

# راهکارهای ارتقای ثبات مالی در اقتصاد کلان و بازار سرمایه



بورس اوراق بهادار تهران

معاونت توسعه

مدیریت تحقیق و توسعه

آبان‌ماه ۱۴۰۲

بورس اوراق بهادار تهران  
مدیریت تحقیق و توسعه  
شناسنامه سند

عنوان: راهکارهای ارتقای ثبات مالی در اقتصاد کلام و بازارهای سرمایه  
تهیه کننده: کامران سلمانی قرائی  
تاریخ انتشار: آبان ماه ۱۴۰۲  
شماره ویراست: اول

## فهرست

۱.....	مقدمه
۲.....	۱- ثبات مالی در سیستم‌های مالی
۲.....	۱-۱- تعریف ثبات مالی
۳.....	۲-۱- اهمیت ثبات مالی
۴.....	۳-۱- معیارهای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی
۶.....	۲- راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه
۶.....	۱-۲- ارتقای ثبات مالی با توسعه بازارهای سرمایه
۸.....	۲-۲- مؤلفه‌های اصلی ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه از دیدگاه گروه بورس دویچه آلمان
۸.....	۲-۲-۱- کاهش ریسک سیستماتیک و بهبود فرآیند مدیریت ریسک از طریق واسطه‌های مرکزی
۱۰.....	۲-۲-۲- افزایش شفافیت اطلاعات در بازار
۱۱.....	۳-۲- شرایط موردنیاز برای دستیابی به یک بازار سرمایه قوی و باثبات از دیدگاه مرکز توسعه جهانی
۱۱.....	۲-۳-۱- ثبات اقتصاد کلان
۱۲.....	۲-۳-۲- داشتن سیستم بانکی سالم و مناسب
۱۳.....	۳-۳-۲- داشتن یک چارچوب نهادی با کیفیت بالا
۱۴.....	۴-۳-۲- داشتن یک چارچوب نظارتی و قانونی مناسب
۱۶.....	۲-۴-۱- ارتقای ثبات مالی با تقویت بازارهای سرمایه از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول
۱۷.....	۲-۴-۲-۱- داشتن یک چارچوب نهادی مناسب
۱۷.....	۲-۴-۲-۲- بهبود مقررات و نظارت در رابطه با مدیریت دارایی
۱۸.....	۳-۴-۲- بهبود مقررات و نظارت در رابطه با واسطه‌های بازار
۱۸.....	۴-۴-۲- بهبود زیرساخت‌های بازار مالی
۱۹.....	۲-۴-۵- استفاده از ابزارها و تکنولوژی‌های نوظهور در بازارهای سرمایه
۲۰.....	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۲۴.....	منابع



## مقدمه

ثبات مالی<sup>۱</sup> یکی از موضوعاتی است که به طور گسترده در ادبیات اقتصادی امروز مورد بحث قرار گرفته است. ثبات مالی به شرایط گفته می‌شود که سیستم مالی در برابر تکانها و شوکهای اقتصادی و نوسانات غیرعادی قیمت داراییها، مقاوم و باثبات بوده و وظایف اساسی خود همچون واسطه‌گری وجوه مالی و مدیریت ریسکها را به درستی انجام می‌دهد. ثبات سیستم مالی که به طور قابل توجهی به عملکرد بازارهای مالی و مؤسسات مالی وابسته است، برای دستیابی به رشد اقتصادی پایدار حیاتی است. از طرفی، بی‌ثباتی مالی می‌تواند از رشد فعالیت‌های اقتصادی جلوگیری کرده و رفاه اقتصادی را کاهش دهد. اگر بازارهای مالی ناکارآمد بوده یا مؤسسات مالی به شدت تحت فشار قرار گیرند، فشارهای ناشی از آنها بر کسب و کارها و خانوارها می‌تواند اثرات نامطلوبی بر اقتصاد واقعی داشته باشد زیرا ممکن است از جریان سرمایه به سمت سرمایه‌گذاری‌های ارزشمند و مولد جلوگیری کرده و منجر به تنگناهای اعتباری شود.

هدف این گزارش بررسی راهکارهای ارتقای ثبات مالی است. بدین منظور، در بخش اول این گزارش به بررسی تعریف، اهمیت و معیارهای ارزیابی ثبات مالی در سیستم‌های مالی پرداخته شده است. در بخش دوم این گزارش نیز، راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه از دیدگاه مطالعات آکادمیک و نهادهای بین‌المللی معتبر همچون گروه بورس دویچه آلمان، مرکز توسعه جهانی و صندوق بین‌المللی پول تشریح شده‌اند.



## ۱- ثبات مالی در سیستم‌های مالی

پس از بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ میلادی، ثبات مالی به یک اصطلاح رایج در بین مقام‌های ناظر بازارهای مالی تبدیل شده است. مقام‌های ناظر در سرتاسر جهان از جمله کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، پیگیری ثبات مالی را به عنوان یکی از مهمترین اهداف مقررات مالی اتخاذ کرده‌اند. ثبات مالی یک شرط اساسی برای توسعه بخش مالی است. با توجه به اهمیت این موضوع، در این بخش به بررسی ثبات مالی و اهمیت آن در سیستم‌های مالی می‌پردازیم.

### ۱-۱- تعریف ثبات مالی

ثبات مالی، مفهوم گسترده‌ای است که ثبات در جنبه‌های مختلف سیستم مالی شامل واسطه‌ها یا مؤسسات مالی<sup>۱</sup>، بازارهای مالی<sup>۲</sup> و زیرساخت‌های بازارهای مالی<sup>۳</sup> را در بر می‌گیرد. با توجه به کارکردهای سیستم مالی می‌توان گفت که یک سیستم مالی زمانی پایدار و باثبات است که بتواند منابع را به طور کارآمد تخصیص داده و ریسک‌های مالی را ارزیابی، اندازه‌گیری و مدیریت کند و زمانی که تحت تأثیر شوک‌های خارجی قرار می‌گیرد، به طور صحیح خود را اصلاح کند. به عبارت دیگر، یک سیستم مالی باثبات، سیستمی است که در آن واسطه‌ها یا مؤسسات مالی، بازارهای مالی و زیرساخت‌های بازار مالی، جریان وجوه بین پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران را تسهیل کرده و در نتیجه مقدمات رشد اقتصادی و رفاه کشور را فراهم می‌کنند. این در حالی است که بی‌ثباتی سیستم مالی، اختلال جدی در فرآیند واسطه‌گری ایجاد کرده و در نتیجه می‌تواند به شدت به اقتصاد کشور آسیب برساند.

طبق تعریف بانک مرکزی اروپا<sup>۴</sup>، ثبات مالی به شرایطی گفته می‌شود که در آن سیستم مالی (شامل واسطه‌های مالی، بازارهای مالی و زیرساخت‌های بازار مالی)، توانایی مقاومت در برابر شوک‌ها و رفع عدم توازن مالی را دارد. ثبات مالی، اختلالات در فرآیند واسطه‌گری مالی را کاهش داده و از اثرگذاری منفی آن بر فعالیت‌های واقعی اقتصادی جلوگیری می‌کند.

از دیدگاه بانک جهانی<sup>۵</sup>، یک سیستم مالی باثبات، سیستمی است که توانایی تخصیص کارآمد منابع؛ ارزیابی و مدیریت ریسک‌های مالی؛ حفظ سطح اشتغال نزدیک به نرخ طبیعی اقتصاد و حذف تغییرات نسبی قیمت دارایی‌های مالی یا واقعی اثرگذار بر ثبات پولی یا سطوح اشتغال را دارد. یک سیستم مالی زمانی در محدوده‌ای از ثبات قرار می‌گیرد که عدم توازن

۱. «ثبات واسطه‌ها یا مؤسسات مالی» به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن واسطه‌ها یا مؤسسات مالی به اندازه کافی سالم و قوی هستند تا وظایف واسطه‌گری مالی خود را بدون کمک سایر نهادها از جمله دولت انجام دهند.

۲. «ثبات بازارهای مالی» به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن هیچ‌گونه اختلال عمده‌ای در معاملات بازار وجود نداشته باشد. از طرفی قیمت دارایی‌های مالی از تحلیل‌های بنیادی اقتصادی، انحراف قابل توجه نداشته باشند و در نتیجه این امکان را برای فعالان اقتصادی فراهم می‌کند تا با اطمینان اقدام به جمع‌آوری و مدیریت وجوه کنند.

۳. «ثبات زیرساخت‌های بازار مالی» به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن سیستم مالی دارای ساختار خوب و مناسبی است و می‌توان از عملکرد روان و منظم بازار اطمینان حاصل کرد. از طرفی طرح‌های امنیت مالی (مثلاً طرح‌های حمایت از سرمایه‌گذار) و سیستم پرداخت و تسویه نیز به طور مؤثری در حال اجرا هستند.

4 . European Central Bank

5 . World Bank



مالی را که به طور درون‌زا یا در نتیجه رویدادهای نامطلوب و پیش‌بینی‌نشده ایجاد شده است، از بین ببرد. در شرایط باثبات، سیستم مالی در درجه اول از طریق سازوکارهای خود اصلاحی، شوک‌ها را جذب کرده و از ایجاد اثرات مخرب بر اقتصاد واقعی جلوگیری می‌کند.

ثبات سیستم مالی، یک پیش شرط اساسی برای ادامه فعالیت کسب‌وکار شرکت‌ها است تا بتوانند از رشد اقتصاد پایدار حمایت کنند. ثبات مالی قابلیت ارتقا دارد و برای انجام اینکار باید از انعطاف‌پذیری کافی ریسک مؤسسات مالی و در سطح کلی، سیستم مالی، اطمینان حاصل شده و در صورت لزوم، اقدامات پیشگیرانه برای کاهش ریسک‌های مترتب بر ثبات مالی به مرحله اجرا گذاشته شوند.

### ۱-۲- اهمیت ثبات مالی

ثبات مالی نه تنها برای ثبات قیمت دارایی‌ها، بلکه برای توسعه سالم اقتصاد یک الزام ضروری است. بی‌ثباتی مالی، هزینه‌های سنگینی برای اقتصاد به همراه دارد، چراکه باعث افزایش نوسانات قیمت در بازارهای مالی شده و مؤسسات مالی یا شرکت‌ها را در معرض ورشکستگی قرار می‌دهد. علاوه بر این، توسعه اقتصادی محدود می‌شود، زیرا فعالان اقتصادی، تصمیم‌گیری منطقی در چنین شرایطی را دشوار دانسته و در نتیجه کارایی تخصیص منابع کاهش می‌یابد.

