموده‌اند) ملزم نمایند تا استفاده‌کنندگان از این سیستم‌های معاملاتی مطلع و مقامات ناظر دسترسی به موقع به اطلاعات مربوط به توقف معاملات داشته باشند. این موضوع درباره‌ی پایگاه‌های معاملاتی اوراق مشتقه نیز صادق است. در هر دو مورد ذکر شده، این کار با انجام ترتیبات لازم با مسئولان پذیرش و همچنین با فراهم نمودن امکانات لازم برای زیر نظر داشتن بازار و یا دسترسی اطلاعیه‌های ناشر صورت می‌گیرد.

ج) بستن بازار

- هنگامی که بازار اصلی به علت رویدادهای مهم یا به دلیل نقص زیر ساختی بسته شود، واکنش سایر بازارها و بازارهای اوراق مشتقه به تشخیص و ارزیابی آن‌ها از کلیه‌ی حقایق و واقعیت‌های مربوط بستگی دارد. در رابطه با بسته‌شدن بازار، مقامات ناظر و گردانندگان بازار باید هماهنگی لازم برای ارتباط موثر با یکدیگر را داشته باشند و بتوانند به اطلاعات کافی دسترسی یابند تا به موقع تصمیمات مناسب را اتخاذ نمایند.

بخش 1 - مقدمه

یکی از اهداف اصلی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار حصول اطمینان از منصفانه، کارآ و شفاف بودن بازارهاست. در تمامی حوزه‌های قانونی هماهنگی‌های لازم بامقامات ناظر و بازار برای انجام وقفه‌های معاملاتی¹ جهت دستیابی به این اهداف صورت گرفته است. این وقفه‌ها که شامل توقف معاملات و بستن بازار بوده و در شرایط بی‌نظمی بالقوه و واقعی بازارها و به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود.

برای مثال، در توقف‌های معاملاتی که به منظور انتشار مناسب اطلاعات با اهمیت از سوی ناشر صورت می‌گیرد، هدف این است که معاملات بر اساس حقایق منتشر شده عمومی صورت گیرد. علاوه بر این توقف‌های اعمال شده به دلیل عدم توازن سفارشات و نوسانات غیرعادی، زمان کافی را فراهم می‌آورند تا علت عدم توازن ارزیابی و کشف قیمت بر اساس توازن صورت گیرد.

با جهانی‌شدن بازارهای اوراق بهادار، تعداد اوراق بهادار و اوراق مشتقه آنها که به صورت فرامرزی در بیش از یک بورس دادوستد می‌شوند رشد چشمگیری داشته است. تأثیر وقفه‌های معاملاتی بر اوراق بهادار و اوراق مشتقه‌ی پذیرفته شده در چند بورس مسائل قانونی را برای بازارها، مقامات ناظر و مشارکت‌کنندگان در بازار ایجاد نموده است.

برای بررسی نقش و کارایی توقف‌های معاملاتی در سطح فرامرزی، کمیته‌ی فنی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، به کمیته‌ی دائمی خود در امور مقررات بازار ثانویه² ماموریت داد تا موارد زیر را به انجام برساند:

- بررسی روش‌ها و رویه‌های کشورهای عضو در مورد توقف‌های معاملات از جمله توقف معاملات اوراق بهاداری که در چند بورس معامله می‌شوند.

1. Trading Interruptions

4. TCSC-2 (Standing Committee on Regulation of Secondary Markets)

- گردآوری اطلاعات در مورد توقف‌های معاملاتی.
- بررسی شباهت‌ها و تفاوت‌های حوزه‌های قانونی مختلف.
- تبیین این‌که برای تسهیل هماهنگی در این زمینه، دادن رهنمود مناسب‌تر است یا ارایه‌ی توجیه.

این گزارش در سایه‌ی اهداف اصلی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار به بررسی نحوه‌ی انجام وقفه‌های معاملاتی، مسائل ایجاد شده در رابطه با اوراق بهاداری که در چند بورس پذیرش شده‌اند و همچنین تعاملات بین مقامات ناظر و بازارها می‌پردازد. یکی از مهمترین سوالات مطرح شده این است که آیا در صورت توقف معاملات اوراق بهادار در یک حوزه، این توقف در حوزه‌ی دیگری که همان اوراق در آن معامله می‌شود نیز اعمال شود؟ این موضوع در مورد توقف معاملاتی صلاح‌دید¹، مثلاً زمانی که علت توقف، تقلب بوده یا زمانی که توقف در بازار اصلی صورت گرفته است اهمیت بیش‌تری دارد. تنها تعداد بسیار اندکی از حوزه‌های قانونی، بازارهای خود را ملزم نموده اند تا در صورت توقف معاملات در حوزه‌های قانونی دیگر به صورت موازی اقدام به توقف معاملات نمایند.

تمامی حوزه‌ها تشخیص داده‌اند که توقف‌های معاملاتی از سرمایه‌گذاران حمایت و یکپارچگی بازار را حفظ می‌کند. بنابراین، تبادل اطلاعات درباره‌ی توقف معاملات در یک حوزه از طریق همکاری‌های رسمی یا غیر رسمی نقش مهمی در کمک به حوزه‌های دیگر برای تصمیم‌گیری در مورد توقف معاملات دارد.

همچنین کمیته‌ی مشورتی (متشکل از نمایندگان بازار) حمایت کلی اعضای خود را از وقفه‌های معاملاتی با هدف انتشار اطلاعات مربوط به اوراق بهادار و ناشران گزارش نموده است. اگرچه آنها بر

1. Discretionary Trading Halts

این باورند که وقفه‌های معاملاتی تنها در شرایطی مناسب باید انجام و هرچه سریع‌تر باید برطرف شوند.

بقیه‌ی این گزارش به شرح زیر تنظیم شده است:

بخش دوم: توصیف انواع وقفه‌های معاملاتی، بخش سوم: وقفه‌های معاملاتی توسط چه اشخاصی اعمال می‌شود؟، بخش چهارم: موضوعات داخلی و فرامرزی مربوط به اوراق بهادار و اوراق مشتقه‌ای که در چند بورس معامله می‌شود، بخش پنجم: ادبیات تحقیق، بخش ششم: اطلاعات توقف‌های معاملاتی، بخش هفتم: به اشتراک گذاشتن اطلاعات و اطلاعات مربوط به برقراری تماس، بخش هشتم: نتیجه‌گیری گزارش و آرایه‌ی پیشنهادات، ضمیمه‌ی الف: آمار توقف معاملاتی صلاحیدیدی که توسط اعضای کمیته‌ی دائمی در امور بازارهای ثانویه، گزارش شده است، ضمیمه‌ی ب: سئوالات و پاسخ‌های دریافتی از دو عضو ارشد کمیته‌ی دائمی در امور مقررات بازارهای ثانویه در تحقیق اولیه، ضمیمه‌ی ج: فهرستی از مراجع ادبیات تحقیق.

بخش 2 - انواع وقفه‌های معاملاتی

آرایه‌ی تعریف دقیقی از وقفه‌های معاملاتی دشوار است، با این حال بر اساس این تحقیق می‌توان وقفه‌های معاملاتی را به دو دسته‌ی اصلی **صلاحیدیدی و خودکار**¹ طبقه‌بندی کرد. این طبقه‌بندی با مقررات بیش‌تر بورس‌های عضو سازگار است و ابزاری مفید برای کمک به درک نتیجه‌گیری این گزارش می‌باشد.

وقفه‌ی معاملاتی صلاحیدیدی اساساً به اقدامات گردانندگان بازار یا مقامات ناظر برای توقف معاملات یک اوراق بهادار یا گروهی از اوراق بهادار در بازار یا در حوزه‌ی قانونی مربوط اشاره دارد. معمولاً این نوع وقفه معاملاتی در رابطه با انتشار فوری اخبار با اهمیت از سوی ناشر و یا حتی در

1. Automatic

واکنش به رخدادهای غیرمترقبه ممکن است انجام شود. (در جهت اهداف این گزارش، وقفه‌های معاملاتی صلاحیددی شامل وقفه‌هایی است که به علت عدم رعایت استانداردها و ضوابط پذیرش از سوی ناشر، تقلب یا دستکاری موثر بر بازار، و عدم توازن سفارشات صورت می‌گیرد). مدت زمان یک وقفه معاملاتی صلاحیددی بسته به هدف توقف متفاوت است و بستگی به تاثیر شرایط خاص حاکم بر یک ورقه‌ی بهادار یا گروهی از اوراق بهادار و یا کل بازار نیز دارد.

وقفه‌ی معاملاتی خودکار به توقف معاملاتی گفته می‌شود که بر اساس پارامترهای از پیش تعیین شده (مانند قوانین بازار) باشد. هنگامی که نوسانات زیاد در قیمت یک ورقه‌ی بهادار یا کل بازار بوجود آید و به طور کلی نظم بازار را به خطر اندازد، وقفه‌ی معاملاتی خودکار، معاملات را متوقف می‌نماید و مدت زمان وقفه‌ی معاملاتی خودکار، معمولاً از مدت زمان وقفه‌ی معاملاتی صلاحیددی کمتر است.

هر دو نوع وقفه‌ی معاملاتی (خودکار و صلاحیددی) برای یک ورقه‌ی بهادار، گروهی از اوراق بهادار، کل بازار و ابزارهای مشتقه به کار برده می‌شوند. تمام کشورهای عضو سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار مقررات خاصی برای توقف معاملات سهام، اوراق قرضه و برگه‌های اختیار خرید سهام دارند. علاوه بر این، اکثر اعضاء، مقرراتی برای توقف گروهی سهام، اوراق قرضه قابل تبدیل، قراردادهای آتی، قراردادهای آتی روی شاخص¹، اختیار معامله² و اختیار معامله روی شاخص³، نیز دارند.

1. Index future
2. Option
3. Index option

الف. وقفه‌های معاملاتی صلاحیدی

همان‌طور در بخش 3 ذیل آمده، هم مسئولان بازار¹ و هم مقامات ناظر ممکن است وقفه‌های معاملاتی صلاحیدی اعمال نمایند، در اغلب موارد تفکیک رسمی مسئولیت بین این دو غیرممکن است.

چهار دلیل عمده‌ی وقفه‌های معاملاتی صلاحیدی عبارت است از: (1) توقف معاملات به دلیل افشای اطلاعات با اهمیت (2) توقف معاملات به دلیل اعمال مشکوک به تقلب یا دستکاری (3) تعلیق معاملات به دلیل عدم رعایت استانداردهای پذیرش یا الزامات افشای مداوم از سوی ناشر (4) بستن بازار به دلیل رویدادهای غیرمترقبه.²

1. انتشار اطلاعات

دلیل اصلی توقف معاملات، دادن فرصت کافی به شرکت برای انتشار اطلاعات با اهمیت است. این نوع توقف معاملاتی به عامه سرمایه‌گذاران اعلام می‌دارد که اخبار با اهمیتی منتشر خواهد شد که دارای تأثیر با اهمیتی بر روی بازار آن سهم است. توقف معاملات به فعالان بازار این اجازه را می‌دهد که اطلاعات مهم را تکمیل و به روش سیستماتیک تأثیر آن را بر قیمت اوراق بهادار محاسبه نمایند. دوره توقف نیز صلاحیدی است و توسط شخصیتی که توقف را اعمال نموده است تعیین می‌شود. به طور کلی معاملات تا زمانی متوقف باقی می‌ماند که شخصیت مورد نظر تشخیص دهد اخبار مؤثر بر قیمت به طور گسترده در بازار منتشر شده است. علاوه بر این ممکن است توقف معاملات تا زمان رفع شایعات توسط ناشر ادامه یابد.

1. Market Authorities

2. یک نوع دیگر از وقفه‌های معاملاتی صلاحیدی وجود دارد که مخصوص بورس نیویورک است. بازارسازان بورس نیویورک (متخصصین)، معاملات اوراق بهاداری را که عدم توازن سفارشات دارند و معاملات آن به طور منظم صورت نمی‌گیرد، متوقف می‌نمایند. متخصص با در نظر گرفتن حجم معاملات و تغییرات قیمت، ارزش معاملات آن اوراق را برآورد و قیمت جدیدی پیشنهاد می‌کند. اگر سطح قیمتی جدید باعث رفع عدم توازن شود، متخصص اجازه از سرگیری معاملات را می‌دهد. در غیراینصورت، متخصص برای دستیابی به قیمت تعادلی، فرایند پیشنهاد قیمت را تکرار می‌کند.

در بسیاری از حوزه‌های قانونی، ناشر ملزم به مطلع نمودن بازارها (که اوراق بهادار در آنها پذیرش شده است) از اخبار با اهمیت مطابق با شرایط پذیرش است. به طور کلی، ناشر باید پیش‌نویس اعلانات خبری و یا بیانیه‌های شرکت را در اختیار مسئولان بازار قرار دهد. مسئولان بازار این اطلاعات را بررسی نموده و نسبت به اهمیت کافی اطلاعات برای توقف معاملات، در اختیار قرار دادن آن به سرمایه‌گذاران و همچنین مدت زمان توقف تصمیم‌گیری می‌کنند (برای مثال، اطلاعاتی که می‌تواند بر قیمت اوراق بهادار موثر باشد). در برخی از حوزه‌های قانونی، یک ناشر ممکن است از بازار درخواست نماید تا معاملات اوراق بهادار آن متوقف شود. اگر مقررات بازار یا مقامات ناظر با توجه به دلایل ارایه شده از سوی ناشر اجازه‌ی توقف معاملات را بدهند در این صورت مسئولان بازار معمولاً با این درخواست موافقت می‌کنند.

2. تقلب و دستکاری¹

بازارها و مقامات ناظر در صورت مشاهده‌ی تقلب یا دستکاری در معاملات، ممکن است معاملات یک یا چند اوراق بهادار را متوقف نمایند. نمونه‌های تقلب شامل ارایه اطلاعات نادرست یا حذف حقایق با اهمیت در ارایه اطلاعات مالی است. به علاوه، هنگامی که معاملات غیرعادی نشان دهنده‌ی دستکاری احتمالی یا معامله بر اساس اطلاعات نهانی باشد، گردانندگان بازار یا مقام ناظر، معاملات را متوقف و بلافاصله متعاقب آن بیانیه‌ای از سوی ناشر منتشر می‌شود مبنی بر اینکه اطلاعات با اهمیتی که توجیه‌کننده فعالیت‌های غیر عادی بازار باشد، وجود ندارد.

شایعات نیز ممکن است موجب معاملات غیرعادی اوراق بهادار یک ناشر شود. در برخی موارد، شایعات ممکن است جزئی از یک نقشه‌ی متقلبانه یا دستکاری باشد. مسئول بازار ممکن است با توقف معاملات، از شرکت بخواهد که در مورد شایعات بیانیه‌ای صادر کند، به هر حال، توقف معاملات

1. Fraud and Manipulation

با این هدف با احتیاط انجام می‌شود، تا ناشران مجبور نباشند در مورد همه‌ی شایعات بازار بیانییه بدهند.

3. قصور ناشر در رعایت استانداردها و الزامات افشا

هنگامی که ناشر در رعایت مقررات و توافقات پذیرش کوتاهی کند، بازار ممکن است معاملات اوراق بهادار آن ناشر را متوقف نماید. برای مثال، عدم رعایت استانداردهای پذیرش با قصور در انجام گزارش‌گری مالی، عدم رعایت الزامات افشای مداوم یا کاهش قیمت سهام، تعداد سهامداران و ارزش بازار به کمتر از حداقل تعیین شده، موجب توقف معاملات می‌شود. اگر ناشر در رعایت تعهدات گزارش‌گری خود کوتاهی نموده یا الزامات پذیرش را رعایت نکند (مانند تعداد سهامداران و غیره)، مقام ناظر می‌تواند معاملات اوراق بهادار را تا زمان برآورده شدن این الزامات متوقف نماید.¹ در بسیاری از حوزه‌های قانونی به این نوع از وقفه‌ی معاملاتی تعلیق² می‌گویند، زیرا معاملات اوراق بهادار ناشر برای برطرف نمودن کاستی‌ها متوقف می‌شود.

اگرچه، شرایطی که منجر به توقف معاملات سهام می‌شود معمولاً از قبل تعیین شده است (مانند مقررات پذیرش)، اما این گونه توقف‌های معاملاتی صلاح‌دیدیه هستند؛ یعنی هنگامی که ناشر مقررات پذیرش را رعایت نمی‌کند، بازار یا دیگر مقامات مجاز شرایط را بررسی و در مورد تعلیق معاملات تصمیم‌گیری می‌کنند، در برخی موارد، تعلیق معاملات منجر به حذف ناشر از فهرست بورس³ می‌شود.

1. به منظور اجتناب از زیان سرمایه‌گذاران، اگر ناشر به مدت زیادی ارائه مدارک افشای مداوم تاخیر نماید، اما شواهد با اهمیتی در مورد وجود مشکلات اساسی در دسترس نباشد، حداقل دو حوزه قانونی انتاریو و کبک، (Ontario & Quebec) مقامات ناظر مدیران و مسئولان ناشر را از انجام معاملات اوراق بهادار ناشر منع نموده‌اند.

2. Suspension

3. Delisting

4. بستن بازار¹

الف) اختیارات

مسئولان بازار در بازارهای اصلی آمریکا پس از حمله تروریستی 11 سپتامبر سال 2001، معاملات را به مدت 4 روز متوقف نمودند. این رویداد در سازمان بین‌المللی کمسیون‌های اوراق بهادار مبحثی را تحت عنوان بستن بازار، ایجاد نموده است. در نتیجه اعضای کمیته دائمی در امور مقررات بازارهای ثانویه، درباره‌ی اختیارات مقام ناظر و بازارها برای بستن کل بازار مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاکی از این است که اکثر مقامات ناظر و مسئولان بازار توانایی بستن بازارهای اوراق بهادار را دارند اگر چه مبنای چنین اقدامی متفاوت است.

برای مثال، بسیاری از مقامات ناظر برای حمایت از منافع عامه سرمایه‌گذاران یا "در مواقع ضرورت" اختیار قانونی تعلیق معاملات را دارند. حتی در حوزه‌های قانونی که در آن‌ها به صراحت مقام مسئول بستن بازار را مشخص نشده، برای حمایت از منافع عموم، این امر از طریق ابطال مجوز فعالیت بازار مورد نظر یا تغییر یا تحمیل شرایط جدید صورت می‌گیرد.

تعداد محدودی از حوزه‌های قانونی به شرایط خاص و رویدادهای توجیه کننده بستن بازار و یا رویه‌های رسمی و قابل انجام در مواقع ضروری اشاره کرده‌اند. علت این امر می‌تواند فقدان تجربه لازم در این زمینه یا مشکل بودن پیش‌بینی رویدادهای غیرمترقبه باشد.

علاوه بر اختیار مقامات ناظر برای بستن بازار، بسیاری از بازارها برای تعلیق معاملات اشخاص مجاز مستقلی دارند. اخیراً مقررات بورس نیویورک اصلاح و تعریف وقایع غیر مترقبه که تحت آن بازار بسته می‌شود گنجانده شده است. نمونه رویدادهای غیرمترقبه در مقررات جدید شامل خطرات فیزیکی واقعی یا احتمالی، شرایط آب و هوایی سخت، ناآرامی‌ها، عملیات تروریستی، جنگ و یا از بین رفتن و قطع تسهیلات مورد استفاده بورس می‌باشد.

