

Regulation and Balanced Financial Development: The Case of Price Limits in Iran's Stock Market

Ebrahim Eltejaei*

Mohammad Ali Aboutorabi**

Abstract

“Balanced Financial Development, BFD” ensures that the development path of a given financial system supports short-term stability and long-term growth by coordinating four key pathways: financial liberalization, financial deepening, risk management, and financial innovation. These pathways must be developed in sync and properly together to maintain the stability of the financial system in its development path and to provide for continuous and low-volatility economic growth. The stock market, as a sub-sector of Iran's financial system, is subject to excessive regulation, including severe restrictions on the range of daily stock price fluctuations, which is a form of financial repression. This article seeks to examine some consequences of the stock price limit within the conceptual framework of BFD. This constraint can be considered as an “anti-growth” policy if it's known as an obstacle to BFD. The results of this article illustrate that the stock price limit although may have short-term stabilizing effects, but by distorting price signals, preventing financial innovation and hindering financial deepening, becomes an obstacle to the long-term financial development. In addition, it weakens the possibilities of risk management and financial inclusion, and exacerbates systemic risks. Therefore, to achieve BFD, liberalization is necessary in parallel with improving financial deepening (depth, access, inclusion), risk management (development of the insurance sector, and diversification of financial intermediaries and financial instruments), and financial innovation. **Keywords:** Financial Development, Stock Market, Price Fluctuation Limit, Financial Repression, Financial Crisis.

JEL Classification: G00 .G10 .G18 .G01.

* Associate Professor of Economics, Institute for Humanities and Cultural Studies, Tehran, Iran. E.Eltejaei@ihcs.ac.ir

** Assistant Professor of Economics, Institute for Humanities and Cultural Studies, Tehran, Iran. (Corresponding Author). Aboutorabi.econ@gmail.com

مقررات زایی و توسعه مالی متوازن:

مورد حد نوسان در بازار سهام ایران

ابراهیم التجائی *

محمدعلی ابوترابی **

چکیده

«توسعه مالی متوازن» تضمین می‌کند که مسیر توسعه یک سیستم مالی مشخص با هم‌آهنگ کردن چهار مسیر انتقال کلیدی شامل آزادسازی مالی، تعمیق مالی، مدیریت ریسک و نوآوری مالی، از ثبات کوتاه‌مدت و رشد بلندمدت حمایت می‌کند. این مسیرها باید هم‌گام و متناسب با هم توسعه یابند تا ثبات سیستم مالی در مسیر توسعه آن حفظ شود و در عین حال، رشد اقتصادی مستمر و کم‌نوسان را تشویق کند. بازار سهام، به‌عنوان یکی از زیربخش‌های سیستم مالی ایران، زیر مقررات‌زایی‌های بیش از حد، از جمله محدودیت شدید دامنه نوسان روزانه قیمت سهام قرار دارد؛ که گونه‌ای از سرکوب مالی است. این مقاله برخی از پیامدهای این محدودیت را در چارچوب مفهومی توسعه مالی متوازن مورد بررسی قرار می‌دهد. این محدودیت در صورتی که مانعی در مسیر توسعه مالی متوازن قرار می‌دهد، می‌تواند یک سیاست «ضد رشد» قلمداد شود. نتایج این مقاله استدلال می‌کنند که اگرچه محدودیت دامنه نوسان ممکن است آثار تثبیت‌کننده کوتاه‌مدت داشته باشد، اما با تحریف سیگنال‌های قیمتی، جلوگیری از نوآوری مالی و جلوگیری از تعمیق مالی، مانع توسعه بلندمدت مالی می‌شود. علاوه بر این، امکان‌های مدیریت ریسک را تضعیف می‌کند و شمول مالی را کاهش می‌دهد و ریسک‌های سیستمی را تشدید می‌کند. بنابراین، برای دستیابی به «توسعه مالی متوازن»، آزادسازی همگام با بهبود تعمیق

* دانشیار اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، تهران، ایران. E.Eltejaei@ihcs.ac.ir

** استادیار اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

Aboutorabi.econ@gmail.com

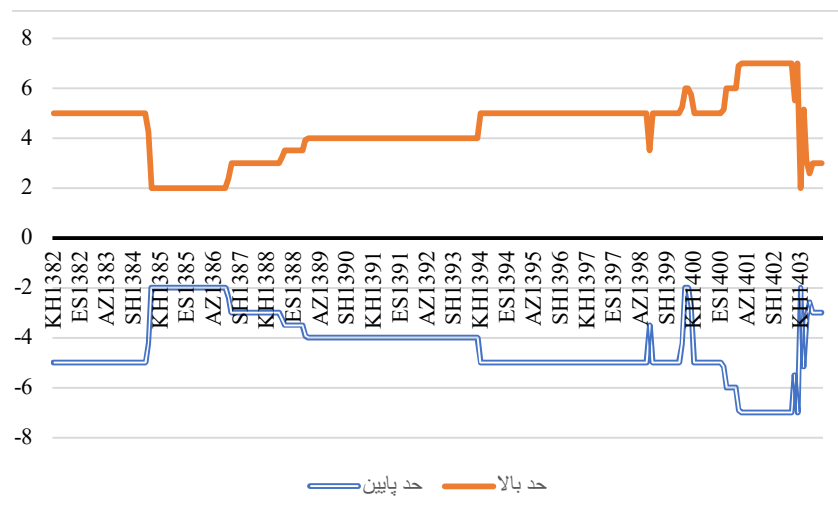
مالی (عمق، دسترسی، شمول)، مدیریت ریسک (توسعه بخش بیمه، و تنوع بخشیدن به واسطه‌های مالی و ابزارهای مالی)، و نوآوری مالی ضروری است.
واژگان کلیدی: توسعه مالی، بورس، حد نوسان، سرکوب مالی، بحران مالی.
طبقه‌بندی JEL: G00، G10، G18، G01.

مقدمه

توسعه متوازن مالی (Balanced financial development) یک مفهوم کلیدی در اقتصاد کلان-مالی (Macro-financial economics) است که تضمین می‌کند مسیر توسعه یک سیستم مالی مشخص، از ثبات کوتاه‌مدت و رشد بلندمدت با هم آهنگ کردن چهار مسیر انتقال کلیدی^۱ (آزادسازی مالی (Financial liberalization)،^۲ تعمیق مالی (Financial deepening)،^۳ مدیریت ریسک (Risk management) و^۴ نوآوری مالی (Financial innovation)، حمایت می‌کند. این مسیرها باید هم‌گام و متناسب با هم توسعه یابند تا ثبات مالی (Financial stability) در مسیر توسعه آن حفظ شود و در عین حال، رشد اقتصادی مستمر و کم‌نوسان را تشویق کند.

یکی از مهم‌ترین بازارها در سیستم مالی، بازار سهام و اوراق بهادار است که در ایران در قالب بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران شکل گرفته است. سال‌های متمادی است که دادوستد سهام و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، که از این پس، «بورس ایران» نامیده می‌شود، زیر محدودیت‌های شدید تا نسبتاً شدید دامنه نوسان روزانه در ترکیب با محدودیت‌های حجم مبنا است و هر از گاهی این محدودیت‌ها بیش‌تر یا کم‌تر می‌شود، به گونه‌ای که معمولاً در شرایط تشدید تنش‌ها و ریسک‌های سیاسی که قیمت سهام تمایل به کاهش دارد این محدودیت‌ها بیش‌تر شده و با فروکش کردن تنش‌ها، دامنه نوسان کمی بازتر و محدودیت کم‌تر می‌شود. برای ایجاد این مداخله، توجیه‌های متفاوتی مانند جلوگیری از نوسان شدید قیمت‌ها و متضرر شدن سهام‌داران خرد و جلوگیری از دست‌کاری قیمت سهام ذکر شده است.

نمودار ۱ حد نوسان قیمت سهام در بورس ایران که از بررسی مصوبه‌های نهادهای مرتبط طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۴۰۳ به دست آمده است را نشان می‌دهد.



نمودار ۱: حد نوسان قیمت سهام در بورس ایران (میانگین ماهانه به درصد).

یادداشت: داده‌های این نمودار از بررسی مصوبه‌های هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، به دست آمده است. منتخبی از مصوبه‌های مهم در پیوست مقاله ارائه شده، در عین حال، لیست کامل‌تری از آن‌ها در پایگاه قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران در تارنمای <https://cmr.seo.ir> در دسترس است.

بر پایه تجربه برخی از کشورهای در حال توسعه، می‌توان گونه‌هایی از محدودیت‌های نوسان قیمت را به صورت محدودیت‌های ایستا یا پویا (Static or Dynamic Price Limit)، محدودیت‌های متقارن یا نامتقارن (Symetric or Asymetric Price Limit)، محدودیت‌های مبتنی بر درصدی از قیمت مبنا (Refrence Price) یا حتی به صورت واحدهای پولی شناسایی کرد. در اغلب بورس‌های استفاده‌کننده از دامنه نوسان، علاوه بر در نظر گرفتن محدوده بازتری (Wider) برای دامنه نوسان، این محدودیت‌ها با سازوکاری به نام مدارشکن^۱ (Circuit Breaker) و در نظر گرفتن دوره ثبات بخشی (Cooling-Off Period) کوتاه ترکیب می‌شوند که در عمل باعث می‌شود دامنه نوسان مانعی برای دستیابی به قیمت‌های درست و مبتنی بر اطلاعات کامل (Full

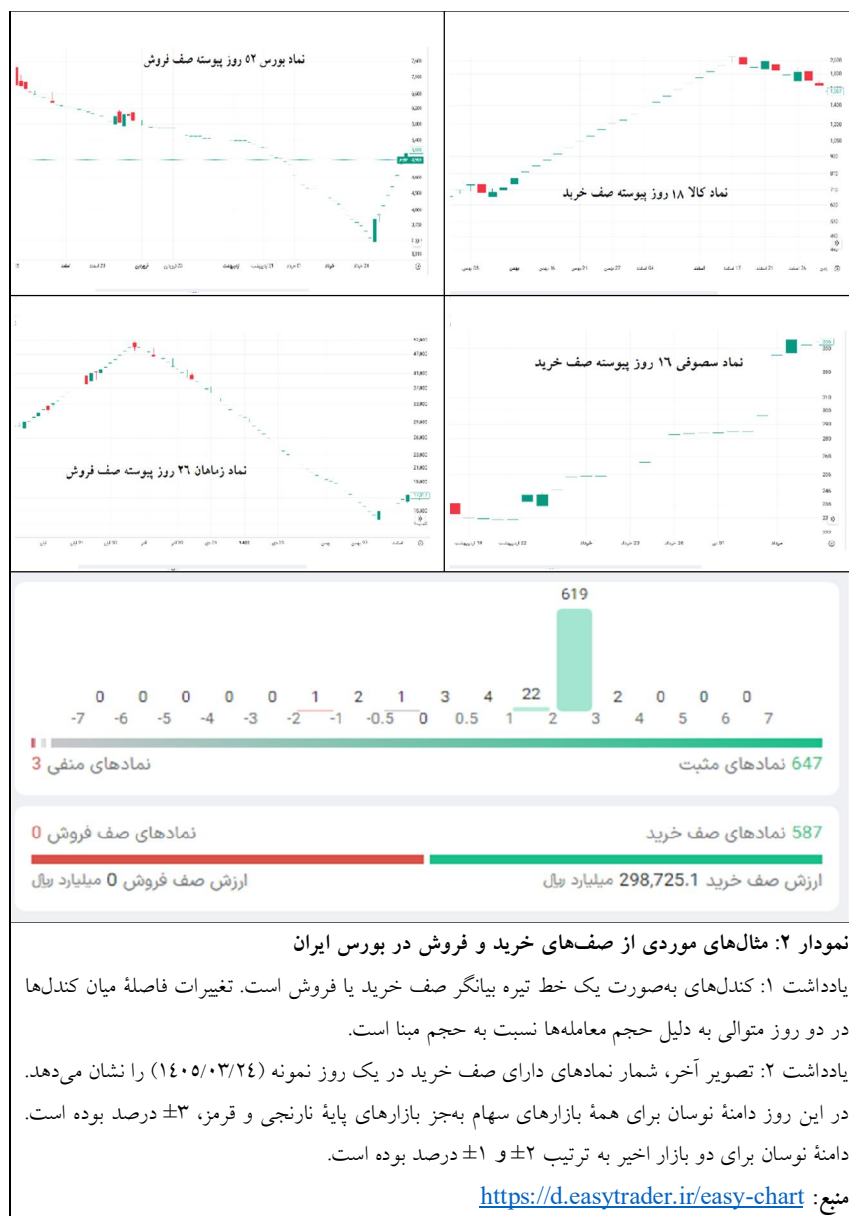
^۱. در برخی از متون فارسی اصطلاح «متوقف‌کننده خودکار» به کار رفته است. از آنجا که در این سازوکار تنها توقف موقت معامله مدنظر نیست، بلکه از سرگیری معامله‌ها با شرایط تازه نیز مدنظر است، اصطلاح «مدارشکن» پیشنهاد می‌شود.

Information) ایجاد نکند^۱. ونگ و همکاران (Wong et al., 2020) کارکرد مدارشکن‌ها را تشریح می‌کنند که در ترکیب با دامنه نوسان، هنگامی که قیمت یا شاخص مورد نظر به مقدار از پیش تعیین شده برسد، معامله‌های سهم یا بازار به صورت موقت متوقف می‌شود تا شرایط مجدداً مورد بررسی قرار گرفته و معامله‌ها با شرایط تازه دوباره از سر گرفته شوند.