از دهه ۱۹۸۰ میلادی، بسیاری از کشورهای جهان به دلیل پیشرفت در آزادسازی مالی<sup>۱</sup>، به اثرات مثبت رشد سریع صنعت مالی دست یافته‌اند. با این حال، آنها در همان زمان، دوره‌هایی از کندی قابل توجه در رشد اقتصادی را تجربه کرده‌اند که دلیل آن هزینه‌های سنگین اقتصادی ناشی از بی‌ثباتی مالی یا بحران‌های مالی است. بنابراین بسیاری از کشورها در اجرای سیاست‌های خود تأکید زیادی بر ثبات مالی دارند. توجه به ثبات مالی در حال افزایش است، زیرا عوامل و ابزارهای جدیدی با پتانسیل ایجاد بی‌ثباتی مالی ایجاد شده‌اند که می‌توان به افزایش ارتباط بخش مالی بین کشورها و توسعه بی‌رویه ابزارهای مالی پیچیده اشاره کرد.

حفظ ثبات مالی مستلزم شناسایی منابع اصلی ریسک برای ثبات مالی است. منابع ریسک برای ثبات مالی به دو دسته برون‌زا<sup>۲</sup> و درون‌زا<sup>۳</sup> تقسیم می‌شوند. از جمله منابع ریسک برون‌زا می‌توان به اختلالات کلان اقتصادی (همچون ریسک محیط اقتصادی و عدم تعادل‌های سیاسی) و حوادث غیرمترقبه (همچون بلایای طبیعی و نکول کسب‌وکارهای بزرگ) اشاره کرد. منابع ریسک درون‌زا می‌توانند در سه سطح مؤسسات مالی، بازارهای مالی و زیرساخت‌های مالی مورد بررسی قرار گیرند. در سطح مؤسسات مالی می‌توان به ریسک‌های مالی (همچون ریسک اعتباری، ریسک نرخ بهره و غیره)، ریسک عملیاتی و ریسک شهرت اشاره کرد. در سطح بازارهای مالی می‌توان ریسک طرف معامله<sup>۴</sup> و ریسک عدم همسویی قیمت دارایی<sup>۵</sup> را نام برد. همچنین از منابع ریسک درون‌زا در سطح زیرساخت‌های بازارهای مالی می‌توان به ریسک سیستم تسویه،

1. Financial Liberalization
2. Exogenous
3. Endogenous
4. Counterparty Risk
5. Asset Price Misalignment



پرداخت و پایاپای<sup>۱</sup> اشاره کرد. نظارت بر منابع ریسک باید به طور فعالانه صورت گیرد چراکه آنها می‌توانند در آینده، ثبات مالی و در نتیجه ثبات اقتصادی را به خطر بیندازند. به عنوان مثال می‌توان به بی‌ثباتی مالی ایجاد شده طی بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ میلادی در آمریکا اشاره کرد که در آن، زیان ناشی از کاهش ارزش وام مسکن در سیستم مالی آمریکا باعث شروع بحران مالی شد. توسعه و افزایش تعداد معاملات ابزارهای ساختاریافته پیچیده، بدون درک صحیح از ریسک‌ها، عدم به‌کارگیری روش‌های مدیریتی مناسب، عدم شفافیت این ابزارها و چارچوب‌های نظارتی ضعیف، منجر به گسترش سریع بحران در سطح جهانی شد. مؤسسات مالی نیز متعاقب آن، میزان ریسک‌پذیری خود را کاهش داده و تقاضا برای دارایی‌های نقد را افزایش دادند که این امر باعث ایجاد نااطمینانی در بازار شد و دارایی‌های قوی موجود در بازار، دچار کاهش ارزش شدند. در نتیجه فعالان بازار برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه با تردید مواجه شده و ناامنی و بی‌ثباتی مالی در این بازارها افزایش یافت.

ثبات سیستم مالی تحت تأثیر عوامل متعددی است که از مهمترین آنها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- داشتن محیط اقتصاد کلان باثبات؛
- داشتن واسطه‌ها و مؤسسات مالی سالم و قوی؛
- داشتن بازارهای مالی کارا؛
- داشتن سازوکارهای نظارتی قوی و مناسب؛
- داشتن سیستم‌های تسویه، پرداخت و پایاپای قابل‌اتکا و ایمن.

لازم به ذکر است که ضعف در هر یک از موارد بالا می‌تواند بی‌ثباتی مالی به همراه داشته و سیستم مالی را با ریسک‌های قابل توجه مواجه سازد.

### ۱-۳- معیارهای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی

بانک جهانی برای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی، برخی از معیارها و شاخص‌ها را معرفی کرده است. طبق اطلاعات منتشر شده در سایت بانک جهانی، متداول‌ترین معیاری که برای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد، نوسان بازار<sup>۲</sup> است بدین معنی که هرچه قدر بازار با نوسانات بیشتری همراه باشد، ثبات بازار با ریسک بیشتر مواجه می‌شود.

معیار دیگر برای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی، چولگی بازده سهام<sup>۳</sup> یا عدم تقارن در بازدهی است. چولگی بازده سهام (مثبت یا منفی)، بیان‌گر میزانی از عدم تقارن است که می‌تواند نشان‌دهنده صعود قیمت سهام (چولگی مثبت) یا

- 1 . Clearance, Payment and Settlement System Risk
- 2 . Market Volatility
- 3 . Skewness of Stock Returns:

چولگی بازده سهام یکی از پدیده‌های مشاهده‌شده در بازارهای مالی است که سوگیری‌های روان‌شناسی یا گرایش به اعداد خاص را در بازار نشان می‌دهد. این پدیده شامل تراکم قیمت‌ها در محدوده خاص است.



سقوط قیمت سهام (چولگی منفی) شرکت باشد. بازاری که در آن توزیع بازده‌های سهام دارای چولگی منفی<sup>۱</sup> بیشتری باشند، احتمالاً دارای بازده منفی زیادی خواهد بود و در نتیجه مستعد بی‌ثباتی یا ثبات کمتر است. لازم به ذکر است که افزایش چولگی منفی بازده سهام (ریزش قیمت سهام)، باعث بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس شده و این امر می‌تواند منجر به خروج سرمایه و منابع سرمایه‌گذاران از بورس شود. از طرفی دیگر، چولگی مثبت بازده سهام نشان‌دهنده قیمت‌گذاری بیش از حد سهام است که تجربه بحران‌های مالی نشان می‌دهد این امر می‌تواند موجبات ایجاد حباب قیمتی و متعاقب آن بی‌ثباتی در بازار را فراهم کند.

از دیگر معیارهای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی، آسیب‌پذیری بازار در برابر دستکاری سود<sup>۲</sup> است که از ویژگی‌های خاصی از اطلاعات گزارش‌شده در صورت‌های مالی شرکت‌ها ناشی می‌شود که می‌تواند نشان‌دهنده دستکاری سود باشد. این معیار به عنوان درصدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که مستعد چنین دستکاری هستند تعریف می‌شود. طبق اطلاعات منتشر شده در سایت بانک جهانی، در ایالات متحده آمریکا، فرانسه و بسیاری از اقتصادهای پردرآمد دیگر، کمتر از ۱۰ درصد از شرکت‌ها، مشکلاتی در رابطه با دستکاری سود دارند. در ترکیه این رقم نزدیک به ۴۰ درصد است.

براساس گزارش منتشر شده توسط دپارتمان اقتصادی و پولی بانک تسویه جهانی<sup>۳</sup>، معیارهای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی عبارتند از تغییر در شاخص‌های سهام<sup>۴</sup>، اختلاف بین بازده اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه دولتی با سررسید یکسان<sup>۵</sup> و نقدشوندگی بازار. در خصوص تغییر در شاخص‌های سهام می‌توان گفت که رشد بالاتر از روند در شاخص یا سطوح بسیار بالای نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری می‌تواند نشان‌دهنده حباب قیمت سهام باشد که تجربه بحران‌های مالی همچون بحران ۲۰۰۰ آمریکا و بحران ۲۰۰۷ چین<sup>۶</sup> نشان می‌دهد که چگونه شکل‌گیری حباب قیمت سهام باعث بی‌ثباتی بازارهای مالی می‌شوند. از دیگر معیارهای گفته شده، اختلاف بین بازده اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه دولتی با سررسید یکسان است به این صورت که افزایش این اختلاف می‌تواند نشان‌دهنده سطوح بالاتر ریسک و تغییرات در اشتباهات ریسک<sup>۷</sup> باشد که ثبات در بازارهای مالی را با ریسک مواجه کند.

۱. یکی از معیارهای اندازه‌گیری ریسک سقوط یا ریزش قیمت سهام شرکت‌ها، چولگی منفی بازده سهام است که طبق فرمول محاسبه می‌شود.

2. Earnings Manipulation

3. Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements:

بانک تسویه جهانی در سال ۱۹۳۰ میلادی و توسط بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف تأسیس شد و به عنوان یک بانک برای بانک‌های مرکزی عضو آن عمل می‌کند. هدف اصلی آن تقویت همکاری‌های پولی و مالی بین‌المللی است. در حال حاضر ۶۳ بانک مرکزی از سراسر جهان از اعضای این بانک به شمار می‌روند. دفتر مرکزی آن در بازل سوئیس بوده و دارای دو دفتر نمایندگی در هنگ کنگ و مکزیکو سیتی است.

4. Change in Equity Indices

5. Corporate bond spread:

منعکس‌کننده بازده اضافی مورد نیاز سرمایه‌گذاران برای نگهداری اوراق قرضه شرکتی در مقایسه با بازده اوراق قرضه دولتی (دارایی بدون ریسک) است.

۶. برای پی بردن به جزئیات این بحران‌ها می‌توانید به گزارش تهیه شده در مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران تحت عنوان "شرایط نامتعرف در بازارهای

سرمایه؛ تجربه جهانی و رویکردهای فراروی آن" مراجعه کنید. لینک دانلود گزارش:

<https://new.tse.ir/pages/Page95701.html?gid=2>

7. Risk Appetite:





## ۲- راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه

با توجه به اهمیت ثبات مالی، نهادهای بین‌المللی معتبری به بررسی راهکارهای مختلف برای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه پرداخته‌اند. همچنین برخی از مطالعات آکادمیک نیز به بررسی ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه پرداخته‌اند. در این بخش قصد داریم راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه از دیدگاه نهادهای بین‌المللی معتبر شامل گروه بورس دویچه، صندوق بین‌المللی پول و مرکز توسعه جهانی و همچنین برخی از مطالعات آکادمیک را بیان کنیم.