ب) موضوعات مرتبط با برنامه پیشامدهای احتمالی

واقعه 11 سپتامبر موجب شد تا بسیاری از حوزه‌های قانونی در برنامه پیشامدهای احتمالی تجدید نظر کنند. در کل، برنامه پیشامدهای احتمالی به منظور ارزیابی شرایط و برگشت به حالت عادی در وضعیت نامساعد بازار طراحی می‌شود.

ابتدا مهم است که به یاد داشته باشید علیرغم خرابی‌های فیزیکی، مرگ و میر و وضعیت نامناسب در عملیات فیزیکی و نیروی انسانی مؤسسات مالی، سیستم مالی آمریکا و جهان به فعالیت‌های اقتصادی حیاتی خود ادامه داد. با وجود این، کمیته فنی از بحث‌های بین مقامات ناظر و صنعت اوراق بهادار در ارتباط با منافع بالقوه تدوین برنامه‌های کسب و کار قوی تر در بخش مالی مطلع می‌باشد.

به عنوان بخشی از ارزیابی این فرآیند، اعضای کمیته‌ی دائمی در امور مقررات بازارهای ثانویه مراحل زیر را در مواجهه با پیشامدهای احتمالی شناسایی نموده‌اند:

- ایجاد سازوکارهایی برای:
- دریافت و تحلیل اطلاعات از بازارهای مرتبط، مشارکت‌کنندگان عمده بازار، مؤسسات خدمات مالی و سازمان‌های خود انتظام بازار درباره‌ی شرایط موجود بازار.
- انتشار اطلاعات و واکنش مقرراتی به بازارها، مشارکت‌کنندگان بازار، سازمان‌های خود انتظام بازار و سازمان‌های قانون‌گذار، مقامات ذی‌صلاح دولتی و عامه مردم.
- تبادل اطلاعات با مقامات ناظر بازارهای خارجی درباره رویدادها و شرایط بازار و واکنش‌های مقرراتی احتمالی در برخورد با رویدادها.
- ایجاد سیستم پشتیبان مطمئن و به موقع از اطلاعات، دسته‌بندی اخبار بازار و انعطاف‌پذیری و پاسخگویی سازمانی.

- ایجاد و آزمون برنامه‌های پیشامدهای احتمالی برای از سرگیری سریع عملیات کلیدی در یک منطقه عملیاتی اصلی یا در جایی که اختلالات منطقه‌ای گسترده وجود دارد و در مواردی که نیروی انسانی از بین رفته (یا در دسترس نباشد).
- دستیابی به سطح بالایی از اطمینان (از طریق استفاده مداوم یا انجام آزمون‌های قوی) از اثر بخشی و سازگاری ترتیبات داخلی و خارجی کلیدی.
- مشخص نمودن مقام مسئول تعلیق معاملات (از جمله اوراق بهادار، گروهی از اوراق بهادار و اوراق مشتقه، یا کل بازارها).
- نگهداری اطلاعات لازم برای برقراری تماس‌های ضروری (با بورس‌های داخلی و خارجی).
- اخذ نظرات مشارکت‌کنندگان بازار به منظور توسعه رهنمودها، استانداردها یا روش‌های مناسب برای آمادگی در برابر بلایا، بهبود و تداوم کسب و کار.

ب. وقفه‌های معاملاتی خودکار

اگر متغیرهای مرجع اوراق بهادار (برای مثال، قیمت یا حجم) یا در برخی موارد شاخص قیمت، از حد دامنه تعریف شده تجاوز نماید، معاملات به طور خودکار متوقف خواهد شد. وقفه‌های معاملاتی خودکار می‌تواند در مورد یک اوراق بهادار یا کل بازار باشد. پارامترها و شرایطی که وقفه‌های معاملاتی خودکار را ایجاد می‌کند در قوانین و مقررات آمده و توسط گردانندگان بازار اعمال می‌شود. دو نوع اصلی از وقفه‌های معاملاتی خودکار عبارتند از: (1) محدودیت قیمتی و (2) توقف بازار

1. محدودیت های قیمتی¹

برخی از بازارها برای پیشگیری از نوسانات شدید قیمت، محدودیت قیمتی در قیمت اوراق بهادار اعمال می نمایند². محدودیت قیمتی به معنای عدم اجازه انجام معامله به قیمتی بیش تر یا کمتر از دامنه مجاز نوسان قیمت است. گاهی اوقات، این محدودیت فقط برای کاهش قیمت ها اعمال می شود. محدودیت قیمتی متفاوت از توقف معاملات است زیرا محدودیت قیمت، بر اساس تغییرات قیمت بوده و زمانی که قیمت به حد مورد نظر می رسد توقف خودکار اتفاق می افتد. توقف خودکار معاملات، بیش تر در بازارهای مبتنی بر سفارش³ است تا بازارهای مبتنی بر مظنه قیمت. در بازارهای مبتنی بر سفارش، نوسانات شدید قیمت ناشی از کم و نامتوازن بودن سفارشات و همچنین مدت زمانی است که طول می کشد سفارشات جدید در سمت دارای کمبود سفارش، وارد شود. در بازارهای مبتنی بر مظنه قیمت، تعهدات بازارسازها برای فراهم نمودن نقدشوندگی مداوم از نوسانات شدید قیمت جلوگیری نموده و باعث می شود نیازی به محدودیت های قیمتی نباشد.

در برخی از حوزه های قانونی، آستانه قیمتی ثابت⁴ بر مبنای آخرین قیمت جلسه معاملاتی قبل وجود دارد⁵. برخی دیگر از حوزه های قانونی، ممکن است هم آستانه قیمتی ثابت و هم آستانه قیمتی پویا⁶ داشته باشند. آستانه قیمتی پویا با عنوان محدودیت قیمتی پیوسته⁷ نیز شناخته می شود. آستانه قیمتی پویا وابسته به تغییرات قیمت اوراق بهادار است و مانند قیمتی است که اوراق بهادار برای آخرین بار با آن معامله شده است.

¹ . Price Limits

². ابزارهای مشتقه نیز همچنین ممکن است شامل این توقف شوند.

³. Order-Driven

⁴. Static threshold

⁵. برای مثال، اگر قیمت پایانی سهم شرکت X در خاتمه ساعت معاملاتی یک روز، 100\$ باشد، و محدودیت قیمتی این سهم 10% باشد، این بدان معنی است که در روز بعد قیمت این سهم نمی تواند کمتر از 90\$ و بیش تر از 110\$ باشد.

⁶. Dynamic threshold

⁷. Price continuity limits

اعمال محدودیت آستانه قیمتی ثابت و پویا، اهداف متعددی دارد. اول، اعمال محدودیت قیمتی باعث می‌شود که واکنش شدید قیمت به اخبار خوب یا بد ناشر، از نوسانات شدید و فوری جلوگیری نموده و سرمایه‌گذاران فرصت می‌یابند تا منطقی‌تر به ارزیابی ارزش سهام بپردازند. این کارکرد شبیه نقش متخصص بازار¹ در متعادل‌سازی قیمت‌ها در بازارهای حراج سنتی مانند بورس اوراق بهادار نیویورک است. دوم، این محدودیت، گردانندگان بازار را از وجود سفارشات نامتوازن برای اوراق بهادار خاصی آگاه می‌کند. سوم، محدودیت‌ها (به خصوص محدودیت‌های پویا) سفارش‌هایی را که با قیمت‌های اشتباه وارد شده‌اند، از دور خارج می‌کند.²

2. توقف بازار³

توقف بازار در واکنش به سقوط بازار در سال 1987، به ویژه، در نتیجه مشکلات نقدشوندگی حاصل از نوسانات شدید کوتاه مدت در قیمت و حجم اوراق بهادار ایجاد شده است.⁴ توقف بازار، توقف معاملات است که فقط برای سقوط با اهمیت بازار طراحی و جایگزینی برای توقف‌های معاملاتی موردی است که در زمان کاهش شدید نقدشوندگی بازار صورت می‌گیرد.⁵ توقف بازار فرصتی را برای بازار و فعالان بازار فراهم می‌کند تا بتوانند شرایط بازار و استرس عمومی را در دوران کاهش شدید قیمت‌ها، ارزیابی نمایند. در بسیاری از حوزه‌های قانونی، هنگامی که تغییر در شاخص

1. Market Specialist

2. برای مثال، ممکن است معامله‌گری اشتباهاً درخواست خرید سهم شرکت X را به جای مبلغ \$102 مبلغ \$110 وارد سامانه معاملات نماید. اگر آخرین قیمت معامله شده \$100 بوده و آستانه قیمتی پویای 2٪ اعمال شود، سامانه معاملات چنین سفارشی را نمی‌پذیرد.

3 Circuit Breakers

بورس‌های اوراق بهادار روش‌هایی را برای مقابله با وحشت ناشی از عدم فروش و یا تشکیل صف طویل فروش و همچنین کاهش شدید قیمت‌ها در بازار سهام طراحی نموده‌اند. این روش‌ها شامل: (1) توقف بازار (2) محدودیت قیمتی می‌باشد. توقف بازار به اقداماتی گفته می‌شود که در حالت کاهش شدید بازار و عدم فروش سهام بازار به طور موقت تعطیل می‌شود. برای مثال، اگر شاخص صنعتی داو جونز بیش از 10٪ سقوط کند، بورس معاملات را به مدت یک ساعت تعطیل اعلام می‌کند (مترجم).

4. علاوه بر این، بحران بازار سهام در سال 1997 در آسیا، منجر به ایجاد قانون توقف بازار در بورس‌هایی مانند بورس سائوپولو (BOVESPA) شده است.

5. کاهش شدید بازار (Dramatic Market) معمولاً با انواع متفاوتی از توقف‌های معاملاتی همراه است.

مرجعی از حد معینی بگذرد، به صورت خودکار و از پیش تعیین شده توقف بازار باعث توقف معاملات کل بازار می شود.

توقف بازار در مقررات بازار تدوین، و در انتهای هر فصل از سال بازنگری می شود. برخی از حوزه های قانونی، توقف بازار را در چند سطح تعریف نموده و برای مثال، اگر بازار درصد معینی سقوط کند برای مدت مشخصی بازار متوقف می شود و در صورتی که بازار بیشتر سقوط کند این زمان مدت بیشتری خواهد بود. مدت زمان توقف بازار بستگی به میزان سقوط بازار دارد یعنی، هرچه میزان سقوط بیش تر باشد مدت زمان توقف نیز بیش تر خواهد بود. عامل دیگر، ساعت اعمال توقف بازار است. اگر این اعمال در ساعات پایانی روز معاملاتی اتفاق افتد، در آن روز دیگر معاملات از سر گرفته نخواهد شد.

بخش 3 - نهادهای مجاز برای اعمال وقفه های معاملاتی

الف. کلیات

در اکثر حوزه های قانونی بیش از یک مقام مجاز، حق اعمال (یا درخواست) وقفه های معاملاتی را دارد. اختیار اعمال توقف معاملات، ممکن است ناشی از قدرت قانونی مقام ناظر بوده (که ممکن است به سایر مقامات مجاز تفویض شود) یا اینکه به صورت بخشی از مقررات مربوط به گردانندگان بازار تدوین شده باشد. معمولاً توصیف روشنی از مسئولیت های مقام ناظر یا گردانندگان بازار برای اعمال انواع مشخصی از توقف های معاملاتی وجود دارد.

به طور کلی، توقف معاملاتی خودکار مطابق با قوانین و مقررات بازار انجام می شود. برعکس، توقف معاملاتی صلاحیددی ممکن است توسط بازارها یا مقامات ناظر و یا تلفیقی از این دو باشد. هرگونه، تضاد بالقوه بین مقامات برای اعمال توقف معاملات از طریق توافقات قبلی در خصوص مسئولیت هر

کدام از آن‌ها در شرایط خاص یا از طریق ترتیبات غیررسمی برای تبادل به موقع اطلاعات، قابل حل و فصل است.

ب. بازارها

در تمام حوزه‌های قانونی عضو کمیته دائمی در امور مقررات بازارهای ثانویه، بازارها اختیار اعمال توقف معاملات را دارند حتی اگر این بازارها، بازار اصلی نباشند. (و حداقل در یک حوزه قانونی بازار حق انحصاری اعمال توقف معاملات را دارد). این اختیار معمولاً از قوانینی ناشی می‌شود که به بازارها قدرت توقف معاملات را می‌دهند، یا بطور غیرمستقیم پیامد قوانینی هستند که بازارها را ملزم به حصول اطمینان از منظم و منصفانه بودن و همچنین حمایت از سرمایه‌گذاران می‌نماید. شرایطی که تحت آن می‌توان توقف معاملات را اعمال نمود، در مقررات بازار تشریح شده است. برای نمونه، مقررات بازار اعمال توقف معاملات را برای انتشار اطلاعات، برخورد با کوتاهی ناشران در رعایت استانداردهای پذیرش، عدم توازن سفارشات و واکنش به عبور از محدودیت قیمتی یا آستانه توقف بازار، تقلب و دستکاری ظاهری و واقعی و رویدادهای غیرمترقبه، الزامی می‌داند.

حتی اگر بورس‌ها مسئول اعمال توقف معاملات باشند، برخی از آن‌ها نسبت به مطلع نمودن مقامات ناظر از این اقدام، تعهد دارند. برای مثال، ممکن است آنها ملزم به مطلع نمودن مقام ناظر و حوزه قانونی از توقف معاملات باشند. بسته به حوزه قانونی، این مسأله ممکن است فوری یا به صورت ادواری، مثلاً ماهانه باشد.

ج. مقامات ناظر

اکثر مقامات ناظر، به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران یا برای حفظ نظم و یکپارچگی بازار، اختیار قانونی¹ برای توقف همه معاملات اوراق بهادار را دارند. مقامات ناظر، توقف معاملات را زمانی اعمال

1. Statutory Authority

می‌کنند، که شواهد موجود نشان دهد در قیمت اوراق بهادار دستکاری شده یا افشای کافی صورت نگرفته است. این نوع توقف‌های معاملاتی اغلب به عنوان تعلیق معاملات شناخته می‌شوند¹ و معمولاً مدت زمان آن (مثلاً 10 روز) در مقایسه با توقف‌های معاملاتی که توسط بازار (و برای چند ساعت و به منظور انتشار اخبار شرکت) اعمال می‌شود، طولانی‌تر است. در بسیاری از حوزه‌های قانونی، مقام ناظر برای حمایت از منافع عامه مردم و سرمایه‌گذاران اختیار تعلیق تمام معاملات یک بازار را دارد.

بخش 4 - موضوعات مرتبط با اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و

اوراق مشتقه

الف) مقدمه

اگر چه بسیاری از اوراق بهادار فقط در یک بورس پذیرش و معامله می‌شوند، اما برخی از اوراق بهادار در یک حوزه قانونی و در چند بازار و برخی دیگر در بازارهای حوزه‌های قانونی مختلف، پذیرش و معامله می‌شوند. علاوه بر این ابزار مشتقه‌ی بسیاری از اوراق بهادار، در بازارهایی جدا از بازار اصلی اوراق بهادار معامله می‌شوند. بنابراین هنگامی که بازاری معاملات اوراق بهاداری را متوقف می‌کند، فعالان بازار می‌توانند آن اوراق یا ابزار مشتقه‌ی آن را در بازاری دیگر معامله نمایند. تداوم معاملات اوراق بهاداری که در چند بورس پذیرش شده، در بازارهای دیگر و در شرایطی که آن اوراق در بازار اصلی متوقف است، می‌تواند کارآیی توقف را کاهش دهد. بنابراین این سوال مطرح می‌شود که آیا امکان آربیتراژ مقرراتی² به طور جدی وجود دارد و مقام ناظر یا بازاری در حوزه‌ی

1. در کانادا اگر وقفه‌های معاملاتی از سوی مقام ناظر اعمال شود، توقف سفارشات معامله (Cease Trade Orders) نامیده می‌شود.

2. Regulatory Arbitrage

- به مفهوم بهره جویی ناشی از تفاوت اعمال مقررات (مانند توقف معاملات) در بازارهای مختلف می‌باشد. (مترجم)

قانونی ثانویه به هنگام اعمال توقف معاملاتی موازی با حوزه‌ی قانونی دیگر باید چه شرایطی را در نظر داشته باشند.

یکی از مسائل مهم که باید در تصمیم‌گیری بازار برای توقف موازی مدنظر قرار گیرد، میزان شفافیت مقررات و شرایط حاکم بر تصمیم اولیه توقف معاملات است. در توقف صلاح‌دیدی معاملات، شفافیت به میزان زیادی بستگی به ترتیبات همکاری و ارتباطات مؤثر بین بازارها و مقامات ناظر دارد.

ب) اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و در یک حوزه‌ی قانونی

1. کلیات

نگرانی درباره‌ی شفافیت و آربیتراژ مقرراتی درباره توقف معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و در یک حوزه‌ی قانونی کمتر است.

اولاً، در اکثر موارد و به منظور شفافیت، بازاری که توقف معاملات را اعمال می‌نماید بلافاصله بازارهای دیگر را در حوزه‌ی قانونی، از این موضوع مطلع می‌سازد. اگر یک مقام ناظر بر اساس تقلب یا دستکاری توقف معاملاتی را اعمال نماید معمولاً در تمام بازارهای حوزه قانونی این توقف اعمال می‌شود. اگر وقفه‌ی معاملاتی برای افشای عمومی اخبار با اهمیت مربوط به ناشری باشد، مقصود این است که آن اخبار در بازارهایی که اوراق بهادار آن ناشر در آن معامله می‌شود، انتشار یابد. ممکن است ناشر طبق مقررات بورس‌هایی که در آن پذیرش شده ملزم به اطلاع‌رسانی همزمان باشد یا اینکه ناشر فقط ملزم باشد که بازار اصلی را از اخبار مطلع سازد. در مورد اخیر، بازار اصلی به طور مستمر سایر بازارها را مطلع می‌سازد. بعد از اینکه بازارهای مرتبط اخبار را دریافت نمودند، این بازارها با هم در ارتباط مستقیم خواهند بود و نسبت به توقف معاملات در کوتاه‌ترین زمان ممکن

اقدام خواهند نمود؛ لازم به توضیح است که از سرگیری مجدد معاملات نیز با هماهنگی و ارتباط این بازارها با یکدیگر خواهد بود.

در حوزه‌های قانونی مختلف، بازارها و مقامات ناظر روش‌های متفاوتی برای مطلع ساختن سایر بازارها از توقف معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در چند بورس دارند. در برخی از حوزه‌های قانونی، تفاهم‌نامه¹ بین بورس‌ها وجود دارد که رویه‌های خاصی را معین نموده است. حداقل در یکی از حوزه‌های قانونی، بازارها از طریق خطوط ارتباطی الکترونیکی با هم در ارتباطند تا توقف معاملات را بلافاصله به یکدیگر اطلاع دهند. تبادل اطلاعات بین بازارها از طریق تلفن، دورنگار یا پست الکترونیکی انجام می‌شود. برخی از بازارها برای اطلاع یافتن از توقف معاملات در سایر بازارها (در همان حوزه قانونی) گزارشات عمومی یا سرویس‌های خبری مالی را تحت نظر دارند. برخی دیگر، سیستم‌های اطلاعاتی دارند که نقل قول‌ها و اظهارات صورت گرفته درباره‌ی اوراق بهادار متوقف شده را فراهم می‌نماید. بورس‌ها همچنین از طریق اینترنت، سیستم‌های ارسال پیام، یا دیگر سرویس‌های اطلاعاتی فعالیت‌های مربوط را در سایر بورس‌ها تحت نظر دارند.

