

بررسی تأثیرات کارکرد دامنه نوسان در صنعت لیزینگ ایران

جواد عین آبادی^{۱*}

مهدی عامریون^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۱۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

در بازارهای مالی جهانی، ایجاد ساختاری شفاف و پویا همراه با حداقل قوانین و حداکثر کارایی، همواره از دغدغه‌های اصلی سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. یکی از ابزارهای رایج برای مدیریت نوسانات قیمتی و کنترل هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، «دامنه نوسان قیمت» و «متوقف‌کننده‌های خودکار» است. این ابزارها در بسیاری از بورس‌های دنیا برای مقابله با نوسانات غیرعادی و شوک‌های قیمتی ناگهانی مورد استفاده قرار می‌گیرند. در پژوهش حاضر، با تمرکز بر شرکت‌های لیزینگ پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران، به بررسی تجربی اثرات اعمال دامنه نوسان بر عملکرد بازار این شرکت‌ها پرداخته شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد هرچند دامنه نوسان می‌تواند به عنوان ابزاری کوتاه‌مدت برای مهار بحران مؤثر باشد، اما در بلندمدت، ممکن است با ایجاد اختلال در کشف قیمت و کاهش نقدشوندگی، موجب افزایش ریسک و کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران گردد. در نتیجه، تصمیم‌گیری در خصوص اعمال یا تغییر دامنه نوسان نیازمند دقت و تأمل بیشتری از سوی سیاست‌گذاران بازار سرمایه است.

واژگان کلیدی

دامنه نوسان، شرکت‌های لیزینگ، بازار سرمایه، متوقف‌کننده‌های خودکار، کارایی بازار

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشکده مالی و حسابداری، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران. javad.einabadi@iranian.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مهندسی مالی و مدیریت ریسک، دانشکده مالی و حسابداری، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران.
mehdi.ameriuon.1402@gmail.com

مقدمه

در سال‌های اخیر، بازارهای مالی در کشورهای مختلف با نوسانات قابل توجهی روبه‌رو بوده‌اند؛ نوساناتی که گاه به دلیل عوامل داخلی مانند سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و گاه به واسطه بحران‌های جهانی رخ داده‌اند. یکی از ابزارهای متداول برای مدیریت این نوسانات در بورس‌های جهانی، اعمال محدودیت‌هایی بر تغییرات قیمتی روزانه در قالب «دامنه نوسان» است. این ابزار با هدف کنترل هیجانات رفتاری در کوتاه‌مدت و جلوگیری از تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی سهام‌داران طراحی شده، اما در بلندمدت ممکن است با پیامدهایی مانند کاهش کارایی بازار و اختلال در کشف قیمت همراه باشد. در این میان، شرکت‌های لیزینگ به دلیل ماهیت تأمین مالی و وابستگی مستقیم به بازار سرمایه، از جمله بازیگران حساسی هستند که تغییرات سیاست‌گذاری بازار سرمایه، به‌ویژه در حوزه دامنه نوسان، می‌تواند به‌طور مستقیم بر عملکرد آن‌ها تأثیر بگذارد. این پژوهش درصدد است با تمرکز بر شرکت‌های لیزینگ پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران، اثرات اعمال یا تغییر دامنه نوسان را از منظر عملکرد مالی، نقدشوندگی و واکنش سرمایه‌گذاران بررسی کند.

پیشینه تحقیق

مطالعات متعددی در حوزه تأثیر دامنه نوسان بر عملکرد بازارهای مالی انجام شده است. برخی پژوهش‌ها مانند آکرت و همکاران (۲۰۰۱) نشان داده‌اند که محدودیت‌های قیمتی ممکن است باعث کاهش نقدشوندگی و افزایش ناکارایی بازار شوند. در مقابل، برخی دیگر مانند کیم و ری (۱۹۹۷) و کیم (۲۰۰۱) بر این باورند که این ابزار می‌تواند واکنش‌های هیجانی بازار را کنترل کرده و از ایجاد تلاطم شدید جلوگیری کند.

به‌طور خاص، ولد میرکولوا (۲۰۰۳) و ژانگ و همکاران (۲۰۲۲) تأکید کرده‌اند که محدودیت‌های قیمتی می‌تواند به جای مهار نوسانات، باعث انتقال آن‌ها به روزهای آینده شوند. این تفاوت دیدگاه‌ها نشان از نبود اجماع نظری و تجربی در خصوص اثربخشی دامنه نوسان دارد و ضرورت تحلیل‌های دقیق‌تر در بسترهای خاص هر کشور را برجسته می‌سازد.