### ۲-۱- ارتقای ثبات مالی با توسعه بازارهای سرمایه

بازارهای سرمایه که از توسعه کافی برخوردار هستند، فرآیند تخصیص سرمایه را به نحو بهینه انجام داده و سرمایه‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری‌ها با بیشترین بهره‌وری هدایت می‌کنند. این بازارها از تخصیص کارای منابع حمایت کرده و در نتیجه چشم‌انداز رشد اقتصادی را تقویت می‌کنند. بنابراین توسعه بازارهای سرمایه داخلی از جمله در زمینه‌های زیر باعث ارتقای ثبات مالی و اقتصادی شده و متعاقب آن امکان جذب شوک‌ها و بهبود مدیریت ریسک‌های مالی فراهم می‌شود.

#### • استفاده از ابزارهای مداخله‌جویانه قوی<sup>۱</sup> در بازار توسط مقام‌های ناظر: یکی از چالش‌های پیش‌روی

مقام‌های ناظر بازار سرمایه، اتخاذ اقدامات مداخله‌جویانه توسط آنها برای مدیریت کردن هراس و هیجانات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار است. مقام‌های ناظر بازار سرمایه باید ابزارهای مداخله‌جویانه قوی و مناسبی (مانند متوقف‌کننده‌های خودکار در سطح بازار<sup>۲</sup>، توقف معاملات<sup>۳</sup>، حدهای قیمتی<sup>۴</sup> و غیره) را برای این بازارها معرفی کنند تا بتوانند از وقوع نوسانات و اختلالات شدید در بازار جلوگیری کرده و همچنین این فرصت را در اختیار فعالان بازار قرار دهد تا طی افت شدید بازار، ارزیابی دقیقی از شرایط بازار داشته باشند. با این حال، چنین اقدامات مداخله‌جویانه‌ای در بازار باید قوانین و پارامترهای روشنی داشته باشد. این امر به‌ویژه برای مداخلات اختیاری مقام‌های ناظر در بازار (همچون توقف معاملات و بستن بازار) که ممکن است شدیدترین تأثیر و آسیب را به شهرت بازارهای نوظهور و بازارهای اقتصادی در حال توسعه وارد کند، مهم است. این امر همچنین تضمین می‌کند مداخله مقام‌های ناظر در بازارها، به طور بی‌رویه و تحت فشارهای سیاسی یا ذینفعان انجام نمی‌شود. برای جلوگیری از آربیتراژ نظارتی<sup>۵</sup>، اعمال چنین اقداماتی به طور مداوم در تمام بورس‌ها و/یا

اشتهای ریسک یا آستانه تحمل ریسک، به میزانی از ریسک‌پذیری گفته می‌شود که مدیریت ارشد شرکت برای دستیابی به اهداف استراتژیک سازمان آن را می‌پذیرد.

- 1 . Robust Intervention Tools
- 2 . Market-wide Circuit Breakers
- 3 . Trading Halts
- 4 . Price Limits
- 5 . Regulatory Arbitrage:

آربیتراژ نظارتی، عملی است که در آن شرکت‌ها از تفاوت نظارتی بین بازارهای مختلف برای دور زدن مقررات نامطلوب، سوءاستفاده می‌کنند.



بازارها ضروری است و مقام‌های ناظر باید اطمینان حاصل کنند که قوانین مربوط به مداخلات، با هدف تضمین ثبات و یکپارچگی بازارها، در همه بورس‌ها و/یا بازارها اجرا می‌شوند.

- **وجود ابزارهای مالی متنوع:** در مواقع استرس مالی<sup>۱</sup>، ابزارهای سرمایه با ابزارهای مالی متنوع از جمله وجود ابزارهای مشتقه، کلاس‌های دارایی جایگزین را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند تا بتوانند در مقابل تغییرات نامطلوب بازار، خود را پوشش دهند. همچنین طبق گزارش منتشر شده توسط بانک تسویه جهانی در سال ۲۰۲۰ میلادی، توسعه بازارهای مشتقه می‌تواند ثبات مالی در بازارهای سرمایه را فراهم کند.
- **افزایش نقدشوندگی معاملات اوراق بهادار:** در مقایسه با اقتصادهای پیشرفته، بازارهای سرمایه در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، سطحی‌تر و مستعد تغییرات ناگهانی قیمت و اختلالات بیشتر هستند که می‌تواند اعتماد به یکپارچگی این بازارها را تضعیف کند. نقدشوندگی معاملات اوراق بهادار در این بازارها می‌تواند به سرعت کاهش یافته و فروش هیجانی اوراق بهادار و اثرات مسری به دنبال داشته باشد که منجر به بی‌نظمی در بازارها و بی‌ثباتی مالی می‌شود، همانطور که در بحران‌های مالی گذشته نیز شاهد آن بوده‌ایم. بازارهای سرمایه عمیق و نقدشونده، نوسان قیمت دارایی‌ها را کاهش داده و سیگنال‌های قیمتی را بهبود می‌بخشند که این امر می‌تواند به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک شایانی کند.
- **وجود انواع سرمایه‌گذاران از طیف‌های مختلف:** در بسیاری از بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، فقدان یک مجموعه به اندازه کافی متنوع از سرمایه‌گذاران وجود دارد که در صورت وجود می‌تواند به عنوان یک منبع ثبات در مواقع بحران عمل کند. کارایی فرآیند واسطه‌گری در بازارهای سرمایه، به شدت به تنوع سرمایه‌گذاران بستگی دارد که باید ترکیبی از سرمایه‌گذاران خرد و نهادی داخلی و همچنین سرمایه‌گذاران خارجی باشد. در اکثر بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، به ندرت بین این سه دسته از سرمایه‌گذاران تعادل وجود دارد و در نتیجه، بازارهای سرمایه در برابر رفتار طبقه غالب سرمایه‌گذاران، آسیب‌پذیر می‌شوند. به عنوان مثال، در زمان فرار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران خارجی (در نتیجه یک رویداد برون‌زا) و در برخی موارد توسط سرمایه‌گذاران خرد داخلی (در نتیجه تغییرات عمده در شرایط بازار)، حضور سرمایه‌گذاران نهادی داخلی قوی با تعهد به سرمایه‌گذاری داخلی می‌تواند به عنوان یک سپر<sup>۲</sup>، نقش کلیدی در برابر کاهش شدید قیمت را ایفا کند. همچنین بانک تسویه جهانی در گزارش منتشر شده در سال ۲۰۲۰ میلادی، به نقش پرزنگ سرمایه‌گذاران نهادی داخلی اشاره کرده است و یکی از راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه را توسعه سرمایه‌گذاران نهادی داخلی دانسته است.

1 . Financial Stress  
2 . Buffer



## ۲-۲- مؤلفه‌های اصلی ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه از دیدگاه گروه بورس دویچه آلمان<sup>۱</sup>

ارتقای ثبات مالی یک پیش‌شرط مهم برای افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است چراکه همان‌طور که در بحران‌های مالی دیده شده است، عدم ثبات مالی منجر به بی‌ثباتی در اقتصاد می‌شود به منظور کاهش ریسک سیستماتیک و ایجاد بازارهای با عملکرد خوب، اطمینان از ایمنی و یکپارچگی بازارها موردنیاز است که در این راستا، قوانین و مقررات اروپا با تمرکز بر افزایش ثبات مالی به اجرا درآمده و توسط گروه بورس دویچه به‌درستی به کار برده شده‌اند. حفظ و ارتقای بیشتر ثبات مالی، امری ضروری برای ارائه اطمینان به سرمایه‌گذاران در اروپا و سایر کشورهای بین‌المللی است.

مؤلفه‌های اصلی برای ارتقای ثبات مالی عبارتند از کاهش ریسک سیستماتیک، بهبود مدیریت ریسک، بهبود ظرفیت جذب شوک‌ها (مثلاً اعمال الزامات سرمایه‌ای سخت‌گیرانه‌تر)، ایمن کردن و حفاظت از سیستم‌های فناوری اطلاعات، افزایش کارایی مدیریت وثیقه و افزایش انعطاف‌پذیری بازارهای مالی.

در سال‌های اخیر، قانون‌گذاران و سیاست‌گذاران به‌وضوح به نقش حیاتی واسطه‌های مرکزی<sup>۲</sup>، شرکت‌های سپرده‌گذاری اوراق بهادار مرکزی<sup>۳</sup> و به‌ویژه بورس‌ها در تقویت ایمنی و یکپارچگی بازارهای مالی اشاره کرده‌اند که این کار از طریق کاهش ریسک سیستماتیک، نظارت دائمی بازار، فرایندهای کارای بعد از انجام معامله و مدیریت وثیقه قابل انجام بوده است.

### ۲-۲-۱- کاهش ریسک سیستماتیک و بهبود فرآیند مدیریت ریسک از طریق واسطه‌های مرکزی

یک واسطه مرکزی، به عنوان واسطه بین افراد فعال در معاملات اوراق بهادار و ابزارهای مشتقه عمل می‌کند به طوری که به عنوان خریدار در برابر فروشنده و به عنوان فروشنده در برابر خریدار ایفای نقش می‌کند. از طرفی وجود واسطه مرکزی باعث به حداقل رسیدن ریسک نکول فعالان بازار و تسهیل فرآیند تسویه معاملات می‌شود. از مزایای وجود واسطه‌های مرکزی می‌توان موارد زیر را نام برد:

- واسطه‌های مرکزی با درخواست وثیقه از فعالان بازار به قیمت‌های فعلی بازار، به‌روزرسانی ریسک‌ها را تضمین کرده و به عنوان مدیران ریسک مستقل<sup>۴</sup>، از ریسک‌پذیری بیش از حد فعالان بازار جلوگیری می‌کنند.
- بنا به موقعیت واسطه‌های مرکزی در بازار و فعالیت آنها به عنوان طرف مقابل فعالان بازار، ارتباط متقابل فعالان بازار کاهش یافته و فعالان بازار کمتر در معرض ریسک قرار می‌گیرند. بنابراین وجود واسطه‌های مرکزی و چگونگی فعالیت آنها در بازار باعث می‌شود تا هنگام آشفتگی و شرایط پرفشار بازار، ثبات و یکپارچگی بازار تقویت شود.