ثانیاً، امکان بهره‌جویی مقرراتی در یک حوزه‌ی قانونی کم است. در بسیاری موارد، قوانین و مقررات ملزم می‌دارد که اگر معاملات اوراق بهادار خاصی در یک روز متوقف شد، آن اوراق قابل معامله در بازارهای دیگر آن حوزه قانونی نخواهد بود (اگر توقف از سوی بازار اصلی اعمال شود این مسأله همواره صادق است). در سایر حوزه‌های قانونی، اگر معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در یک بورس متوقف شود، معاملات آن اوراق در بازارهای خارج از بورس و دیگر سامانه‌های معاملاتی نیز متوقف می‌شود². به علاوه، در بیش‌تر حوزه‌های قانونی، هنگامی که مقام ناظر، معاملات اوراق بهادار خاصی را متوقف می‌کند تمام معاملات ورقه بهادار صرف نظر از مکان معاملاتی متوقف می‌شود.

1. Memoranda Of Understanding

2. حداقل در یک حوزه قانونی (امریکا)، اگر معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس متوقف شود، مسئولان بازار خارج از بورس نیز اقدام به توقف معاملات آن اوراق بهادار می‌کنند تا اخبار با اهمیت انتشار یابد.

2. اوراق مشتقه

حوزه‌های قانونی اقداماتی را برای حفظ نظم و منصفانه بودن بازارها و افزایش اثر بخشی توقف معاملات در مواردی که محصولات مشتقه وجود دارند، اعمال نموده‌اند. به خصوص، بسیاری از حوزه‌های قانونی، در صورت توقف معاملات ورقه بهادار اصلی، اقدام به توقف معاملات اوراق مشتقه آن می‌نمایند. در برخی موارد، توقف معاملات ورقه بهادار اصلی منجر به توقف خودکار معاملات اوراق مشتقه مرتبط نیز می‌شود و در سایر موارد توقف به صورت صلاح‌دید می‌باشد. حداقل در یک حوزه قانونی، به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ نظم و منصفانه بودن بازار، مقررات بازارهای برگه‌های اختیار معامله به گونه‌ای تنظیم شده است که با توقف معاملات ورقه بهادار اصلی، معاملات برگه‌های اختیار معامله نیز متوقف می‌شود.

برخی از بازارها، مقررات دورگانه‌ای دارند که توقف‌های خودکار را با توقف‌های صلاح‌یدی ترکیب می‌کنند. برای مثال، در برخی حوزه‌های قانونی، اگر معاملات اوراق بهاداری متوقف شود، معاملات تمام اوراق مشتقه مرتبط نیز بطور خودکار متوقف می‌شود؛ مگر آنکه بورسی که اوراق مشتقه در آن معامله می‌شود، تعیین کند که توقف برای حفظ نظم و منصفانه بودن بازار مناسب نیست. علاوه بر این، اخیراً^۱ در برخی از حوزه‌های قانونی، بازارهایی را که قراردادهای آتی در آن‌ها معامله می‌شوند ملزم نموده تا در صورت توقف معاملات دارایی اصلی توسط مقام ناظر، معاملات قراردادهای آتی آن اوراق نیز متوقف شود.

هنگامی که ورقه بهادار بخشی از یک شاخص یا سبد بوده و معاملات آن متوقف شود، حوزه‌های قانونی، معمولاً معاملات سبد یا شاخص را متوقف نمی‌کنند. اما اگر، معاملات اوراق بهادار اصلی که تشکیل‌دهنده بخش عمده‌ای از یک شاخص است متوقف شود (یا این که وزن آن اوراق بهادار در شاخص زیاد باشد)، در این صورت ممکن است معاملات آن اوراق مشتقه ممکن است متوقف شود.

ج) بازارهای فرامرزی¹

با رشد و جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار، تعداد اوراق بهاداری که در بازارهای حوزه‌های قانونی مختلف، پذیرش و معامله می‌شوند، افزایش یافته است. طبق مطالب پیش گفته در زمینه وقفه‌های معاملاتی، یکی از موضوعات کلیدی برای بازارها و مقامات ناظر در هر حوزه قانونی تعیین ویژگی‌ها و شرایطی است که بر اساس آن، توقف معاملات در یک حوزه قانونی، منجر به توقف معاملات به طور موازی در حوزه قانونی دیگر می‌شود. در صورت امکان، بازار یا مقام ناظری که اقدام به توقف معاملات نموده، باید اطلاعات مربوط به توقف معاملات را با حوزه‌های قانونی دیگر به اشتراک گذارد. اما ممکن است در شرایطی این امر دشوار باشد.

بازاری که اقدام به توقف معاملات اوراق بهاداری نموده یا تصمیم به این امر دارد، باید بازارهای خارجی را که آن اوراق بهادار و اوراق مشتقه در آن پذیرش و معامله می‌شود را از این موضوع مطلع و اطلاعات مربوط به توقف را با آنها به اشتراک گذارد. این آگاه‌سازی باید شامل در اختیار گذاشتن اعلامیه‌های خبری ناشر و بیانیه‌های شرکت باشد. بازار خارجی پس از دریافت اطلاعات مربوط به توقف معاملات و همچنین مستندات آن، نسبت به اجرای توقف معاملات بر اساس قوانین و مقررات خود تصمیم‌گیری می‌نماید. در بیش‌تر حوزه‌های قانونی، ملاک اصلی برای انجام توقف موازی این است که بازاری که اقدام به توقف معاملات نموده بازار اصلی اوراق بهادار محسوب شود. به عنوان قاعده کلی، اکثر بازارها برای توقف معاملات از تصمیم بازار اصلی پیروی می‌کنند. این تبعیت با این فرض صورت می‌گیرد که اطلاعات مهم‌تر و اصلی‌تر در مورد ناشر و عوامل موثر بر قیمت اوراق بهادار در بازار اصلی وجود دارد. از سوی دیگر ممکن است بازاری تصمیم بگیرد که از توقف معاملات در بازار اصلی تبعیت نکند چون دلایل را کافی نمی‌داند. علاوه بر این، بسیاری از حوزه‌های قانونی اظهار نموده‌اند که وقفه‌های معاملاتی به دلایل عدم توازن سفارشات، عبور از محدودیت‌های

1. Cross-Border

قیمتی، توقف بازار یا مشکلات سیستمی و زیرساختی توجیه‌کننده توقف معاملات به‌طور موازی نیستند چون بر نحوه تعیین قیمت اوراق بهادار¹ در بازار دیگر تاثیری ندارد.

بخش 5- ادبیات تحقیق

بعد از سقوط بازارها در اکتبر سال 1987، مقامات ناظر بازارهای اوراق بهادار برای حمایت از بازارها در زمان نوسانات شدید، از توقف‌های معاملاتی از جمله توقف بازار استفاده کردند. اقتصاددانان مالی نیز این فرصت را یافتند تا مطالعاتی را برای مقایسه منافع و هزینه‌های انواع مختلف محدودیت‌های بازار² انجام دهند. چندین مطالعه نیز به بررسی تاثیر انواع مختلف محدودیت‌های بازار بر فعالیت‌های معاملاتی پرداخته‌اند.

الف) مطالعات تئوریک

چندین محقق جنبه اقتصادی توقف‌های معاملاتی، توقف بازار و هزینه‌ها و منافع آن‌ها را بررسی نموده‌اند. هریس³ (1998) اثرات اقتصادی توقف‌های بازار و مدل‌های تئوریک اثرات آن را مورد بحث قرار داده است.

1. منافع توقف‌های معاملاتی

نمونه‌ای (از هریس 1998) اهمیت تاثیر خالص توقف‌های بازار بر بازار را نشان می‌دهد. توقف‌های بازار با هدف کاهش نوسانات کوتاه مدت و از طریق کند کردن تغییرات قیمت‌ها عمل می‌کنند. در جریان نوسانات شدید بازار، کند کردن تغییرات قیمت برای اکثر مشارکت‌کنندگان بازار دارای منفعت

1. Price Formation
2. Market Restrictions
3. Harris

است. مثلاً توقف معاملات که به دلیل معاملات ناآگاهانه¹ اعمال می‌شود برای بازار سودمند است. یعنی اگر به دلیل عدم توازن سفارشات ناشی از عملکرد یک معامله‌گر ناآگاه، توقف اتفاق می‌افتد، این توقف برای بازار سودمند است چون معامله‌گران آگاه وارد بازار شده و نقدشوندگی لازم را فراهم می‌کنند. گرین والد و اشتین² (1991) و کودرس و ابرین³ (1994) تغییرات شدید قیمت را بر اساس معاملات ناآگاهانه مدل‌سازی نمودند. در هر دو مدل، در طی تغییرات شدید قیمت، معامله‌گران آگاه دست از انجام معامله برداشته بودند چون از قیمت‌هایی که معامله آن‌ها با آن انجام می‌شد، نامطمئن بودند. هر دو مطالعه به این نتیجه رسیدند که توقف‌های معاملاتی ممکن است از طریق فرصت دادن به سرمایه‌گذاران برای آگاهی بیشتر قبل از انجام معامله، عملکرد بازار را بهبود دهند.

توقف‌های معاملاتی در بازار مبتنی بر سفارش محدود⁴ باعث افزایش نقدشوندگی می‌شود، چون گشایش مجدد بازار به صورت حراج تک قیمتی⁵ است. گشایش بازار با یک قیمت از معامله‌گرانی حمایت می‌کند که سفارشات محدود داشته‌اند. این معامله‌گران تامین‌کنندگان اصلی نقدشوندگی هستند و در شرایط عادی بازار تمایل به تامین نقدشوندگی دارند زیرا می‌دانند که در صورت نوسانات شدید بازار مورد حمایت قرار می‌گیرند.

2. هزینه‌های توقف معاملات

وقفه‌های معاملاتی بدون هزینه نیستند. اگر نوسانات کوتاه مدت مربوط به اطلاعات بنیادی مؤثر بر قیمت سهام باشد، توقف معاملات به سادگی باعث می‌شود زمان لازم برای تاثیر اطلاعات بر قیمت افزایش یابد. به عبارت دیگر اگر اطلاعات بنیادی در طی مدت توقف فراهم شود، فرآیند

1. Uninformed Trading
 2. Greenwald & Stein
 3. Kodres & Obrian
 4. Limit Order – Driven
 5. Single Price Auction

تعیین قیمت به دلیل توقف به تأخیر می‌افتد. ولی به طور کلی توقف‌ها مانع تأثیر اطلاعات بنیادی بر قیمت نیستند، حتی اگر کاهش قیمت با اهمیتی در دوره زمانی خیلی کوتاهی رخ بدهد. علاوه بر این، نامطمئن بودن قیمت¹ افزایش می‌یابد چون هیچ اطلاعاتی از طریق معاملات منتقل نمی‌شود و با از سرگیری معاملات نوسانات زودگذر² شدیدتر است. توقف‌های معاملاتی (و محدودیت‌های قیمتی)، نوسانات زودگذر را افزایش می‌دهند. اگر مشارکت‌کنندگان بازار به این مساله ظنین شوند که توقف معاملات قبل از این‌که آن‌ها معاملاتشان را انجام دهند اتفاق خواهد افتاد، آن‌ها سریع‌تر اقدام به انجام معامله می‌کنند. بنابراین زمانی که احتمال وقوع توقف معاملات وجود دارد، معامله‌گران منطقی با تغییر استراتژی معاملاتی خود، باعث افزایش نوسانات بازار می‌شوند. سوبرامانیام³ (1994) مدلی درباره این تأثیر بر رفتار معامله‌گران ساخته است.

3. نتیجه‌گیری از مطالعات تئوریکی

نتایج مطالعات تئوریکی درباره به‌صرفه بودن توقف‌های معاملاتی و توقف بازار مختلف است. توقف‌های معاملاتی باعث کندشدن تغییرات قیمت‌ها (که متأثر از اطلاعات بنیادی هستند) می‌شود. تأثیری که این تغییرات با تأخیر قیمت بر نوسانات زودگذر (کوتاه مدت) دارد، مشخص نیست. اگر معامله‌گرانی که به نوسانات زودگذر دامن می‌زنند محدود شوند، نوسانات زودگذر کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، جلوگیری از معاملات معامله‌گرانی که مشارکت آن‌ها منجر به انتقال اطلاعات می‌شود باعث افزایش نوسانات زودگذر خواهد شد. تأثیر خالص این نوع وقفه‌های معاملاتی بر نوسانات زودگذر قابل تعیین نیست.

1. Price uncertainty
2. Transitory Volatility
3. Subrahmanyam

ب) مطالعات تجربی

مطالعات تجربی درباره تاثیر انواع مختلف وقفه‌های معاملاتی (شامل توقف معاملات، توقف بازار و محدودیت‌های قیمتی) بر نوسانات زودگذر، تحت تاثیر مشکلات آماری می‌باشد. به طور کلی، مطالعات مربوط به تاثیر توقف‌های معاملاتی، به مقایسه معیارهای بازار بعد از توقف با آنچه که آن معیارها قبل از اعمال توقف بوده‌اند، می‌پردازد. معمولاً حذف توضیحات منطقی دیگر درباره نوسانات قیمت بعد از توقف‌های معاملاتی، دشوار است. بنابراین لازم است تا مفروضات بسیار قوی دال بر نبود محدودیت‌های بازار برای بررسی نوسانات زودگذر گذاشته شود. علاوه بر این تفکیک نوسانات بازار به اجزاء زودگذر و بنیادی از طریق مدل‌های آماری طراحی شده بسیار دشوار می‌باشد.

1. موضوعات آماری

آماردانان برای دقت نتایج کار خود از نمونه‌های بزرگ استفاده می‌کنند. نمونه‌های به کار رفته برای مطالعات تجربی توقف‌های معاملاتی به دلیل تفاوت تکرار توقف‌ها دارای محدودیت هستند. اگر توقف معاملاتی به طور مکرر اعمال شده باشد، آزمون‌ها قابل انجام و نتایج منطقی قابل دستیابی خواهند بود. مشکل این رویکرد این است که دامنه توضیحات بسیار گسترده است. یعنی نوسانات قیمت بعد از توقف‌های معاملاتی به دلایل متعددی امکان‌پذیر است. به منظور آزمون دقیق تاثیر توقف‌های معاملاتی دلایل و توضیحات دیگر (در مورد نوسانات قیمت) باید مستقل از مقررات (که منجر به اعمال توقف شده) باشد، لیکن باید با شرایطی که باعث اعمال این مقررات شده، همبستگی داشته باشد.

2. توقف‌های معاملاتی هماهنگ شده¹

مطالعات محدودی درباره بررسی تاثیر هماهنگ‌سازی توقف‌های معاملاتی بر بازارها، صورت گرفته است. به دلیل اینکه داده‌های مربوط به هماهنگ‌سازی توقف‌های معاملاتی کمیاب هست، موزر² (1990) تاثیرات احتمالی توقف بورس کالای شیکاگو³ در 13 اکتبر 1989 را توصیف نموده است. موزر افزایش حجم معاملات در بورس نیویورک را به عدم وجود هماهنگی توقف بازار در بین بازارها، نسبت داده است. به هر حال، چون موزر (1990) به طور تجربی تاثیر توقف بازار را آزمون نکرده است لذا نتیجه‌گیری‌های او باید با احتیاط تفسیر شود.

3. توقف معاملات اوراق بهادار منفرد⁴

لی، ردی و سگوین⁵ (1994)، به بررسی تاثیر توقف معاملاتی بر حجم معاملات و تغییرات قیمت اوراق بهادار منفرد در بورس نیویورک پرداخته‌اند. توقف معاملات اوراق بهادار منفرد به دلیل عدم توازن سفارشات، اخبار با اهمیت منتشر نشده⁶ و انتشار اخبار⁷ صورت می‌گیرد. آن‌ها در بررسی خود توقف‌های معاملات را با توقف‌های کاذب⁸ مقایسه نمودند. توقف‌های کاذب دوره‌های زمانی بود که همان سهام وضعیت مشابهی داشته لیکن هیچ توقف معاملاتی بر آن اعمال نشده است. آنان دریافتند که حجم معاملات به مدت 3 روز بعد از توقف معاملات نسبت به شرایط کاذب بالاتر بوده است. آنان همچنین دریافتند که نوسانات قیمت یک روز بعد از اعمال توقف به طور با اهمیتی بالا بوده است. شواهد آنان با این فرضیه که توقف‌های معاملاتی باعث ثبات قیمت‌ها می‌شود مطابقت ندارد.

1. Coordinated Trading Halts

2. Moser

3. Chicago Mercantile Exchange (CME)

4. Individual Securities

5. Lee, Ready & Seguin

6. Pending News

7. News Dissemination

8. Pseudo Halts

کریستی، کوردین و هریس (2002)، تاثیر توقف‌های معاملاتی (مربوط به اخبار) را بر قیمت‌ها، هزینه‌های معاملاتی و حجم معاملات در نزدیک بررسی نمودند. آنان دریافتند که عدم اطمینان ناشی از توقف معاملات بعد از شروع مجدد معاملات برطرف نشده است. زمانی که توقف پس از 5 دقیقه دوره ورود مظنه¹ رفع می‌شود، معاملات با شکاف قیمتی بالاتر و نوسانات بیشتری از سر گرفته می‌شود. زمانی که توقف در صبح روز بعد و با 90 دقیقه دوره ورود مظنه، رفع می‌شود شکاف قیمتی و نوسانات قیمت کمتر است.

4. محدودیت‌های قیمت

لوترباخ و بن-زیون² (1993)، محدودیت‌های قیمتی ثابت را در بورس تل‌آویو در هفته منتهی به 19 اکتبر سال 1987 مطالعه نمودند. در آن زمان بورس تل‌آویو از حراج تک قیمتی استفاده می‌کرد. مقررات معاملات ملزم می‌نمود که قیمت معامله باید در دامنه نوسان 10 درصد آخرین قیمت روز قبل باشد یا اینکه معاملات سهام متوقف می‌شد. مازاد تقاضا و عرضه بر اساس آخرین قیمت روز گذشته و قبل از حراج تک قیمتی برای عموم مشخص بود. لوترباخ و بن-زیون (1993)، از این اطلاعات برای بررسی اینکه چگونه بعد از توقف معاملات عدم توازن سفارشات روز قبل تغییر می‌یابد، استفاده نمودند.

یافته‌های آنان حاکی از این است که توقف باعث حذف بخشی از عدم توازن شده ولی به طور کامل آن را برطرف نمی‌کند.