اهمیت موضوع

با توجه به نبود توافق جهانی درباره میزان بهینه محدودیت‌های قیمتی، بسیاری از بورس‌های دنیا در سال‌های اخیر اقدام به اصلاح یا افزایش دامنه نوسان کرده‌اند. برای نمونه، بورس‌های کره جنوبی، تایوان، و چین در واکنش به شرایط خاص بازار، مرزهای قیمتی روزانه خود را افزایش داده‌اند.

در مقابل، بازار سرمایه ایران در واکنش به نوسانات، به‌ویژه در شرایط تنش‌های سیاسی و اقتصادی، معمولاً مسیر معکوسی را پیموده و دامنه نوسان را کاهش داده است. در سال ۱۴۰۳، دامنه نوسان در بورس ایران تا $\pm 1\%$ درصد نیز کاهش یافت. چنین تصمیماتی، بدون پشتوانه مطالعاتی کافی و در غیاب اجماع علمی، می‌تواند پیامدهای ناخواسته‌ای برای عملکرد بازار به‌دنبال داشته باشد؛ به‌ویژه در صنایعی مانند لیزینگ که به شدت متأثر از نوسانات بازار سرمایه هستند.

ضرورت انجام پژوهش

با وجود استفاده گسترده از دامنه نوسان به عنوان ابزار کنترل نوسانات، هم در ادبیات علمی و هم در میان متخصصان بازار سرمایه، اجماع مشخصی در خصوص اثرگذاری مثبت آن مشاهده نمی‌شود. بسیاری از مزایای عنوان شده، همچون جلوگیری از افت شاخص کل یا ایجاد فرصت تصمیم‌گیری، صرفاً اثرات کوتاه‌مدت و موقتی دارند. در مقابل، انتقادات

مطرح شده نشان می‌دهد که دامنه نوسان می‌تواند با ایجاد دیدگاه منفی در سرمایه‌گذاران و کاهش نقدشوندگی، به فرسایش اعتماد عمومی نسبت به بازار بینجامد.

از این رو، بررسی تجربی اثر دامنه نوسان بر شرکت‌های لیزینگ، به‌عنوان یکی از صنایع خاص و حساس به تغییرات سیاستی بازار سرمایه، می‌تواند کمک شایانی به تصمیم‌گیری منطقی‌تر سیاست‌گذاران و افزایش شفافیت در آثار بلندمدت این ابزار نماید.

هدف اصلی پژوهش

در دهه‌های اخیر، نوسانات شدید در بازارهای مالی جهانی موجب شده تا نهادهای نظارتی، سرمایه‌گذاران و پژوهشگران توجه بیشتری به ابزارهای کنترلی همچون دامنه نوسان نشان دهند. دامنه نوسان روزانه از یک سو با اعمال محدودیت‌های قیمتی، از سقوط آزاد قیمت‌ها جلوگیری می‌کند و از سوی دیگر، با فراهم کردن زمان ارزیابی مجدد برای سرمایه‌گذاران، رفتارهای هیجانی را کنترل می‌نماید.

در همین راستا، پژوهش حاضر با تمرکز بر بازار سرمایه ایران و به‌ویژه شرکت‌های فعال در صنعت لیزینگ، به دنبال پاسخ به این سؤال است که اعمال یا تغییر دامنه نوسان چه تأثیری بر شاخص‌های کلیدی عملکرد این شرکت‌ها از جمله نقدشوندگی، کشف قیمت و نوسانات بازار دارد؟ همچنین با بررسی تجربه سایر کشورها، تلاش شده دیدگاهی جامع برای سیاست‌گذاران بازار ارائه شود.

صنعت لیزینگ: معرفی، تاریخچه و چالش‌ها

معرفی و جایگاه جهانی

لیزینگ به عنوان یکی از روش‌های مؤثر تأمین مالی، امکان بهره‌مندی از دارایی‌های سرمایه‌ای بدون نیاز به خرید مستقیم را برای اشخاص حقیقی و حقوقی فراهم می‌کند. این صنعت در کشورهای توسعه‌یافته سهم قابل توجهی از بازار مالی را به خود اختصاص داده است. طبق گزارش‌ها، ارزش بازار جهانی لیزینگ در سال ۲۰۲۴ حدود ۱۸۹۵ میلیارد دلار برآورد شده و پیش‌بینی می‌شود تا سال ۲۰۲۵ از مرز ۲۰۸۴ میلیارد دلار عبور کند.