---

1 . Deutsche Börse Group  
2 . Central Counterparties (CCPs)  
3 . Central Securities Depositories (CSDs)  
4 . Independent Risk Managers



- واسطه‌های مرکزی به عنوان سپر ضربه‌گیر در برابر شوک‌ها در راستای محافظت از اعضای پایاپای نکول‌نکرده<sup>۱</sup> عمل کرده و با ایجاد سازوکار وجه‌تضمین، از عدم اطمینان ناشی از نکول طرف معاملاتی مقابل جلوگیری می‌کنند.

بنابراین، همانطور که در شکل زیر نشان داده شده است، واسطه مرکزی به کاهش سه علت اصلی ریسک کمک می‌کنند.

شکل ۱: چگونگی کاهش ریسک سیستماتیک در سیستم مالی توسط واسطه‌های مرکزی



واسطه‌های مرکزی برای اینکه به طور مؤثر و کارآمد، توانایی مدیریت ریسک‌های سیستم مالی را داشته باشند باید بالاترین استانداردهای کیفیت را رعایت کنند. این استانداردها از اختلال در عملکرد واسطه‌های مرکزی جلوگیری کرده و ادامه عملیات این واسطه‌ها را در همه زمان‌ها تضمین می‌کند. بنابراین توسعه و بهبود عملکرد بازارهای سرمایه مستلزم استفاده گسترده‌تر از خدمات واسطه‌های مرکزی و خدمات مربوط به زیرساخت‌های بازار به منظور بهبود فرآیند مدیریت ریسک و در نتیجه افزایش ثبات مالی است.

شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی نیز که طیف وسیعی از خدمات بعد از انجام معاملات را ارائه می‌دهد، از موقعیت خوبی برای ارائه پشتیبانی در زمینه مدیریت وثیقه برخوردار هستند، زیرا این شرکت‌ها به عنوان یک شرکت خدمات مرکزی برای نگهداری دارایی‌ها عمل می‌کنند. این در حالی است که شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی یک نهاد بی‌طرف بوده و در معاملات اختصاصی شرکت نمی‌کنند.



## ۲-۲-۲- افزایش شفافیت اطلاعات در بازار

یک پیش شرط ضروری برای ثبات مالی، افزایش شفافیت برای سرمایه‌گذاران و همچنین مقام ناظر بازار است. افزایش شفافیت، کیفیت کشف قیمت را بهبود بخشیده و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. تجربه نشان می‌دهد که بحران‌های مالی در بازارهایی شروع شده است که از شفافیت پایینی برخوردار بوده‌اند. در حالی که شفافیت قیمت برای تمام کلاس‌های دارایی (سهام، اوراق بدهی، صندوق‌های قابل معامله در بورس و غیره)، برای سرمایه‌گذاران در یک بازار مالی با ثبات امری مهم و ضروری است، مقام‌های ناظر نیز به منظور توانایی برای کشف دستکاری‌ها در بازار به اطلاعات اضافی نیاز دارند.

فعالیت‌های معاملاتی فقط به بورس‌ها محدود نمی‌شود بلکه حجم بزرگی از معاملات در بازارهای خارج از بورس انجام می‌شوند. در مقایسه با بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس عمدتاً دوطرفه<sup>۱</sup>، غیرمتمرکز و غیرقابل شفاف هستند به طوری که معاملات در بازارهای خارج از بورس می‌تواند بین خریدار و فروشنده انجام شود بدون اینکه سایر فعالان بازار از قیمت معامله آگاهی داشته باشند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که عمده معاملات ابزارهای مالی از جمله ابزارهای مشتقه و اوراق بدهی در بازارهای خارج از بورس انجام شده و این ابزارها در شرایط غیرشفاف معامله می‌شوند. این عدم شفافیت می‌تواند طی دوره‌های پرفشار بازار، منجر به ایجاد مشکلات جدی در ثبات بازار شده و باعث بروز بحران‌های مالی شود. بنابراین تلاش برای شفافیت بیشتر این معاملات باید جزو اولویت‌های نهادهای مسئول بازار سرمایه باشد تا ثبات را به بازارهای مالی برگردانند. در این خصوص، یکی از اقدامات اتخاذ شده توسط گروه بورس دویچه در راستای افزایش شفافیت، استفاده از پلتفرم‌های معاملاتی و اتاق‌های پایاپای برای معاملات چندطرفه و در صورت امکان، پایاپای مرکزی معاملات انجام شده در بازارهای خارج از بورس است که این اقدام می‌تواند شفافیت کافی در رابطه با عملکرد سازوکار کشف قیمت را تضمین کند.

لازم به ذکر است که حجم قابل توجهی از معاملات سهام در بازارهای خارج از بورس از طریق بازارهای غیرشفاف<sup>۲</sup> انجام می‌شود که بازارهای غیرنظام‌مند بوده و دارای عدم شفافیت و نظارت کامل هستند. در صورت نظام‌مند کردن بازار غیرشفاف و انجام معاملات غیرشفاف در مکان‌های معاملاتی نظام‌مند<sup>۳</sup>، انجام معاملات بلوکی بزرگ برای آن دسته از سرمایه‌گذاران نهادی که تمایلی به حرکت بازار با فعالیت خود ندارند، تسهیل می‌شود. با این حال، در صورت غیرنظام‌مند بودن بازار غیرشفاف، عدم شفافیت و نظارت بر اجرای معاملات می‌تواند معاملات این نوع از اوراق بهادار را در معرض تضاد منافع، شیوه‌های معاملاتی غلط و دستکاری بازار قرار دهد و ثبات بازار را با ریسک مواجه کند.

1 . Bilateral

2 . Dark Pools:

مکان‌های معاملاتی خصوصی هستند که از شفافیت و نظارت کافی برخوردار نبوده و قابل دسترسی برای عموم مردم نیستند و در آن سرمایه‌گذاران (معمولاً مؤسسات مالی بزرگ) قادر به انجام معاملات اوراق بهادار به طور ناشناس هستند.

3 . Regulated Trading Venues



## ۲-۳- شرایط موردنیاز برای دستیابی به یک بازار سرمایه قوی و باثبات از دیدگاه مرکز توسعه جهانی<sup>۱</sup>

داشتن بازارهای سرمایه عمیق و باثبات، دارای مزایای بسیاری برای اقتصادهای بازار نوظهور است. بازارهای سرمایه عمیق و باثبات، علاوه بر حمایت از تخصیص کارای منابع، می‌توانند ظرفیت فعالان اقتصادی را برای مدیریت ریسک‌های مالی و تاب‌آوری آنها در برابر شوک‌های غیرمنتظره افزایش دهند. علاوه بر این، بازارهای سرمایه عمیق و باثبات، یکپارچگی مالی شرکت‌ها را از طریق نظم و انضباط بازار و نیاز به رعایت استانداردهای پذیرفته‌شده بین‌المللی در مورد شیوه‌های حسابداری، شفافیت، حاکمیت و غیره تقویت می‌کنند. با وجود این مزایا، بازارهای سرمایه در اکثر اقتصادهای نوظهور، ضعیف و توسعه‌نیافته باقی مانده‌اند و از عمق و ثبات بالایی برخوردار نیستند. در این راستا، مرکز توسعه جهانی، طی گزارشی، بر شرایط لازم برای توسعه بازارهای سرمایه قوی و باثبات در اقتصادهای بازار نوظهور تمرکز کرده است که براساس تحقیقات صورت گرفته، شرایط لازم برای توسعه این بازارها بر ۴ رکن استوار است که عبارتند از: ۱- ثبات اقتصاد کلان<sup>۲</sup>، ۲- سیستم‌های بانکی سالم<sup>۳</sup>، ۳- داشتن سرمایه‌گذاران نهادی با کیفیت بالا<sup>۴</sup>، و ۴- چارچوب نظارتی و قانونی کافی<sup>۵</sup>. این چهار رکن به هم مرتبط و مکمل هم هستند به طوری که ضعف یا شکنندگی در هر یک از این ارکان، اثربخشی سایر ارکان را تضعیف می‌کند. این بدان معناست که هر چهار رکن به یک اندازه مهم هستند که در ادامه به تشریح آنها می‌پردازیم.

### ۲-۳-۱- ثبات اقتصاد کلان

رکن اول توسعه بازارهای سرمایه، ثبات اقتصاد کلان است و بازارهای سرمایه نمی‌توانند در اقتصادهای ناپایدار توسعه یابند. تجربه بحران‌های مالی به ویژه در اقتصادهای بازار نوظهور نشان می‌دهد که با بروز بحران مالی، فعالیت بازار سرمایه به طور چشمگیری کاهش یافته است. ضعف‌های موجود در اقتصاد کلان، در قیمت‌داری‌ها منعکس شده و اگر این ضعف‌ها به اندازه کافی جدی باشند، می‌توانند اثرات مخربی بر بازارهای مالی و دارایی داشته و نقدشوندگی این بازارها را از بین ببرند.

در حالی که نوسانات متغیرهای مالی همچون نرخ بهره و نرخ ارز، منجر به توسعه تعداد زیادی از محصولات مالی می‌شود، نوسانات بیش از حد این متغیرها می‌تواند مشکل‌ساز شده و باعث ایجاد عدم اطمینان در مورد جهت‌گیری قواعد بازی شود. به عنوان مثال، نرخ‌های بهره واقعی بیش از حد بالا و پر نوسان، توسط سرمایه‌گذاران ناپایدار تلقی می‌شوند و بنابراین باعث ایجاد عدم اطمینان در مورد تغییرات احتمالی در قوانین بازی می‌شوند که به عنوان مثال می‌توان به مداخلات دولت برای اصلاح سازوکار نرخ ارز یا اعمال اشکال جدید مالیات و کنترل‌ها اشاره کرد. متعاقباً، این عدم اطمینان منجر به کاهش انگیزه فعالان بازار برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه می‌شود، زیرا بر سودآوری مورد انتظار پروژه‌های بلندمدت تأثیر

- 1 . Center for Global Development
- 2 . Macroeconomic Stability
- 3 . Sound Banking Systems
- 4 . High Institutional Quality
- 5 . Adequate Regulatory and Supervisory Framework



منفی می‌گذارد. علاوه بر این، بی‌ثباتی قابل توجه در اقتصاد کلان باعث ایجاد نوسانات بیش از حد در قیمت دارایی‌ها شده و انگیزه فعالان بازار را برای استفاده از ابزارهای مشتقه برای اهداف سفته‌بازی (و نه پوشش ریسک) افزایش می‌دهد. ایجاد نوسانات بیش از حد در قیمت دارایی‌ها، برای سرمایه‌گذاران نهادی، به ویژه صندوق‌های بازنشستگی دارای اهمیت ویژه‌ای است. مدیران صندوق‌های بازنشستگی با مدیریت خوب، علاقه‌ای به نگهداری بخش قابل توجهی از دارایی‌ها با قیمت‌های پرنوسان در پرتفوی خود ندارند، زیرا این دارایی‌ها با احتمال بالایی از نکول، مرتبط هستند. بنابراین می‌توان گفت که ایجاد ثبات در اقتصاد کلان، پایه و اساس رشد اقتصاد پایدار است که این امر تقاضای داخلی برای ابزارهای بازار سرمایه را افزایش داده و رونق و ثبات بازارهای سرمایه را به دنبال خواهد داشت.