ج) نتیجه‌گیری

الگوهای توقف معاملات (و توقف بازار) نشان می‌دهد که تحت شرایط مناسب، منافع وقفه‌های معاملاتی، کاربرد آن‌ها را توجیه می‌کند. محدودیت‌های معاملاتی که با آن مقامات ناظر، نوسانات

1. Five Minute Quotation
2. Lauterach & Ben - Zion

قیمت ناشی از معاملات ناآگاهانه را محدود می‌سازند، بیشترین منفعت را دارند. متأسفانه اثبات منافع بالقوه دشوار است، چون در دوران نوسانات شدید بازار شناسایی تغییرات قیمت ناشی از معاملات ناآگاهانه غیرممکن است. علاوه بر این، توقف‌های معاملاتی هزینه‌های بالقوه دارند. برای مثال فرآیند تعیین قیمت را به تاخیر می‌اندازد (اگر اطلاعات بنیادی در طی مدت توقف فراهم شود) و یا باعث افزایش نوسانات قیمت می‌شود.

شواهد تجربی درباره تاثیر انواع مختلف محدودیت‌های معاملاتی بر نوسانات قیمت، متفاوت می‌باشد. دلایل و توضیحات زیاد دیگری برای نوسانات قیمت وجود دارد. مطالعات تجربی در مورد توقف‌های معاملاتی (و توقف بازار) در شناسایی و اثبات تاثیر با اهمیت بر نوسانات قیمت ناتوان هستند. یافته‌های اکثر مطالعات حاکی از این است که تاثیر توقف‌های معاملاتی بر نوسانات بعدی قیمت ناچیز و کوتاه‌مدت است. به دلیل وجود مشکلات آماری، که برای مطالعات مربوط به نوسانات شدید بازارها امری ذاتی است، مطالعات تجربی به نتایج قوی و قابل قبولی دست نیافته‌اند.

بخش 6 - اطلاعات توقف معاملات

کمیته مشورتی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار¹ اطلاعات مربوط به اعمال توقف صلاحیددی معاملات را فراهم نموده است.² شانزده عضو پرسشنامه را تکمیل کرده‌اند.³ اطلاعات به شکل متفاوتی ارائه شده بود. برای مثال، برخی اطلاعات فقط به صورت متن توصیفی و برخی دیگر

1. IOSCO's Consultative Committee

2. در برخی موارد این اطلاعات شامل وقفه‌های معاملاتی مانند محدودیت‌های قیمتی است که به صورت اتوماتیک توسط سامانه معاملات اعمال شود. برای مثال، در بورس هنگ کنگ 2% از توقف معاملات به دلیل تغییرات غیرمتعارف در قیمت سهام شرکت‌ها بوده است. علاوه بر آن، در برخی موارد توقف صلاحیددی معاملات ممکن است منجر به توقف خودکار معاملات شود. برای مثال، در بورس سوئیس هنگامی که معاملات سهمی متوقف می‌شود معاملات تمام اوراق مشتقه آن نیز متوقف می‌شود (مثل، برگه های حق خرید، اختیار خرید و فروش، اوراق قرضه). توقف معاملات سهام شرکت X ممکن است منتهی به توقف معاملات تعداد زیادی از اوراق مشتقه شود. در نتیجه، تعداد توقف اوراق مشتقه بسیار زیاد است. (بورس سوئیس 159 توقف در معاملات سهام، 141 توقف در معاملات اوراق قرضه، و 6486 توقف در اوراق مشتقه در سال های 2000 و 2001 گزارش نموده است).

3. بورس استرالیا، بورس هنگ کنگ، بورس استانبول، بورس ایتالیا، بورس لندن، بورس کوالالامپور، بورس مادرید، بورس اسپانیا، بورس مکزیک، بازار نزدیک (ایالات متحده)، بورس نیویورک، بورس لهستان، بورس سوئیس، بورس سائوپولو (برزیل)، بورس تایوان، و بورس تورنتو (کانادا).

به صورت نموداری بود که دوره یا علت توقف‌ها را نشان می‌داد. چنین تفاوت‌هایی انجام مقایسه را مشکل کرده بود. به هر حال، تجزیه و تحلیل اطلاعات دریافتی حقایق زیر را آشکار نموده است:

الف) همه حوزه‌های قانونی دارای مقرراتی برای اعمال توقف معاملات بوده‌اند، بیش‌تر آن‌ها، اطلاعات توقف معاملات را نگهداری و در سایت‌های خود و یا از طریق سرویس‌های خبری منتشر می‌نمایند. آنها اطلاعات عمومی مربوط به توقف معاملات مانند اوراق بهادار متوقف شده، دلایل توقف و زمان توقف را نگهداری می‌نمایند.

ب) حوزه‌های قانونی از نظر روش اعمال توقف معاملاتی متفاوت هستند. برای مثال، بورس اوراق بهادار استرالیا بین "توقف" معاملات، که حداکثر برای دو روز اعمال می‌شود (مگر آنکه اعلانات و انتشار اخبار برای مطلع سازی بازار زودتر صورت گیرد) و "تعليق" معاملات تفاوت قایل می‌شود. در طول توقف معاملات کارگزاران می‌توانند پیشنهاد خرید خود را وارد سامانه معاملات نمایند اما در حالت تعلیق، پنجره معاملات قفل و امکان ورود قیمت‌های پیشنهادی وجود ندارد.

ج) به منظور تسهیل مقایسه توقف معاملات در بازارهای مختلف، نسبت تعداد توقف‌ها در طول 12 ماه به تعداد شرکت پذیرفته شده در آن بازار، تعریف شده است.¹ در بیش‌تر این بازارها متوسط توقف سالانه بسیار اندک بوده است. دامنه بین 0/2 و 0/36 بر حسب توقف/سال/ شرکت بوده است.² سه بازار، یعنی برزیل (0/71)، کانادا (0/66) و هنگ کنگ (0/56) میانگینی سالانه بالایی داشته‌اند. این مقایسه به دلیل ماهیت نامتجانس تعریف توقف‌های معاملاتی و علت توقف در حوزه‌های قانونی، ارزش کمی دارد.

د) اگرچه، مقررات تدوین شده در حوزه‌های قانونی مختلف به نظر نامتجانس می‌رسند و دلایل توقف نیز با یکدیگر متفاوت است، اما شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد که اعمال توقف با هدف

1. در ضمیمه ب خلاصه ای از مقایسه دفعات توقف معاملات و همچنین نسبت محاسبه شده، نشان داده شده است.

2. به عنوان نمونه، تایوان، توقف معاملات بسیار کمی گزارش کرده است. فقط 27 توقف در دوره 2000-2001 گزارش شده است (1/1 توقف در هر ماه). اعداد واقعی حتی ممکن است کم‌تر از این رقم نیز باشند چون 5 توقف به دلیل ادغام شرکت‌ها و در هفته آخر دسامبر 2001 اعمال شده است، 22 توقف دیگر همگی مربوط به حذف شرکت‌ها از فهرست بورس بوده است.

مشترک صورت می‌گیرد و آن حصول اطمینان از کارکرد هموار و موزون بازار در شرایطی است که ممکن است بازار اطلاعات کافی از اوراق بهادار و ناشران آن در اختیار نداشته باشد. در این بورس‌ها اخبار منتشر نشده و اطلاعات موثر بر قیمت دلایل اصلی توقف معاملات هستند: لندن، (33%)، استانبول (34%)، اسپانیا (56%)، مکزیک¹ (65%) و تورنتو (74%).

دلایل فوق همچنین در این بورس‌ها دارای اهمیت بوده است: در مالزی 13% و دومین دلیل توقف، در هنگ‌کنگ 15% و سومین دلیل توقف، در برزیل 15% و دومین دلیل توقف و در ایتالیا 22% و دومین دلیل توقف، دیگر دلایل عمده توقف‌ها که بین بورس‌ها مشترک بوده است عبارتند از: حذف از فهرست بورس (یکی از سه دلیل عمده در 5 نمونه انتخابی)، ادغام و تحصیل، تصاحب² و پیش‌بینی سود هر سهم، اعلام سود نقدی و حق تقدم (سه دلیل اصلی در 4 نمونه انتخاب شده). ه (بخش عمده اطلاعات دریافتی شامل مدت زمان توقف نیز بوده است، در سه بازار دوره توقف بستگی به نوع رویداد موثر³ داشته است، در کل، داده‌ها نشان می‌دهد که دوره توقف کوتاه است، میانگین آن کمتر از سه روز است. این داده‌ها با نظر کمیته مشورتی است که اعتقاد دارد وقفه‌های معاملاتی فقط باید در شرایط خاصی استفاده و هر چه زودتر رفع شود، مطابقت دارد.

بخش 7 - به اشتراک گذاشتن اطلاعات و اطلاعات برقراری تماس

چنان‌که قبلاً بیان شده، عامل کلیدی برای تصمیم‌گیری اشخاص ذی‌صلاح برای اعمال توقف معاملات به طور موازی و در سطح فرامرزی، میزان شفافیت مقررات و حقایقی است که مبنای تصمیم برای اعمال وقفه معاملاتی در حوزه قانونی خارجی قرار می‌گیرد. در وقفه‌های معاملاتی صلاحیدیدی، درجه شفافیت تاحد زیادی بستگی به اثربخش بودن ترتیبات همکاری و ارتباطات بین

1. این بورس از عبارت "عدم افشای اطلاعات" (failure to disclose information) استفاده کرده است که می‌تواند شامل اخبار منتشر نشده، اطلاعات موثر بر قیمت و عدم رعایت الزامات افشا باشد.

2. Take over

3. Triggering Event

بازارها و مقامات ناظر دارد. اطلاعات کلیدی که ممکن است در این زمینه مدنظر قرار گیرد، عبارتند از ماهیت اطلاعات مبنای توقف معاملات و دوره توقف و نقدشوندگی بازاری که ابزار مالی در آن معامله می‌شود.

بازارها در اکثر حوزه‌های قانونی، برای تسهیل ارتباطات و تبادل اطلاعات مربوط به توقف معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس و در سطح فرامرزی، ترتیبات غیررسمی دارند. بخشی از این ترتیبات غیررسمی، نگهداری فهرست ناشرانی است که اوراق بهادار آن‌ها در حوزه‌های قانونی دیگر پذیرش و معامله می‌شوند، فهرست اطلاعات لازم برای تماس با بازارها، شامل نام افراد کلیدی، آدرس‌ها، شماره تلفن و دورنگار می‌باشد. برای مثال، فدراسیون جهانی بورس‌ها فهرستی از نام اشخاص کلیدی هر بورس را نگهداری می‌کند.¹

علاوه بر آن، گروه نظارت بین بازارها²، به اعضا اجازه داده است تا برای تبادل اطلاعات بازار، تلاش‌های همکاری در سطح صنعت با یکدیگر داشته باشند. اعضای این گروه فهرست تماس تمام کشورهای مشارکت‌کننده را برای ارتباطات کارآتر بین بازارها، در اختیار دارند.

تفاهم‌نامه بین‌المللی اشتراک اطلاعات³ سازوکاری را ایجاد نموده تا در صورت وقوع رویدادهای مؤثر⁴، بازارهای اوراق مشتقه یا اتاق‌های پایاپای بتوانند اطلاعات را از یک یا چند بازار یا اتاق پایاپای عضو درخواست کنند. مقامات ناظر امضاءکنندگان این تفاهم‌نامه، همچنین تفاهم‌نامه دیگری با عنوان "اعلام هماهنگی و نظارت بر بازارهای بین‌المللی قراردادهای آتی و سازمان‌های پایاپای"⁵ نیز

1. کشورهایی که بورس‌های آن‌ها در فهرست منتشره فدراسیون جهانی بورس‌ها منتشر می‌باشد عبارتند از: یونان، اسپانیا، ایتالیا، مجارستان، پرتغال، دانمارک، قبرس، آلمان، فنلاند، فرانسه، ایسلند، ایرلند، بریتانیا، لوکزامبورگ، سوئیس، نروژ، سوئد، استونی، هلند و اتریش.

2. گروه نظارت بین بازارها (Intermarket Surveillance Group) از عضویت 23 سازمان خودانتظام از 5 کشور تشکیل شده است. هدف این گروه افزایش نظارت بین بازار برای اطمینان از یکپارچگی معاملات سهام و اوراق اختیارخريد و فروش و حمايت عمومي است.

3. International Information Sharing Memorandum of Understanding (IISMOU)

4. نمونه‌هایی از رویدادهای مؤثر عبارتند از: کاهش قابل توجه در منابع مالی اصلی شرکت، جریان‌ات نقدی زیاد در حساب مشتریان، سرمایه‌گذاری زیاد در قراردادهای آتی و اختیارات خرید و فروش. تاکنون 66 بازار اوراق مشتقه و اتاق پایاپای تفاهم‌نامه بین‌المللی اشتراک اطلاعات را امضا نموده‌اند.

5. Declaration on Cooperation and Supervision of International Future Markets and Clearing Organizations

امضاء نموده‌اند. تحت این تفاهم‌نامه در صورت وقوع رویدادهای مؤثر اشتراک اطلاعات فوراً امکان‌پذیر خواهد بود.

اگرچه گروه نظارت بین بازارها، تفاهم‌نامه بین المللی اشتراک اطلاعات و تفاهم‌نامه اعلام هماهنگی و نظارت بر بازارهای بین‌المللی قراردادهای آتی و سازمان‌های پایپای، صراحتاً به توقف‌های معاملاتی اشاره ندارند لیکن همه آنها سازوکار کلی برای تبادل اطلاعات و ارتباطات فراهم می‌آورند که برای به اشتراک‌گذاری اطلاعات مربوط به توقف‌های معاملاتی قابل استفاده است.

با اینکه اکثر حوزه‌های قانونی اعلام داشته‌اند که اختلاف زمانی¹ اثربخشی توقف‌های معاملاتی را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد لیکن اختلافات زمانی، ارتباطات بین بازارهایی که اوراق بهادار در آنها معامله می‌شود را تحت تاثیر قرار می‌دهد. تعداد کمی از حوزه‌های قانونی اشاره نموده‌اند اختلافات زمانی می‌تواند مهم باشد چون تاخیر زمانی بین اعمال توقف در یک بازار و شروع معاملات در بازار دیگر باعث انتقال اطلاعات بین بازارها می‌شود. اهمیت اشتراک اطلاعات و اطلاعات لازم برای برقراری تماس با واقعه 11 سپتامبر سال 2001، برجسته‌تر شد. زمانی که همه بازارهای ایالات متحده در نتیجه بحران بسته بودند بازارها و مقامات ناظر خارج از ایالات متحده می‌بایست تصمیم می‌گرفتند 1- کل بازار بسته شود 2- اوراق بهاداری که در ایالات متحده نیز معامله می‌شود، متوقف شوند. 3- معاملات اوراق بهاداری متوقف شود که ایالات متحده، بازار اصلی آنهاست، 4- اقدامی نکنند.

اکثر حوزه‌های قانونی تصمیم گرفتند تا بازارهایشان را باز نگه دارند اما معاملات اوراق بهاداری را که ایالات متحده بازار اصلی آنها بود متوقف سازند. ارتباط رسمی و غیررسمی بین مقامات ناظر و بازارها بخش مهمی از این فرآیند تصمیم‌گیری بود. این تجربه همچنین اهمیت نیاز به داشتن رویه‌های مناسب برای مواجهه با بسته‌شدن بازار در دیگر حوزه‌های قانونی را آشکار نمود. داشتن

1. Time Zone

اسامی اشخاص برای گرفتن تماس، شماره تلفن، درونگار و آدرس‌های الکترونیکی آن‌ها بخشی از این رویه‌ها می‌باشد.

بخش 8 - نتیجه‌گیری و پیشنهادات

توقف‌های معاملاتی ابزاری است که برای مقابله با بی‌نظمی‌های بالقوه و واقعی بازار استفاده می‌شود. از طریق ایجاد وقفه در بازار، می‌توان خطر برهم خوردن نظم بازار را کاهش داد. وقفه‌های معاملاتی در تمام حوزه‌های قانونی و بیشتر در این دو وضعیت به کار می‌رود: دسته اول، وقفه‌های معاملاتی طراحی شده‌اند تا استفاده‌کنندگان فرصت کافی برای جذب اطلاعات با اهمیت و ارزش‌گذاری اوراق بهادار داشته باشند. این توقف اصولاً زمانی اعمال می‌شود که ناشر اطلاعات جدیدی را منتشر می‌کند، اما اگر ناشر در موقعیتی نباشد که بتواند اطلاعات موثر بر قیمت را منتشر کند و امکان نشت اطلاعات وجود داشته باشد مجدداً توقف اعمال می‌شود. چنانچه، گردانندگان بازار یا مقام ناظر تشخیص دهند ناشر در افشای اطلاعات (یا رعایت الزامات پذیرش) قصور می‌کند اقدام به توقف معاملات خواهند نمود.

دسته دوم از شرایط که در آنها وقفه‌های معاملاتی اعمال می‌شود عدم توازن سفارشات، تغییرات شدید یا نشانه‌هایی حاکی از برهم خوردن نظم بازار است. در این موارد، توقف معاملاتی فرصتی را فراهم می‌آورد تا عرضه و تقاضا در قیمت معاملاتی جدیدی به توازن رسد. کاربرد توقف معاملات در شرایطی که اوراق بهادار (یا اوراق مشتقه آن) در بیش از یک بازار معامله می‌شود، برای گردانندگان بازار، مقامات ناظر و ناشران مسائلی را ایجاد می‌کند. این مسائل شامل موارد زیر است:

- نیاز به ارزیابی دقیق خطر بالقوه سرمایه‌گذاران و بازارها ناشی از وجود رویکردهای متفاوت برای توقف معاملات.

• اثربخشی فرآیندی که با آن اطلاعات مرتبط با توقف معاملات اعمال شده در یک بازار یا حوزه قانونی، به دیگر بازارها و پایگاه‌های معاملاتی مستقل منتقل شده و در دسترس استفاده‌کنندگان آنها قرار می‌گیرد.

این موضوعات زمانی ایجاد می‌شود که پایگاه‌های معاملاتی متعددی در یک حوزه قانونی یا در بیش از یک حوزه قانونی وجود داشته باشند.

ارتباطات بین ناشران، بازارها، مقامات ناظر در یک حوزه قانونی باید نسبتاً مستقیم باشد. بهر حال، اگر پایگاه‌های معاملاتی در بیش از یک حوزه قانونی واقع باشند، این موضوعات پیچیده‌تر خواهد بود. نه تنها در سطح فرامرزی تفاوت در کاربرد توقف‌های معاملاتی بیشتر است بلکه فرآیندهای ایجاد و نگهداری جریان اطلاعات نیز اهمیت بیشتری خواهد داشت.

الف. ارزیابی خطرهای مربوط به تفاوت رویکردهای مقرراتی

اگرچه تمام حوزه‌های قانونی بر اساس اهداف مشترک برای اعمال وقفه‌های معاملاتی، رویه‌هایی دارند، اما جزئیات این ترتیبات مطابق با شرایط بومی تغییر یافته و اغلب با یکدیگر تفاوت دارد. حال این سؤال مطرح است که این تفاوت‌ها چگونه و تا چه اندازه برای بازارها و سرمایه‌گذاران ایجاد خطر می‌نماید.