در بورس ایران، نوعی سخت از دامنه نوسان در معامله‌های سهام اعمال می‌شود که نسبت به دامنه نوسان در بورس‌های سایر کشورها بسیار محدودتر (تنگ‌تر Tighter) است، و اگرچه در دوره‌های کوتاهی اندکی بازتر شده است، اما گستردگی دامنه نوسان آن قدر نبوده است که بتوانیم دامنه بسیار محدود را تقریباً دائمی تلقی کنیم. ضمن آن که این محدودیت سخت، در نبود مدارشکن‌ها، با ایجاد گره‌های معاملاتی به انباشتگی سفارش‌ها یا به عبارتی صف‌های خرید یا فروش منجر می‌شود که گاهی برای روزها و هفته‌های طولانی ادامه دارد و از حیث ماندگاری در میان بازارهای سهام کشورهای گوناگون، کم‌نظیر است. در بورس ایران اگرچه برای رفع و حذف این صف‌ها یا به اصطلاح گره‌های معاملاتی، ضوابطی پیش‌بینی شده است ولی در عمل، این ضوابط یا اجرا نمی‌شود یا کارآ نیست. نمودار ۲ مثال‌هایی موردی از صف‌های خرید و فروش در

^۱. برای مطالعه بیش‌تر درباره انواع محدودیت‌های نوسان قیمت در بورس‌های کشورهای مختلف، ر. ک. بورس اوراق بهادار تهران (۱۴۰۰)، پژوهشکده امور اقتصادی (۱۴۰۳)، (Wong et al. (2020)، Chan et al. (2005).
^۲. شایان ذکر است که مانع‌های دستوری در مسیر دستیابی به قیمت‌های مبتنی بر اطلاعات کامل، مستقیماً به تشدید نامتقارنی اطلاعات (Information Asymmetry) در بازارهای مالی منجر می‌شوند. دامنه نوسان سخت و مستمر، با به تأخیر انداختن کارکرد کشف قیمت و ایجاد صف‌های طولانی و قفل شده، جریان طبیعی انتقال داده‌ها را مختل کرده و شکاف اطلاعاتی میان معامله‌گران دارای اطلاعات کافی (Well-informed) و معامله‌گران فاقد اطلاعات (Uninformed) را افزایش می‌دهد؛ امری که ریسک‌های مبادله در بازار را تشدید می‌کند. در مقابل، سازوکارهایی مانند مدارشکن، با ایجاد دوره‌های کوتاه مدت ثبات بخشی، به بازیگران بازار فرصت هم‌زمان و برابر برای پردازش اطلاعات جدید داده و از این طریق، به کاهش نابرابری اطلاعاتی کمک می‌کنند (برای مطالعه بیش‌تر درباره نامتقارنی اطلاعات میان معامله‌گران در بورس ایران، ر. ک. کشاورز حداد و وحیدی، ۱۴۰۱).

بورس ایران که به معامله سهام روی حدهای بالایی یا پایینی و عدم نوسان در طول روز منجر می شود را نشان می دهد.



در این مقاله بنا است تا برخی از پیامدهای محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام، از نوعی که در «بورس ایران» جاری است، در چارچوب مفهومی «توسعه مالی متوازن» مورد بررسی قرار گیرد. ادعا این است که هر مقررات یا سیاستی که مانع آن شود که سیستم مالی با حداکثر توان خود منابع را تخصیص دهد، نوعی سرکوب مالی محسوب می‌شود و هر گونه سرکوب مالی برای توسعه مالی و رشد اقتصادی نامطلوب است. در عین حال، این که ممکن است سطح بهینه‌ای از سرکوب مالی برای رشد، ایجاد اشتغال، کاهش فقر، مهار تورم و ... وجود داشته یا نداشته باشد، مسئله بسیار مهمی است که بیرون از بحث این مقاله است. این مقاله تلاش می‌کند که نشان دهد محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام مانعی در مسیر توسعه مالی متوازن شناخته می‌شود، که اگر چنین باشد، این پدیده می‌تواند یک سیاست «ضد رشد» قلمداد گردد. بر این اساس، لازم است مروری بر ادبیات هر یک از چهار مسیر توسعه مالی، تأثیر متقابل آن‌ها و این که چگونه توسعه مالی متوازن به بی‌نقصی (soundness) سیستم مالی کمک می‌کند، بر اساس ادبیات اقتصاد کلان-مالی، انجام شود؛ تا از این ره‌گذر فهم عمیق‌تری از توسعه مالی متوازن (که نسبت به مفهوم عام توسعه مالی، کمتر مورد بحث قرار گرفته است) و مسئله محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام حاصل شود.

پس این مقاله در تلاش است تا به دو پرسش پژوهشی پاسخ دهد: ۱) چرا توسعه مالی متوازن مهم است؟ و ۲) چگونه حد نوسان می‌تواند مانع آن شود؟ ساختار این مقاله بدین شرح است: ادبیات نظری توسعه مالی متوازن و مسیرهای دست‌یابی به آن در بخش دوم مرور می‌شود. بخش سوم، به مرور پیشینه پژوهش درباره توسعه مالی متوازن و نیز حد نوسان در بورس ایران می‌پردازد. بخش چهارم، به تحلیل این می‌پردازد که حد نوسان در بورس ایران چگونه به عنوان یک ابزار سرکوب مالی عمل می‌کند و چه پیامدهای برای تحقق نیافتن توسعه مالی متوازن در ایران دارد.

۱- چارچوب نظری: توسعه مالی متوازن و مسیرهای تحقق آن

توسعه مالی از چهار مسیر (pathways) آزادسازی مالی، تعمیق مالی، مدیریت ریسک، و نوآوری مالی تحقق می‌یابد. در یک توسعه مالی متوازن این مسیرها با یکدیگر مرتبط هستند و باید هم‌گام و متناسب با هم توسعه یابند. در ادامه، ادبیات مربوط به هر یک از این مسیرها به‌طور خلاصه مورد بحث قرار می‌گیرد.

مسیر یکم: آزادسازی مالی

آزادسازی مالی به فرآیند حذف یا تسهیل مقررات (Regulations) دولتی در مورد بازارها و مؤسسه‌های مالی اشاره دارد که منجر به بیش‌تر فعال شدن سازوکارهای بازار-انگیخته (market-driven mechanisms) می‌شود. آزادسازی مالی از طریق مقررات‌زدایی (Deregulation) از نرخ بهره (سقف، کف، و یا باندهای نرخ بهره)، آزادسازی نرخ ارز، حذف کنترل‌های اعتباری (اعطاء اعتبارات دستوری، اعمال محدودیت‌های وام‌دهی، و الزام‌های نگهداری ذخایر بالا) کاهش مانع‌های ورود مؤسسه‌های مالی (صدور مجوز، تأسیس/مشارکت بانک‌های خارجی)، خصوصی‌سازی و کاهش سهم بانک‌های دولتی/عمومی/توسعه‌ای است (Bekaert & Harvey, 2000؛ Abiad & Mody, 2005: 68). هدف اصلی از آزادسازی مالی، تقویت یک محیط مالی رقابتی‌تر، افزایش کارایی تخصیص سرمایه و تحریک رشد اقتصادی با ترویج بازارهای مالی یکپارچه‌تر و پویاتر است (King & Levine, 1993a). با این حال، در حالی که آزادسازی مالی می‌تواند رشد و نوآوری را تحریک کند، در صورتی که به‌طور متوازن (یعنی هم‌گام با مسیرهایی که بعداً توضیح داده خواهند شد) اتفاق نیافتد، ممکن است ریسک‌هایی را برای ثبات مالی ایجاد کند، به‌خصوص اگر سطح چارچوب‌های مقرراتی از سطح توسعه‌یافتگی بازار عقب باشند (Corsetti et al., 2004). مزیت‌ها و مخاطره‌های آزادسازی مالی عبارتند از:

• ارتقاء رقابت و کارایی

یکی از مزیت‌های آزادسازی مالی، ارتقاء رقابت و کارایی در بازارهای مالی است. با کاهش کنترل‌های دولت، آزادسازی به شرکت‌های تازه اجازه ورود به بازار می‌دهد، که

می‌تواند هزینه خدمات مالی را کاهش داده و کارایی کلی تخصیص سرمایه را بهبود بخشد (Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۰۱).

آزادسازی هم‌چنین می‌تواند با ایجاد مجموعه‌ای متنوع‌تر از محصولات و خدمات مالی، شمول مالی (financial inclusion) بیش‌تر را ارتقاء دهد. به‌عنوان مثال، مقررات‌زدایی از بازارهای مالی در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، رشد مؤسسه‌های مالی خرد را تسهیل کرده است، که در تأمین سرمایه برای بخش‌های ضعیف جامعه نقش اساسی داشته‌اند (Morduch, ۱۹۹۹). به این ترتیب، آزادسازی مالی می‌تواند به توسعه اقتصادی کارآتر و عادلانه‌تر کمک کند، به‌ویژه با اطمینان از توزیع گسترده‌تر منابع مالی در بخش‌های مختلف اقتصاد (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۰۰).

• افزایش نوآوری مالی

یکی دیگر از تأثیرات مهم آزادسازی مالی، افزایش نوآوری مالی است. با کاهش محدودیت‌های تحمیل‌شده توسط دولت، مؤسسه‌های مالی آزادی بیش‌تری برای توسعه محصولات و خدمات نوآورانه به‌دست می‌آورند. این ممکن است شامل ابزارهای مالی جدید، مکانیسم‌های سهام‌شدن در ریسک و سیستم‌های پرداخت دیجیتال باشد؛ که به نوبه خود به پویایی بیش‌تر بازار مالی کمک می‌کند (Borio, ۲۰۰۳). آزادسازی مالی با رشد سریع ابزارهای مشتقه (Derivatives) و هم‌چنین استفاده روزافزون از اوراق بهادار مرتبط است، که هر دو، بازارهای مالی در سراسر جهان را با توانمندسازی مؤسسه‌های در تنوع بخشیدن به ریسک و افزایش نقدشوندگی متحول کرده‌اند (Gorton & Metrick, ۲۰۱۰).

آزادسازی بازارهای مالی هم‌چنین ظهور فین‌تک (فناوری مالی) و نوآوری‌های ارزش‌های دیجیتال را تسهیل می‌کند که دسترسی به خدمات مالی را گسترش داده و سیستم‌های بانکداری سنتی را تغییر داده است (Narayan, ۲۰۱۹). در نتیجه حرکت‌های روزافزون به سوی آزادسازی مالی، نوآوری‌هایی مانند فناوری بلاک‌چین (Blockchain)، وام‌دهی هم‌تا به هم‌تا (peer-to-peer lending)، و بانکداری موبایل در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه برجسته‌تر شده‌اند (Zohar & Bennett, ۲۰۱۶).

• قرار گرفتن در معرض ریسک سیستمی و بی‌ثباتی

در حالی که آزادسازی مالی می‌تواند باعث رشد اقتصادی و نوآوری شود، هم‌چنین می‌تواند اقتصادها را در معرض ریسک سیستمی (Systemic risk) و بی‌ثباتی مالی بیش‌تر قرار دهد. افزایش باز بودن بازارهای مالی امکان جریان‌های سرمایه بزرگ‌تر و بی‌ثبات‌تری را فراهم می‌آورد که در صورت عدم مدیریت صحیح می‌تواند منجر به بحران‌های مالی (Financial crises) شود (Corsetti et al., ۲۰۰۴). یک مثال قابل توجه از این ریسک سیستمی، بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ است، جایی‌که ورود سرمایه بیش از حد به دنبال خروج ناگهانی وجوه، رکود اقتصادی منطقه را تشدید کرد (Stiglitz, ۲۰۰۳). به‌طور مشابه، بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ خطرات مرتبط با بازارهای مالی غیرقابل تنظیم، به‌ویژه در زمینه محصولات مالی پیچیده مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن را برجسته کرد (Gorton & Metrick, ۲۰۱۰).

سیستم‌های مالی آزاد شده اغلب در برابر شوک‌های بیرونی کم‌تر انعطاف‌پذیر هستند، به‌ویژه هنگامی‌که چارچوب‌های مقرراتی ضعیف یا قدیمی هستند (Stiglitz, ۲۰۰۳). در نبود پایش مؤثر، مؤسسه‌های مالی می‌توانند به ریسک‌پذیری بیش از حد دست بزنند که می‌تواند اقتصاد ملی و جهانی را بی‌ثبات کند (Mian & Sufi, ۲۰۰۹). به همین دلیل، بسیاری از اقتصاددانان استدلال می‌کنند که آزادسازی باید با یک چارچوب مقرراتی مالی^۱ قوی همراه باشد تا اطمینان حاصل شود که سیستم‌های مالی پایدار و قادر به جذب شوک‌های بیرونی (External shocks) هستند (Borio, ۲۰۰۳). علاوه بر این، همان‌گونه‌که منطبق این مقاله بر آن استوار شده، ضروری است سیستم مالی به‌طور متوازن توسعه یابد، بنابراین، باید از شتاب‌زدگی در آزادسازی مالی پرهیز کرده و سیستم مالی متناسب و همگام با سطح توسعه‌یافتگی سه مسیر دیگر، آزادسازی گردد.

مسیر دوم: تعمیق مالی

^۱ برای مطالعه بیش‌تر درباره انواع سیستم‌های مقرراتی مالی و نیز ضرورت تحول در سیستم مقرراتی مالی، ر. ک. ابوترابی و حاج‌امینی (۱۴۰۳).

تعمیق مالی به فرآیند تقویت و گسترش سیستم مالی از طریق افزایش عمق (اندازه نسبی)، نقدشوندگی، کارایی و حجم بازارها و مؤسسه‌های مالی اشاره دارد. همچنین، شامل تنوع بخشیدن به منابع مالی داخلی و خارجی، و گسترش دسترسی به بانکداری و نیز خدمات مالی غیربانکی است (Beck et al., ۲۰۱۰). هدف از تعمیق مالی، ارتقاء رشد اقتصادی از طریق بهبود توانایی سیستم مالی برای تخصیص منابع از طریق امکان تجهیز بهتر پس‌اندازها، تشویق بیشتر سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی اثربخش‌تر است (Dabla-Norris, ۲۰۱۲). در عین حال، تعمیق مالی باید منجر به بهبود شمول مالی شود و به جمعیت‌هایی که پیش‌تر از خدمات مالی محروم بوده و یا زیر خط قرمز قرار داده شده‌اند (Red-lining) اجازه دسترسی بیشتر به تأمین مالی بیرونی (external financing) را دهد (Claessens, ۲۰۰۶). از مزیت‌های تعمیق مالی می‌توان موارد زیر را برشمرد:

• افزایش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری

با ایجاد یک سیستم مالی عمیق‌تر، خانوارها و کسب‌وکارها به احتمال زیاد در فعالیت‌های رسمی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، مشارکت بیشتری خواهند داشت (Levine, ۲۰۰۵). تعمیق مالی با افزایش کارایی و دسترسی به بازارهای مالی، واسطه‌گری مالی بیشتر را ترویج می‌کند، که منجر به سطح‌های بالاتر پس‌انداز می‌شود. هنگامی که بازارهای مالی عمیق هستند، آن‌ها می‌توانند طیف گسترده‌ای از خدمات مالی را ارائه دهند که اولویت‌های ریسک، سطح‌های درآمد و افق‌های سرمایه‌گذاری متفاوت را برآورده می‌کنند (Aghion et al., ۲۰۰۵). این منجر به تخصیص بهتر منابع مالی در سرتاسر اقتصاد و ظرفیت بیشتر برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های تولیدی می‌شود (Mckinnon, ۱۹۷۳).