### ۲-۳-۲- داشتن سیستم بانکی سالم و مناسب

علی‌رغم اهمیت سالم بودن سیستم‌های بانکی در توسعه بازارهای سرمایه، این رکن در اقتصادهای بازار نوظهور به عنوان عاملی برای توسعه بازار سرمایه، کمتر مورد توجه قرار گرفته است. مرکز توسعه جهانی بر این باور است که بازارهای سرمایه عمیق و سیستم‌های بانکی سالم، مکمل<sup>۱</sup> هم هستند و هنگامی که سیستم بانکی با مشکل مواجه شده و اعتبارات بانکی به شدت کاهش می‌یابد، بازارهای سرمایه از جمله بازارهای اوراق قرضه شرکتی، به احتمال زیاد به میزان قابل توجهی کاهش خواهند یافت. دلایل متعددی وجود دارد که مکمل بودن سیستم‌های بانکی سالم و بازارهای سرمایه عمیق را توضیح می‌دهد:

- بانک‌های سالم، منابع نقدینگی مورد نیاز بازارهای سرمایه را تأمین می‌کنند. به عنوان مثال، کارگزار - معامله‌گران از طریق معاملات اوراق بهادار به حساب خود یا از طرف مشتریان خود، نقش فعالی در بازارهای سرمایه پویا ایفا می‌کنند. کارگزاران برای انجام فعالیت‌های خود، اقدام به نگهداری اوراق بهادار در حساب موجودی خود می‌کنند که در برخی مواقع ممکن است حجم این اوراق بسیار بالا باشند. این موجودی‌ها از طریق خطوط اعتباری بانک‌ها تأمین می‌شوند. بنابراین، در صورت کاهش اعتبارات بانکی به دنبال اختلالات مالی، تأمین نقدینگی مورد نیاز برای عملکرد مناسب بازار سرمایه مختل می‌شود.
- دلیل دوم، در رابطه با توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتی محلی است. در یک بازار نوظهور، برای اینکه سرمایه‌گذاران بتوانند به ناشران اوراق قرضه محلی اعتماد کرده و وجوه خود را به صورت بلندمدت در اختیار آنها قرار دهند، باید اطمینان حاصل کنند که این وام‌گیرندگان (ناشران اوراق قرضه محلی) توانایی رعایت استانداردهای بازپرداخت تعیین شده توسط بانک‌های سالم و ناظران آنها را دارند. به عبارت دیگر، از آنجایی که بانک‌های سالم به ارزیابی توانایی بازپرداخت وام‌گیرندگان و عملکرد اعتباری آنها (مثلاً از طریق نظارت کافی بر جریان‌های نقدی آنها) می‌پردازند، بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به سیگنال ارایه شده توسط بانک‌ها در مورد ارزیابی



انجام شده، در مورد سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه منتشر شده توسط این شرکت‌ها تصمیم‌گیری کنند. در صورتی که سیستم بانکی قوی و سالم نباشد، این سیگنال بی‌ارزش بوده و قابل استناد نیست.

- طی فرآیند توسعه بازار سرمایه، سپرده‌های بانکی یک گزینه سرمایه‌گذاری مهم برای سرمایه‌گذاران نهادی همچون صندوق‌های بازنشستگی به شمار می‌رود. اما در صورتی که سیستم بانکی بسیار شکننده باشد، این انتخاب معقولانه‌ای نخواهد بود.

- پس از وجه نقد، سپرده‌های بانکی نقدشونده‌ترین دارایی در بسیاری از بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه است. بنابراین، با توجه به نقدشوندگی بالای سپرده‌های بانکی، سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به ورود به بازارهای سرمایه محلی می‌توانند بلافاصله پول‌های خود را از سپرده‌های بانکی خارج کرده و در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری کنند، جایی که دارایی‌های پرریسک‌تر در آنها معامله می‌شوند.

لازم به ذکر است که داشتن بانک‌های قوی و سالم به منظور توسعه بازارهای سرمایه، مستلزم اجرای مناسب مقررات بانکی و شیوه‌های نظارتی است. این امر شامل پذیرش الزامات سرمایه‌ای ارایه شده توسط کمیته نظارت بانکی بازل<sup>۱</sup> (و در صورت لزوم، انطباق با شرایط محلی) است به ویژه اینکه در الزامات سرمایه‌ای جدید وضع شده توسط کمیته بازل، بر سرمایه عادی به عنوان مؤلفه اصلی سرمایه سطح یک<sup>۲</sup> تأکید شده است.

### ۲-۳-۳- داشتن یک چارچوب نهادی با کیفیت بالا

شواهد نشان می‌دهد که وجود مؤسسات قوی و سالم می‌تواند مکمل نقش مقررات باشد که هدفشان ارتقای توسعه بازار سرمایه است. در واقع، مقررات نمی‌توانند مؤثر واقع شود در صورتی که فاقد حمایت از یک چارچوب نهادی قوی باشد که از حقوق سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان حمایت می‌کند. در بازارهای سهام، این به معنای حق رأی سهامداران برای اعمال کنترل بر هیأت مدیره بوده و در بازارهای اوراق قرضه نیز دارندگان اوراق حق دارند در صورت نکول شرکت، وثیقه خود را مطالبه کنند.

یک چارچوب نهادی قوی که از حقوق سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان حمایت می‌کند، شامل سازوکارهای کافی برای اجرای قراردادها و حاکمیت قانون است که این امر مستلزم امور زیر است:

- داشتن یک سیستم قضایی توانا و مستقل، عاری از فشارهای سیاسی؛
- داشتن فرآیندهای قانونی مناسب که از اجرای سریع مقررات حمایت می‌کند؛
- شفافیت در سیاست‌های دولت؛
- داشتن قانون ورشکستگی مناسب.

1 . Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)

2 . Tier 1 capital





متأسفانه، کیفیت مؤسسات در اکثر بازارهای نوظهور به میزان قابل توجهی نسبت به اقتصادهای پیشرفته عقب است. در صورتی که رعایت حقوق طلبکاران شرکت به صورت نامناسب بوده و فاقد شفافیت یا اعتبار باشد، سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های داخلی منصرف خواهند شد. براساس گزارشی که توسط بانک جهانی ارائه شده است (گزارش انجام کسب‌وکار<sup>۱</sup>)، آسیای جنوبی، خاورمیانه و شمال آفریقا و آمریکای لاتین مناطقی هستند که کمترین تعداد اصلاحات را برای سهولت حل ورشکستگی شرکت‌ها انجام داده‌اند که همین امر دلیل بر توسعه‌نیافتگی و ضعیف بودن بازارهای سرمایه در این مناطق است.

## ۲-۳-۴- داشتن یک چارچوب نظارتی و قانونی مناسب

در صورت وجود ضعف در هر یک از سه رکن دیگر توسعه بازار سرمایه، مقررات کارایی خود را از دست می‌دهد. به عنوان مثال، مقررات نمی‌تواند انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاران ایجاد کند تا وجوه خود را در بازارهای سرمایه محلی در چارچوب یک اقتصاد بسیار بی‌ثبات سرمایه‌گذاری کنند. همچنین در صورتی که مؤسسات فعال در بازار سرمایه دارای قدرت اجرایی ضعیف باشند، مقررات نمی‌تواند برای سرمایه‌گذاران متقاعدکننده باشد. از طرفی، قانون بازار سرمایه نمی‌تواند در دسترس بودن نقدینگی ارائه شده توسط بانک‌های سالم را تضمین کند.

اجماع قابل توجهی در تعدادی از زمینه‌ها وجود دارد که مشخص می‌کند مقررات مناسب برای بازارهای سرمایه‌ی کارا و سالم از چه مؤلفه‌هایی تشکیل می‌شوند. اولین زمینه اجماع این است که مقررات بازار سرمایه باید ریسک‌های سیستمی را به حداقل برساند؛ رقابت و کارایی بازارها را تضمین کند؛ انضباط بازار را تقویت کند؛ و از سرمایه‌گذاران حمایت و محافظت کند. ایجاد انگیزه‌های مناسب میان فعالان بازار برای دستیابی به این اهداف، از چالش‌های چارچوب قانونی است. اینها دقیقاً از اهداف اصلی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو)<sup>۲</sup> نیز هستند. برخی از اصول کلیدی آیسکو مستلزم موارد زیر هستند:

- قدرت اجرایی جامع و استقلال قانون‌گذاران و ناظران بازار از فشارهای سیاسی؛
- اجرای سازوکار تسهیم اطلاعات که به قانون‌گذاران اجازه می‌دهد تا اطلاعات مربوطه را با هم‌تایان داخلی و خارجی خود به‌موقع به اشتراک بگذارند؛
- الزام به شفافیت اطلاعات توسط ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران نهادی؛
- عدم وجود تبعیض بین طبقات مختلف سرمایه‌گذاران، از جمله سهامداران اقلیت و سرمایه‌گذاران خارجی؛
- ایجاد الزامات حداقل سرمایه و سایر مقررات احتیاطی برای واسطه‌های مالی مطابق با درجه ریسک‌پذیری آنها؛
- نظارت کافی بر صندوق‌های پوشش ریسک و مدیران آنها.

1 . Doing Business report

2 . International Organization of Securities Commissions (IOSCO)



اجماع دیگر این است که توسعه و تقویت حاکمیت شرکتی مناسب، پایه و اساس یک چارچوب قانونی مؤثر است. اگرچه اقتصادهای پیشرفته به هیچ وجه عاری از کمبودهای حاکمیت شرکتی نیستند (همانطور که رویدادهای بحران مالی جهانی نشان داد)، اما این مشکل در میان اقتصادهای بازار نوظهور گسترده است و مشکلات در سطح شرکت به سرعت به یک مشکل سیستمی تبدیل می‌شوند. به طور کلی، ارائه و شفافیت اطلاعات، هسته اصلی برای یک حاکمیت شرکتی مناسب است، به ویژه در هنگام رسیدگی به مسئولیت‌های اعضای هیئت مدیره. به همین دلیل است که سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD)<sup>۱</sup> پیشنهاد می‌کند که برای بهبود حاکمیت شرکتی باید اطلاعات کلیدی شرکت همچون صورت‌های مالی و ساختار حاکمیتی آن منتشر شوند. شفاف کردن مسئولیت‌های اعضای هیئت‌مدیره نیز بخشی از این پیشنهادها است.