تاریخچه لیزینگ

سیر تاریخی لیزینگ از تمدن سومری و قرون وسطی آغاز شده و در قرن بیستم با تأسیس شرکت‌های تخصصی در اروپا و آمریکا رونق گرفت. در ایران نیز نخستین شرکت‌های لیزینگ در دهه ۱۳۵۰ تأسیس شدند و پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۲، فعالیت این صنعت در قالب عقد اجاره به شرط تملیک ادامه یافت.

وضعیت در ایران

در ایران، با وجود سابقه چند دهه‌ای صنعت لیزینگ، سهم این صنعت از بازار مالی همچنان ناچیز است. بخش عمده‌ای از فعالیت شرکت‌های لیزینگ در ایران به حوزه خودرو محدود شده و بخش‌هایی نظیر ماشین‌آلات صنعتی، تجهیزات پزشکی و لوازم خانگی سهم کمتری دارند. همچنین ساختار سهامداری این شرکت‌ها اغلب در اختیار بانک‌ها و خودروسازان بزرگ است.

مهمترین ریسک های شرکت های لیزینگ

* ریسک اعتباری: وقتی مشتریان ارزیابی اعتباری می شوند به دلیل اینکه اطلاعات کافی از مشتریان در دست نیست، نتیجه ارزیابی نیز الزاماً مطلوب و صحیح نخواهد بود. بنابر این در این صنعت با حجم بالایی از عدم ایفای تعهدات توسط مشتریان و مطالبات معوق روبه رو هستیم که وصول آنها با مشکل مواجه است.

*ریسک تأمین مالی: تأمین مالی که از بانک صورت می گیرد کوتاه مدت و حداکثر یک ساله است. این موضوع باعث می شود تمدید تسهیلاتی سنوات گذشته با ابهام مواجه شده و شرایط آن نیز با توجه به شرایط اقتصادی حاکم بر بانکها بطور مرتب تغییر کرده و بالطبع باعث افزایش هزینه مالی و افزایش ریسک قراردادهای عملیات لیزینگ می شود.

*ریسک محدودیت در انتشار اوراق:

استفاده محدود در انتشار اوراق و عدم امکان و یا ابهام انتشار اوراق مرابحه یا خرید دین از دیگر محدودیت ها و ریسک هاست. با توجه به اینکه شرکت های لیزینگ حجم بسیار بالایی از چک و اسناد دریافتی با مبالغ خرد نگهداری می کنند، امکان انتشار اوراق خرید دین در شرایط فعلی برای لیزینگ ها وجود ندارد. بنابراین پیشنهاد می شود فعالان و صنعت لیزینگ در کنار ارکان اجرایی و نظارتی بازار سرمایه و بازار پول، امکان انتشار این ابزارها را فراهم کنند.

* ریسک قانونی: تفسیرهای متفاوت بازرسان بانک مرکزی، مراجع و دادگاه ها، نیروی انتظامی، و سازمان ثبت اسناد و املاک از حوزه فعالیت شرکت های لیزینگ، محدودیت ها و ابهامات بسیاری را در زمان صدور مجوز فعالیت و صدور رأی برای تداوم فعالیت این شرکت ها مطرح می کند.

*ریسک نرخ سود بانکی و افزایش نرخ تورم: نرخ سود، ناشی از شرایط تورم است، هرچقدر سود بالا رود، در کسب و کار لیزینگ اثرگذار خواهد بود. نرخ سود دستوری نیز منطبق با اصول بنگاهداری نیست. البته موارد دیگری هم مطرح است که همگی در محدودیت های این صنعت تأثیرگذار هستند

تأثیر دامنه نوسان بر شرکت های لیزینگ بورسی در ایران

شرکت های لیزینگ، به عنوان یکی از بازیگران کوچک اما مهم بازار سرمایه، در برابر نوسانات قیمتی و محدودیت های معاملاتی بسیار آسیب پذیرند. دامنه نوسان به عنوان یک ابزار کنترلی، می تواند مزایا و معایبی را برای این شرکت ها به همراه داشته باشد.

تأثیر بر نقدشوندگی و کشف قیمت

در شرایطی که دامنه نوسان محدود است، کشف قیمت واقعی سهام ممکن است به تأخیر بیفتد. کاهش سرعت تعدیل قیمت ها با اطلاعات جدید، موجب سردرگمی سرمایه گذاران و کاهش انگیزه ورود به بازار می شود. به ویژه در شرکت های لیزینگ که حجم معاملات نسبتاً پایین تری دارند، این تأخیر می تواند چشمگیرتر باشد.

تجربه بازگشایی بدون دامنه

بازگشایی برخی نمادهای بورسی شرکت های لیزینگ بدون اعمال محدودیت دامنه نوسان، مانند «ولغدر»، نشان داده که در چنین شرایطی کشف قیمت به سرعت انجام شده، اما نوسانات شدیدتر و ریسک بیشتری نیز تجربه شده است.