با توجه به رویکردهای متفاوت در حوزه‌های قانونی برای اعمال توقف‌های معاملاتی، سه خطر اصلی را می‌توان تعریف نمود:

اولین خطر این است که اگر در پی تعلیق معاملات اوراق بهادار در بازار اصلی، بازارهای دیگر به فعالیت خود ادامه دهند و سفارشات سرمایه‌گذاران با استفاده از تسهیلات معاملاتی این بازارها اجرا شود، سرمایه‌گذاران بازارهای موازی در معرض خطر بالاتری قرار خواهند داشت.

دومین خطر، که اهمیت بیشتری دارد این است که سرمایه‌گذاران حوزه‌های قانونی دیگر حتی از این موضوع آگاه نباشند که توقف معاملات قبل از اعلامی با اهمیت یا در واکنش به عدم رعایت مقررات، صورت گرفته است.

سومین خطر مربوط به توانایی برخی از سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان بازار برای جابه‌جایی معاملات خود به حوزه‌های قانونی دیگر است که این مساله اثربخشی معیاری تعریف شده، به نام "منافع عموم"¹ را تضعیف می‌کند. اهمیت بالقوه این سه خطر ذکر شده در مواردی که وقفه معاملاتی به منظور دریافت اطلاعات جدید با اهمیت از یک ناشر یا به دلیل تقلب و عدم رعایت مقررات اعمال شده باشد، بیشتر از حالتی است که وقفه معاملاتی برای رفع عدم توازن کوتاه مدت سفارشات صورت گرفته است. در حالت اخیر هدف توقف معاملاتی، مواجهه با شرایط فنی در یک پایگاه معاملاتی خاص است نه در کل بازار. در واقع اعمال توقف معاملاتی به دلیل وجود شرایط خاص سفارشات در یک پایگاه معاملاتی بوده است. برای برخی از سرمایه‌گذاران، فرصت جابجایی سفارشات به پایگاه‌های معاملاتی موازی در زمان توقف، ایجاد منفعت می‌کند.

اگر وقفه‌های معاملاتی ناشی از "مسائل مربوط به ناشر"² باشد، اقدامات صورت گرفته وضوح و صراحت کمتری دارد. مشخصاً، حوزه‌های قانونی برای توقف معاملات و به منظور کسب زمان لازم برای انتشار اخبار ناشر، رویکردهای متفاوتی دارند. عواملی مانند مقدار اطلاعاتی که ناشر به طور معمول و به طور ادواری، ملزم به افشا می‌باشد، زمانبندی عادی (حین روز) اعلام‌ها و سرعت عادی انتشار اطلاعات به سطح نسبتاً گسترده‌ای از مخاطبان، این مساله را نشان می‌دهد. به هر حال در برخی شرایط و برای حمایت از سرمایه‌گذاران و یکپارچگی، بازارهای ثانویه (بازارهای موازی) از بازار اصلی تبعیت می‌کنند. این شرایط عبارتند از:

- ناشر قبل از اعلام اخبار با اهمیت و غیر معمول درخواست تعلیق معاملات را نموده باشد.

1. Public Good
2. Issuer Factors

- مسئولان بازار اصلی، معاملات را به دلیل نشر اطلاعات مؤثر بر قیمت متوقف کرده باشند.

- مسئولان بازار اصلی به طور موقت به دلیل تخلفات قانونی و مقرراتی مانند عدم رعایت الزامات افشای مداوم و یا به دلیل وضعیت نامناسب مالی شرکت (که نمی‌تواند مبنای مناسبی برای معاملات اوراق بهادار ناشر باشد) اقدام به توقف معاملات نمایند.

کمیته فنی اعتقاد دارد که در شرایط اشاره شده فوق، مسئولان بازار در همه حوزه‌های قانونی که اوراق بهادار در آن‌ها معامله می‌شود، انگیزه بومی قوی¹ برای تبعیت از حوزه قانونی اصلی دارند. در هر صورت اگر مقامات ناظر اجازه بدهند معاملات اوراق بهاداری که در بازار اصلی معاملات آن متوقف شده، تداوم یابد باید خطرهای مربوط را به طور کامل مورد ارزیابی قرار دهند.

ب. فرآیندهای ارتباطی کارآ

به‌طور کلی، بزرگترین خطر و تهدید در رابطه اوراق بهاداری که در چند بورس پذیرش و معامله می‌شوند، این حقیقت است که سرمایه‌گذاران در دیگر حوزه‌های قانونی (به غیر از حوزه قانونی بازار اصلی)، به دلایلی از تعلیق معاملات (که به ویژه قبل از اعلام‌های با اهمیت یا در واکنش به تخلف از مقررات پذیرش صورت می‌گیرد)، آگاه نشوند. کمیته فنی برای کاهش این خطر اقداماتی را در نظر گرفته است.

اساساً، مقامات ناظر، گردانندگان بازار و فعالان بازار، در حوزه‌های قانونی ثانویه، نیاز دارند به قوانین و مقررات توقف معاملات در سایر حوزه‌های قانونی دسترسی داشته باشند. مقامات ناظر باید از دسترسی عمومی (از طریق آنها یا از طریق بازارها) اطلاعات مربوط به وقفه‌های معاملاتی، مقررات و پروتکل‌هایی که تحت آنها این وقفه‌ها انجام می‌شوند، اطمینان یابند.

1. Strong Domestic Ground

در بسیاری موارد، خود ناشران نقش اصلی را در درخواست توقف معاملات از حوزه‌های قانونی ثانویه دارند. در صورتی که ناشر در حوزه قانونی ثانویه با مسئولان پذیرش و بازار ارتباط رسمی داشته باشد بطور عادی درخواست تعلیق معاملات را به هر پایگاه معاملاتی که در آن پذیرش شده است، تسلیم می‌کند.

مسئولان پذیرش و بازار باید ناشران را تشویق کنند تا درخواست توقف معاملات (و انتشار اخبار با اهمیت) را به نحو کارآیی به آنها منتقل کنند و به بهترین روش برای هماهنگ نمودن چنین درخواست‌هایی (و یا اعلام‌ها) توجه داشته باشند تا اطمینان یابند که تعلیق (و انتشار اطلاعات) بطور منظم در همه پایگاه‌های معاملاتی صورت گرفته است.

در برخی شرایط، فرآیند تبادل اطلاعات مربوط به وقفه‌های معاملاتی پیچیده‌تر می‌شود. برای مثال، بازار اصلی تصمیم می‌گیرد که پذیرش یا معاملات اوراق بهاداری را با نظر خود تعلیق نماید (بدون درخواست ناشر و بدون موافقت وی). در این حالت هیچ سازوکاری رسمی برای تبادل اطلاعات به مسئولان مربوطه در سایر حوزه‌های قانونی وجود ندارد. در اکثر حوزه‌های قانونی چنین تعلیق‌هایی نسبتاً کم هستند و معمولاً فقط وقتی اتفاق می‌افتند که نشانه‌ای از کمبود اطلاعات با اهمیت یا برخی مشکلات جدی وجود داشته باشد. در این گونه موارد، ضروری است که مقامات مسئول پذیرش و بازار در سایر حوزه‌های قانونی به سرعت از تعلیق اطلاع یابند. به نظر کمیته فنی، روش مفید و مناسبی برای مسئولان بازار اصلی این است که از سایر بازارهایی که اوراق بهادار در آن پذیرش و معامله می‌شود اطلاع داشته باشند، بخصوص بازارهایی که اوراق در آن بطور مداوم معامله می‌شود. همچنین برای همه بازارهایی که اوراق بهادار در آن معامله می‌شود، رویه مناسب اطلاع از توقف‌های معاملاتی صلاح‌دیدنی است. مسئولان پذیرش و بازار باید ناشران را تشویق کنند تا آنها را از سایر بازارهایی که اوراق بهادارشان در آن پذیرش می‌شود، مطلع سازند. مسئولان پذیرش و بازار همچنین باید ترتیباتی را برای تبادل اطلاعات مربوط به توقف معاملات با آن بازارها انجام دهند.

علاوه بر این، در شرایطی ممکن است (با ظهور پایگاه‌های معاملاتی جدید) ناشر، بازار اصلی و بازارهای رسمی دیگری که اوراق بهادار در آن پذیرش شده از همه پایگاه‌های معاملاتی که اوراق بهادار در آن معامله می‌شود، اطلاعی نداشته باشند. این اتفاق زمانی روی می‌دهد که اوراق بهادار در بازارهایی معامله شود که هیچ‌گونه توافق پذیرشی بین گرداننده بازار¹ و ناشر وجود ندارد. علاوه بر این ناشر و بازار اصلی ممکن است از پایگاه‌های معاملاتی که در آن اوراق مشتقه معامله می‌شود اطلاعی نداشته باشند. کمیته فنی اعتقاد دارد، مقامات ناظر باید پایگاه‌های معاملاتی را (که بدون ترتیبات رسمی با ناشر زمینه معاملات اوراق بهادار را فراهم نموده‌اند) ملزم نمایند، تا اطمینان دهند که این پایگاه‌ها و استفاده‌کنندگان آن‌ها دسترسی به موقع به اطلاعات مربوط به توقف معاملاتی اعمال شده در بازار اصلی را دارند. الزامات مشابهی باید برای گردانندگان پایگاه‌های معاملاتی اوراق مشتقه بکار رود. در هر دو حالت، گرداننده بازار باید قادر باشد تا این قابلیت را از طریق انجام ترتیبات لازم با مسئولان پذیرش یا از طریق انجام اقدامات لازم برای زیر نظر داشتن اطلاعیه‌های ناشر و بازارها، نشان دهد.

ج. بستن بازار

در برخی شرایط نادر، گرداننده بازار ممکن است معاملات بخشی از بازار یا کل بازار را متوقف نماید. این موضوع در شرایطی اتفاق می‌افتد که:

- بی‌نظمی‌های استثنایی ناشی از رویدادهای بیرونی وضعیت کل بازار را تحت تاثیر قرار دهد،
- مشکلات عملیاتی عمده ناشی از نقص زیرساختی یا سایر شرایطی که بازماندن بازار را ناممکن سازد.

هنگامی که معاملات بازار اصلی به دلیل وقوع رویدادی با اهمیت یا نقص زیر ساختی متوقف می‌شود، واکنش سایر بازارها و بازارهای اوراق مشتقه بستگی به ارزیابی آن‌ها از کلیه حقایق مربوط دارد.

هدف از بستن موازی بازارها فراهم نمودن فرصتی برای بازارها و مشارکت‌کنندگان بازار به منظور ارزیابی تاثیر واقعه بر شرایط بازار از جمله تاثیر بر قیمت اوراق بهادار است. علاوه بر آن، به گردانندگان بازار و مقام ناظر اجازه می‌دهد تا (الف) اطلاعاتی از بازارهای مرتبط، مشارکت‌کنندگان عمده بازار، سازمان‌های نظارتی و نهادهای خودانتظام درباره شرایط موجود گردآوری و تجزیه تحلیل نمایند، (ب) با مقامات ناظر خارجی در باره وقایع و شرایط بازار تبادل اطلاعات نمایند و (ج) برای بازارها، مشارکت‌کنندگان بازار، سازمان‌های مقرراتی و خودانتظام، نهادهای دولتی ذی‌ربط و عموم اطلاعات را منتشر و از جنبه مقرراتی پاسخگویی شود.

موضوعات دیگری که باید در نظر گرفته شود شامل ظرفیت بازارهای ثانویه برای انجام حجم بیشتری از معاملات اوراق بهادار مرتبط، کیفیت تعیین قیمت و توان تسویه معاملات است. مدت زمان بستن بازار نیز از دیگر موضوعات اصلی در این زمینه است که به شدت اختلال و اقدامات بازار اصلی در مواجهه با پیشامدهای احتمالی بستگی دارد. در زمینه بستن بازار، گردانندگان و مقامات ناظر باید ترتیبات لازم را انجام داده بطوری که قادر به ارتباط موثر با یکدیگر بوده و برای تصمیم‌گیری به موقع و مناسب به اطلاعات کافی دسترسی داشته باشند.

ضمیمه الف - آمار تعداد توقف های معاملاتی گزارش شده توسط اعضای کمیته دائمی در

امور مقررات بازارهای ثانویه

بورس	تعداد توقف	تعداد ماهها	تعداد سالها	تعداد شرکت های پذیرفته شده	تعداد توقف برحسب سال و شرکت
برزیل	594	22	1/8	454	0/7317
کانادا	1145	16	1/3	1299	0/1166
هنگ کنگ	489	12	1/0	867	.564.
استانبول	209	22	1/8	313/5	.3636.
مکزیک	51	12	1/0	172	.2965.
ایتالیا	73	12	1/0	294	.2483.
استرالیا	169	6	.5	1410	.2397.
مجارستان	72	16	1/3	230	.2348.
سوئیس	159	24	2	414	.1920.
مالزی	505	51	4/3	770	.1543.
نیویورک	376	18	1/5	2400	.1044.
انگلستان	72	9	0/8	2332	.412.
اسپانیا	54	15	1/3	1480	.292.
تایوان	27	24	2	559	.242.

میان = 2348. میانگین = 2646. انحراف معیار = 2226.

ضمیمه ب- سئوالات و پاسخ‌های دریافتی از دو عضو ارشد کمیته دائمی در امور مقررات بازار ثانویه

(کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا و کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در تحقیق اولیه

سوال 1: شرایطی که می‌توان بر مبنای آن توقف معاملات¹ را اعمال نمود (مثل: انتشار اطلاعات، درخواست ناشر، عدم توازن سفارشات، بستن بازار، محدودیت‌های قیمتی، تعلیق به دلیل تقلب، رویدادهای غیرمترقبه و دیگر موارد را دقیقاً مشخص و الزاماتی (قوانین، دستورالعمل‌ها و غیره) را که برای اعمال انواع گوناگون توقف معاملات استفاده می‌شود شرح دهید؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا²

1. درخواست ناشر- توقف معاملات

در مقررات بورس اوراق بهادار استرالیا "توقف معاملات" به‌عنوان وقفه در معاملات به درخواست ناشر است و به معنی عدم دریافت مظنه نیست.

1. اصطلاح "توقف معاملات" وضعیتی را در بر می‌گیرد که گرداننده بازار یا مقام ناظر انجام معاملات سهام یک شرکت، گروهی از شرکت‌ها و یا ابزارهای مشتقه‌های آن را به حالت تعلیق در می‌آورد. توقف معاملات معمولاً یک توقف کوتاه‌مدت در معاملات است، که در واکنش به شرایط یا رویدادهای غیرعادی به اجرا در می‌آید. در برخی از بورس‌ها، توقف معاملات با تعلیق معاملات یکی است. در این تحقیق وقفه معاملاتی (Trading Interruption) در بردارنده هم توقف معاملات و هم تعلیق معاملات است.

2. استرالیا در حال حاضر 3 بورس اوراق بهادار و 1 بورس مبادلات آتی دارد. در حال حاضر، هیچ شرکتی نمی‌تواند در بیش از یک بورس استرالیا پذیرش شود. بورس استرالیا بازار اصلی اوراق بهادار در استرالیا است. در بورس استرالیا اوراق بدهی، سهام و همچنین ابزارهای مشتقه مثل برگه‌های حق خرید (Warrant) و قراردادهای اختیار معامله دادوستد می‌شود. یک شرکت می‌تواند علاوه بر پذیرش در حوزه قانونی خود در سایر حوزه‌های قانونی نیز درخواست پذیرش بدهد. دو بورس دیگر استرالیا، بورس نیوکاسل و بورس بندیکو است. هر دو این بورس محلی و برای تامین نیازهای شرکت‌های باارزش کم ایجاد شده‌اند. توقف معاملات در بورس نیوکاسل به منظور حمایت از منافع عموم صورت می‌پذیرد. عدم رعایت الزامات گزارشگری در بورس عدم کفایت سودآوری و میزان دارایی‌ها از دلایل توقف معاملات سهام شرکت‌های پذیرفته شده است. توقف معاملات در بورس بندیکو شبیه بورس نیوکاسل است. شرکت SFE نام جدید بورس قراردادهای آتی سیدنی است که قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار معامله کالا، ارز، نرخ بهره و سهام در آن معامله می‌شود. در این بورس همچنین ابزارهایی روی شاخص 200 شرکت برتر بورس اوراق بهادار استرالیا عرضه می‌شود.

توقف معاملات به منظور وقفه موقت در معاملات است و با تعلیق¹ فرق دارد و دوره آن حداکثر 2 روز پس از درخواست ناشر است. معمولاً، توقف معاملات هنگامی درخواست می‌شود که ناشر از اطلاعات موثر بر قیمت مطلع بوده و فوراً نمی‌تواند آن را منتشر کند.

فرآیند «توقف معاملات بر اساس درخواست ناشر» در مقررات پذیرش بورس استرالیا تشریح شده است. شرکت باید اطلاعات لازم را در مورد دلایل اعمال توقف معاملات و واقعه‌ای که شرکت انتظار دارد پس از پایان توقف رخ بدهد را در اختیار بورس بگذارد. بورس الزامی به عملی نمودن درخواست شرکت ندارد (بند 17,1 مقررات پذیرش).

طبق آمار، حدود نیمی از توقف‌هایی که به درخواست شرکت‌ها صورت می‌گیرد در نتیجه تشویق‌ها و پیگیری‌های بورس استرالیا بوده است. دوره زمانی توقف معاملات توسط این بورس تعیین می‌شود، به ویژه اگر باور داشته باشد که درخواست توقف معاملات با اهداف تجاری دیگری غیر از آگاه‌سازی بازار صورت گرفته است.

2 - درخواست ناشر - تعلیق معاملات

اگر شرکتی نتواند در چارچوب زمانی تعیین شده در مقررات توقف معاملات، اطلاعات را منتشر نماید ممکن است از بورس استرالیا درخواست تعلیق معاملات را نماید.

دلایل دیگری نیز ممکن است برای درخواست تعلیق معاملات وجود داشته باشد. در این صورت به طور موردی موضوع توسط کارشناس مربوطه در بورس اوراق بهادار استرالیا بررسی می‌شود و بورس نسبت به تعلیق معاملات تصمیم‌گیری نماید. (بند 17,2 مقررات پذیرش)

3- انتشار اخبار - وضعیت پیش از گشایش²

طبق مقررات پذیرش بورس، ناشران باید اطلاعاتی را که قصد انتشار دارند به بورس اعلام نموده و انتشار اطلاعات توسط بورس صورت گیرد (بند 15,7 مقررات پذیرش).

1. Suspension

2. Pre- Open

اطلاعات باید تحویل اداره اعلام اخبار شرکت‌های بورس استرالیا شود، این اداره تاثیرگذاری این اطلاعات بر قیمت سهام در بازار را بررسی نموده و چنانچه تشخیص دهد قیمت سهام نسبت به این اطلاعات حساس است، ممکن است سهام را در وضعیت پیش از گشایش قرار دهد. علت ایجاد وضعیت پیش از گشایش، فراهم کردن فرصت کوتاهی در طول روز معاملاتی برای انتشار و تفسیر اطلاعات در بازار قبل از انجام معاملات بیش‌تر روی سهام است. هنگامی که سامانه معاملاتی اتوماتیک بورس¹ خبر را در پنجره اطلاعیه‌های بازار قرار می‌دهد، به طور خودکار معاملات سهام 15 دقیقه بعد از سر گرفته می‌شود.