سومین زمینه اجماع، اجرای پیشنهادهای هیأت ثبات مالی<sup>۲</sup> برای بهبود ایمنی و شفافیت بازارهای مشتقه خارج از بورس، از طریق ارتقای استانداردسازی قراردادهای مشتقه خارج از بورس، تسویه و پایاپای مرکزی ابزارهای مشتقه استاندارد شده، و افزایش معاملات ابزارهای مشتقه در بورس‌ها یا پلت‌فرم‌های الکترونیکی است. تجربه بحران‌های مالی جهانی نیز اجرای پیشنهادهای ارائه شده توسط هیأت ثبات مالی را تأیید می‌کند. به عنوان مثال می‌توان به بحران ارزی برزیل و مکزیک اشاره کرد. طی دوره پیش از بحران و با توجه به انتظار فعالان بازار از تقویت پول محلی این دو کشور در برابر دلار، برخی از شرکت‌ها در این کشورها از طریق انعقاد قراردادهای مشتقه با بانک‌های بین‌المللی (فروش قراردادهای اختیار معامله مبتنی بر دلار در بازارهای خارج از بورس)، میزان قرار گرفتن در معرض ریسک ارز را گسترش دادند. اما افزایش شدید ارزش دلار بعد از فروپاشی شرکت لمان برادرز<sup>۳</sup> و کاهش ارزش پول محلی کشورهای برزیل و مکزیک در برابر دلار، منجر به زیان هنگفت در بازار مشتقات برزیل و مکزیک شد (حدود ۴ میلیارد دلار در مکزیک و بیش از ۲۰ میلیارد دلار در برزیل). این تحولات تا حد زیادی باعث شد تا مقامات مسئول اقدامات نظارتی خود را تقویت کنند. از دیدگاه مرکز توسعه جهانی، وجود ظرفیت قوی برای مدیریت ریسک قراردادهای مشتقه و داشتن ظرفیت فنی کافی برای نظارت بر سازوکارهای انتقال ریسک در بخش‌های بازار، از پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه بازار مشتقات هستند که حصول این امر مستلزم وجود سیستم‌های نظارتی کافی و داشتن تخصص فنی لازم برای درک و نظارت بر انتقال ریسک‌ها در بخش‌های بازار است.

---

1 . Organization for Economic Cooperation and Development

2 . Financial Stability Board (FSB):

هیأت ثبات مالی یک نهاد بین‌المللی است که پس از اجلاس سران G20 در لندن در آوریل ۲۰۰۹ میلادی تأسیس شد. این هیأت که مقر آن در بازل سوئیس است با نظارت بر سیستم مالی جهانی و ارائه پیشنهادها، به دنبال تقویت سیستم‌های مالی و ارتقای ثبات بازارهای مالی جهانی است. از جمله اعضای هیأت ثبات مالی، اعضای گروه G20 و نهادهای بین‌المللی معتبر همچون بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول، بانک تسویه جهانی، بانک مرکزی اروپا، کمیسیون اروپا، سازمان بین‌المللی کمیسیون اوراق بهادار (آیسکو) و غیره هستند.

3 . Lehman Brothers



## ۲-۴- ارتقای ثبات مالی با تقویت بازارهای سرمایه از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول

ثبات مالی یک مفهوم گسترده است که بخش‌های مختلف سیستم مالی شامل واسطه‌های مالی، بازارهای مالی و زیرساخت‌های مالی را در بر می‌گیرد. از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول، ثبات مالی را می‌توان توانایی سیستم مالی در نظر گرفتن به طوری که:

- تخصیص کارآمد منابع اقتصادی و اثربخشی سایر فرآیندهای اقتصادی همچون انباشت ثروت، رشد اقتصادی و در نهایت رفاه اجتماعی را تسهیل می‌کند؛
- قادر به ارزیابی، قیمت‌گذاری، تخصیص و مدیریت ریسک‌های مالی است؛ و
- قادر به حفظ توانایی خود برای انجام این وظایف کلیدی عمدتاً از طریق سازوکارهای خوداصلاحی است (حتی زمانی که تحت تأثیر شوک‌های خارجی یا ایجاد عدم تعادل باشد).

ثبات مالی مستلزم عدم وجود بحران‌های مالی و توانایی سیستم مالی برای محدود کردن و مقابله با ایجاد عدم توازن مالی است قبل از اینکه عدم توازن منجر به ایجاد تهدید برای ثبات مالی شوند. در یک سیستم مالی با عملکرد خوب و باثبات، این امر تا حدی از طریق سازوکارهای خوداصلاحی و منضبط کردن بازار اتفاق می‌افتد که منجر به ایجاد انعطاف‌پذیری در بازار شده و به طور درون‌زا از تبدیل مشکلات به خطرات سیستمی جلوگیری می‌کند.

از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول، بازارهای سرمایه نقش مهمی در حمایت از فعالیت‌های اقتصادی داشته و انعطاف‌پذیری آنها برای ثبات مالی حیاتی است. همچنین بازارهای سرمایه به طور فزاینده‌ای، نقش محوری در تأمین مالی اقتصاد جهانی و پوشش ریسک در اقتصاد ایفا می‌کنند، به‌ویژه با رشد چشمگیر و سریع واسطه‌های مالی غیربانکی در دو دهه اخیر. از این رو، هرگونه اختلال در این بازارها می‌تواند خطرات با اهمیتی برای ثبات مالی ایجاد کند. بعد از بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ میلادی، پیشرفت‌های قابل توجهی در استانداردهای نظارتی بین‌المللی برای بازارهای سرمایه حاصل شد. از جمله اهداف اجرای این استانداردها می‌توان به حصول اطمینان از تحت نظارت قرار گرفتن تمام شرکت‌هایی که نکول آنها می‌تواند ثبات مالی را با ریسک مواجه کند؛ پایاپای مرکزی قراردادهای مشتقه خارج از بورس از طریق واسطه‌های مرکزی (CCPs)؛ و وجود ابزارهای پیشرفته برای حل و فصل<sup>۱</sup> مؤسسات مالی مهم اشاره کرد.

از زمان بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ میلادی، نهادهای معتبر بین‌المللی همچون سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو)<sup>۲</sup> و هیأت ثبات مالی بر این باور هستند که خطرات برای ثبات مالی می‌تواند از طریق مؤسسات مالی غیربانکی و بازارهای سرمایه ایجاد شود یا از طریق آنها منتقل شود.

صندوق بین‌المللی پول در ژوئن ۲۰۲۲ میلادی، طی گزارشی به بررسی راهکارهای تقویت بازار سرمایه و ارتقای ثبات مالی در این بازارها پرداخته است که تمرکز اصلی آن بر روی بهبود قوانین و مقررات در بازارهای سرمایه است که در ادامه به تشریح آن می‌پردازیم.

1 . Resolution

2 . International Organization of Securities Commissions (IOSCO)



## ۲-۴-۱- داشتن یک چارچوب نهادی مناسب

چارچوب نهادی یکی از حوزه‌های اصلی مورد توجه است که مراجع نظارتی بر روی آن تمرکز می‌کنند. صندوق بین‌المللی پول، ارزیابی‌هایی در رابطه با چارچوب نهادی به عنوان زیربنایی برای مقررات و مسائل نظارتی انجام داده است. از دیدگاه صندوق بین‌المللی پول، بدون پشتوانه‌های نهادی مناسب، مراجع نظارتی توانایی لازم برای شناسایی و مدیریت ریسک‌ها را نخواهند داشت. بنابراین، براساس استانداردهای بین‌المللی و به منظور نظارت بر خدمات مالی و قانونمند کردن آن، الزامات و معیارهایی برای ترتیبات نهادی در خصوص مقررات و مسائل نظارتی تعیین شده است که این الزامات شامل استقلال مراجع نظارتی و کفایت منابع در دسترس این مراجع می‌باشد.

یکی از الزامات اساسی برای نظارت مؤثر، استقلال مراجع نظارتی است که ضعف یا عدم وجود آن می‌تواند ثبات بازارهای مالی را بر هم بزند. از جمله مواردی که می‌تواند استقلال مراجع نظارتی را زیر سوال ببرد می‌توان به روش انتصاب کارکنان ارشد یا دخالت‌های مستقیم سیاسی اشاره کرد. همچنین در برخی از کشورها، وزیر اقتصاد و دارایی در هیأت مدیره مراجع نظارتی دارای نمایندگی یا نمایندگانی است که قدرت تجدیدنظر در تصمیمات اتخاذ شده توسط این مراجع را دارند، یا در رابطه با اعطا یا لغو مجوزها، به جای تفویض چنین تصمیماتی به مراجع نظارتی، خودشان تصمیم‌گیرنده نهایی هستند. از دیگر الزامات مهم برای نظارت مؤثر و ایجاد ثبات در بازارهای سرمایه، کفایت منابع در دسترس مراجع نظارتی همچون منابع فنی و انسانی، از جمله در حوزه‌های قضایی با بزرگترین و پیچیده‌ترین بازارهای اوراق بهادار و مشتقات جهان است، چراکه کمبود این منابع می‌تواند بازارهای سرمایه را با مشکل مواجه کرده و ثبات این بازارها را به خطر بیندازد. لازم به ذکر است که در بازارهای سرمایه کنونی و با توجه به افزایش شرکت‌ها و نهادهای تحت نظارت، نظارت مؤثر به طور فزاینده‌ای به امکانات فنی و نیروی انسانی متخصص وابسته است.

## ۲-۴-۲- بهبود مقررات و نظارت در رابطه با مدیریت دارایی

از جمله چالش‌های موجود در بخش مدیریت دارایی، حتی در کشورهایی با چارچوب‌های قانونی مناسب، می‌توان به عدم اتخاذ اقدامات کافی برای جلوگیری و مدیریت ریسک نقدینگی اشاره کرد چراکه در بسیاری از کشورها، طیف بسیار محدودی از ابزارهای مدیریت نقدینگی ارائه می‌شود. از طرفی، با تشدید نظام احتیاطی و وضع قوانین سخت‌گیرانه‌تر برای بانک‌ها پس از بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ میلادی و محدود کردن بانک‌ها در اعطای تسهیلات، تأثیر بالقوه شوک‌های نقدینگی در بخش مدیریت دارایی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری افزایش یافت و آنها را با چالش جدی مواجه کرد. این امر باعث افزایش فشار و استرس بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله صندوق‌های اوراق قرضه شرکتی و صندوق‌های بازارهای نوظهور شد که حل این مشکل مستلزم وجود ابزارهای مالی مناسب برای مدیریت نقدینگی و کاهش ریسک‌های ثبات مالی بود.