تأثیر بر عملکرد مالی

بررسی ها نشان می دهد شرکت های لیزینگ طی یک سال گذشته، به طور متوسط رشد ۱۳۹ درصدی در درآمد عملیاتی داشته اند؛ در حالی که هزینه تأمین مالی آن ها نیز ۴۳ درصد افزایش یافته است. نمادهایی چون ولساپا، ولپارس و ولبهن

در این میان عملکرد بهتری داشته‌اند. با وجود این، محدودیت در دامنه نوسان می‌تواند مانعی برای رشد پایدار قیمت سهام این شرکت‌ها باشد.

۴. تحلیل عملکرد مالی و نسبت‌های کلیدی در صنعت لیزینگ

بررسی عملکرد شرکت‌های لیزینگ پذیرفته‌شده در بورس ایران، نشان‌دهنده تأثیر مستقیم نوسانات بازار و تغییرات دامنه نوسان بر شاخص‌های مالی این صنعت است. برخی از مهم‌ترین یافته‌های آماری و تحلیلی به شرح زیر هستند:

در جدول ذیل شرکت‌های لیزینگ فعال در بورس به همراه سهامداران عمده معرفی شده‌اند.

ترکیب سهامداران شرکت‌های لیزینگ

سهامداران	نماد	سهامداران	نماد
شرکت بهساز مشارکت‌های ملت	ولملت	سایپا	ولساپا
گروه سرمایه‌گذاری تدبیر	ولشرق	گروه بهمن	ولبهمن
بانک تجارت	ولیز	ایران خودرو	ولغدر
شرکت مهرطریق ایرانیان	وایران	گروه مالی پارسیان	ولپارس
شرکت سرمایه‌گذاری گروه مالی ایرانیان	ولانا	بانک صنعت و معدن	ولصنم
شرکت سرمایه‌گذاران فناوری تک وستا	ولراز	شرکت بازرگانی همقدمان	ولتجار
		بانک کارآفرین	ولکار

وضعیت بنیادی

وضعیت P/E صنعت

مقایسه P/E شرکت‌ها

مقایسه P/S شرکت‌ها

حاشیه سود خالص و حاشیه سود عملیاتی

رشد سود خالص و سود عملیاتی

وضعیت P/E صنعت

صنعت لیزینگ جزو صناعی است که معمولاً P/E بالاتری از کل بازار دارد به نحوی که در حال حاضر P/E این صنعت حوالی ۱۱ واحد است. قبل از رشد هفته‌های اخیر، P/E حوالی ۹٫۵ واحد بود که نسبت مناسبی محسوب می‌شود. لازم به ذکر است صنعت لیزینگ در مرداد ۱۳۹۹ نسبت P/E حدود ۳۵ واحدی را به ثبت رسانده بود.

نسبت P/E صنعت



مقایسه نسبت P/E شرکت ها: (نسبت قیمت به سود)

هما نظر که بیان شد، صنعت لیزینگ نسبت P/E بالاتری از میانگین بازار دارد؛ بنابراین بسیاری از نمادهای فعال در این صنعت از مقدار P/E ttm بسیار بالایی برخوردارند. ولهمن، ولیز، ولغدر و ولصنم نسبت به سایر همگروه های خود وضعیت بهتری دارند. ولانا، وایران و ولراز نیز با P/E حدود ۳۵ تا ۴۰ واحد، ضعیف ترین عملکرد را از این حیث دارند.

مقایسه میزان P/E

نماد	P/E-ttm	نماد	P/E-ttm
ولهمن	۵/۴	ولملت	۱۵/۴
ولیز	۵/۴	ولساپا	۱۶/۱
ولغدر	۸	ولشرق	۱۷
ولصنم	۸/۵	ولپارس	۱۷/۳
ولکار	۱۰/۱	ولانا	۳۵/۱
ولتجار	۱۰/۶	وایران	۴۲
		ولراز	۴۳/۹

مقایسه نسبت P/S شرکت ها

در حال یک میانگین P/S بازار (نسبت قیمت به فروش) حدود ۱/۵ واحد است، صنعت لیزینگ میانگین P/S ttm حدود ۲/۸ واحدی را به ثبت رسانده است. ولهمن و ولساپا به ترتیب با P/S حدود ۱ و ۱/۴ واحدی از این منظر بهترین نمادهای گروه هستند. معمولاً عدد مطلوب برای P/S بین ۱ تا ۳ واحد در نظر گرفته می شود. زیرا P/S بسیار کم نشان دهنده بدهی های بالا و بی ثباتی روند سودآوری است. همچنین در صورتیکه P/S بیش از حد بالا باشد، نشان از بالا بودن قیمت سهام یا پایین بودن مقدار فروش است.