تجهیز پس‌اندازها به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه قابل توجه است، جایی که تعمیق مالی می‌تواند سرمایه‌های پیش از این راکد را تشویق کند تا به سمت پروژه‌های دارای بیش‌ترین بازدهی هدایت شوند. بنابراین، کشورهایی با سیستم‌های مالی توسعه‌یافته‌تر تمایل به نشان دادن نرخ‌های بالاتری از پس‌انداز و سرمایه‌گذاری داخلی

دارند (Beck et al., ۲۰۰۰). یک سیستم مالی عمیق‌تر هم‌چنین تنوع ریسک را بهبود می‌بخشد و شرایط لازم برای تخصیص کارآ سرمایه را ایجاد می‌کند (Rajan & Zingales, ۱۹۹۸).

• بهبود تخصیص سرمایه

یک سیستم مالی توسعه‌یافته‌تر به کاهش ناکارایی در تخصیص سرمایه با ارائه گستره وسیع‌تری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تسهیل قیمت‌گذاری دقیق‌تر ریسک کمک می‌کند (Levine, ۲۰۰۵). سیستم‌های مالی کارآ به هدایت منابع به بهره‌ورترین و سودآورترین استفاده‌ها کمک می‌کنند و در نتیجه، رشد و توسعه اقتصادی را تشویق می‌کنند. تعمیق مالی ظرفیت بازار را برای قیمت‌گذاری دقیق‌تر دارایی‌ها افزایش می‌دهد و به کسب‌وکارها اجازه می‌دهد تا به تأمین مالی ارزان‌تر دسترسی داشته باشند و در نتیجه، عملکرد آن‌ها را بهبود می‌بخشد (Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۰۱). علاوه بر این، تعمیق مالی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد، که به‌ویژه برای توسعه شرکت‌های کوچک و متوسط (SMEs) که در دسترسی به منابع مالی در سیستم‌های مالی کم‌تر توسعه‌یافته با مشکل مواجه هستند، ضروری است (Beck et al., ۲۰۰۵). با کاهش موانع ورود کارآفرینان و شرکت‌های کوچک‌تر، تعمیق مالی کارآفرینی را تقویت می‌کند و به افزایش بهره‌وری کمک می‌کند (Bencivenga & Smith, ۱۹۹۱).

• کاهش اتکاء به تأمین مالی غیررسمی

تعمیق مالی هم‌چنین منجر به کاهش اتکاء به تأمین مالی غیررسمی (Informal financing) می‌شود. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، تأمین مالی غیررسمی (مانند پس‌انداز خانوارها، قرض‌دهندگان پول) منبع اولیه تأمین مالی درونی (internal financing) بنگاه‌ها و خانوارها است، اما در مقابل، سیستم‌های مالی این کشورها اغلب ظرفیت‌های محدود و ریسک‌های بالاتری دارند (به همین دلیل، در این‌گونه اقتصادها اندازه تأمین مالی بیرونی پایین، و البته پرهزینه است). همان‌گونه که سیستم‌های مالی عمیق‌تر می‌شوند، مؤسسه‌های مالی رسمی خدمات خود را توسعه می‌دهند تا به جمعیت‌هایی که پیش‌تر تحت پوشش قرار داشتند، پاسخ دهند، که منجر به کاهش نیاز

به مکانیسم‌های غیررسمی می‌شود (Karlan & Morduch, ۲۰۱۰). سیستم‌های بانکی رسمی هم‌چنین خدمات مالی امن‌تر، شفاف‌تر و ارزان‌تری ارائه می‌دهند که به ایجاد اعتماد عمومی‌یافته به مؤسسه‌های مالی کمک می‌کند.

تغییر از سیستم‌های مالی غیررسمی به رسمی در کشورهایی مشاهده شده است که تعمیق مالی موفق‌ترین بوده است، مانند آسیای شرقی و بخش‌هایی از آمریکای لاتین (Dabla-Norris, ۲۰۱۲). با گسترش دامنه خدمات مالی، از جمله بیمه، وام، و حساب‌های پس‌انداز، تعمیق مالی باعث افزایش شمول مالی و ترویج توسعه اقتصادی باثبات‌تر و عادلانه‌تر می‌شود (Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۰۱).

مسیر سوم: مدیریت ریسک در مؤسسه‌های مالی^۱

در مورد واسطه‌های مالی، مدیریت ریسک شامل پرداختن به انواع گوناگونی از ریسک‌ها، از جمله ریسک اعتباری، ریسک بازار، ریسک عملیاتی و ریسک نقدشوندگی است (Basel Committee on Banking Supervision [BCBS], ۲۰۱۱). مدیریت ریسک کارآ تضمین می‌کند که مؤسسه‌های مالی می‌توانند زیان‌های احتمالی را کاهش دهند، سودآوری را حفظ کنند و از ثبات بلندمدت خود محافظت کنند (Jorion, ۲۰۰۷). با توجه به پیچیدگی و وابستگی متقابل سیستم‌های مالی در سطح جهانی، اهمیت مدیریت ریسک مؤثر به‌ویژه با افزایش حجم و تنوع محصولات مالی، جهانی‌سازی و پیشرفت‌های تکنولوژیکی افزایش یافته است (Hull, ۲۰۲۳).

پیامدهای کلیدی مدیریت ریسک در مؤسسه‌های مالی

آ. حمایت از ثبات مالی و ثبات اقتصاد کلان (Macroeconomic stability)

^۱. در ادبیات دانش اقتصاد کلان-مالی، مدیریت ریسک در دو جا و با دو نقش متفاوت مورد بحث قرار می‌گیرد. یکی، به‌عنوان کارکردی برای سیستم مالی؛ که در این‌جا منظور توانایی سیستم مالی در عرضه ابزارهایی است که به مدیریت بهتر انواع ریسک‌هایی که بخش واقعی با آن‌ها مواجه است کمک کنند و از این رهگذر به توسعه بخش واقعی بیانجامد. دیگری، به‌عنوان مسیری برای توسعه سیستم مالی است؛ که در این‌جا منظور توانایی سیستم مالی در فراهم آوردن ابزارهایی است که مدیریت بهتر انواع ریسک‌هایی را که با بازارها و مؤسسه‌های مالی با آن‌ها مواجه هستند رقم زنند و از این رهگذر توسعه بخش مالی محقق گردد.

مدیریت ریسکِ اثربخش هم از مؤسسه‌های مالی منفرد و هم به‌طور گسترده‌تر از کل سیستم مالی و اقتصاد محافظت می‌کند. مؤسسه‌های مالی با سیستم‌های مدیریت ریسک قوی می‌توانند شوک‌ها را بهتر جذب کنند، از نکول اجتناب کنند و ریسک‌های سیستمی را که می‌توانند ثبات اقتصادی را تهدید کنند کمینه نمایند (Borio, ۲۰۰۳). همان‌گونه که مؤسسه‌های مالی به‌طور فزاینده‌ای به هم پیوند می‌خورند، مدیریت ریسک سیستمی برای جلوگیری از سرایت و فروپاشی بالقوه سیستم مالی کاملاً حیاتی است (Adrian & Brunnermeier, ۲۰۱۶).

ب. ارتقاء ثبات و اطمینان در سیستم مالی

مدیریت ریسک برای ارتقاء ثبات مالی و حفظ اعتماد عمومیت‌یافته^۱ (Augmented trust) به سیستم مالی ضروری است. ریسک‌های مدیریت‌شده به مؤسسه‌های کمک می‌کنند تا در برابر رکود اقتصادی و اختلال‌های بازار انعطاف‌پذیری داشته باشند (Crockett, ۲۰۰۰). چارچوب‌های مقرراتی مانند بازل ۲ و بازل ۳ با هدف ایجاد کمینه استانداردها برای مدیریت سرمایه و ریسک، در نتیجه، افزایش ثبات مؤسسه‌های مالی و کاهش احتمال وقوع بحران‌های مالی مقرر می‌شوند (BCBS, ۲۰۰۶).

پ. کاهش تأثیر رویدادهای نامطلوب

مدیریت ریسک اثربخش، مؤسسه‌های مالی را قادر می‌سازد تا تأثیر رویدادهای نامطلوب را با اجازه دادن به آن‌ها در واکنش سریع و مناسب در مواقع بحران، کاهش دهند. به‌عنوان مثال، در طول آشفتگی مالی یا رکود اقتصادی، مؤسسه‌های مالی با چارچوب‌های مدیریت ریسک بی‌نقص می‌توانند قرار گرفتن در معرض دارایی‌های پرریسک را محدود کنند، اهرم را کاهش دهند و استراتژی‌هایی را برای حفاظت از سرمایه اجرا کنند (Kaufman, ۲۰۰۰). علاوه بر این، آزمون‌های استرس (Stress tests) و برنامه‌ریزی سناریو به مؤسسه‌های مالی کمک می‌کنند تا برای رویدادهای نامطلوب شدید

^۱. برای مطالعه بیش‌تر درباره اعتماد عمومیت‌یافته و شاخص‌های اندازه‌گیری آن، ر. ک. احمدیان یزدی و ابوترابی (۱۳۹۸: ۱۵۰-۱۵۱).

به‌طوری قابل تحملی مواجه شوند، بنابراین آسیب‌پذیری آن‌ها در برابر بحران‌های پیش‌بینی‌نشده کمینه می‌شود (Hirtle & Lehnert, ۲۰۱۵).

مسیر چهارم: نوآوری مالی

نوآوری مالی به توسعه محصول‌ها، خدمات‌ها و فناوری‌های مالی جدید اشاره دارد که عملکرد بازارها و مؤسسه‌های مالی را بهبود می‌بخشد و اغلب شامل ایجاد ابزارهای مالی جدید، معرفی کانال‌های جدید برای ارائه خدمات‌ها، یا توسعه تکنیک‌های مدیریت ریسک پیشرفته است (Merton, ۱۹۹۲). نوآوری مالی یک محرک کلیدی برای رشد اقتصادی، کارایی و رقابت، همراه با افزایش دسترسی به سرمایه، بهبود مدیریت ریسک و گسترش شمول مالی است (King & Levine, ۱۹۹۳b). با این حال، هنگامی که به‌درستی مدیریت نشود، می‌تواند به بی‌ثباتی مالی و ریسک سیستمی منجر گردد؛ همان‌گونه که در بحران‌های مالی پیشین مشاهده شده است (Brunnermeier, ۲۰۰۹).

نوآوری مالی اساساً مبتنی بر بازار است. ساختار موجود بازار و صنعت مالی، درجه تمرکز و رقابت در سیستم بانکی، سودآوری، اندازه توسعه‌یافتگی و تخصصی‌بودن انواع ابزارهای مالی، انتخاب‌های در دسترس برای تشکیل سبد دارایی، برهم‌کنشی نیروهای بازار و مقررات، تغییرات در شرایط مالی بین‌المللی و ادغام بیش‌تر بازارهای مالی داخلی و خارجی همگی بر نوآوری مالی مؤثر است (التجائی، ۱۳۹۴: ۳۹).

انواع کلیدی نوآوری مالی

آ. محصول‌ها و ابزارهای مالی جدید

ایجاد محصول‌های مالی جدید، مانند مشتقات، دارایی‌های اوراق بهادار، و ابزارهای سرمایه‌گذاری ساختاریافته، نقش مهمی در نوآوری مالی ایفاء می‌کند (Fabozzi, ۲۰۱۸). این ابزارها راه‌های جدیدی را برای مدیریت ریسک، افزایش نقدشوندگی و تنوع پرتفوی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. با این حال، همان‌گونه که در بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ مشاهده شد، پیچیدگی و عدم شفافیت در برخی از این محصول‌ها، مانند تعهدهای بدهی وثیقه‌شده (Collateralized Debt Obligations: CDOs)، می‌تواند منجر به ریسک‌های قابل توجهی شود (Acharya & Richardson, ۲۰۰۹). اهمیت مقررات‌زایی

و مدیریت ریسک‌های مرتبط با چنین نوآوری‌هایی در اصلاحات پس از بحران، مانند قانون داد-فرانک در ایالات متحده مورد تأکید قرار گرفته است (Haldane, ۲۰۰۹).

ب. نوآوری‌های فناورانه در خدمات‌های مالی

پیشرفت‌های تکنولوژیکی، به‌ویژه در بانکداری دیجیتال، بلاک‌چین، ارزهای دیجیتال و نوآوری‌های فین‌تک (FinTech)، شیوه ارائه خدمات‌های مالی را متحول کرده‌اند (Narayan et al., ۲۰۲۰). نوآوری‌هایی مانند بانکداری موبایل و پلتفرم‌های وام‌دهی هم‌تا به هم‌تا، با فراهم کردن دسترسی به محصولات مالی برای افراد محروم‌مانده، شمول مالی را افزایش می‌دهند (Zetzsche et al., ۲۰۱۷). در حالی که این نوآوری‌ها دسترسی و کم‌هزینه بودن را بهبود می‌بخشند، ریسک‌های مربوط به امنیت سایبری، حریم خصوصی داده‌ها و چالش‌های مقرراتی را نیز بهتر مدیریت می‌کنند (Perrin, ۲۰۱۷). مدیریت مؤثر این ریسک‌ها برای اطمینان از این‌که نوآوری‌های تکنولوژیک به‌طور مثبت به توسعه مالی کمک می‌کنند، حیاتی است.

پ. نوآوری‌های مدیریت ریسک

توسعه تکنیک‌های جدید مدیریت ریسک، مانند ارزش در معرض ریسک (Value at Risk: VaR)، آزمون استرس، و استفاده از یادگیری ماشینی پیشرفته و هوش مصنوعی (AI) برای امتیازدهی اعتبار و تشخیص تقلب، توانایی مؤسسه‌های مالی را برای مدیریت و کاهش ریسک‌ها افزایش داده است (Tufano, ۲۰۰۳). این نوآوری‌ها سیستم‌های مالی را نسبت به نوسان‌های بازار انعطاف‌پذیرتر کرده‌اند، اما نگرانی‌هایی را در مورد ریسک مدل نیز ایجاد می‌کنند، زیرا اشتباه‌ها در مدل‌ها یا مفروض‌های آن‌ها می‌توانند منجر به پیامدهای پیش‌بینی نشده شوند (Glasserman, ۲۰۱۷). نوآوری‌ها در مدیریت ریسک باید به دقت ارزیابی و تأیید شوند تا از تشدید ناخواسته ریسک‌های سیستمی جلوگیری شود (Stulz, ۲۰۰۸).

پیامدهای نوآوری مالی

۱. تشویق رشد اقتصادی و بهبود کارایی

نوآوری مالی با تسهیل تخصیص کارآی سرمایه، بهبود نقدشوندگی بازارها و حمایت از کارآفرینی باعث تحریک رشد اقتصادی می‌شود (King & Levine, ۱۹۹۳a). برای مثال، نوآوری‌ها در سرمایه‌گذاری خطرپذیر و تأمین مالی سهام خصوصی، رشد شرکت‌های نوپا و شرکت‌های کوچک را ممکن می‌سازد، که مشارکت‌کنندگان کلیدی در توسعه اقتصادی هستند (Sahlman, ۱۹۹۰). علاوه بر این، نوآوری در محصولات مالی مانند صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF) و مشتقات، کارآیی بازار را با ارائه طیف وسیع‌تری از ابزارها برای مدیریت ریسک و بهینه‌سازی بازده به سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد (Black & Scholes, ۱۹۷۳).