از دیگر چالش‌های موجود در بخش مدیریت دارایی، وجود الزامات متفاوت برای انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. به عنوان مثال، وجود الزامات گزارش‌دهی متفاوت برای انواع صندوق‌ها می‌تواند باعث سردرگمی مراجع نظارتی شده و آنها را در شناسایی ریسک‌های مربوطه با مشکل مواجه کند.

#### ۲-۴-۳- بهبود مقررات و نظارت در رابطه با واسطه‌های بازار

اجتناب از تهدیدات ثبات مالی ناشی از نکول یک واسطه مهم یا تخلفات در مقیاسی که بر اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد، هدف اصلی مراجع نظارتی است. نکول یک واسطه مهم، به‌ویژه واسطه‌ای که دارای اثر ریسک بر بازار است، می‌تواند برای طرف‌های معاملاتی و به طور بالقوه برای مشتریان، خطر ایجاد کند، اگر طرح‌های حمایتی کافی برای سرمایه‌گذاران وجود نداشته باشند. همچنین وجود تخلفات در بازار، به تنهایی می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد حتی اگر هیچ کدام از واسطه‌های بازار نکول نکرده باشند.

با وجود بهبود فرآیند نظارت بر واسطه‌های بازار و عملکرد طرح‌های حمایتی در صورت نکول واسطه‌ها، اما همچنان اقدامات بیشتری باید اتخاذ شود تا در صورت نکول واسطه‌های مهم از جمله واسطه‌های متعلق به گروه بانکی، بتوان واکنش مناسبی نشان داد و از تحمیل ریسک‌ها بر ثبات بازار جلوگیری کرد. از جمله اقدامات انجام شده توسط برخی از حوزه‌های قضایی، در نظر گرفتن اقدامات هشدار اولیه در مورد افزایش ریسک نکول واسطه‌ها و افزایش الزامات سرمایه‌ای برای کارگزار - معامله‌گران است.

#### ۲-۴-۴- بهبود زیرساخت‌های بازار مالی

یکی از مسائل مهمی که مقام‌های ناظر بازار به آن توجه دارند، اهمیت انعطاف‌پذیری عملیاتی زیرساخت‌های بازار<sup>۱</sup> است. زیرساخت‌های بازار مالی برای انجام معاملات، تسویه و پایاپای باید به اندازه کافی در برابر چالش‌های عملیاتی و شرایط وخیم بازار، انعطاف‌پذیر و قوی باشند که به عنوان مثال می‌توان به انعطاف و استحکام زیرساخت‌های در اختیار واسطه‌های مرکزی در برابر نکول فعالان اصلی بازار اشاره کرد.

از جمله زیرساخت‌های لازم برای بازارهای مالی، داشتن چارچوب‌های مدیریت ریسک مناسب توسط واسطه‌های مرکزی است. به‌ویژه اینکه مدل‌های وجه‌تضمین باید به‌طور کافی و جامع مورد استفاده قرار گیرند تا از تشدید فشار مالی بر اعضای پایاپای و مشتریان‌شان در زمان‌های پرفشار بازار جلوگیری شود. تحلیل حساسیت مدل‌ها باید به طور منظم انجام شده و مقام‌های ناظر باید ارزیابی‌های اعتبارسنجی را انجام دهند تا مطمئن شوند که مدل‌های وجه‌تضمین به اندازه کافی قوی و مناسب هستند. فراتر از این، در چارچوب‌های مدیریت ریسک باید طیف وسیعی از ریسک‌ها همچون ریسک‌های اعتباری، نقدینگی، ریسک شهرت و غیره در نظر گرفته شود.

#### 1. Infrastructure's Operational Resilience:

منظور از انعطاف‌پذیری عملیاتی زیرساخت‌های بازار این است که زیرساخت‌های بازار، توانایی شناسایی، مقاومت، پاسخگویی و بازیابی از هرگونه رویدادهای مخرب را دارند.



از طرفی، اتکا و اعتماد به فناوری و زیرساخت‌های بازار مالی، آگاهی موردنیاز برای مدیریت اثر رویدادهای نامطلوب و اطمینان از بازیابی و پوشش منظم این حوادث را افزایش می‌دهد.

#### ۲-۴-۵- استفاده از ابزارها و تکنولوژی‌های نوظهور در بازارهای سرمایه

استفاده از ابزارها و تکنولوژی‌های نوظهور همچون تکنولوژی مالی (فین‌تک)<sup>۱</sup> در بازارهای سرمایه می‌تواند منجر به تقویت این بازارها شود. به همین دلیل، مقام‌های ناظر بازار سرمایه از کاربرد فین‌تک در بازارهای اوراق بهادار بهره می‌برند که از جمله می‌توان به راه‌اندازی پلت‌فرم‌های جایگزین<sup>۲</sup> برای افزایش سرمایه شرکت‌های نوپیان و همچنین پلت‌فرم‌های تأمین مالی جمعی به منظور فعالیت‌های واسطه‌گری در رابطه با عرضه اوراق بهادار اشاره کرد.

از دیگر حوزه‌های مورد توجه مقام‌های ناظر بازار سرمایه، علاوه بر توجه مداوم به انعطاف‌پذیری عملیاتی گسترده زیرساخت‌های بازار مالی، انعطاف‌پذیری امنیت سایبری<sup>۳</sup> است. مقام‌های ناظر بازار سرمایه در حوزه‌های قضایی با بزرگترین و توسعه‌یافته‌ترین بازارها، عموماً از نیاز به برنامه انعطاف‌پذیری امنیت سایبری آگاه بوده و در موضوعات نظارتی خود به صراحت به این مسئله پرداخته‌اند و از انعطاف‌پذیری امنیت سایبری در برنامه‌های نظارتی اصلی خود استفاده می‌کنند.

- 1 . Fintech
- 2 . Alternative Platforms
- 3 . Cyber-resilience:

انعطاف‌پذیری امنیت سایبری به توانایی یک سازمان برای شناسایی، پاسخگویی و بازیابی سریع و به‌موقع از بروز یک مشکل امنیتی در زمینه فناوری اطلاعات یا حملات سایبری اشاره دارد. چنانچه یک سازمان از انعطاف‌پذیری امنیت سایبری برخوردار باشد، از افراد داخل سازمان در برابر تهدیدات داخلی محافظت کرده و از وقوع حوادثی مثل حملات باج‌افزاری و نشت اطلاعات در مقابل تهدیدات بیرونی جلوگیری می‌کند. از جمله ویژگی‌های انعطاف‌پذیری امنیت سایبری می‌توان به بالا بردن امنیت شبکه، سخت‌افزار و داده‌های سازمان؛ شناسایی ریسک‌های تأثیرگذار بر سیستم فناوری اطلاعات سازمان (ریسک‌هایی مانند خطای انسانی، خرابی سخت‌افزار و بلایای طبیعی)؛ و حفاظت و مدیریت زیرساخت‌های حیاتی سازمان اشاره کرد.



## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

بروز بحران‌های مالی پس از اجرای سیاست آزادسازی مالی (اواخر دهه ۱۹۸۰ میلادی) به ویژه در کشورهای در حال توسعه و هزینه‌های هنگفت ناشی از این بحران‌ها، عملکرد مثبت آزادسازی مالی و نقش آن در توسعه مالی و رشد اقتصادی را به چالش کشید و لزوم توجه مسئولان ذی‌صلاح مالی و اقتصادی را به فراهم کردن شرایط لازم برای عملکرد مناسب آزادسازی مالی از جمله وجود ثبات مالی در سیستم‌های مالی اثبات نمود. در این راستا بسیاری از نهادهای بین‌المللی معتبر همچون بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول و همچنین قانون‌گذاران و مقام‌های ناظر بازارهای سرمایه همچون کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا برای جلوگیری از وقوع بحران‌های مالی یا کاهش اثرات آن بر اقتصاد، پیگیری ثبات مالی را به عنوان یکی از مهمترین اهداف مقررات مالی معرفی کردند.

دستیابی به ثبات مالی نیازمند بهره‌مندی از واسطه‌های مالی پیشرفته، بازارهای مالی کارآمد و زیرساخت‌های مالی توسعه‌یافته است. در شرایط وجود ثبات مالی، سیستم مالی از طریق سازوکارهای خود اصلاحی، شوک‌های اقتصادی را جذب کرده و از ایجاد اثرات مخرب بر اقتصاد جلوگیری می‌کند. برای ارزیابی ثبات مالی در بازارهای مالی می‌توان از معیارهایی همچون نوسان بازار، چولگی بازده سهام، آسیب‌پذیری بازار در برابر دستکاری سود، اختلاف بین بازده اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه دولتی با سررسید یکسان و همچنین نقدشوندگی بازار استفاده کرد.

ارتقای ثبات مالی یک پیش‌شرط مهم برای افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی است، چراکه ثبات مالی، اختلالات در فرآیند واسطه‌گری مالی را کاهش داده و از اثرگذاری منفی آن بر فعالیت‌های واقعی اقتصادی جلوگیری می‌کند. براساس مطالعات انجام شده توسط نهادهای بین‌المللی معتبر همچون گروه بورس دویچه آلمان، صندوق بین‌المللی پول و مرکز توسعه جهانی و برخی از منابع آکادمیک، راهکارهای مختلفی برای ارتقای ثبات مالی در بازارهای سرمایه وجود دارند که می‌توان آنها را به دو دسته تقسیم‌بندی کرد:

### ۱- راهکارهای ارتقای ثبات مالی در سطح کلان

از جمله راهکارهای ارتقای ثبات مالی در سطح کلان می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- **وجود ثبات در محیط اقتصاد کلان:** عدم ثبات در محیط اقتصاد کلان موجب نااطمینانی فعالان اقتصادی نسبت به تحولات آینده خواهد شد و در نتیجه فعالان اقتصادی نمی‌توانند چشم‌انداز روشن و شفاف از آینده داشته باشند. این امر به‌ویژه بر سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر منفی خواهد گذاشت. فقدان ثبات اقتصاد کلان با ایجاد فضایی از نااطمینانی و مخدوش نمودن اطلاعات صحیح از قیمت‌های نسبی، محاسبه بازدهی واقعی سرمایه‌گذاری را برای عوامل اقتصادی دشوار ساخته و منجر به تخصیص ناکارآمد منابع می‌شود. این عدم اطمینان منجر به کاهش انگیزه فعالان بازار برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه می‌شود، زیرا بر سودآوری مورد انتظار پروژه‌های بلندمدت تأثیر منفی می‌گذارد. علاوه بر این، بی‌ثباتی قابل توجه در اقتصاد کلان باعث ایجاد نوسانات بیش از حد در قیمت دارایی‌ها شده و انگیزه فعالان بازار را برای استفاده از ابزارهای مشتقه برای اهداف سفته‌بازی (و نه



پوشش ریسک) افزایش می‌دهد. از این رو، ثبات اقتصاد کلان از طریق کاهش قابل توجه نااطمینانی و پیشبرد برنامه‌ریزی بلندمدت کمک بسیاری به رشد واقعی اقتصاد می‌نماید و از ارکان مهم توسعه بازارهای سرمایه به شمار می‌روند به طوری که بازارهای سرمایه نمی‌توانند در اقتصادهای ناپایدار توسعه یابند.