4 - تصاحب - وضعیت پیش از گشایش

هنگامی که خرید تملکی اعلام می‌شود، بورس استرالیا شرکت خریدار و شرکت هدف را به مدت 50 دقیقه در وضعیت تعدیل² قرار داده و سپس 10 دقیقه در وضعیت پیش از گشایش قرار می‌دهد. بنابراین در مجموع 1 ساعت معاملات اوراق بهادار این دو شرکت متوقف می‌شود و بازار برای ارزیابی پیامدهای خرید تملکی بر اوراق بهادار این شرکت‌ها فرصت در اختیار دارد.

5 - انتشار اخبار - تعلیق

بورس استرالیا برای پیشگیری از بی‌نظمی یا کافی نبودن اطلاعات در بازار این اختیار را دارد که معاملات اوراق بهادار یک ناشر یا طبقه‌ای از آن‌ها را به حالت تعلیق درآورد. (طبق بند 17,3,2 مقررات پذیرش)

1. منظور سامانه مورد استفاده برای معاملات سهام، برگه‌های اختیار خرید و سایر اوراق بهادار است (Stock Exchange Automated Trading System). در هر روز معاملاتی سامانه معاملات در وضعیت‌های گوناگونی قرار می‌گیرد. در ساعت 16:00:00 در وضعیت قبل از گشایش قرار دارد. در طول این وضعیت کاربران معامله‌گر می‌توانند سفارش‌های خود را وارد نمایند، هیچ معامله‌ای صورت نمی‌گیرد، و سفارش‌های وارد شده طبق اولویت قیمت پیشنهادی و زمان ورود در صف قرار می‌گیرد، و برای انجام معاملات که از ساعت 16:05:00 تا 16:06:00 خواهد بود اولویت دارد. (مترجم، نقل از Disciplinary Matters ASX).

این اقدام بیانگر این موضوع است که اگر بورس به این نتیجه برسد که بازار برای معاملات اوراق بهادار آگاهی کامل ندارد و از طرف شرکت درخواستی برای توقف معاملات داده نشده باشد، راساً اقدام خواهد کرد.

یک مثال در این زمینه که اخیراً واقع شده، تشکیل مجمع عمومی عادی سالیانه از سوی شرکتی است که دو گروه از سهامداران با نسبت حق رای تقریباً مساوی بر سر کنترل شرکت با هم رقابت شدیدی داشتند. بورس استرالیا بر این باور بود که نتیجه این رقابت بر قیمت اوراق بهادار شرکت تاثیر با اهمیتی دارد. بنابراین به منظور اطمینان از اینکه معاملات با اطلاعات کامل انجام می‌شود معاملات سهام شرکت را تعلیق کرد تا اطلاعات حاصله در بازار انتشار یابد.

6 - سایر شرایط - اعمال تعلیق معاملات از سوی بورس استرالیا

بورس استرالیا به موجب مقررات پذیرش، قدرت زیادی برای تعلیق معاملات اوراق بهادار شرکت‌ها دارد. این قدرت شامل مواردی چون نقض و عدم رعایت (سهوی یا عمدی) مقررات پذیرش می‌شود (بند 17,3,1 مقررات پذیرش)

همچنین این بورس برای حفظ نظم و منصفانه بودن بازار ممکن است تصمیم بگیرد که معاملات مربوط به اوراق مشتقه را بر اساس قوانین تجاری بورس تعلیق نماید.

بورس قراردادهای آتی سیدنی

همچنین SEF به موجب قوانین تجاری خود، قدرت زیادی برای توقف معاملات دارد. در صورتی که دارایی‌های اصلی مربوط به قراردادهای آتی تعلیق شده باشند یا وضعیت نامناسبی در بازار حاکم باشد.

کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذارهای استرالیا

کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذارهای استرالیا طبق ماده 775 قانون شرکت‌ها می‌تواند به طور مکتوب توقف معاملات اوراق بهادار خاصی را از بورس‌ها درخواست نماید. این کمیسیون می‌تواند برای حمایت از سرمایه‌گذاران در معاملات اوراق بهادار و یا در جهت منافع عموم این اقدام را انجام دهد. اگر بورس به این اخطار و درخواست کتبی توجه نکند و کمیسیون به ضرورت توقف باور داشته باشد در این صورت اخطار دیگری به بورس داده تا معاملات سهام حداکثر به مدت 21 روز متوقف شود. باید رونوشتی از این مکاتبات همراه با دلایل به ناشر و وزیر ارسال شود. بورس موظف است به اخطار دوم توجه نموده و معاملات اوراق بهادار را متوقف کند. به هر حال ناشر می‌تواند درخواست نماید موضوع به وزیر ارجاع شود و وزیر این قدرت را دارد که نظر کمیسیون را لغو کند.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

شرایطی که بر مبنای آن می‌توان معاملات را متوقف نمود

در ایالات متحده آمریکا توقف معاملات اوراق بهادار ممکن است به دلایل زیر اعمال شود:

1. اخبار با اهمیت منتشر نشده یا درخواست ناشر

2. عدم توازن سفارشات

3. توقف بازار

4. تعلیق به دلیل تقلب

5. نقص در کارکرد سامانه معاملات

6. رویدادهای غیر مترقبه

طبق قانون بورس اوراق بهادار سال 1934 (قانون بورس)، کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا و بورس‌های اوراق بهادار ملی و بازار نزدیک می‌توانند توقف معاملات یا تعلیق معاملات را اعمال نمایند. طبق بخش 12 k قانون بورس، کمیسیون می‌تواند معاملات یک اوراق بهادار یا گروهی از اوراق

بهادار را تعلیق کند، بعلاوه، طبق مفاد بند 12d2-1 قانون بورس تمام بورس‌های اوراق بهادار ملی می‌توانند معاملات اوراق بهادار را متوقف کنند با این شرط که فوراً کمیسیون را از توقف، زمان توقف و دلایل توقف مطلع سازند. براساس قسمت 6(b)15a و (b)11 قانون بورس، بازار نزدیک نیز اختیار توقف معاملات در بازارهای خارج از بورس را دارد. بورس‌های اوراق بهادار ملی و نزدیک مقرراتی را برای اعمال توقف معاملاتی تدوین کرده اند. به طور کلی تعداد توقف‌های صورت گرفته توسط بورس‌های اوراق بهادار ملی و نزدیک از تعداد تعلیق‌های صورت گرفته توسط کمیسیون بیش‌تر است. توقف معاملات براساس یک یا چند دلیل زیر ممکن است انجام شود:

1. اخبار با اهمیت منتشر نشده و درخواست ناشران

توقف معاملات در ایالات متحده آمریکا اغلب قبل از انتشار اخبار و یا به درخواست ناشر اعمال می‌شود. توقف قبل از انتشار اخبار به عموم سرمایه‌گذاران اعلام می‌دارد، اخباری که منتشر خواهد شد بر بازار آن اوراق بهادار مؤثر است. در اینگونه موارد، تا زمان نشر کامل اخبار در بازار، معاملات اوراق بهادار متوقف می‌شود. در نوع توقف معاملات، توسط بورس‌های اوراق بهادار ملی یا نزدیک اعمال می‌شود. در حالت دیگری، شرکت با بورس‌های اوراق بهادار ملی یا نزدیک تماس برقرار و آنها را از وجود اطلاعات با اهمیت آگاه و درخواست توقف مبادلات به منظور انتشار اطلاعات می‌نماید. برای مثال، راهنمای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک، مقرر می‌دارد که شرکت‌های پذیرفته شده باید هرگونه اطلاعات با اهمیت و مؤثر بر بازار اوراق بهادار را برای اطلاع عموم سرمایه‌گذاران منتشر نمایند.

نماینده بورس باید حداقل 10 دقیقه قبل از انتشار اطلاعات از طریق رسانه‌های عمومی مطلع شده باشد. هر زمان که بورس به این نتیجه برسد که برای انتشار اخبار جدید، معاملات اوراق بهادار باید متوقف شود، بلادرنگ معاملات را متوقف و دلیل توقف یا تأخیر را تحت عنوان اخبار با اهمیت منتشر نشده اعلام می‌نماید. بورس نیویورک پس از انتشار اخبار و با تحت نظر داشتن شرایط، اقدام

به رفع توقف از معاملات می‌نماید. علاوه بر این مقررات نزدیک مقرر می‌دارد که ناشران عضو باید از طریق رسانه‌های خبری، اطلاعات با اهمیت مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران را افشا نموده و نزدیک را از انتشار چنین اخباری حداقل 10 دقیقه قبل از اعلام، مطلع سازند.

2. عدم توازن سفارشات

توقف معاملات در بورس‌ها و نزدیک نیز به دلیل عدم توازن سفارشات اوراق بهادار پذیرش شده صورت می‌گیرد. توقف در معاملات به دلیل عدم توازن سفارشات فرصتی را فراهم می‌کند تا بازار به سطح قیمت تجدید نظر شده‌ای برسد که در آن خریداران و فروشندگان قادر به معامله باشند. هنگامی که سفارشات کافی از مشارکت‌کنندگان بازار دریافت می‌شود، سطح قیمت جدیدی تعیین و بازار گشایش مجدد می‌شود. عدم توازن سفارشات به دلایل زیادی همچون وجود شایعه در مورد خرید تملکی شرکت، پیش‌بینی سود، ورشکستگی یا موارد مشابه دیگر ممکن است روی دهد.

3. توقف بازار¹

بورس‌ها و نزدیک، توقف بازار را از قبل و برای توقف معاملات به هنگام وقوع رویدادهای بسیار با اهمیت که منجر به سقوط بازار می‌شود، تنظیم نموده‌اند. بورس نیویورک در ابتدای هر فصل، بسته به میزان شاخص صنعتی داو جونز، توقف بازارها را تنظیم می‌کند.² نزدیک ترجیح می‌دهد که بازارها

1. Circuit Breakers

2. برای مثال نقطه اعمال توقف بازار در بورس نیویورک و موثر تا اکتبر 2001 به شرح زیر بوده است:

سطح یک : 10% توقف بازار، 1,100 واحد در DJIA

قبل از 2 بعد از ظهر :

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 1,100 واحد کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش به مدت یک ساعت به حالت تعلیق در می‌آید. توقف قراردادهای آتی روی شاخص S&P500 فقط با کاهش 120 واحد اعمال می‌شود.

از 2/2 الی 2:29 بعد از ظهر

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 1,100 کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش به مدت نیم ساعت به حالت تعلیق در می‌آید. توقف قراردادهای آتی روی شاخص S&P500 فقط با کاهش 120 واحد اعمال می‌شود.

از 2:30 به بعد

حتی اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 1,100 کاهش یابد، 10% توقف بازار اعمال نمی‌شود.

تا حد امکان باز باشند. به هر حال نزدیک خطرهای مربوط به بازبودن یک بازار در حالی که بازارهای دیگر به دلیل تغییرات غیرمترقبه قیمت بسته‌اند، را در نظر دارد. بنابراین هیئت رئیسه انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار¹ با توجه به درخواست اولیه SEC تصمیم به توقف معاملات داخلی اوراق بهادار پذیرش شده در بازار سهام نزدیک و تمام سهام و اوراق بهادار مبتنی بر سهام در بازارهای خارج از بورس در واکنش به شرایط غیرمترقبه بازار نموده است.

4. نقص فنی در سامانه

بر اساس بخش 12k قانون بورس، در صورت بروز نقص فنی در سامانه بورس‌ها، نزدیک یا کمیسیون اوراق بهادار، تا اصلاح کامل سامانه توقف معاملات اعمال شود.

5. تعلیق به دلیل تقلب یا دستکاری

کمیسیون اوراق بهادار و بورس‌ها ممکن است به دلیل دستکاری یا تقلب اقدام به تعلیق معاملات بنمایند. بخش 12k قانون به کمیسیون بورس اوراق بهادار اجازه داده است در راستای منافع عموم و حمایت از سرمایه‌گذاران، معاملات اوراق بهادار خاص را تا مدت 10 روز به حالت تعلیق درآورد.

سطح 2: 20٪ توقف بازار ، 2,150 واحد در DJIA

قبل از ساعت 1 بعد از ظهر :

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 2,150 واحد کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش به مدت دو ساعت به حالت تعلیق درمی‌آید. توقف برای قراردادهای آتی روی شاخص S&P 500 فقط با کاهش 240 واحد اعمال می‌شود.

از ساعت 1 الی 1:59 بعد از ظهر:

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 2,150 واحد کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش به مدت یک ساعت به حالت تعلیق در می‌آید. توقف قراردادهای آتی روی شاخص S&P 500 فقط با کاهش 240 واحد اعمال می‌شود.

بعد از ساعت 2 بعد از ظهر:

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 2,150 واحد کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش برای ساعات معاملات باقیمانده به حالت تعلیق درمی‌آید. توقف قراردادهای آتی روی شاخص S&P 500 فقط با کاهش 240 واحد اعمال می‌شود.

سطح 3: 30٪ توقف بازار ، 3,250 واحد در DJIA

در هر زمان

اگر شاخص صنعتی داو جونز نسبت به قیمت پایانی روز قبل 3,150 واحد کاهش یابد، معاملات سهام و برگه‌های اختیار خرید و فروش برای ساعات معاملات باقیمانده روز به حالت تعلیق درمی‌آید.

1. National Association Of Securities Dealers(NASD)

بورس‌ها مقرراتی دارند که به آنها اجازه می‌دهد تا به مدت زمان محدود یا حتی نامحدود معاملات را به حالت تعلیق درآورند.

6. رویدادهای غیرمترقبه

کمیسیون اوراق بهادار بر اساس بخش 12k قانون بورس و با وقوع رویدادهای غیرمترقبه می‌تواند حداکثر تا 90 روز تقویمی، معاملات را تعلیق نمایند. در این صورت، کمیسیون اوراق بهادار موضوع را به اطلاع رئیس‌جمهوری می‌رساند و رئیس‌جمهور باید نظر خود را به کمیسیون اعلام کند. به علاوه، کمیسیون ممکن است به فوریت‌های بازار با اقداماتی نظیر ایجاد تغییرات، تکمیل، تعلیق، یا اعمال الزامات و محدودیت‌هایی برای حداکثر مدت 10 روز کاری واکنش نشان دهد تا نظم و منصفانه بودن بازارهای اوراق بهادار برقرار شده و از تسویه و پایاپای دقیق و به موقع معاملات اوراق بهادار اطمینان حاصل شود.

سوال 2: هدف یا منطق اعمال توقف معاملات چیست؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا

سه دلیل اصلی توقف معاملات عبارت است از:

1- کارآیی بازار

- کارآیی بازار تاحدی به دسترسی کافی مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات بستگی دارد. اطلاعاتی که مبنای تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان قرار می‌گیرد.
- مقررات پذیرش بورس استرالیا، جهت افزایش کارآیی بازار به شرکت‌های پذیرفته شده اجازه می‌دهد، در صورتی که اطلاعات موثر بر قیمت یا ارزش سهام را نتوان فوراً منتشر نمود، درخواست توقف معاملات نمایند.

- همچنین اگر بورس استرالیا تشخیص دهد که اطلاعات موجود در بازار برای تصمیم گیری کافی نیست، ممکن است اقدام به تعلیق معاملات اوراق بهادار نماید.

2- نظم بازار

هدف گرداننده بازار، تضمین نظم و منصفانه بودن بازار است. در استرالیا این هدف از طریق الزام قانونی گرداننده بازار به انجام اقدامات لازم برای حصول اطمینان از نظم و منصفانه بودن بازار، تقویت می‌شود. (قانون شرکت‌ها، بند s.769 بورس اوراق بهادار و بند s.1137 بورس قراردادهای آتی).

3- حمایت از منافع سهامداران

- کمیسیون می‌تواند با ارایه دلایل به منظور حمایت از منافع عموم سهامداران اقدام به توقف معاملات نماید. در این شرایط، توقف معاملات می‌تواند حداکثر برای یک دوره 21 روزه اعمال شود و با دستور مستقیم وزیر قابل لغو می‌باشد.

ب (پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

در آمریکا توقف معاملات به منظور حصول اطمینان از نظم و منصفانه بودن بازار و همچنین حمایت از منافع عموم سرمایه‌گذاران اعمال می‌شود. هدف اصلی توقف معاملات فراهم نمودن شرایط یکسان معامله برای تمام سرمایه‌گذاران است. توقف معاملات در رابطه با اخبار و وقایع با اهمیت شرکت‌ها این فرصت را فراهم می‌کند که اخبار با اهمیت به نحوی مناسب در بازار منتشر و زمان کافی برای بازار برای واکنش به اخبار فراهم شده و معاملات براساس حقایق عمومی صورت پذیرد. توقف‌هایی که عدم توازن سفارشات صورت می‌گیرد، هدفشان دادن فرصت به عموم سرمایه‌گذاران برای کشف قیمت و واکنش به علت این عدم توازن است. توقف بازارها نیز از سقوط بازار، جلوگیری می‌کنند.

سوال 3: کدام ابزارهای مالی مشمول توقف معاملات می شود؟ (برای مثال، اوراق سهام،

اوراق بدهی، اوراق مشتقه، یا گروهی از اوراق بهادار)

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه گذاری های استرالیا

بورس ها اختیار توقف معاملات کل بازار، گروهی از اوراق بهادار و یا یک اوراق بهادار را دارند.

بدهی و سهام

در این حوزه قانونی، اوراق بهادار بدهی و سهام یک شرکت فقط می تواند در یک بورس پذیرفته شود. هر طبقه ای از اوراق بهادار پذیرفته شده، سهام، بدهی یا اوراق بهادار دو رگه، مشمول توقف معاملات می باشند.

توقف معاملات یک نوع اوراق بهادار ممکن است منجر به توقف معاملات شاخصی شود که اوراق بهادار در محاسبات آن ملحوظ شده است.

اوراق مشتقه

در بورس اوراق بهادار استرالیا اوراق مشتقه مشابه گواهی حق خرید و قراردادهای اختیار معامله (Options) ممکن است به دلیل توقف معاملات اوراق بهادار اصلی یا برای حفظ یکپارچگی بازار اوراق مشتقه متوقف شود.

بورس قراردادهای آتی سیدنی ممکن است نسبت به توقف معاملات قراردادهای آتی روی شاخص سهام بورس اوراق بهادار استرالیا اقدام نماید.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

اوراقی که مشمول توقف معاملاتی قرار می گیرند عبارتند از سهام، گروهی از اوراق بهادار (مانند سبدها یا شاخص ها)، اوراق مشتقه (مانند اختیارهای خرید و فروش و اختیارهای خرید و فروش

روی شاخص)، اوراق بدهی قابل تبدیل، شاخص با پایه محدود¹ و قراردادهای آتی روی سهام. معاملات اوراق بهادار معاف، مشمول اختیارات کمیسیون برای تعلیق معاملات نیست.