۲. ثبات مالی و نوآوری

در حالی که نوآوری مالی پتانسیل رشد و ثبات را دارد، اما اگر به اندازه کافی مقررات‌زایی یا نظارت نشود، خطر بی‌ثباتی مالی را نیز به همراه دارد. پیچیدگی ابزارهای مالی جدید می‌تواند منجر به ریسک‌پذیری بیش از حد توسط مؤسسه‌های مالی شود، همان‌گونه که در بحران وام‌های رهنی درجه دو (subprime mortgage) مشاهده شد (Acharya & Richardson, ۲۰۰۹). چارچوب‌های مقرراتی باید به سرعت برای مقابله با خطرات جدید ناشی از نوآوری‌هایی مانند ارزهای دیجیتال و دارایی‌های دیجیتال، که اغلب به‌طور کامل توسط مقررات موجود پوشش داده نمی‌شوند، سازگار شوند (Zetzsche et al., ۲۰۱۷).

علاوه بر این، به‌هم‌پیوستگی (Interconnectedness) بازارهای مالی، که با نوآوری هدایت می‌شود، می‌تواند منجر به ریسک سیستمی شود، جایی‌که شکست یک مؤسسه می‌تواند یک واکنش زنجیره‌وار را آغاز کند که کل سیستم مالی را متأثر سازد (Borio, ۲۰۰۳). بنابراین، چالش اصلی، ایجاد توازن میان تقویت نوآوری و اطمینان از ثبات و انعطاف‌پذیری سیستم مالی است.

۳. نهادهای سیاسی و نوآوری مالی

نقش نهادهای سیاسی در شکل دادن به محیطی که در آن نوآوری مالی رخ می‌دهد، حیاتی است. چارچوب‌های مقرراتی و سیاست‌های دولت نقش کلیدی در ترویج یا

محدود کردن نوآوری در بازارهای مالی ایفا می‌کنند (Gerschenkron, ۱۹۶۲). به عنوان مثال، سیستم‌های مقرراتی کارآ و به‌خوبی سازمان‌یافته (well-organized) مالی می‌توانند نوآوری را با ارائه دستورالعمل‌های روشن و حمایت از سرمایه‌گذاران تشویق کنند، در حالی که مقررات ضعیف یا پراکنده می‌تواند منجر به بی‌ثباتی مالی شود (Laeven & Levine, ۲۰۰۹). از سوی دیگر، بی‌ثباتی سیاسی ممکن است به دلیل ناطمینانی (Uncertainty) در مورد محیط مقرراتی آینده، سرمایه‌گذاری بلندمدت در نوآوری را منصرف کند (Pagano, ۱۹۹۳). بنابراین، رابطه میان نهادهای سیاسی و نوآوری مالی پیچیده است و نیاز به مدیریت دقیق دارد تا اطمینان حاصل شود که نوآوری به‌طور مثبت به رشد اقتصادی کمک می‌کند.

دستیابی به توسعه متوازن مالی

دستیابی به توسعه مالی متوازن نیازمند رویکردی چند وجهی است که آزادسازی مالی، تعمیق، مدیریت ریسک و نوآوری را هم‌آهنگ و هم‌گام کند. در این راستا، توجه به نکته‌های کلیدی زیر، برای دستیابی به یک سیستم مالی متوازن و نگهداشت آن، ضروری است:

۱. آزادسازی مالی محتاطانه:

آزادسازی مالی با تشویق رقابت، ورود به بازار و ورود سرمایه خارجی، توسعه مالی را تحریک می‌کند. با این حال، برای جلوگیری از ریسک سیستمی نیازمند مقررات‌زایی اثربخش است (Rajan & Zingales, ۲۰۰۳). آزادسازی باید به‌تدریج اجرا شود تا از آثار شوک‌ها بر سیستم مالی جلوگیری شود. سیاست‌گذاران باید اطمینان حاصل کنند که مکانیسم‌های نظارت و پایش کافی پیش از حذف محدودیت‌های مالی وجود دارد (Beck et al., ۲۰۰۰؛ Mishkin, ۲۰۰۷). به عنوان بُعد خارجی آزادسازی مالی، همکاری بین‌المللی برای حفظ ثبات مالی جهانی بسیار مهم است. پای‌بندی به استانداردهای جهانی و همکاری در زمینه امور مالی فرامرزی می‌تواند ریسک‌ها را کاهش داده و یکپارچگی مالی را ارتقاء دهد (IMF International Monetary Fund, ۲۰۱۵، فصل ۲).

۲. تقویت تعمیق مالی:

تعمیق مالی، از طریق افزایش دسترسی به منابع مالی و بهبود واسطه‌گری مالی، به‌طور مستقیم به توسعه مالی کمک می‌کند. ظرفیت اقتصاد را برای تخصیص کارآی منابع افزایش می‌دهد که منجر به سرمایه‌گذاری و رشد بیش‌تر می‌شود (King & Levine, ۱۹۹۳b). ترویج شمول مالی، توسعه بازارهای سرمایه عمیق و نقدشونده، و تشویق رفتارهای پس‌انداز عناصر کلیدی در تقویت تعمیق مالی هستند. این شیوه‌ها دسترسی به سرمایه را گسترش داده و ثبات اقتصادی را بهبود می‌بخشد (Levine, ۱۹۹۷؛ Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۱۹).

۳. بهبود مدیریت ریسک:

مدیریت صحیح ریسک برای حفظ ثبات مالی، به‌ویژه در دوره‌های نوآوری و تعمیق مالی سریع، حیاتی است. شیوه‌های مؤثر مدیریت ریسک تضمین می‌کند که ریسک‌ها شناسایی، کمیت‌سازی و کاهش می‌شوند و اعتماد به سیستم مالی را ارتقاء می‌دهند (Borio, ۲۰۰۳). مؤسسه‌های مالی باید ابزارهای پیشرفته مدیریت ریسک، مانند آزمون استرس و استراتژی‌های متنوع‌سازی را اتخاذ کنند تا از نوسانهای بازار محافظت کنند. اجرای سیستم‌های هشدار اولیه و تقویت نظارت می‌تواند از بحران‌های مالی جلوگیری کند (Borio, ۲۰۰۳؛ Hull, ۲۰۲۳).

۴. ترویج نوآوری مالی:

نوآوری مالی می‌تواند به‌طور قابل توجهی توسعه مالی را با ارائه راه‌های جدید برای تخصیص سرمایه، تنوع بخشیدن به ریسک و بهبود کارایی سیستم مالی افزایش دهد. با این حال، نوآوری باید با اقدام‌های مقرراتی مناسب برای جلوگیری از بی‌ثباتی مالی بالقوه مطابقت داشته باشد (Adrian & Shin, ۲۰۱۰). تشویق نوآوری‌های مالی مسئولانه بسیار مهم است. جعبه‌های شنی مقرراتی می‌توانند آزمایش با محصول‌های مالی جدید را تسهیل کنند، در حالی که چارچوب‌های مقرراتی قوی تضمین می‌کنند که این نوآوری‌ها سیستم مالی را بی‌ثبات نمی‌کنند (Zohar, ۲۰۲۱).

۲- پیشینه

اگرچه اصطلاح دقیق «توسعه مالی متوازن» هنوز به یک مفهوم استاندارد جهانی در ادبیات دانش اقتصاد کلان-مالی تبدیل نشده است (و از این جهت، این پژوهش جایگاهی پیشگام دارد)، چندین پژوهش تجربی و نظری قویاً از چارچوب چندبُعدی زیربنایی این رویکرد حمایت می‌کنند. در پژوهش‌های پیشین عموماً مفهومی‌هایی مانند ساختار مالی متوازن، توسعه مالی بهینه، مبادله‌های سیاستی مرتبط با توسعه مالی، ثبات مالی و استراتژی‌های یکپارچه‌شده بخش مالی را به شکلی هم‌پوشان و گاهی به‌جای هم، مورد بحث قرار داده‌اند. به منظور پرهیز از این درهم‌تنیدگی بدون دقت نظری و با هدف ترسیم سیر تحول اندیشه در ادبیات اقتصاد کلان-مالی تا رسیدن به مفهوم «توسعه مالی متوازن»، پیشینه پژوهش را در چهار حوزه موضوعی دسته‌بندی می‌شود:

(۱) آزادسازی مالی و وابستگی متقابل نهادی

چین و ایتو (Chinn & Ito, ۲۰۰۲, ۲۰۰۶) نشان دادند که آزادسازی مالی به تنهایی نمی‌تواند توسعه مالی را تضمین کند؛ بلکه ظرفیت نهادی، حمایت از سهامداران، کیفیت بوروکراتیک و استانداردهای حسابداری تعیین می‌کنند که آیا آزادسازی مالی به‌طور مثبت به عملکرد سیستم مالی کمک می‌کند یا نه. یافته‌های آن‌ها در حمایت از توسعه مالی متوازن مستند کردند که آزادسازی مالی باید هم‌زمان با اصلاح‌های نهادی و «تعمیق مالی» بخش بانکی و بازار سهام تکامل یابد.

رانسیر و همکاران (Ranciere et al., ۲۰۰۶) تبیین کردند که سیاست‌گذاران برای بهره‌مندی از مزیت‌های رشدی آزادسازی مالی و در عین حال، جلوگیری از ریسک وقوع بحران‌های مالی باید سیستم‌های مقرراتی مالی و نهادهای مدیریت ریسک را تقویت کنند تا شکنندگی مالی را کاهش دهند.

کامینسکی و اشموکлер (Kaminsky & Schmukler, ۲۰۰۸) مستند کرد که آزادسازی مالی تنها در صورتی اثر بی‌ثبات‌کننده‌ای بر چرخه‌های بازار سهام ندارد که به‌صورت تدریجی همراه بهبودهای نهادی (و به‌طور خاص، تقویت نهادهای مقرراتی مالی) و تعمیق بازار، پیاده‌سازی شود. همچنین، یافته‌های موکرجی و همکاران (Mukherjee et

al., ۲۰۲۱) تأکید دارند که آزادسازی مالی باید به تدریج و با هماهنگی با اصلاح‌های نهادی و بهبودهای مقرراتی اجرا شود.

۲) تعمیق مالی و مبادله سیاستی رشد-ثبات

گِرَف (Graff, ۲۰۰۵) مستند کرد که اقتصادها تنها زمانی از مزیت‌های توسعه مالی بهره‌مند می‌شوند که بخش مالی متناسب با توسعه کلی اقتصادی و توسعه نهادی، توسعه یابد. این یک پشتوانه تجربی قوی برای این استدلال است که توسعه مالی باید به صورت متوازن تکامل یابد، نه از طریق «تعمیق مالی کنترل‌نشده» یا «آزادسازی بیش از حد».

لا و سینگ (Law & Singh, ۲۰۱۴) نشان دادند در صورتی که تعمیق مالی به‌طور نامتوازن (بدون توسعه در سایر مسیرها) رشد یابد، تنها تا یک حد آستانه خاص بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت داشته و بالاتر از آن، اثر مخربی دارد.

لویزا و همکاران (Loayza et al., ۲۰۱۸) استدلال کردند که تعمیق مالی، یک مبادله سیاستی بنیادین میان رشد اقتصادی بالاتر و ریسک بحران بالاتر ایجاد می‌کند. آن‌ها تأکید کردند که توسعه مالی متوازن نیازمند سیاست‌های احتیاطی کلان، پایش گسترش اعتبار و چارچوب‌های مقرراتی اثربخش برای کاهش آسیب‌پذیری‌های مالی است.

این مسئله، توسط ابوترابی و همکاران (۱۳۹۹، ۱۴۰۰) برای ایران تأیید شده است. آن‌ها با ترسیم واقعیت‌های سبک‌وار از بُعدهای گوناگون توسعه مالی و رژیم‌های رشد و رژیم‌های تورم در ایران نشان دادند که توسعه مالی نامتوازن، که عمدتاً از طریق تعمیق مالی بیش از حد، آزادسازی کم‌تر از حد (سرکوب مالی شدید و مستمر)، و بی‌توجهی به دو مسیر مدیریت ریسک و نوآوری مالی رخ داده است، به تنها مزیت‌های بالقوه توسعه مالی برای رشد بالا و تورم پایین را تخریب کرده، بل‌که حتی به عمق مالی بالاتری برای سیستم مالی نینجامیده است.

۳) مدیریت ریسک و اصلاح‌های نظارتی

ولر (Weller, ۱۹۹۹) با ارائه شواهد تجربی نشان داد که آزادسازی مالی، حساسیت اقتصادها را به بحران‌های بانکی و ارزی از طریق نوسان‌های نرخ بهره، بی‌ثباتی نرخ ارز و تضعیف سازوکارهای حمایت‌گرایانه دولت افزایش می‌دهد.

در مقابل، یافته‌های بکارت و همکاران (Bekaert et al., ۲۰۰۶) نشان دادند که آزادسازی مالی در صورت پشتیبانی توسط تعمیق مالی سیستم‌های بانکی، زیرساختارهای قوی مدیریت ریسک و بازارهای سرمایه دارای ابزارهای متنوع‌سازی، تمایل به کاهش نوسان‌های مصرف و بهبود سهام شدن در ریسک بین‌المللی دارد. همچنین، لی و همکاران (Lee et al., ۲۰۱۶) اجرای آزادسازی مالی در همراهی با تعمیق مالی بخش بیمه، ریسک کشوری پایین‌تر و کیفیت نهادی قوی‌تر، احتمال بحران‌های بانکی و ارزی را به‌طور قابل توجهی کاهش می‌دهد.

کیریف (Kireyev, ۲۰۰۲) باز کردن (و آزادسازی) سیستم‌های مالی در صورت همراهی با توسعه امکان‌های مدیریت ریسک برای واسطه‌های مالی و اصلاح‌های نظارتی می‌تواند ثبات بخش مالی را بهبود بخشد.

۴) نوآوری مالی و ریسک سیستمی

فین‌تک، بانکداری دیجیتال و سیستم‌های مالی شبکه‌پایه، نوآوری، کارایی، تنوع و شمول مالی را بهبود می‌بخشد و هم‌زمان ارتباط متقابل و پیچیدگی سیستمی را افزایش می‌دهد.