- **داشتن سیستم بانکی سالم و مناسب:** یک سیستم بانکی سالم و باثبات، بهتر می‌تواند در مقابل شوک‌ها مقاومت کرده و در پایداری و ثبات سیستم مالی نقش پررنگ‌تری ایفا کند. سیستم‌های بانکی سالم و بازارهای سرمایه عمیق مکمل هم بوده و همان‌گونه که تجربه بحران‌های مالی نشان می‌دهد هرگونه ضعف و شکنندگی در سیستم بانکی می‌تواند اثرات منفی و مخربی بر بازارهای سرمایه داشته و منجر به سقوط این بازارها شود.

- **داشتن چارچوب نهادی قوی و مناسب:** سیستم‌های مالی کشورهایی که از محیط و شرایط نهادی قوی (حاکمیت قانون و نظم عمومی، کنترل فساد، قراردادهای با قابلیت اجرای خوب، وجود واسطه‌ها و مؤسسات مالی سالم و قوی) برخوردار هستند، ثبات مالی بیشتری دارند. بنابراین می‌توان گفت از جمله الزامات لازم برای داشتن یک چارچوب نهادی قوی، داشتن یک سیستم قضایی توانا و مستقل و عاری از فشارهای سیاسی، داشتن فرآیندهای قانونی مناسب برای حمایت از اجرای سریع مقررات، شفافیت در سیاست‌های دولت و داشتن قانون ورشکستگی مناسب است.

- **قدرت اجرایی جامع و استقلال مراجع نظارتی از فشارهای سیاسی:** ضعف یا عدم وجود استقلال مراجع نظارتی می‌تواند ثبات بازارهای مالی را برهم بزند. در برخی از کشورها، وزیر اقتصاد و دارایی در هیأت مدیره مراجع نظارتی دارای نمایندگی یا نمایندگانی است که قدرت تجدیدنظر در تصمیمات اتخاذ شده توسط این مراجع را دارند، یا در رابطه با اعطا یا لغو مجوزها، به جای تفویض چنین تصمیماتی به مراجع نظارتی، خودشان تصمیم‌گیرنده نهایی هستند. این امر باعث می‌شود تا مراجع نظارتی قدرت تصمیم‌گیری مستقل و صحیحی نداشته باشند و تحت فشارهای سیاسی مجبور به اتخاذ اقداماتی شوند که ثبات بازارهای مالی را با ریسک مواجه می‌کند.

## ۲- راهکارهای ارتقای ثبات مالی در بازار سرمایه

از جمله راهکارهای ارتقای ثبات مالی در سطح بازار سرمایه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- **استفاده از ابزارهای مداخله‌جویانه قوی در بازار توسط مقام‌های ناظر:** مقام‌های ناظر بازار سرمایه در راستای مدیریت کردن هیجانات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار باید از ابزارهای مداخله‌جویانه قوی و مناسبی همچون متوقف‌کننده‌های خودکار در سطح بازار، توقف معاملات، حدهای قیمتی و غیره استفاده کنند تا بتوانند از وقوع نوسانات و اختلالات شدید در بازار جلوگیری کرده و همچنین این فرصت را در اختیار فعالان بازار قرار دهند تا طی افت شدید بازار، ارزیابی دقیقی از شرایط بازار داشته باشند.



- **بهبود فرآیند مدیریت ریسک در بازارهای مشتقه:** راه‌اندازی ابزارهای مشتقه مختلف و توسعه این بازار به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار این امکان را می‌دهد تا بتوانند با استفاده از این ابزارها خود را در برابر تغییرات نامطلوب قیمت دارایی پایه پوشش داده یا اقدام به سفته‌بازی در این بازارها کنند. اما تجربه بحران‌های مالی نشان می‌دهد که توسعه بازارهای مشتقه بدون در نظر گرفتن پیش‌شرط‌های لازم می‌تواند مخرب بوده و منجر به ضرر و زیان‌های هنگفت شود. از جمله پیش‌شرط‌های لازم برای توسعه بازار مشتقات، وجود ظرفیت قوی برای مدیریت ریسک قراردادهای مشتقه و داشتن ظرفیت فنی کافی برای نظارت بر سازوکارهای انتقال ریسک در بخش‌های مختلف بازار است که حصول این امر مستلزم وجود سیستم‌های نظارتی کافی و داشتن تخصص فنی لازم برای درک و نظارت بر انتقال ریسک‌ها در بخش‌های مختلف بازار است.
- **وجود سازوکارهای نظارتی قوی و مناسب:** مقام‌های ناظر بازارهای سرمایه همچون نهادهای ناظر و بورس‌های اوراق بهادار باید دارای سازوکارهای نظارتی قوی همچون سیستم‌های نظارتی توسعه‌یافته باشند تا بتوانند به طور لحظه‌ای تخلفات بازار را شناسایی کرده و از حقوق سرمایه‌گذاران در برابر هرگونه دستکاری بازار حمایت کنند.
- **وجود زیرساخت‌های فنی مناسب:** زیرساخت‌های بازارهای سرمایه برای انجام معاملات، تسویه و پایاپای باید به اندازه کافی در برابر چالش‌های عملیاتی و شرایط وخیم بازار انعطاف‌پذیر و قوی باشند که از جمله زیرساخت‌های لازم برای بازارهای سرمایه می‌توان به داشتن سیستم‌های مدیریت ریسک مناسب توسط واسطه‌های مرکزی اشاره کرد.
- **افزایش شفافیت اطلاعات در بازار:** افزایش شفافیت اطلاعات در بازارهای سرمایه باعث بهبود کیفیت کشف قیمت شده و ریسک سرمایه‌گذاری در این بازارها را کاهش می‌دهد. تجربه نشان می‌دهد بازارهای سرمایه با شفافیت اطلاعاتی پایین، مستعد بحران‌های مالی و بی‌ثباتی هستند.
- **وجود مقررات مناسب برای بازارهای سرمایه:** مقررات بازار سرمایه باید به گونه‌ای وضع شوند که ریسک‌های سیستمی را به حداقل برساند؛ رقابت و کارایی بازارها را تضمین کند؛ انضباط بازار را تقویت کند و از سرمایه‌گذاران حمایت و محافظت کند.
- **وجود طرح‌های حمایتی در صورت ورشکستگی یا نکول نهادهای مالی:** از مهمترین دغدغه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، امنیت سرمایه‌گذاری در این بازارها است به طوری که سرمایه‌گذاران باید نسبت به امنیت سرمایه‌گذاری‌های خود در برابر هرگونه ورشکستگی یا نکول نهادهای مالی اطمینان خاطر داشته باشند. به همین منظور، وجود طرح‌های حمایتی می‌تواند در راستای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران و حصول اطمینان و اعتماد آنها به بازارهای سرمایه بسیار حیاتی باشد. در غیر این صورت، هرگونه ورشکستگی یا نکول نهادهای مالی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای سرمایه را از بین برده و منجر به خروج آنها از بازار و در نتیجه کاهش چشمگیر بازار سرمایه شود. لازم به ذکر است از جمله اقدامات مهم صورت گرفته توسط مقام‌های



ناظر بازارهای سرمایه و بورس‌های اوراق بهادار در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران، راه‌اندازی صندوق حمایت از سرمایه‌گذار<sup>۱</sup> یا صندوق جبران خسارت<sup>۲</sup> است. هدف این صندوق پرداخت غرامت به مشتریان یک شرکت کارگزاری در نتیجه ورشکستگی و نکول آن شرکت است به طوری که دارایی‌های شرکت کارگزاری برای پوشش ادعاهای مشتریان (اموال نگه‌داشته‌شده‌ی مشتری توسط کارگزار در زمان ورشکستگی شامل پول نقد و اوراق بهادار) کافی نباشد.

---

#### 1 . Investor Protection Fund:

برای بررسی جزئیات سازوکار این صندوق می‌توانید به گزارش تهیه شده در مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران تحت عنوان " نحوه حمایت از سرمایه‌گذاران و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی " مراجعه کنید. لینک دانلود گزارش:

<https://new.tse.ir/pages/Page96168.html?gid=2>

#### 2 . Compensation Fund



## منابع

- 1) "Towards strong and stable capital markets in emerging market economies", Center for Global Development, 2014.
- 2) "Principles for a European Capital Markets Union: Strengthening capital markets to foster growth", Deutsche Börse Group, 2015.
- 3) "Strengthening Capital Markets Regulation—National Progress and Gaps", International Monetary Fund, 2022.
- 4) "Defining Financial Stability", International Monetary Fund, 2004.
- 5) "Financial Stability and Development of Capital Markets", G.H. Ionescu and R.D Vilag, Romanian Economic Business Review, 2013.
- 6) "Measures of financial stability – a review", Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, 2009.
- 7) "Selected Indicators of Financial Stability", Division of Monetary Affairs: Federal Reserve Board, 2007.
- 8) "Understanding Financial Stability :Towards a Practical Framework", Garry J. Schinasi, 2007.
- 9) "Implications of Financial Market Development for Financial Stability in Emerging Market Economies", Bank for International Settlements, 2020.
- 10) <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-stability>
- 11) <https://www.finanssivalvonta.fi/en/financial-market-stability/>
- 12) <https://www.cfr.gov.au/financial-stability.html>
- 13) <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/html/index.en.html>
- 14) <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400037>
- 15) <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/defining-financial-stability>