سوال 4: چه اشخاصی اختیار توقف معاملات را دارند (برای مثال، مقام ناظر، بورس و غیره)؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

چون پایگاه معاملاتی، تحت مالکیت گرداننده بازار بوده و توسط آن اداره می‌شود، در بورس‌ها گرداننده بازار توقف معاملات را اعمال می‌کند، اما اشخاص زیر نیز اختیار درخواست توقف معاملات را دارند:

شرکت‌های پذیرفته شده – اصلی‌ترین دلیل شرکت‌های پذیرفته شده جهت درخواست توقف معاملات از بورس، وجود اطلاعات مهمی است که بر قیمت سهام شرکت تاثیر بسزایی دارند اما امکان افشای فوری آنها وجود ندارد. شرکت پذیرفته شده باید درخواست کتبی خود را با ارایه کلیه اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری در خصوص توقف (مانند دلایل توقف، مدت پیش بینی شده و اقدامی که باعث پایان یافتن توقف خواهد شد) را به بورس استرالیا تسلیم کند. توقف‌های معاملاتی در مقایسه با تعلیق معاملات، کوتاه‌مدت‌تر هستند و با شروع معاملات در دومین روز کاری بعد از درخواست، پایان می‌یابد. شرکت پذیرفته شده می‌تواند با فرآیند مشابهی درخواست تعلیق معاملات را بنماید که معمولاً بیش از 2 روز است.

بورس – بورس به دلایل متعددی اختیار توقف معاملات را دارد. بورس به این مساله توجه دارد که معاملات در بازاری بی‌خبر و ناآگاه انجام نشود. بنابراین هنگامی که شرکتی در طی زمان عادی معاملات تصمیم به اعلام خبر دارد و از نظر بورس این اطلاعات مؤثر بر قیمت است، بورس اقدام به ایجاد وقفه معاملاتی کوتاهی می‌کند تا اطلاعات در بازار منتشر و تفسیر شود. اعلام خرید تملکی

1. narrow based indexes

باعث می‌شود بورس معاملات اوراق بهادار شرکت خریدار و شرکت هدف را متوقف سازد به موجب مقررات پذیرش، بورس استرالیا قدرت تعلیق معاملات اوراق بهادار شرکت‌ها را برای جلوگیری از بی‌نظمی و عدم آگاهی بازار دارد. این بورس می‌تواند در صورت نقض یا عدم رعایت مقررات پذیرش از سوی شرکت یا به دلایل دیگری اقدام به تعلیق معاملات نماید. بورس قراردادهای آتی استرالیا نیز این قدرت را دارد تا در صورت وقوع شرایط نامناسب (مانند توقف معاملات اوراق بهادار اصلی) اقدام به توقف معاملات قراردادهای آتی نماید.

- کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا - هنگامی که برای منافع عمومی و لزوم حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار، مساله توقف معاملات اوراق بهاداری مطرح می‌شود، کمیسیون ممکن است نظر و توصیه کتبی خود را مبنی بر توقف معاملات اوراق بهادار مورد نظر به همراه دلایل آن به بورس مربوطه ارسال نماید. اگر پس از دریافت نظر، بورس اقدام به توقف انجام معاملات ننماید و کمیسیون همچنان توقف معاملات را منطقی بداند، می‌تواند بورس را ملزم به توقف معاملات اوراق بهادار برای یک دوره زمانی حداکثر 21 روزه نماید. کمیسیون می‌تواند دستورات مشابهی را به بورس‌های قراردادهای آتی و اتاق‌های پایاپای که خدمات تسویه بازارهای قراردادهای آتی را به عهده دارند، بدهد. در هر دو حالت فوق یک نسخه از دستور همراه با دلایل صدور چنین دستوری باید توسط کمیسیون به وزیر داده شود. **وزیر -** اگر کمیسیون با استفاده از قدرتش اقدام به توقف معاملات اوراق بهادار شرکت پذیرفته شده در بورس نماید، شرکت می‌تواند از کمیسیون درخواست کند تا موضوع به وزیر ارجاع شود. وزیر در صورت صلاحدید می‌تواند کمیسیون را ملزم به لغو اخطار توقف معاملات (که به بورس داده شده) نماید.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

کمیسیون، بورس‌های اوراق بهادار ملی و نزدیک ممکن است توقف معاملات را اعمال نمایند.

سوال 5: آیا این امکان وجود دارد که توقف معاملات به دلیل رویدادهای خارج از حوزه قانونی شما اعمال شود؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

ممکن است به دلایل مختلفی معاملات ورقه بهاداری که در استرالیا و در حوزه‌های قانونی دیگر پذیرش شده اند، متوقف شود. ASX پس از بررسی اهمیت توقف ورقه بهادار در بازار دیگر، در مورد توقف آن در بورس استرالیا تصمیم‌گیری می‌نماید. بدیهی است وقتی اوراق بهاداری در یک حوزه قانونی معامله می‌شود اما در حوزه قانونی دیگر متوقف است، باید کارایی و یکپارچگی بازار در نظر گرفته شود.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

معاملات ممکن است به دلیل رویدادهای خارج از ایالات متحده متوقف شود. برای مثال، اگر معاملات اوراق بهادار اصلی توسط بازار اصلی خارجی یا مقامات ناظر به دلایل مقرراتی متوقف یا تعلیق شود، نزدیک توقف معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در چند بورس و اوراق بهادار مرتبط (مانند گواهی سپرده آمریکایی) را ارزیابی و اعمال می‌نماید. به هر حال کمیسیون، بورس ها و نزدیک هیچکدام ملزم به توقف معاملات بر اساس رویدادهای خارج از حوزه قانونی (آمریکا) نمی‌باشند.

سوال 6- آیا در طی توقف معاملات از تمام فعالیت های معاملاتی و ورود مظنه جلوگیری

می شود؟

مثلاً، اگر بررسی اقدام به توقف معاملات نماید، معاملات و ورود مظنه در بورس‌های دیگر یا بازار خارج از بورس در حوزه قانونی شما ادامه می‌یابد؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

در این حوزه قانونی، اوراق بهاداری که در بورس استرالیا پذیرفته شده در هیچ بورس دیگری قابل پذیرش نیست. معاملات خارج از بورس که در استرالیا Special Crossing نامیده می‌شوند، قابل گزارش به بورس هستند. بسته به نوع توقف معاملات، محدودیت‌هایی بر انجام این نوع معاملات اعمال می‌شود.

پیش از گشایش

وقتی سهامی برای انتشار اطلاعات در مرحله پیش از گشایش قرار داده می‌شود، تا زمان از سرگیری معاملات عادی هیچ تطبیق سفارش یا انجام معامله‌ای صورت نمی‌گیرد. به هر حال سیستم معاملاتی الکترونیکی بورس استرالیا برای اهداف گزارشگری به معاملات خارج از بورس اجازه ورود می‌دهد.

در طی مرحله پیش از گشایش، سفارشات خرید و فروش قابل ورود، اصلاح و حذف هستند. سفارشات خرید و فروش که قبل از مرحله پیش از گشایش در سیستم معاملات بوده‌اند، اولویت خواهند داشت مگر اینکه اصلاح یا حذف شوند.

توقف معاملات

زمانی که توقف معاملات اعمال می‌شود، سهام در SEATS در صورت توقف در مرحله پیش از گشایش قرار می‌گیرد. اوراق بهاداری که متوقف می‌شوند نباید حتی خارج از بورس (بورس دیگری که پذیرفته شده است) معامله شوند. با رفع توقف، اوراق بهادار در مرحله‌ای قرار می‌گیرد که کل بازار در آن قرار دارند، مگر اینکه بورس به نحو دیگری تصمیم بگیرد. اگر معاملات اوراق بهادار در طی معاملات عادی از سر گرفته شود اوراق بهادار برای مدت 20 دقیقه دیگر در مرحله پیش از گشایش باقی می‌ماند تا معاملات عادی شروع شود.

تعليق

بدون موافقت قبلی بورس، معامله در اوراق بهادار تعليق شده امکان پذیر نیست و سیستم معاملات ورود معاملات خارج از بازار را نیز اجازه نمی دهد. در طی تعليق، سفارشات قابل حذف است اما ورود سفارشات خرید و فروش یا اصلاح سفارشات موجود امکان پذیر نیست. در پایان دوره تعليق، اوراق بهادار به مدت 10 دقیقه قبل از شروع معاملات عادی در مرحله پیش از گشایش قرار می گیرند.

ابزارهای مشتق در بورس استرالیا

اعمال هرگونه توقف در اوراق بهادار اصلی باعث تعليق معاملات اوراق مشتقه آن در بورس می شود. انجام معامله در طی تعليق امکان پذیر نیست، سفارشات موجود قابل حذف یا اصلاح به حجم کمتری هستند. تحت شرایط خاصی بورس ممکن است تمام سفارشات را از سیستم معاملات قبل از سرگیری معاملات عادی، حذف کند.

بورس قراردادهای آتی استرالیا

تمام معاملات ابزارها باید در بورس انجام شود. با فرض توقف معاملات قراردادی آتی، این بورس می تواند با صلاح دید خود سفارشات موجود در زمان اعلام توقف را لغو یا آنها را حفظ نماید. مشارکت کنندگان بازار می توانند سفارشات خود را در طی زمان، توقف، اصلاح یا حذف نمایند اما این سفارشات تطبیق نمی شوند و معامله ای نیز صورت نمی گیرد، بسته به مدت زمان توقف، بورس قرارداد آتی استرالیا ممکن است قبل از شروع معاملات عادی قرارداد آتی، مرحله پیش از گشایش را قرار دهد.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

تمام فعالیت های ورود مظنه و معاملاتی یا صدور تعليق معاملات از سوی کمیسیون و اوراق بهادار، باید متوقف شوند. رویه های توقف معاملات بورس نیویورک فقط در این بورس کاربرد دارد. به

هرحال طبق (Consolidated Tape Association Plan) که تمام بازارهای سهام آمریکا عضو آن هستند، در طی زمان توقف که از سوی بازار اصلی اعمال شده، هیچ گزارش معاملاتی نباید روی نوار تلفیقی¹ ضبط شده باشد. طبق قانون 3340 انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار هیچ عضو یا اشخاص مرتبط با عضو، نمی‌تواند مستقیم یا غیرمستقیم بر اوراق بهاداری که متوقف شده است، معامله‌ای انجام دهد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار اخیراً اصلاحیه‌ای را بر قانون 3340 تصویب نموده مبنی بر اینکه ورود مظنه یا علامتی که دال بر وجود تمایل به اوراق بهادار متوقف شده باشد در طی زمان توقف، ممنوع است. علاوه بر این، نزدک به اعضاء اعلام داشته که با نزدیک بودن زمان رفع توقف معاملات می‌توانند سفارشات خود را وارد سیستم معاملات کنند که به آن دوره تأیید² می‌گویند. سفارشات که طی این دوره وارد می‌شود در کنار آن‌ها علامت g می‌خورد و این سفارشات بسته شده محسوب می‌شوند. پس از رفع توقف، علامت g حذف و سفارشات قطعی می‌شوند. نزدک از این فرآیند برای اوراق بهاداری که در OTC Bulletin Board یا در Intermarket معامله می‌شوند استفاده نمی‌کند.

علاوه بر این، اگر معاملات سهامی متوقف شود، معاملات اختیارهای خرید و فروش آن نیز متوقف می‌شود.

سوال 7 - الف) وقتی که بازاری در حوزه قانونی شما اقدام به توقف معاملات اوراق بهادار می‌نماید و همان اوراق بهادار (و یا اوراق مشتقه آن) در بازار دیگری در حوزه قانونی شما معامله می‌شود (اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس) چه رویه‌ها و روش‌هایی در این خصوص وجود دارد؟

1. Consolidated Tape

2. grace period

استرالیا

ابزارهای مشتق در بورس استرالیا

سیستم بورس استرالیا به گونه‌ای تنظیم شده که بین اوراق بهادار اصلی و اوراق مشتقه آن (مانند برگه‌های حق خرید و اختیارهای خرید و فروش) ارتباط وجود دارد. اگر معاملات اوراق بهادار اصلی متوقف شود به طور اتوماتیک معاملات اوراق مشتقه آن نیز متوقف می‌شود مگر اینکه طبق نظر بورس برای حفظ نظم و منصفانه بودن بازار توقف مناسب نباشد.

اگر اوراق بهادار جزئی از یک شاخص باشد، سیستمی که اوراق مشتقه را تحت کنترل دارد بیشتر دستی عمل می‌کند.

اهمیت توقف اوراق بهادار خاص با نسبت کل ارزش بازار¹ آن اوراق در مقایسه با جمع کل ارزش بازار شاخص سنجیده می‌شود. اگر ارزش اوراق بهادار متوقف شده بیشتر از 20 درصد کل شاخص باشد، بورس معاملات آن شاخص و اوراق بهادار مرتبط با آن را متوقف می‌کند. بورس همچنین برای تصمیم‌گیری در خصوص توقف، درباره منصفانه بودن و کارایی بازار اوراق مشتقه شاخص، از بازار باخورد می‌گیرد.

ابزارهای مشتق در بورس قراردادهای آتی استرالیا

بورس قراردادهای آتی استرالیا علاوه بر اوراق مشتقه روی شاخص، چندین قرارداد آتی روی سهم (و پذیرفته شده در بورس) را دارد.

بر اساس قوانین تجاری این بورس:

در مواردی که بورس استرالیا معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس را تعلیق می‌کند و این اوراق، اوراق اصلی قراردادهای آتی قابل انتقال تک سهم² هستند، هیات رئیسه بورس قراردادهای

1. Aggregate Market Value

2. Deliverable Individual Share Future Contracts

آتی اقداماتی از جمله توقف یا تعلیق معاملات قراردادهای آتی را در نظر می‌گیرد، این بورس به موجب قوانین تجاری خود قدرت گسترده‌تری برای تعلیق یا انجام سایر اقدامات در رابطه با قراردادهای آتی یا اختیارات در صورت وقوع وضعیت‌های نامطلوب دارد. وضعیت نامطلوب از نظر بورس به شرایطی اطلاق می‌شود که منصفانه بودن، نظم معاملات یا نقدشوندگی، انجام، تسویه و پایایی معاملات را تهدید کند.

بورس قراردادهای آتی بازار بورس استرالیا را زیر نظر دارد و به خصوص از طریق فروشندگان اطلاعات مانند رویتر و بلوم برگ به اعلام‌های صورت گرفته در بازار دسترسی دارد. نظارت بر اطلاعات جاری و همزمان با هدف کنترل اوراق بهاداری صورت می‌گیرد که قراردادهای آتی آن‌ها در بورس قراردادهای آتی معامله می‌شود.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

وقتی نزدیک اوراق بهادار را متوقف می‌کند بخشی از رویه عادی تعیین این است که آیا سهام یا اوراق مشتقه مرتبط با آن نیز در بورس‌ها و بازارهای دیگر معامله می‌شود. اگر چنین باشد نزدیک فوراً بورس یا بازار مربوط را از توقف و دلایل آن مطلع می‌سازد. برای مثال اگر نزدیک معاملات اوراق بهاداری را متوقف کند که قراردادهای اختیار معامله آن در بورس قراردادهای اختیار معامله شیکاگو¹ معامله می‌شود، نزدیک با این بورس تماس گرفته و توقف معاملات را از طریق شبکه ارتباط بین بورسی² منتشر می‌کند. این شبکه، امکانات تلفن آزاد است که بازارهای عمده سهام و اوراق مشتقه در آمریکا به آن وصل هستند. علاوه بر این بازارهای آمریکا و کمیسیون بورس و اوراق بهادار و کمیسیون داد و ستد قراردادهای آتی کالا³ از سیستم پیام الکترونیکی برای ارتباط با یکدیگر و بطور زمان واقعی⁴ استفاده می‌کنند.

1. Chicago Board of Options Exchange
1. Inter-Exchange Communication Network
3. Commodity Futures Trading Commission
4. Real time

وقتی کمیسیون بورس و اوراق بهادار طبق بخش 12k، تعلیقی را اعمال می‌کند، بورس‌های آمریکا را از تعلیق معاملات مطلع می‌سازد. اگر اوراق بهادار در بورس خارجی معامله شود از بورس‌های آمریکایی انتظار می‌رود که بازار خارجی را از این موضوع مطلع ساخته تا در رابطه با توقف یا تعلیق اوراق بهادار در آن بورس‌ها اتخاذ تصمیم شود.

سوال 7- ب) هرگونه توافق‌نامه، تفاهم‌نامه یا ترتیبات اشتراک اطلاعات بین بازارها یا مقامات ناظر در رابطه با توقف معاملات در حوزه قانونی خود را توصیف کنید؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

این کمیسیون برای برخورداری از بازاری کارا تفاهم‌نامه تبادل اطلاعات با بورس استرالیا و بورس قراردادهای استرالیا دارد. این دو بورس نیز با یکدیگر تفاهم‌نامه تبادل اطلاعات با اهداف مقرراتی و نظارتی دارند.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

همه بورس‌های اوراق بهادار ملی و نزدیک در اقدامات هماهنگی داوطلبانه مابین بازارهای ایالات متحده، مشارکت دارند.

سوال 8- الف) وقتی که یک بازار خارجی بر روی اوراق بهاداری توقف معاملاتی اعمال کند و همان اوراق یا اوراق مشتقه آن در بازارهای واقع در حوزه قانونی شما نیز معامله می‌شود رویه‌ها و روش‌هایی که به کار برده می‌شود را توصیف کنید.

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

بورس استرالیا روش‌هایی را برای مطلع ساختن بورس‌های خارج از حوزه قانونی خود از توقف معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس، تدوین نموده است. اگر اوراق بهاداری که در بازارهای خارجی معامله می‌شود معاملاتش متوقف شود و این اوراق در استرالیا نیز معامله شود هماهنگی بین بورس‌ها از طریق پیروی از پروتکل مشابهی صورت می‌گیرد. رویه در استرالیا این است:

الف) بورس استرالیا فهرستی از تمام شرکت‌های داخلی را که در بورس‌های حوزه‌های قانونی دیگر پذیرش شده‌اند، تهیه نموده است. این فهرست نشان می‌دهد که کدام بورس بازار اصلی است.

ب) بورس استرالیا همچنین راهنمایی برای تماس با اداره های پذیرش و اعلام اخبار شرکت‌های هر بورس تهیه کرده است. این اطلاعات شامل نام، آدرس، شماره تلفن و فاکس مسئولان این ادارات می‌باشد.

ج) اگر بورس استرالیا معاملات اوراق بهاداری را که در یک بورس خارجی نیز پذیرش شده متوقف نماید، جزئیات این توقف را به همراه هرگونه اخبار اعلام شده و بیانیه شرکت، فاکس می‌کند.

د) اگر بازار خارجی در همان منطقه زمانی واقع باشد (نیوزیلند، فیلیپین، سنگاپور، هنگ کنگ) بورس استرالیا با اشخاص مورد نظر در این بازارها تماس گرفته تا از دریافت اطلاع مطمئن شود.