چویک (Cevik, ۲۰۲۳) نشان داد در حالی‌که پلتفرم‌های جمع‌آوری سرمایه دیجیتال با متنوع‌سازی منابع مالی، ثبات مالی را افزایش می‌دهند، گسترش سریع اعتبار از طریق پلتفرم‌های وام‌دهی دیجیتال می‌تواند به دلیل افزایش ریسک‌های اعتباری و مسئله تراکم دارایی‌ها، ثبات مالی را تضعیف کند. به‌طور مشابه، صندوق بین‌المللی پول (۲۰۲۲) نشان داد که نوآوری‌هایی مانند نئوبانک‌ها و تأمین مالی تمرکززدایی‌شده اغلب آسیب‌پذیری‌های شدید احتیاطی خرد را ایجاد می‌کنند.

آسم‌اُغلو و همکاران (Acemoglu et al., ۲۰۱۵) نشان دادند که تحت شوک‌های کلان اقتصادی کوچک یا متوسط، ارتباط‌های متراکم و متنوع‌سازی ریسک به‌عنوان جاذب‌های شوک، مؤثر عمل می‌کنند. با این حال، هنگامی‌که شوک‌های منفی از یک آستانه بحرانی فراتر می‌روند، شبکه‌های بسیار کامل، انتشار سریع عدم بازپرداخت را تسهیل می‌کنند و منجر به فروپاشی سیستمی می‌شوند. همان‌گونه‌که واگنر (Wagner, ۲۰۱۰) مستند کرد

در حالی که تنوع ابزارهای مالی، احتمال عدم بازپرداخت یک بانک را کاهش می‌دهد، باعث می‌شود پرتفوی بانک‌ها به شدت همبسته شوند. در نتیجه، هنگامی که یک بحران سیستمی رخ می‌دهد، احتمال فروپاشی همزمان به طرز چشم‌گیری افزایش می‌یابد. در مجموع، این یافته‌ها این استدلال را تقویت می‌کنند که نوآوری مالی نباید در خلاء مقرراتی رخ دهد؛ بل که باید با چارچوب‌های مدیریت ریسک تطبیقی و احتیاطی کلان و نظارت مقرراتی قوی، با سایر مسیرهای توسعه مالی، متوازن شود.

در مجموع، ادبیات تجربی قویاً نشان می‌دهد که توسعه مالی پایدار نیازمند «توازن» میان آزادسازی مالی، تعمیق مالی، مدیریت ریسک و نوآوری مالی است. تأکید بیش از حد بر تنها یک مسیر ممکن است باعث ایجاد اختلال‌های سیستمی، بی‌ثباتی یا تخصیص ناکارآیی منابع شود. در مورد ایران، ابوترابی و حاج‌امینی (۱۴۰۰) «نامتوازن» توسعه مالی را به عنوان یک آسیب در مسئله رشد اقتصادی پایین ایران شناسایی کردند. آن‌ها استدلال کردند که توسعه مالی نامتوازن در ایران که عمدتاً بر تعمیق مالی تأکید دارد، و آزادسازی و نوآوری سرکوب شده و با مدیریت ریسک همسو نشده‌اند. این نامتوانی‌ها منجر به تخصیص ناکارآیی اعتبار می‌شود، جایی که منابع مالی به سمت فعالیت‌های نامولد هدایت می‌شوند تا «بقامحوری» کوتاه‌مدت را به جای «رشدمحوری» بلندمدت در اقتصاد ایران تضمین کنند.

پژوهش‌هایی که به ارزیابی بازار سهام با در نظر گرفتن تأثیر محدودیت دامنه نوسان پرداخته‌اند محدود هستند. در ایران از سال‌های آغازین فعالیت بورس، این محدودیت تقریباً همواره وجود داشته است و برای مطالعه تجربی آثار وجود یا رفع این محدودیت نمی‌توان دوره و داده‌ای بدون این محدودیت یافت. با این حال، در این بخش تلاش می‌شود تا پژوهش‌های محدودی که به بررسی اثرهای محدودیت نوسان قیمت سهام به‌ویژه در ایران، پرداخته‌اند مورد اشاره قرار گیرند. اغلب این پژوهش‌ها دو مسئله را مورد توجه قرار داده‌اند؛ یکی اثر ربایشی یا بیش‌واکنشی محدودیت نوسان قیمت و دیگری، کارآیی و پیامدهای دیگر این محدودیت چندان مورد توجه قرار نگرفته است.

جلالی و همکاران (۱۳۹۰) با گروه‌بندی علامت بازدهی روزانه سهام در بورس تهران در یک دوره ۱۱ ماهه در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ نشان داده‌اند که محدودیت نوسان قیمت موجب تأخیر در بازتاب اخبار جدید در بازار و در نتیجه، ناکارایی بازار می‌شود. حکمت و همکاران (۱۴۰۱) نیز کارایی را مورد توجه قرار داده‌اند و با بررسی شاخص کل بورس تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۷ مستند کرده‌اند که با رفع محدودیت نوسان قیمت سهام می‌توان کارایی را در بازه زمانی طولانی‌تر تأیید کرد. دانیالی ده‌حوض و منصوری (۱۳۹۱) نیز با رویکردی خبرگان‌محور نشان داده‌اند که بورس تهران کارایی ضعیف را تأمین نمی‌کند.

بدری و اصیل‌زاده (۱۳۹۰) با آزمون فرضیه فراواکنشی (بیش‌واکنشی) در نتیجه وجود محدودیت نوسان قیمت در بورس تهران با استفاده از روش رویدادپژوهی به این نتیجه رسیده‌اند که در کوتاه مدت، فراواکنشی در بین سرمایه‌گذاران بورس تهران دیده می‌شود. هم‌چنین، گلدشتاین و کاواژک (Goldstein & Kavajecz, ۲۰۰۴)، ونگ و همکاران (Wong et al., ۲۰۰۹)، چان و همکاران (Chan, ۲۰۰۵) و منجذب و علی‌محمدی (۱۳۹۳) اثر ربایشی یا بیش‌واکنشی را به‌عنوان پیامد تعیین حد نوسان قیمت نشان داده‌اند. چان و همکاران (Chan et al., 2005) هم‌چنین در بورس مالزی نشان می‌دهند که حتی با گسترش دامنه نوسان به ۳۰ درصد، عدم تعادل میان سفارش‌های خرید و فروش برطرف نمی‌شود. یعنی اساساً وجود دامنه نوسان، هر چقدر هم باز، به این عدم تعادل منجر می‌شود و عملاً مانع بزرگی در برابر ورود و خروج معامله‌گران آگاه (Informed Traders) در بازار سهام ایجاد نموده است.

وکیلی‌فرد و همکاران (۱۳۹۱) نیز نشان داده‌اند که اعمال دامنه نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار تهران اگرچه موجب بیش‌واکنشی نمی‌شود ولی تأخیر در کشف قیمت و کاهش کارایی بازار را در پی دارد.

بجز این پژوهش‌ها، چند گزارش توسط نهادهایی مانند بورس تهران یا دستگاه‌های اجرایی درباره محدودیت دامنه نوسان قیمت سهام تهیه شده که عموماً در صدد توجیه این محدودیت و بیان آثار مثبت آن در برقراری ثبات و کاهش ریسک برآمده‌اند. در این

میان، پژوهش مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران (۱۴۰۱) تأثیر حد نوسان قیمت بر کاهش نقدشوندگی را نشان داده است. همچنین پژوهش دیگر مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران (۱۴۰۰) ضمن تشریح انواع دامنه نوسان، تجربه کشورهای گوناگون در این زمینه را نشان می‌دهد. پژوهشکده امور اقتصادی (۱۴۰۳) نیز ضمن بررسی تجربه کشورهای گوناگون، به توصیف برخی پیامدهای دامنه نوسان پرداخته است.

۳- حد نوسان قیمت، سرکوب مالی و توسعه مالی متوازن

سرکوب مالی به آن دسته از سیاست‌ها اشاره دارد که عملکرد بازارهای مالی را محدود می‌کند. سرکوب مالی معمولاً از طریق مکانیسم‌هایی مانند تعیین سقف برای نرخ بهره، محدود کردن نوسان‌های قیمت در محدوده‌های از پیش تعیین شده (به صورت مستقیم یا غیر مستقیم مثلاً از طریق نرخ ارز ثابت یا سقف نرخ بهره)، محدودیت در تحرک سرمایه، موانع ورود مؤسسه‌های مالی و ... دنبال می‌شود.

در بورس ایران، دادوستد سهام و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و حتی اغلب معامله‌های غیر فیزیکی در بورس کالای ایران تابع محدودیت‌های نسبتاً شدید دامنه نوسان روزانه است. به علاوه، در بورس ایران محدودیت نوسان قیمت با محدودیت دیگری به نام حجم مبادلات ترکیب می‌شود. این محدودیت‌ها ثابت نیست و معمولاً در شرایط تشدید تنش‌ها و ریسک‌های سیاسی که قیمت سهام تمایل به کاهش دارد این محدودیت‌ها بیش‌تر و با فروکش کردن تنش‌ها، دامنه نوسان بازتر و به عبارتی محدودیت‌ها به طور نسبی کم‌تر می‌شوند.

محدودیت نوسان قیمت سهام با توجه به پیامدهای قابل ملاحظه‌ای که دارد، از دو جنبه می‌تواند نوعی سرکوب مالی قلمداد شود. نخست، از این لحاظ که محدودیتی بر قیمت یک دارایی تحمیل کرده و دوم، از این لحاظ که نوعی محدودیت بر نرخ بازدهی در بازار سرمایه (سهام) ایجاد می‌کند. با در نظر داشتن عایدی سرمایه‌ای به عنوان بخشی

از بازدهی در بازار سهام، محدودیت نوسان قیمت سهام مانعی بر سر راه دستیابی بازار به نرخ‌های بازدهی تعادلی ایجاد می‌کند.

در حالی که این اقدام‌ها ممکن است مزیت‌های اقتصادی کوتاه‌مدت داشته باشند، اما می‌توانند مانع توسعه مالی در بلندمدت، به‌ویژه در دستیابی به یک سیستم مالی متوازن و باثبات شوند. لازم به توجه است که هر چند سرکوب مالی به‌طور مستقیم در تقابل با آزادسازی مالی قرار می‌گیرد، با این حال، مسیرهای توسعه مالی پیوندهای دوسویه‌ای دارند و تخریب آزادسازی مالی می‌تواند سایر مسیرها را نیز متأثر ساخته و یک سیستم مالی در حال توسعه را از توازن در توسعه مالی دور کند.

در این بخش، پیامدهای سرکوب مالی، به‌ویژه محدود کردن نوسان‌های قیمت، بر مسیرهای توسعه مالی متوازن را بررسی می‌کنیم.

۱. تحریف سیگنال‌های قیمت و تخصیص منابع

محدود کردن نوسان‌های قیمت، به مثابه محدود کردن نرخ بازدهی در بازار سرمایه، همانند سرکوب کردن نرخ بهره یا سرکوب کردن نرخ ارز، تخصیص منابع در اقتصاد را ناکارآ می‌کند. در مورد نرخ‌های بهره، هنگامی که این نرخ‌ها به‌طور مصنوعی پایین یا در محدوده‌های خاصی نگه داشته می‌شوند، توانایی بازارها برای انعکاس شرایط واقعی اقتصاد را سرکوب می‌کنند و به‌طور بالقوه منجر به تخصیص ناکارآی سرمایه می‌شوند (Chinn & Ito, ۲۰۰۸). به عنوان مثال، اگر نرخ‌های بهره به دلیل سرکوب به‌طور مصنوعی پایین باشند، ممکن است منجر به استقراض بیش از حد و ریسک‌پذیری بیش از حد در بخش‌هایی شود که با اولویت‌های اقتصادی بلندمدت هم‌سو نیستند (Minsky, ۱۹۸۶). در نتیجه، ثبات مالی به خطر می‌افتد و رشد اقتصادی ممکن است در بلندمدت ناپایدار باشد.

در بازار سهام نیز نبود سیگنال‌های قیمتی مناسب و کارآ، ارزیابی ریسک کانالیزه کردن وجوه به مولدترین بخش‌های اقتصاد را برای بازارها و مؤسسه‌های مالی دشوارتر می‌کند (Eichengreen, ۲۰۱۵) و مانع تعمیق مالی و رشد اقتصادی می‌شود. در توضیح اثر این

وضعیت بر رشد اقتصادی می‌توان این‌گونه استدلال نمود که اگر سرمایه‌گذاری را به‌عنوان یک کالا (Goods) در نظر بگیریم، وجود یک سیستم مالی آزاد، رقابتی، و «به‌طور متوازی» توسعه‌یافته که سیگنال‌های قیمتی کارآ تولید می‌کند، می‌تواند تشکیل سرمایه را افزایش دهد. در این حالت است که کارآفرینان و سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا ایده‌های کارآفرینی و سرمایه‌گذاری خود را عملی کنند و حاصل تلاششان که یک بنگاه یا کسب‌وکار یا حتی یک پروژه است را از طریق عرضه سهام آن در بورس به عرضه عمومی بگذارند.

نقدشوندگی بالا در همراهی با بازدهی رقابتی، از ویژگی‌های مطلوب و بسیار مهم دارایی‌ها است. وجود صف‌های خرید و فروش علاوه بر تأخیر در کشف قیمت‌های درست، به کاهش درجه نقدشوندگی در بازار سهام می‌انجامد. روشن است که هر چه درجه نقدشوندگی در یک بازار پایین‌تر باشد و این وضعیت طولانی‌تر ادامه یابد، جذاب‌بودن بازار برای فعالان بازار کاهش بیش‌تری می‌یابد. سرمایه‌گذاران و معامله‌گران از محدودیت‌های تحمیل‌شده دستوری بر بازار سهام و درجه نقدشوندگی دارایی‌ها در این بازار آگاه هستند و می‌دانند که ورود به بازار و خروج از آن به دلیل محدودیت نوسان قیمت بسیار دشوار، پرهزینه، و حتی در برخی روزها غیرممکن است. بنابراین بدیهی است که بازار سهام در مقایسه با بازارهای موازی تا حد زیادی جذاب‌بودن خود را از دست می‌دهد که پیامد آن خروج منابع از بازار سرمایه و سهام است.

همچنین، حدهای نوسان نسبتاً کوچک به احتمال قوی باعث ایجاد اثری به نام اثر ربایشی و بیش‌واکنشی قیمت‌ها می‌شود. به این معنا که مشارکت‌کنندگان در بازار که معمولاً علاقمند به نقدشوندگی هستند، با انتظار برخورد قیمت سهام در طول روز به حد نوسان و تشکیل صف‌های خرید و فروش، از بیم این‌که معامله‌ها در صف‌ها قفل شوند و آن‌ها نتوانند تصمیم‌های خرید یا فروش خود را عملی کنند، زودتر تصمیم به چیدن سفارش‌های معاملاتی خود روی حدود نوسان می‌گیرند تا به اصطلاح سر صف قرار بگیرند. این نوع رفتار، اثر ربایشی را تقویت می‌کند و می‌تواند خودبه‌خود قیمت سهام را

به حدود نوسان جذب کند. این اثر انحراف در سیگنال‌های قیمتی را در پی دارد و تخصیص بهینه منابع را مختل می‌کند.