ASX با فرآیندهای فوق درمورد اعمال یا رفع توقف (ویا تعلیق) به بورس‌های خارجی توصیه می‌کند و در مورد اوراق بهاداری که به طور موقت و براساس اطلاعات موثر بر قیمت یا اعلام خریدهای تملکی در وضعیت پیش از گشایش قرار گرفته‌اند، بکار نمی‌رود.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

اگر یک بازار خارجی معاملات اوراق بهاداری را متوقف نمود و آن اوراق بهادار (و یا اوراق مشتقه) آن در نزدک نیز معامله شود برای تعیین اینکه آیا نزدک نیز معاملات آن اوراق را متوقف کند، رویه‌های تجاری استاندارد وجود دارد. ارتباط با بازار خارجی یا مقام ناظر آن و ارزیابی نزدک در مورد علت توقف، بخشی از این رویه‌ها می‌باشد. نزدک از طریق بورس یا مقام ناظر خارجی، مشارکت‌کنندگان بازار یا رسانه‌های خبری (بسته به نوع ارتباط نزدک با بورس و مقام ناظر خارجی) از توقف معاملات اوراق بهادار مطلع می‌شود. معمولاً نزدک با بورس‌ها و در برخی موارد با مقامات ناظر ارتباط برقرار می‌کند. نزدک در صورتی اقدام به توقف معاملات می‌کند که با اختیارات توقف نزدک مطابقت داشته باشد. مطابق با قانون 4120 انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار، اگر معاملات اوراق بهاداری در بورس‌های اوراق بهادار ملی (برای انتشار اخبار با اهمیت) متوقف شود نزدک معاملات آن اوراق را در بازار خارج از بورس نیز متوقف می‌کند.

اگر نزدک معاملات اوراق بهاداری را متوقف کند طبق رویه‌های استاندارد، نزدک، بازارها و مقامات ناظر خارجی (که در آن‌ها اوراق مورد نظر معامله می‌شود) را مطلع می‌سازد.

بورس نیویورک مقرراتی برای پیروی از توقف‌هایی که از سوی سایر بازارها اعمال شده، ندارد.

سوال 8- ب) هرگونه توافق‌نامه، تفاهم‌نامه یا ترتیبات اشتراک اطلاعات بین بازارهای خارجی یا مقامات ناظر خارجی در رابطه با توقف معاملات اوراق بهاداری (و یا اوراق مشتقه آنها) که بطور فرامرزی و در چند بورس پذیرفته شده را توصیف کنید؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا

بورس قراردادهای آتی استرالیا از اصول تفاهم‌نامه تنظیم شده در بوکا راتن¹، درباره هماهنگی و نظارت بر بازارهای قراردادهای آتی پیروی می‌کند. طبق اعلام تفاهم‌نامه، تسهیل و تقویت اشتراک اطلاعات مرتبط بین گروه‌ها برای بهتر نمودن همکاری‌ها (به‌خصوص در زمینه خطرات بالقوه‌ای که ثبات، سلامت و امنیت بازارهای مالی بین‌المللی را تهدید می‌کند، اقدام بسیار موثری است. فرایند اشتراک اطلاعات ASX با سایر بورس‌ها در قسمت الف این سؤال ذکر شده است.

ب) پاسخ کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا

پاسخ به بخش الف این سؤال را ببینید. ضمناً نزدیک اروپا و آژانس خدمات مالی نزدیک² و ژاپن تفاهم‌نامه‌ای برای مطلع ساختن یکدیگر از توقف معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در بازارهای خود امضاء نموده‌اند.

سوال 9- آیا توقف معاملات در بازار اصلی بر توقف موازی اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس (و یا اوراق بهادار مشتقه) مؤثر است؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا

اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس

اوراق سهام در این حوزه قانونی فقط می‌تواند در یک بورس پذیرفته شود. بنابراین اوراق بهادار پذیرفته شده در چند بورس، اوراق بهاداری است که در استرالیا و دیگر حوزه‌های قانونی پذیرفته شده است.

توقف معاملات در بازار اصلی عامل مهم و مرتبطی در تشخیص و انجام توقف‌های موازی است.

1 Boca Raton

2 Nasdaq Financial Services Agency

ابزار مشتقه

اگر ابزار مشتقه مبتنی بر سهام (و پذیرفته شده در بورس استرالیا) باشد، با توقف معاملات اوراق بهادار اصلی بطور اتوماتیک معاملات اوراق مشتقه نیز متوقف می‌شود مگر اینکه این موضوع با حفظ نظم و منصفانه بودن بازار مناسبت نداشته باشد.

محصولات بورس قراردادهای آتی استرالیا

در صورتی که محصولات این بورس، اوراق مشتقه‌ی اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس استرالیا باشد و بورس استرالیا معاملات اوراق بهاداری را متوقف کند بورس قراردادهای آتی استرالیا نیز ممکن است معاملات قراردادهای آتی مربوطه را متوقف یا تعلیق نماید.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

معمولاً بورس نیویورک، بازار اصلی برای اوراق سهام پذیرفته شده داخلی است. در مورد اوراق سهام غیر آمریکایی که بورس نیویورک بازار اصلی آنها نیست، این بورس این حق را برای خود حفظ نموده که حتی اگر این اوراق در بازار اصلی متوقف شده باشند، معاملات در NYSE ادامه یابد. بورس نیویورک بصورت موردی به بررسی لزوم توقف هر اوراق بهادار می‌پردازد. اگر این بورس به این نتیجه برسد که تمام اخبار با اهمیت در دسترس عموم بوده و بازاری با نظم و منصفانه وجود دارد معاملات اوراق بهادار در آن ادامه می‌یابد.

نزدک برای توقف موازی معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند بورس یا اوراق مشتقه آنها، به توقف معاملات آن اوراق در بازار اصلی توجه دارد. تعیین قیمت اوراق سپرده آمریکایی که در نزدک معامله می‌شود و قیمت آن به اوراق بهادار اصلی (سهام عادی) وابسته است بسیار مشکل است بخصوص اگر معاملات اوراق اصلی در بازار اصلی متوقف شده باشد.

برای ارزیابی توقف معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در نزدک، آگاهی از توقف یا تعلیق و دلایل آن اهمیت زیادی دارد. نزدک از توقف معاملات اوراق بهادار در بازار اصلی از طریق مقامات ناظر یا بورس‌های خارجی، مشارکت‌کنندگان بازار یا رسانه‌های خبری (بسته به نوع ارتباط نزدک با آنها) مطلع می‌شود. بازار اصلی اوراق بهادار برای بورس‌های منطقه‌ای مانند بورس بوستون نیز اهمیت دارد چون تعیین قیمت از عوامل اساسی است.

سوال 10- آیا اختلاف زمانی در اعمال یا اثر بخشی توقف های معاملاتی موثر است؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

مبنای پذیرش یک ورقه بهادار در چند بورس و در حوزه‌های قانونی مختلف، دسترسی بازارهای سرمایه دیگر است. اختلاف زمانی بین بازارها و تاخیری که در اعمال توقف معاملات صورت می‌گیرد باعث می‌شود اطلاعات بین بازارها منتقل شود. اگر زمان کاری بازارهای مختلف همپوشانی¹ داشته باشند، اثر بخشی توقف معاملات محدود می‌شود. این امر باعث می‌شود که معاملات در یک بازار ادامه داشته در حالی که در بازار دیگری متوقف است. سیستم موجود توصیه به بورس‌ها در مورد توقف‌های معاملاتی این است که در هر روز معاملاتی در استرالیا، توقف معاملات در همه بورس‌های استرالیا (واقع در یک منطقه زمانی) باید تاثیر همزمان داشته باشد.

سه منطقه زمانی گسترده در دنیا عبارتند از آسیا، اروپا و ایالات متحده. تنها بازاری در دنیا که قبل از استرالیا گشایش می‌شود، نیوزیلند است. بنابر این ما برای اعمال توقف معاملات در سایر حوزه‌های قانونی آمادگی کافی داریم.

در حال حاضر هیچکدام از بازارهای اروپایی قبل از بسته شدن بازار استرالیا، گشایش نمی‌شوند بنابر این برای توقف معاملات فرصت کافی در اختیار است. بسته شدن بازارهای ایالات متحده نیز

1. Overlap

قبل از گشایش بازارها در استرالیا در روز بعد، صورت می‌گیرد و بنابراین زمان کافی برای انتقال اطلاعات وجود دارد. طولانی‌تر کردن ساعت گشایش بورس‌ها باعث بیشتر شدن هم‌پوشانی ناقص زمان خواهد شد و فرآیند توقف معاملات را پیچیده‌تر خواهد کرد.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

اختلاف زمانی بر زمان تماس کارکنان بازارهای آمریکا با نمایندگان شرکت‌هایی که در ساحل غربی¹ و شرکت‌هایی که خارج از ایالات متحده قرار دارند، صادق است. وقتی که اختلاف زمانی وجود دارد، اطلاعات مربوط به توقف معاملات حتی برای بازارهای که بسته هستند مهم است. برای مثال در نظر بگیرید که ورقه بهاداری در نزدک و بورس لندن پذیرفته شده است. اطلاع نزدک در مورد توقف معاملات در بورس لندن بسیار اهمیت دارد تا این اطلاعات در ایالات متحده نیز بطور مناسب منتشر شود. نزدک اعلامیه توقف معاملات را از طریق تماس با بورس لندن، مشارکت کنندگان بازار و یا رسانه‌های خبری دریافت می‌کند. اگر توقف بعلت اخبار با اهمیت منتشر نشده باشد، شرکت ملزم است نزدک را از چنین افشایی مطلع سازد. هدف فراهم نمودن شرایط یکسان برای تمام سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی است.

سوال 11- چه اطلاعاتی درباره توقف معاملات در حوزه قانونی شما در دسترس است؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری های استرالیا

زمانی که معاملات اوراق بهاداری متوقف می‌شود، این موضوع از طریق بورس اعلام و توسط چندین سرویس خبری منتشر می‌شود. از این طریق اطلاعات مربوط به دلایل توقف، مدت زمان پیش‌بینی شده برای توقف و غیره در باره توقف‌های جاری در دسترس می‌باشد.

1. West Coast

به هر حال، اطلاعات تاریخی درباره توقف معاملات توسط بورس استرالیا نگه داشته می‌شود اما در دسترس بازار نمی‌باشد.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

این کمیسیون اطلاعاتی مربوط به تعلیق معاملات را که خود آن‌ها را صادر نموده است، منتشر می‌کند، علاوه بر این، تعلیق‌های مربوط به 5 سال گذشته در سایت کمیسیون موجود است. تمام تعلیق‌ها در پرونده 1 - 500 اداره خدمات بایگانی و اطلاعات کمیسیون نگهداری می‌شود. تعداد تعلیق‌های معاملاتی صورت گرفته در هر سال مالی در گزارش سالانه کمیسیون منتشر می‌شود.

توقف‌های مقرراتی بورس نیویورک، همزمان با وقوع، بر روی نوارهای تلفیقی یادداشت می‌شوند. اطلاعات روزانه درباره توقف‌های معاملات نزدیک از طریق سایت nasdaqtrader.com فوراً قابل دسترسی است. اطلاعات توقف معاملات 30 روز در این سایت آرشیو شده است. گروه نظارت بر بازار نزدیک، آمار توقف معاملات را برای ارایه به مقامات ناظر نگهداری می‌کند. نزدیک همچنین اطلاعات تمام توقف‌های معاملاتی و از سرگیری مجدد معاملات را از ایستگاه کاری نزدیک و از طریق سرویس‌های خبری بزرگ مخابره می‌کند.

سوال 12- آیا نمونه‌های خاصی از توقف معاملات اوراق بهادار پذیرش شده در چند

بورس یا اوراق مشتقه آن وجود دارد که کمیته دائمی باید در نظر داشته باشد؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا

اگر اوراق بهادار در بیش از یک بورس ولی در یک منطقه زمانی پذیرفته شده باشد، در صورتی که اطلاعات موثر بر قیمت منتشر شود یا توقف معاملاتی فقط در یک بازار اعمال شود، موارد خاصی روی می‌دهد. چنین وضعیتی می‌تواند منجر به معامله در بازاری ناآگاه و آربیتراژ بین دو بازار می‌شود.

برای نشان دادن این مساله فرض کنید که سهمی در دو بورس و در دو حوزه قانونی مختلف ولی بایک منطقه زمانی معامله می‌شود و ساعت معاملات عادی دو بورس همزمان می‌باشد. فرآیند دستی انتقال اطلاعات بین بورس‌ها در ارتباط با توقف معاملات باعث تاخیر در انجام توقف معاملات در حوزه قانونی دیگر می‌شود. در نتیجه اوراق بهادار در بازار یک حوزه قانونی قابل معامله و در جایی دیگر غیرقابل معامله است. این مورد نیز منجر به معامله در بازاری ناآگاه و آربیتراژ بین دو حوزه قانونی می‌شود.

موضوع دیگری که باید در نظر گرفته شود این است که بورس‌ها در حوزه‌های قانونی مختلف رویه‌های متفاوتی برای توقف معاملات دارند یا اینکه در شرایط معین و در برخورد با توقف معاملات رفتار متفاوتی دارند. تفاوت تفسیر بین بورس‌ها باعث کاهش تاثیر توقف معاملات در رابطه با اوراق بهاداری می‌شود که در چند بورس پذیرفته شده است.

ب) پاسخ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

مورد خاصی وجود ندارد.

سوال 13- آیا هماهنگی‌ها و روش‌های اشتراک اطلاعات خاصی وجود دارد که به گردانندگان بازار و مقامات ناظر در انجام توقف‌های معاملاتی اوراق بهاداری که فرامرزی و در چند بورس پذیرش شده، کمک کند؟

الف) پاسخ کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری‌های استرالیا

مقررات پذیرش بورس استرالیا ملزم می‌دارد که اعلام اطلاعات برای انتشار باید مستقیماً فقط به بورس صورت گیرد (و نه به شخص دیگری) تا زمانی که این بورس اعلام اطلاعات به بازار را تایید کند. اگرچه رعایت اکید و دقیق این مقررات مخالف انتقال اطلاعات توسط شرکت به بورس‌های دیگر است.

اگر شرکتی در بورس‌های خارجی پذیرفته شده باشد (صرف نظر از محل پذیرش اصلی) بورس استرالیا می‌داند که اطلاعات لازم است به بازارهای خارجی و در خارج از ساعت کاری این بورس اعلام شود. این کار مجاز است با این شرط که شرکت این اطلاعات را به اداره اعلام اخبار شرکت‌ها در همان زمان فاکس نموده و اعلام کند که این اخبار منتشر شده است. در صورتی که شرکتی اوراق بهادار فرامرزی و پذیرفته شده در چند بورس، داشته باشد اعلام اطلاعات با اهمیت موثر بر قیمت در روزهای یکشنبه روش مناسبی است. تمام بازارها در زمان اعلام خبر بسته اند و بنابراین معامله‌ای در بازارهای ناآگاه صورت نمی‌گیرد.

ب) پاسخ کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا

این کمیسیون اغلب به عنوان منبعی برای هماهنگی‌های فرامرزی عمل می‌کند، به خصوص اگر توقف یا تعلیق از سوی مقامات ناظر بین‌المللی به دلایلی علاوه بر انتشار اخبار با اهمیت صورت گرفته باشد. اگر مقام ناظر خارجی یا بورس، کمیسیون بورس و اوراق بهادار را از توقف معاملات مطلع کند، گروه نظارت بر بازار کمیسیون اطلاعات را به بورس مربوطه یا نزدیک منتقل می‌کند. به هر حال کمیسیون رویه‌های رسمی برای هماهنگی بین بازارها در مورد توقف معاملات ندارد. اداره نظارت بر بازار نزدیک برای منافع متقابل، فهرست تماس با اشخاص کلیدی در بازارها و مقامات ناظر خارجی فراهم نموده است. نام شماره تلفن تماس و آدرس‌های پست الکترونیکی افراد مرتبط با توقف معاملات، نگهداری شده و از این طریق ارتباط مستقیم با بازارها برقرار می‌شود. از این طریق ارتباطات بین بازارها در رابطه با موضوعات نظارتی به خصوص توقف‌های معاملاتی که به زمان حساس است به موقع انجام می‌شود. در صورت امکان، باید به ایجاد یک سایت بین‌المللی توجه شود تا همه اطلاعات روزانه کلیه بازارها را نشان دهد.

ضمیمه ج - مراجع ادبیات تحقیق

Amihud, Yakov and Haim Mendelson. "The Effects of a Transaction Tax on Securities Returns and Values," Working paper, New York University, August, 1990.

Brennan, Michael J. "A Theory of Price Limits in Futures Markets," *Journal of Financial Economics*, 1986, vol. 16(2), 213-233.

Christie, William G., Shane A. Corwin and Jeffrey H. Harris. "Nasdaq Trading Halts: The impact of Market Mechanism on Prices, Trading Activity, and Execution Costs," *Journal of Finance*, Forthcoming.

Greenwald, Bruce and Jeremy Stein. "Transactional Risk, Market Crashes, and the Role of Circuit Breakers," *Journal of Business*, 1991, vol. 64(4), 443-462.

Grundfest, Joseph A. and John B. Shoven. "Adverse Implications of a Securities Transactions Excise Tax," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1991, vol. 6(4), 409-442.

Harris, Lawrence. "The Dangers of Regulatory Over-reaction to the October 1987 Stock Market Crash," *Cornell Law Review*, vol. 74(5), July, 1989, 927-942.

Harris, Lawrence. "Circuit Breakers and Program Trading Limits: What Have We Learned?" *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, in R. Litan and A. M. Santomero, eds., *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1998, (Brookings Institution Press), 17-47.

Kodres, Laura and Daniel O'Brian. "The Existence of Pareto-Superior Price Limits," *American Economic Review*, 1994, vol. 84(4), 919-932.

Kupiek, Paul. "Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What have we learned since the Crash?," Working paper, Federal Reserve Board, April 1997.

Kupiek, Paul and Steven Sharpe. "Animal Spirits, Margin Requirements, and Stock Price Volatility," *Journal of Finance*, 1991, vol. 46(2), 717-732.

Kyle, Albert S. "Trading Halts and Price Limits," *Review of Futures Markets*, 1988, vol. 7(3), 426-434.

Lauterbach, Beni and Uri Ben-Zion. "Stock Market Crashes and the Performance of Circuit Breakers: Empirical Evidence," *Journal of Finance*, 1993, vol. 48(5) 1909-1925.

Lee, Charles M. Mark Ready, and Paul J. Seguin. "Volume, Volatility and New York Stock Exchange Trading Halts," *Journal of Finance*, 1994 vol. 49(1), 183-214.

Moser, James T. "Circuit Breakers," *FRB Chicago – Economic Perspectives*, 1990, vol. 14(5), 2-13.

Santoni G. J and Tung Liu. "Circuit Breakers and Stock Market Volatility," *Journal of Futures Markets*, 1993, vol. 13(3) 261-278.

Schwert, G. William and Paul Seguin. "Securities Transactions Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions," *Financial Analysts Journal*, 49 (September/October 1993) 27-35.

Subrahmanyam, Avanidhar. "Circuit Breakers and Market Volatility: A Theoretical Perspective," *Journal of Finance*, 1994, vol. 49(1), 237-254.

Subrahmanyam, Avanidhar. "Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium," *Journal of Business*, January 1998, vol. 71(1), 81-118.