۲. کاهش انگیزه نوآوری مالی

کنترل قیمت‌ها و سایر انواع سرکوب مالی می‌تواند انگیزه‌های نوآوری مالی را سرکوب کند. هنگامی که مؤسسه‌های مالی در یک محیط بیش از حد مقررات‌زایی شده فعالیت می‌کنند، انگیزه کم‌تری برای عرضه ابزارهای مالی جدید یا بهبود تکنیک‌های مدیریت ریسک خود دارند (Beck & Levine, ۲۰۰۵). نوآوری در محیطی رشد می‌کند که در آن نیروهای بازار قیمت‌گذاری محصول‌ها و خدمات‌های مالی را تعیین می‌کنند، زیرا شرکت‌ها به دنبال برآوردن نیازهای برآورده‌نشده در بازار هستند (Schumpeter, ۱۹۴۲). با محدود کردن نوسان‌های قیمت، مقام‌های مقرراتی، توسعه راه‌حل‌های مالی نوآورانه را متوقف می‌کنند.

در کشورهایی که سرکوب مالی به‌طور معنی‌داری شدید است، جایی که مقام‌های مقرراتی ابزارهای مالی و قیمت‌گذاری را کنترل یا محدود می‌کند، اغلب رقابت کم‌تری میان مؤسسه‌های مالی وجود دارد. این امر انگیزه نهادهای مالی برای نوآوری را کاهش می‌دهد، زیرا آن‌ها می‌توانند بدون توسعه محصول‌های جدید یا بهبود کارایی، زنده مانده و سودآور باقی بمانند (Hassan & Ahamed, ۲۰۱۹). در نتیجه، سیستم مالی پویایی کم‌تری دارد و بیش‌تر مستعد ناکارایی می‌شود.

در بازار سهام و سایر بازارهای مالی ابزارهای مشتقه کارکردهای بسیار مهمی هم در نوآوری مالی و هم در مدیریت ریسک دارند. مشارکت‌کنندگان با ترکیب ابزارهای نقدی با ابزارهای مشتقه مانند فرووارد (Forwards)، آتی (Futures) و اختیارهای معامله (Options) و تنظیم استراتژی‌های معاملاتی (به‌عنوان مثال استفاده از امکان فروش استقراضی، Short Selling) ریسک خرید و نگهداری دارایی‌ها را مدیریت می‌کنند. محدودیت نوسان قیمت که هم در معامله‌های نقدی و هم در معامله‌های ابزارهای مشتقه اعمال می‌شود، مانع بسیار مهمی در نوآوری مالی و مدیریت ریسک است.

۳. مانعی برای تعمیق مالی

سرکوب مالی، با محدود کردن نوسان‌های قیمت و به دنبال آن ایجاد اختلال در فرآیند توسعه بازارهای سرمایه، روند تعمیق مالی را مختل می‌کند. زمانی که بازارهای مالی بیش از حد بهینه مقررات‌زایی می‌شوند، توانایی آن‌ها برای تعمیق و توسعه محدود می‌شود. فقدان محصولات و خدمات‌های مالی متنوع، شمول مالی را محدود می‌کند (Demirgüç-Kunt & Levine, ۲۰۱۹).

سرکوب مالی هم‌چنین با محدود کردن دسترسی به آن دسته از ابزارهای مالی که می‌توانند منابع بیش‌تری جذب کنند، عمق و نقدشوندگی بازارهای سرمایه را کاهش می‌دهد (کینگ و لوین، ۱۹۹۳b).

محدودیت نوسان قیمت سهام که نوعی سرکوب مالی در قالب سرکوب نرخ بازدهی است، توجه سرمایه‌گذاران را از شرایط بنیادی بنگاه که عامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری غیرمستقیم بلندمدت است منحرف و آن را را معطوف به بازدهی کوتاه‌مدت از داد و ستد سهام می‌کند. این مسئله به‌ویژه در شرایط رکودی بازار و در هنگام وجود تنش‌های سیاسی می‌تواند باعث افت شدید ارزش بازار بنگاه‌ها تا حد درصد ناچیزی از ارزش جایگزینی آن‌ها و بنابراین، موجب کاهش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم شود. کاهش جذاب‌بودن بازار و خروج منابع از بازار سرمایه، جریان سرمایه به بازار دارایی‌های نامولد، اتکا به تأمین مالی غیررسمی و کاهش عمق مالی بازار سرمایه را در پی دارد.

۴. تأثیر روی شیوه‌های مدیریت ریسک

محدود کردن نوسان‌های قیمت اغلب منجر به تحمل ریسک‌های بالاتر به دلیل قیمت‌گذاری نادرست ریسک می‌شود. در کشورهایی که سرکوب مالی شدید وجود دارد، مؤسسه‌های مالی انگیزه کافی برای توسعه شیوه‌های مدیریت ریسک صحیح ندارند، زیرا در محیطی فعالیت می‌کنند که نیروهای بازار سرکوب می‌شوند. هنگامی که نرخ‌های بهره یا نرخ ارز کنترل می‌شوند، شفافیت کم‌تری در قیمت‌گذاری ریسک وجود دارد که توانایی مؤسسه‌های مالی را برای شناسایی تهدیدهای بالقوه برای ثبات مالی مخدوش می‌کند (Diamond & Dybvig, ۱۹۸۳).

سرکوب مالی هم‌چنین تنوع ابزارهای مالی را کاهش می‌دهد، که این به نوبه خود، توانایی مؤسسه‌های مالی را برای مدیریت مؤثر ریسک محدود می‌کند. در بازارهای مالی به‌خوبی توسعه‌یافته، مؤسسه‌های می‌توانند پرتفوی خود را متنوع‌سازی کنند و از ابزارهای مالی گوناگون مانند مشتقات برای محافظت در برابر ریسک‌ها استفاده کنند. با این حال، در بازارهای سرکوب‌شده، این ابزارها ممکن است در دسترس نباشند، که می‌تواند مؤسسه‌های مالی را در برابر شوک‌های بازار آسیب‌پذیرتر کند (Allen & Gale, ۲۰۰۰). بر خلاف تصور رایجی که حد نوسان قیمت سهام موجب کاهش ریسک برای مشارکت‌کنندگان در بازار می‌شود، این محدودیت با کاهش درجه نقدشوندگی و کاهش کارایی، خود موجب ریسک بزرگی برای آن‌ها است. هر چند ممکن است این‌گونه به نظر آید که سیستمی با قیمت‌های کنترل‌شده نوسان‌های کم‌تری را تجربه می‌کند، اما برعکس، معمولاً این‌گونه سیستم‌ها به‌صورت چرخه‌ای با نوسان شدید قیمت‌ها مواجه می‌شوند. شوک‌هایی که در اثر این نوسان‌ها به اقتصاد وارد می‌شود چنان بزرگ هستند که جذب کامل آن‌ها نیازمند دوره‌های تعدیل طولانی است. نکته مهم دیگر آن است که در این سیستم‌ها، امکان پایش استرس و اجرای سیستم‌های پیش‌هشدار بحران وجود ندارد؛ زیرا با کنترل قیمت‌ها، نوسان‌های آن‌ها برای عاملان اقتصادی و نیز سیاست‌گذاران قابل مشاهده نیست.

ایجاد هیجان کاذب و غلبه رفتار گله‌ای بر مکانیسم شکل‌گیری عقلانی انتظارات (rational expectations) از پیامدهای دیگر محدودیت نوسان قیمت است. وجود صف‌های خرید و فروش، موجب پنهان‌ماندن عمق واقعی تقاضا و عرضه سهام می‌شود و مشارکت‌کنندگان در بازار را دچار سردرگمی و هیجان کاذب می‌کند. هم‌چنین وجود صف، تحلیل‌های فاندامنتال و تکنیکال را تا حد زیادی بی‌معنی و بی‌اثر می‌کند و شکل‌گیری عقلانی انتظارات برای خرید و فروش سهام را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد و این انتظارات را تا حد زیادی مبتنی بر هیجان‌های جمعی و رفتار گله‌ای می‌نماید.

هم‌چنین، در نتیجه محدودیت نوسان قیمت سهام صف‌های خرید و فروشی تشکیل می‌شود که گاه تا چند روز و هفته ادامه می‌یابد. قرار گرفتن در صف خرید مستلزم تأمین

وجه نقد لازم برای خرید سهام است و از آنجا که قرار گرفتن در صف به معنی موفقیت در انجام معامله برای معامله‌گر نیست، ممکن است این وجه نقد روزها و هفته‌ها بدون بازدهی در حساب کارگزاری باقی بماند. از سوی دیگر، قرار گرفتن در صف فروش فقط مستلزم مالکیت سهام است و نیازی به تأمین وجه نقد دیگری ندارد. بنابراین، معمولاً مشارکت‌کنندگان در بازار برای قرار دادن سفارش فروش در صف تردید کم‌تری دارند. از این رو، هنگام رکود و ریزش قیمت‌ها، صف‌های فروش سریع‌تر از صف‌های خرید شکل می‌گیرند. به بیان دیگر، صف‌های خرید و فروش موجب دشواری بیش‌تری در فروش سهام و خروج از سهام‌داری می‌شود تا خرید و ورود به سهام‌داری، و روشن است که این موضوع ریسک سیستمی دیگری بر بازار تحمیل می‌کند.

۵. آسیب رساندن به شمول مالی

یکی از بُعدهای کلیدی توسعه مالی، ارتقاء شمول مالی است که تضمین می‌کند خانوارها و بنگاه‌ها به محصولات و خدمات‌های مالی دسترسی کافی و کارآ دارند. سرکوب مالی، به‌ویژه محدود کردن نرخ بهره و نوسان‌های قیمت، اغلب محرومیت مالی را تشدید می‌کند. همان‌گونه که بک و دمیرگوچ-کُنت (۲۰۰۸) اشاره کردند، سرکوب مالی در دسترس بودن آن دسته از محصولات مالی را که برای نیازهای افراد کم‌درآمد یا مشاغل کوچک طراحی شده‌اند، به‌شدت کاهش می‌دهد. به نوبه خود، این امر دسترسی به اعتبار، ابزارهای پس‌انداز و بیمه را که برای تقویت رشد اقتصادی در سطح مردم ضروری هستند، اکیداً محدود می‌کند.

علاوه بر این، نرخ‌های بهره پایین دستوری باعث کاهش پس‌انداز می‌شود، زیرا افراد بازده کم‌تری از سپرده‌های خود دریافت می‌کنند. این امر تعداد بیش‌تر از افراد جامعه را از مشارکت در سیستم مالی رسمی دلسرد می‌کند و در نتیجه، اتکاء به مکانیسم‌های مالی غیررسمی را (که ممکن است پایدارتر و پرهزینه‌تر باشند) تداوم می‌بخشد (Bencivenga & Smith, ۱۹۹۱). به‌طور مشابه، محدودیت‌های شدید در دامنه نوسان قیمت‌ها، باعث شده است که نخست، سرمایه‌سازی (capitalization) در بازار بورس ایران در سطح پایینی باشد (به‌دلیل پایین بودن انگیزه ورود منابع جدید به بازار بورس)؛ و دوم، همین

مقدار ناکافی سرمایه‌سازی، ارزش مبادله‌شده (value traded) متناسبی در بورس ایران ایجاد نکرده است (به دلیل معطل ماندن وجوه در صف‌های خرید و فروش و درجه نقدشوندگی پایین). ابوترابی (۱۴۰۱، ۶۹-۷۱) با ارائه واقعیت‌های سبک‌وار، این دو پدیده در بازار بورس ایران را مستند کرد.

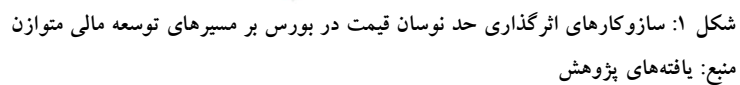
۶. ایجاد ریسک‌های سیستمی و فساد

اگرچه محدودیت نوسان قیمت ممکن است در کوتاه‌مدت بازارها را به ظاهر تثبیت شده نشان دهد، اما در بلندمدت، ریسک‌های سیستمی ایجاد می‌کند؛ زیرا با محدود کردن عملکرد عادی بازارهای مالی، از مکانیسم کشف قیمت که برای شناسایی آسیب‌پذیری‌های سیستمی ضروری است، جلوگیری می‌کند. این می‌تواند منجر به حباب یا قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌های مالی شود که احتمال وقوع یک بحران مالی را افزایش می‌دهد (Tirole, ۲۰۰۶). کشورهایی که سرکوب مالی شدید را تجربه می‌کنند ممکن است در هنگام آزادسازی بازارهای مالی خود با فرار سرمایه بسیار زیادی مواجه شوند، زیرا سرمایه به سمت کشورهایی با محدودیت‌های کم‌تر و بازدهی بالاتر حرکت می‌کنند (Schmukler, ۲۰۰۴).

همچنین کیم و پارک (۲۰۰۸) رابطه میان فساد و محدودیت بیش‌تر نوسان قیمت را بررسی کرده و نتیجه گرفته‌اند که در کشورهایی که میزان فساد بیش‌تر و ضمانت اجرای قوانین کم‌تر بوده، احتمال به‌کارگیری دامنه نوسان قیمت بیش‌تر بوده است. آن‌ها همچنین تبیین کردند که اگرچه قانون‌گذاران خود از ناکارایی دامنه نوسان آگاه هستند، اما آن را به‌کار می‌گیرند تا این‌گونه القاء کنند که حافظ منافع سرمایه‌گذاران هستند.

۴- نتیجه‌گیری و دلالت‌های سیاستی

در مجموع، بر پایه استدلال‌های این پژوهش، حد نوسان قیمت در بورس ایران، به‌عنوان یک ابزار مستمر و پرتکرار برای سرکوب مالی در این بازار، از طریق سازوکارهای متعددی که در شکل ۱ ترسیم شده‌اند، آثاری مخرب بر مسیرهای توسعه مالی متوازن دارد.



منبع: یافته‌های پژوهش

بر این اساس، با مدیریت دقیق تعامل میان مسیرهای آزادسازی مالی، تعمیق، مدیریت ریسک و نوآوری مالی، سیاست‌گذاران می‌توانند توسعه مالی متوازن را محقق کنند. اطمینان از پیشرفت هم‌آهنگ و هم‌گام این مسیرها برای جلوگیری از بحران‌های مالی و دستیابی به رشد اقتصادی بلندمدت پایدار ضروری است. ایده محوری این پژوهش دستیابی به توسعه متوازن مالی با رویکردی جامع و با تأکید بر پرهیز از سرکوب مالی است.

دستیابی به توسعه متوازن مالی فرآیند پیچیده‌ای است که تضمین‌کننده هم‌سویی توسعه مالی (و در نتیجه، توسعه اقتصادی) با ثبات مالی است. هدف اصلی، ارتقاء یک سیستم مالی پویا و انعطاف‌پذیر است که هم‌زمان با کاهش ریسک‌های سیستمی، رشد اقتصادی پایدار را تقویت کند. مسیرهای زیر برای دستیابی به این توازن در توسعه مالی ضروری است:

۱. آزادسازی مالی محتاطانه

آزادسازی مالی به فرآیند کاهش کنترل مقام‌های مقررات بر نهادهای مالی، بازارها و به‌طور خاص، قیمت‌گذاری‌های مالی اشاره دارد. با این حال، برای جلوگیری از بی‌ثباتی مالی باید با احتیاط برخورد کرد:

- رویکرد تدریجی: رویکرد تدریجی به آزادسازی مالی برای جلوگیری از اختلال‌های ناگهانی در سیستم مالی حیاتی است. تغییرات ناگهانی می‌تواند باعث نوسان‌های شدید، تضعیف چارچوب‌های مقرراتی و منجر به بحران‌های مالی شوند (Beck et al., ۲۰۰۰).
- چارچوب مقرراتی قوی: میشکین (۲۰۰۷) تأکید می‌کند که چارچوب‌های مقرراتی قوی در حفاظت از سیستم مالی نقشی کلیدی دارند. این چارچوب‌ها به محافظت از مشارکت‌کنندگان در بازار مالی، تضمین رقابت منصفانه و کاهش ریسک‌های مرتبط با شکست بازار مالی کمک می‌کند.

- نظارت اثربخش: مکانیسم‌های نظارت و پایش اثربخش برای شناسایی به‌موقع و مدیریت ریسک‌ها بسیار مهم هستند (BCBS, ۲۰۱۷). نهادهای مقرراتی باید با چشم‌انداز

مالی در حال تحول سازگار شوند و اطمینان حاصل کنند که مؤسسه‌های مالی سپرده‌های سرمایه کافی و استراتژی‌های مدیریت ریسک را حفظ می‌کنند.

با توجه به پیوستگی فزاینده سیستم مالی جهانی، همکاری بین‌المللی برای دستیابی و نگهداشت توازن در توسعه مالی ضروری است:

- استانداردهای جهانی: رعایت استانداردهای بین‌المللی و بهترین شیوه‌ها، مانند آنچه توسط کمیته بازل تعیین شده است، به حفظ ثبات مالی کمک می‌کند و تحرک سرمایه برون‌مرزی را تسهیل می‌کند (BCBS, ۲۰۱۷). استانداردهای جهانی یکنواختی در چارچوب‌های مقرراتی ایجاد می‌کنند و خطر آربیتراژ را کاهش می‌دهند.
- همکاری منطقه‌ای: همکاری میان کشورها در سطح منطقه‌ای به آن‌ها اجازه می‌دهد تا به چالش‌های مالی مشترک رسیدگی کنند و یکپارچگی مالی منطقه‌ای را ارتقاء دهند. طبق گفته لاون و لوین (۲۰۰۹)، همکاری منطقه‌ای با تجمیع منابع و هماهنگ کردن مقررات میان کشورها به افزایش انعطاف‌پذیری مالی کمک می‌کند.

۲. تقویت تعمیق مالی

تعمیق مالی به گسترش دسترسی و توسعه سیستم‌های مالی، بازارها و محصولات مالی اشاره دارد که رشد فعالیت‌های اقتصادی را تشویق می‌کنند. بُعدهای کلیدی تعمیق مالی عبارتند از:

- شمول مالی: گسترش دسترسی به خدمات مالی برای جمعیت‌های محروم، محرک حیاتی رشد اقتصادی و کاهش فقر است. لوین و دمیرگوچ-کُنت (۲۰۱۹) استدلال می‌کنند که شمول مالی منجر به افزایش بهره‌وری، دسترسی بهتر به اعتبار و توانمندسازی خانوارها و بنگاه‌ها می‌شود.

- توسعه بازار سرمایه: یک بازار سرمایه به‌خوبی توسعه‌یافته تخصیص کارآی سرمایه را تسهیل می‌کند، که برای حمایت از کارآفرینی و تشویق سرمایه‌گذاری بسیار مهم است. لوین (۱۹۹۷) اشاره می‌کند که بازارهای سرمایه نقدشونده و عمیق به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا به‌طور کارآتر وجوه را گردآوری کنند.

• تشویق پس‌انداز: تشویق پس‌انداز از طریق ابزارهای مالی گوناگون، مانند حساب‌های پس‌انداز، صندوق‌های بازنشستگی، و ابزارهای بیمه، برای ایجاد یک منبع باثبات تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت ضروری است (Beck et al., ۲۰۰۰). افزایش پس‌انداز باعث ثبات مالی و کاهش اتکاء به استقراض بیرونی می‌شود.

۳. تقویت مدیریت ریسک

مدیریت ریسک مؤثر کلید تضمین انعطاف‌پذیری سیستم‌های مالی است. با اتخاذ شیوه‌های مدیریت ریسک قوی، مؤسسه‌های مالی می‌توانند ریسک‌های سیستمی را کاهش داده و ثبات اقتصاد را افزایش دهند:

• شیوه‌های صحیح مدیریت ریسک: تشویق مؤسسه‌های مالی به اتخاذ شیوه‌های مدیریت ریسک جامع، مانند آزمون استرس و تحلیل سناریو، برای پیش‌بینی و مدیریت ریسک‌های بالقوه ضروری است (Tufano, ۲۰۰۳). این شیوه‌ها به مؤسسه‌های مالی کمک می‌کند تا آسیب‌پذیری‌های خود را در شرایط نوسان‌های شدید بازار ارزیابی کنند و احتمال وقوع بحران‌های مالی را کاهش دهند.

• تنوع‌بخشی: متنوع‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری به پخش کردن ریسک بر روی دارایی‌های مختلف کمک می‌کند و میزان مواجهه با یک ریسک خاص را کاهش می‌دهد (Stulz, ۲۰۰۸). استراتژی‌های متنوع‌سازی می‌توانند بازده را تثبیت کرده و آسیب‌پذیری‌های سیستمی را در مواقع بروز استرس مالی کاهش دهند.

• سیستم‌های هشدار زودهنگام: طراحی و پیاده‌سازی سیستم‌های هشدار زودهنگام، همان‌گونه که توسط صندوق بین‌المللی پول (IMF, ۲۰۱۷) توصیه می‌شود، به مقام‌های مقرراتی و نهادی مالی اجازه می‌دهد تا ریسک‌های بالقوه را شناسایی کرده و به‌طور فعال قبل از تبدیل شدن به بحران به آن‌ها رسیدگی کنند. این سیستم‌ها از داده‌های بلادرنگ و مدل‌های آزمون استرس برای پیش‌بینی آسیب‌پذیری‌ها و راه‌اندازی اقدام‌های اصلاحی استفاده می‌کنند.

۴. ترویج نوآوری مالی

نوآوری در محصولات، خدمات و فناوری‌های مالی می‌تواند باعث توسعه مالی شود. با این حال، باید به دقت مدیریت شود تا اطمینان حاصل شود که مخاطره‌های آن از مزیت‌هایش بیش‌تر نیست:

- جعبه شنی مقرراتی: ایجاد جعبه‌های شنی مقرراتی به مؤسسه‌های مالی اجازه می‌دهد محصولات و خدمات‌های جدید را در یک محیط کنترل‌شده آزمایش کنند. همان‌گونه که توسط زتزچه و همکاران (۲۰۱۷) برجسته شده است، جعبه‌های شنی با ارائه یک چارچوب مقرراتی برای نظارت بر نوآوری در زمان واقعی، آزمایش را تسهیل می‌کنند و در عین حال ریسک‌ها را کاهش می‌دهند.

- تشویق نوآوری: حمایت از تحقیق و توسعه (R&D) در فناوری مالی به افزایش کارایی کمک کرده و فرصت‌های جدیدی برای رشد اقتصادی ایجاد می‌کند (Narayan et al., ۲۰۲۰). راه‌حل‌های نوآورانه مانند فناوری بلاک‌چین و سیستم‌های پرداخت دیجیتال، شمول مالی را افزایش داده و هزینه‌های تراکنش را کاهش می‌دهند.

- ایجاد توازن میان نوآوری و ریسک: ایجاد توازن میان ارتقاء نوآوری و مدیریت ریسک‌های مرتبط با فناوری‌های نوظهور ضروری است. به‌عنوان مثال، پذیرش سریع ارزهای دیجیتال نگرانی‌هایی را در مورد نوسان‌های بازار، تقلب و آربیتراژ ایجاد می‌کند. اقدام‌های مقرراتی باید برای تقویت نوآوری و در عین حال، جلوگیری از بی‌ثباتی تنظیم شوند (Zetzsche et al., ۲۰۱۷).

با اجرای این سیاست‌ها و روش‌ها، سیاست‌گذاران بایستی یک استراتژی توسعه مالی متوازن را دنبال کنند که ضمن کاهش ریسک‌های بی‌ثباتی مالی، توسعه مستمر و پایدار سیستم مالی (و در نتیجه، تشویق مستمر رشد اقتصادی) را تقویت کند. این رویکرد متوازن، شکل‌گیری یک سیستم مالی انعطاف‌پذیر، بی‌نقص و تاب‌آور را تضمین می‌کند که بتواند به تغییرات اقتصادی پاسخ دهد و در عین حال، از ثبات بلندمدت محافظت کند.

در حالی که سرکوب مالی، مانند محدود کردن نوسان‌های قیمت و کنترل نرخ‌های بهره، ممکن است اثرات تثبیت‌کننده کوتاه‌مدت داشته باشد، اما مانع توسعه بلندمدت

مالی می‌شود. با تحریف سیگنال‌های قیمتی، جلوگیری از نوآوری مالی و جلوگیری از تعمیق مالی، مانعی برای تحقق عملکرد کارآی بازارهای مالی می‌شود. علاوه بر این، امکان‌های مدیریت ریسک را تضعیف می‌کند و شمول مالی را کاهش می‌دهد و ریسک‌های سیستمی را تشدید می‌کند. بنابراین، برای دستیابی به «توسعه مالی متوازن»، آزادسازی همگام با بهبود تعمیق مالی (عمق، دسترسی، شمول)، مدیریت ریسک (توسعه بخش بیمه، و تنوع بخشیدن به واسطه‌های مالی و ابزارهای مالی)، و نوآوری مالی، در عین معماری یک سیستم مقرراتی مالی روزآمد و حصول اطمینان از وجود چارچوب‌های مقرراتی احتیاطی خرد و کلان ضروری است.

منابع

- ابوترابی، م. ع. (۱۴۰۱). سیستم‌های مقرراتی مالی، توسعه مالی و عملکرد اقتصاد کلان. طرح پژوهشی. پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی: تهران، ایران.
- ابوترابی، م. ع. و حاج‌امینی، م. (۱۴۰۰). *نامتوازن‌های سیستم مالی و مسئله رشد اقتصادی پایین در ایران: رویکرد HRV*. همایش ملی بازشناسی چالش‌های رشد اقتصادی در ایران؛ تبیین موانع تولید و به‌سازی راهبردها و سیاست‌ها. پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی: تهران، ایران.
- ابوترابی، م. ع. و حاج‌امینی، م. (۱۴۰۳). ضرورت تحول سیستم مقرراتی مالی: درس‌هایی برای ایران. *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*، ۱(۱)، ۷۰-۸۶.
- ابوترابی، م. ع.، حاج‌امینی، م.، و توحیدی، س. (۱۳۹۹). عملکرد سیستم مالی و رشد اقتصادی در ایران: برخی واقعیت‌های سبک‌وار. *بررسی مسائل اقتصاد ایران*، ۷(۲)، ۳-۳۱.
- ابوترابی، م. ع.، حاج‌امینی، م.، و توحیدی، س. (۱۴۰۰). عملکرد سیستم مالی و تورم در ایران: برخی واقعیت‌های سبک‌وار. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۹(۳۳)، ۴۱-۷۶.

احمدیان یزدی، ف.، و ابوترابی، م. ع. (۱۳۹۸). مطالعه تأثیر توسعه مالی بر نحوه‌ی اثرگذاری رانت منابع طبیعی بر اعتماد عمومیت‌یافته در ایران. *دوفصلنامه پژوهش‌های اقتصاد پولی، مالی*، ۲۶ (۱۸)، ۱۳۷-۱۶۶.

التجائی، ا. (۱۳۹۴). تحلیلی تاریخی از تعاریف انباشت‌های پولی در ارتباط با نوآوری‌های مالی. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۳ (۱۲)، ۲۹-۵۶.

بدری، ا. و اصیل‌زاده، م. (۱۳۹۰). فراواکنشی و دامنه نوسان قیمت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۳ (۹)، ۵۶-۷۳.

پایگاه قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران <https://cmr.seo.ir>
پژوهشکده امور اقتصادی. (۱۴۰۳). گزارش تأملی بر کارکرد دامنه نوسان در بورس اوراق بهادار.

تارنما: <https://d.easytrader.ir/easy-chart>

جلالی نائینی، غ.، هاشمی‌نژاد، م.، ثنایی اعلم، م. و ابراهیمی، ب. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر اعمال مقررات محدودیت نوسان قیمت بر کارایی بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۱۳، ۸۷-۱۱۱.

حکمت، ه.، رحمانی، ع. و ملانظری، م. (۱۴۰۱). محدودیت دامنه نوسان و کارایی در حال تحول بازار سرمایه. *بورس اوراق بهادار*، ۱۵ (۵۹)، ۳۸۹-۴۰۸.
دانیالی‌ده‌حوض، م. و منصوری، ح. (۱۳۹۱). بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر آن. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۱۲ (۴۷)، ۷۱-۹۶.

کشاوری حداد، غ. و وحیدی، ح. (۱۴۰۱). نابرابری اطلاعاتی بین معامله‌گران حقیقی و حقوقی: شواهدی از بازار سهام تهران. *پژوهشنامه اقتصادی*، ۲۲ (۸۶)، ۱-۳۶.
مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران. (۱۴۰۰). گزارش بررسی سازوکار کنترل نوسان قیمت در بورس‌های اوراق بهادار.

مدیریت تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران. (۱۴۰۱). بررسی اثر تغییرات دامنه نوسان بر نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۱/۱۰/۱۵.

منجذب، م. و علی محمدی، م. (۱۳۹۳). دامنه مجاز نوسان در بورس اوراق بهادار تهران: اثرات، ابعاد و تحلیل آن. فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۲(۷)، ۵۷-۷۲.

وکیلی فرد، ح.، سیف الدینی، ج.، ابجدپور، آ. و مقصود، ح. (۱۳۹۱). اثر دامنه نوسان قیمت روزانه بر رفتار قیمتی سهم با رویکرد استراتژی سرمایه‌گذاری معکوس. دانش سرمایه‌گذاری، ۱(۴)، ۶۱-۸۶.

هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوبه‌ها.

- Abiad, A., & Mody, A. (2005). Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?. *American Economic Review*, 95(1), 66-88.
- Acemoglu, D., Ozdaglar, A., & Tahbaz-Salehi, A. (2015). Systemic Risk and stability in Financial Networks. *American Economic Review*, 105(2), 564-608.
- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley.
- Adrian, T., & Brunnermeier, M. K. (2016). CoVaR. *American Economic Review*, 106(7), 1705-1741.
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 380.
- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173-222.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2006). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*. Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2011). *Principles for the Sound Management of Operational Risk*. Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2017). *Principles for Effective Risk Management*. Bank for International Settlements.
- Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2008). Financial Inclusion and Financial Stability: A Review of the Literature. *Policy Research Working Paper Series*, World Bank.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2000). A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector. *World Bank Economic Review*, 14(3), 597-605.

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2010). Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time: The Updated Financial Development and Structure Database. *World Bank Economic Review*, 24(1), 77-92.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?, *Journal of Finance*, 60(1), 137-177.
- Beck, T., & Levine, R. (2005). Legal Institutions and Financial Development. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(4), 453-466.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign Capital Flows, Financial Liberalization, and Economic Growth. *Journal of International Economics*, 51(2), 217-243.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). Growth Volatility and Financial Liberalization. *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 370-403.
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Borio, C. (2003). Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation. *BIS Working Paper No. 128*. Bank for International Settlements.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Cevik, S. (2024). The Dark Side of the Moon? Fintech and Financial Stability. *International Review of Economics*, 71(2), 421-433. <https://doi.org/10.5089/9798400252198.001>
- Chan, S. H., Kim, K. A., & Rhee, S. G. (2005). Price limit Performance: Evidence from Transactions Data and the Limit Order Book. *Journal of Empirical Finance*, 12(2), 269-290.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). *Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence* (No. 8967). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.

- Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Economics*, 36(4), 712-735.
- Claessens, S. (2006). Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives. *The World Bank Research Observer*, 21(2), 207-240.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & Roubini, N. (2004). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, *Japan and the World Economy*, 16(1), 3-14.
- Crockett, A. (2000). Marrying the Micro- and Macroprudential Dimensions of Financial Stability. *BIS Speeches*.
- Dabla-Norris, E. (2012). *Expanding Financial Sectors in Low-Income Countries; IMF Strategy, Policy, and Review Department*.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2019). *Finance and Development: A Practitioner's Guide*. World Bank.
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Eichengreen, B. (2015). *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton University Press.
- Fabozzi, F. J. (2018). *Handbook of Financial Instruments*. Wiley.
- Goldstein, M. A., & Kavajecz, K. A. (2004). Trading Strategies during Circuit Breakers and Extreme Market Movements. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 301-333.
- Gorton, G., & Metrick, A. (2010). Securitization and the Financial Crisis. *NBER Working Paper No. 18016*.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Harvard University Press.
- Glasserman, P. (2017). *Risk Management and Financial Institutions*. Wiley.
- Graff, M. (2005). *Is There an Optimum Level of Financial Activity?* (KOF Working Papers No. 106). ETH Zurich, KOF Swiss Economic Institute. <https://doi.org/10.3929/ethz-a-004953934>
- Haldane, A. G. (2009). Rethinking the Financial Network. *Speech at the Financial Student Association, Amsterdam*.
- Hassan, M. K., & Ahamed, M. (2019). Financial Innovation, Market Liquidity, and Financial Development. *Journal of Economics and Finance*, 43(2), 245-261.

- Hirtle, B., & Lehnert, A. (2015). Supervisory Stress Tests. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 339-355.
- Hull, J. C. (2023). *Risk Management and Financial Institutions* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- International Monetary Fund (IMF). (2015). *Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF). (2017). *Global Financial Stability Report: A Stronger Financial Sector for A Stable Global Economy*. International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF). (2022). *Global Financial Stability Report: Shockwaves from the War in Ukraine test the Financial System's Resilience*. International Monetary Fund.
- Jorion, P. (2007). *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk* (3rd ed.). McGraw-Hill.
- Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (2008). Short-run Pain, Long-run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles. *Review of Finance*, 12(2), 253-292.
- Karlan, D., & Morduch, J. (2010). Access to Finance – The Economics of Saving. In D. Rodrik and M. Rosenzweig (eds.), *Handbook of Development Economics*, Vol. 5, Ch. 2, 4703-4785. Amsterdam: North Holland.
- Kaufman, G. G. (2000). Risk Management in Financial Institutions. *Journal of Financial Services Research*, 18(1), 29-61.
- Kim, K. A., & Park, J. (2010). Why Do Price Limits Exist in Stock Markets? A Manipulation-based Explanation. *European Financial Management*, 16(2), 296-318.
- King, R. G., & Levine, R. (1993a). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- King, R. G., & Levine, R. (1993b). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-738.
- Kireyev, A. P. (2002). *Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Empirical Approach)* (IMF Working Paper No. 02/139). International Monetary Fund.
- Laeven, L., & Levine, R. (2009). Bank Governance, Regulation, and Risk Taking. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 259-275.
- Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does Too Much Finance Harm Economic growth?, *Journal of Banking & Finance*, 41(4), 36-44.

- Lee, C. C., Chiu, Y. B., & Sun, C. H. (2016). Financial Liberalization, Insurance Market, and the Likelihood of Financial Crises. *Journal of International Money and Finance*, 62(C), 25–51.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. N. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, 1A, 865-934.
- Loayza, N., Ouazad, A., & Ranciere, R. (2018). *Financial Development, Growth, and Crisis: Is There a Trade-off?* (NBER Working Paper No. 24474). National Bureau of Economic Research.
- Mckinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. *Brookings Institution Press*.
- Merton, R. C. (1992). Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions. *Journal of Banking and Finance*, 16(3), 473-481.
- Mian, A., & Sufi, A. (2009). The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449–1496.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.
- Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (8th ed.). Pearson.
- Morduch, J. (1999). The Role of Microfinance Institutions in Economic Development. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 135–148.
- Mukherjee, P., Roy Chowdhury, S., & Bhattacharya, P. (2021). Does Financial Liberalization Lead to Financial Development? Evidence from Emerging Economies. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 30(8), 1263-1287.
- Narayan, P. K. (2019). The Impact of Cryptocurrencies on Financial Stability. *Journal of Financial Stability*, 45(3), 33–55.
- Narayan, P. K., Aloui, C., & Kumar, S. (2020). Financial Innovation and the Financial Performance of Financial Firms: A Global Perspective. *Journal of Financial Services Research*, 58(1), 99-124.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth. *European Economic Review*, 37(3-4), 613-622.
- Perrin, A. (2017). Data Security and Financial Innovations: Challenges and Opportunities. *Financial Innovation*, 3(1), 18-31.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559-586.

- Rajan, R., & Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.
- Ranciere, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2006). Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3331-3348.
- Sahlman, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture-capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- Schmukler, S. L. (2004). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *World Bank Research Observer*, 19(1), 1-27.
- Schumpeter, J. A. (1912). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Harvard University Press.
- Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, Socialism, and Democracy*. Harper & Row.
- Stiglitz, J. E. (2003). *Globalization and Its Discontents*. W.W. Norton & Company.
- Stulz, R. M. (2008). Risk Management Failures During the Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 269-275.
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Tufano, P. (2003). Financial Innovation. In G. Constantinides et al. (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1, Part B, pp. 307-335.
- Wagner, W. (2010). Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373-386.
- Weller, C. E. (1999). A few Observations on Financial Liberalization and Financial Instability. *Review of Radical Political Economics*, 31(3), 66-77.
- Wong, W. K., Chang, M. C., & Tu, A. H. (2009). Are Magnet Effects Caused by Uninformed Traders? Evidence from Taiwan Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(1), 28-40.
- Wong, K. M., Kong, X. W., & Li, M. (2020). The magnet effect of circuit breakers and its interactions with price limits. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101325.
- Zetsche, D. A., Buckley, R. P., & Arner, D. W. (2017). The Future of Fintech: A Global Perspective. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 25(2), 91-101.

- Zohar, E. (2021). Regulating Financial Innovation. *Journal of Financial Regulation*, 7(2), 135-160.
- Zohar, E., & Bennett, J. (2016). Fintech: Revolutionizing Financial Services. *Journal of Financial Innovation*, 5(1), 34–56.

پیوست

منتخبی از مصوبه‌های مهم هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار مرتبط با دامنه نوسان در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران

تاریخ تصویب	مصوبه
۱۳۸۷/۰۵/۱۵	دامنه مجاز نوسان روزانه قیمت حق تقدم هر سهم به میزان دو برابر دامنه مجاز نوسان قیمت سهم مربوط.
۱۳۸۸/۰۸/۰۹	دامنه مجاز نوسان روزانه قیمت سهام $3/5$ درصد.
۱۳۹۴/۰۲/۲۸	تغییر دامنه مجاز نوسان روزانه قیمت سهام، اوراق بدهی و اوراق مشتقه از ± 4 به ± 5 درصد.
۱۳۹۸/۱۰/۱۷	کاهش دامنه نوسان قیمت در کلیه نمادهای معاملاتی که پیش از این بیش‌تر از 2 درصد بود از $1398/10/18$ به 2 درصد.
۱۳۹۸/۱۰/۲۰	بازگرداندن دامنه نوسان از $1398/10/22$ به حالت قبل.
۱۳۹۸/۱۲/۱۴	کاهش دامنه نوسان قیمت از $1398/12/17$ به 2 درصد. تغییرات دامنه نوسان در مقاطع زمانی سه ماهه از زمان اجراء قابل بازنگری.
۱۳۹۹/۰۴/۱۱	دامنه نوسان واحد صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (در سهام، مختلط و با درآمد ثابت) معادل دو برابر دامنه نوسان عادی سهام.
۱۳۹۹/۱۱/۱۸	- تغییر دامنه نوسان قیمت به صورت نامتقارن به $6/+$ و $2/-$. - تغییر دامنه نوسان قیمت در نمادهای تابلو زرد بازار پایه فرابورس ایران به $3/+$ و $2/-$ و در انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری (ETF) به $10/+$ و $4/-$.
۱۳۹۹/۱۲/۲۶	- به منظور تقویت کارایی بازار سرمایه به سازمان بورس اجازه داده شد در جهت افزایش دامنه پس از بررسی‌های لازم اقدام نماید. - افزایش دامنه نوسان به صورت تدریجی و همراه با اطلاع‌رسانی کامل باشد. - افزایش دامنه نوسان باید همراه با فرهنگ‌سازی و ترویج روش‌های سهام‌داری غیرمستقیم باشد.
۱۴۰۰/۰۱/۲۵	از تاریخ اول اردیبهشت ماه ۱۴۰۰، تغییر دامنه نوسان قیمت به صورت نامتقارن به $6/+$ و $3/-$.
۱۴۰۰/۰۱/۳۰	تعلیق دامنه نوسان ($3/-$ و $6/+$)
۱۴۰۰/۰۲/۱۹	از $1400/02/25$ دامنه نوسان قیمت به $5/-$ و $5/+$ ، تابلوی زرد بازار پایه به $3/-$ و $3/+$ ، تابلوی نارنجی بازار پایه به $2/-$ و $2/+$ و تابلوی قرمز بازار پایه به $1/-$ و $1/+$ و همچنین دامنه نوسان صندوق‌های قابل معامله به $10/-$ و $10/+$ تغییر یافت.

تاریخ تصویب	موضوع
۱۴۰۰/۱۰/۱۴	لغو تصمیمات سابق شورای عالی بورس شورا و واگذاری اختیارات به هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۴۰۱/۰۱/۲۴	جهت افزایش کارایی و نقدشوندگی در بازار، افزایش یک درصدی دامنه نوسان به صورت متقارن در بازار اول (تابلو اصلی و فرعی) از ۱۴۰۱/۰۱/۲۹.
۱۴۰۱/۰۶/۰۲	جهت افزایش کارایی و نقدشوندگی در بازار، افزایش یک درصدی دامنه نوسان به صورت متقارن در بازار اول (تابلو اصلی و فرعی) از ۱۴۰۱/۰۶/۰۷.
۱۴۰۲/۰۹/۲۹	تعیین دامنه نوسان روزانه قیمت در معامله سهام شرکت‌های پروژه در بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای ۳ درصد.
۱۴۰۳/۰۱/۲۶	از ۱۴۰۳/۰۱/۲۶ به مدت سه روز کاری، کاهش دامنه نوسان قیمت در کلیه نمادهای معاملاتی به ± 1 و صندوق‌های سهامی و مختلط قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به ± 2 درصد.
۱۴۰۳/۰۱/۲۹	تمدید کاهش دامنه نوسان قیمت به ± 1 و صندوق‌های سهامی و مختلط قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به ± 2 درصد، به مدت یک روز کاری برای تاریخ ۱۴۰۳/۰۱/۲۹.
۱۴۰۳/۰۲/۳۱	از ۱۴۰۳/۰۲/۳۱، کاهش دامنه نوسان قیمت که پیش از ابلاغ این مقرره، بیش از ± 2 درصد است به ± 2 درصد و صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی و مختلط قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به ± 4 درصد.
۱۴۰۳/۰۳/۲۷	از ۱۴۰۳/۰۴/۰۹، تغییر دامنه نوسان قیمت در بورس و فرابورس به ± 6 درصد و دامنه نوسان قیمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی و مختلط قابل معامله در بورس و فرابورس به ± 10 .
۱۴۰۳/۰۴/۱۰	از تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۴، دامنه نوسان قیمت ± 1 درصد.
۱۴۰۳/۰۵/۲۴	از تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۲۷، دامنه نوسان قیمت ± 2 درصد.
۱۴۰۳/۰۶/۱۳	از تاریخ ۱۴۰۳/۰۶/۱۷، دامنه نوسان قیمت ± 3 درصد.
۱۴۰۳/۰۷/۰۴	از تاریخ ۱۴۰۳/۰۷/۰۷، دامنه نوسان قیمت ± 1 درصد.
۱۴۰۳/۰۷/۱۸	از تاریخ ۱۴۰۳/۰۷/۲۱، دامنه نوسان قیمت ± 3 درصد.