مقایسه نسبت P/S شرکت ها

نماد	P/S	نماد	P/S
ولهمن	۱	ولشرق	۴/۱
ولساپا	۱/۴	ولتجار	۵/۳
ولیز	۳/۳	ولملت	۷/۷
ولغدر	۳/۷	وایران	۷/۸
ولکار	۳/۷	ولصنم	۸/۶
ولپارس	۴	ولانا	۹/۴
		ولراز	۲۲۷/۳

حاشیه سود خالص و سود عملیاتی

یکی از بهترین معیارها برای بررسی شرکت های برتر هر صنعت، بررسی حاشیه سود عملیاتی و خالص آنهاست. به طور کلی هرچه درصد حاشیه سود بالاتر باشد، نشان دهنده آن است که شرکت سود بیشتری از مقدار فروش خود کسب کرده است.

حاشیه سود خالص و عملیاتی میانگین گروه لیزینگ، حوالی ۲۵ درصد است. شاید بتوان گفت بهترین عملکرد را از لحاظ حاشیه سود خالص و عملیاتی نمادهای ولصنم، ولیز و ولملت داشته اند

حاشیه سود خالص و عملیاتی

نماد	حاشیه سود عملیاتی TTM	حاشیه سود خالص TTM
ولصنم	۵۴/۴٪	۱۰۱/۵٪
ولیز	۵۵/۹٪	۶۱/۴٪
ولملت	۴۸/۹٪	۵۰/۲٪
ولتجار	۴۴/۳٪	۴۹/۷٪
ولغدر	۶۷/۸٪	۴۶/۴٪
ولکار	۳۹/۳٪	۳۶/۹٪
ولانا	۲۰/۱٪	۲۶/۸٪
ولشرق	۲۸/۸٪	۲۳/۹٪
ولپارس	۲۲/۳٪	۲۳٪
وايران	۲۰/۹٪	۱۸/۶٪
ولبهمن	۱۹/۸٪	۱۸/۵٪
ولساپا	۸٪	۸/۸٪

نرخ رشد سود خالص و عملیاتی

ولپارس، ولکار، ولیز و ولبهمن بالاترین نرخ رشد سود خالص را نسبت به مدت مشابه سال گذشته داشته اند. از لحاظ نرخ رشد سود عملیاتی نیز نمادهای ولپارس، ولکار، ولبهمن و ولتجار بهترین عملکرد را نسبت به مدت مشابه سال گذشته ثبت کردند.

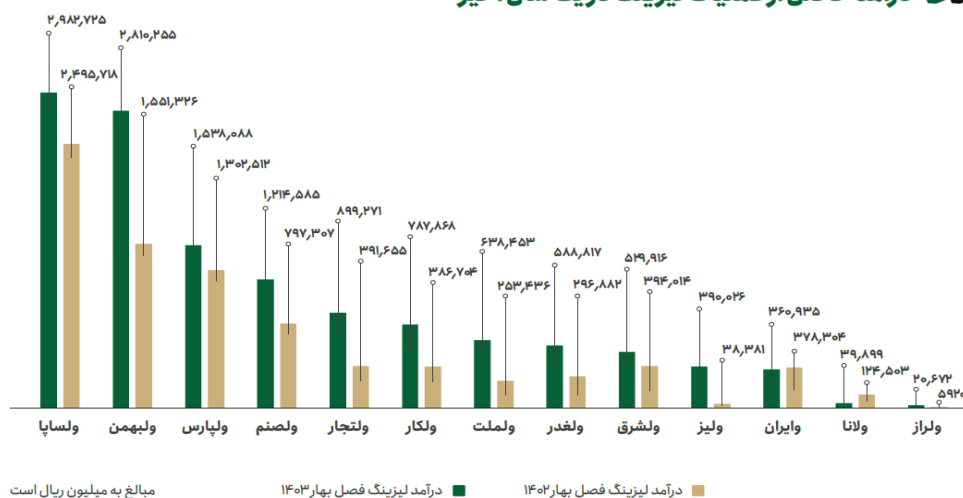
نرخ رشد سود خالص و عملیاتی

نماد	نرخ رشد سود عملیاتی TTM	نرخ رشد سود خالص TTM
ولپارس	۲۱۱/۷٪	۶۴۰/۸٪
ولکار	۱۴۶/۳٪	۱۳۹/۴٪
ولیز	-	۱۲۱/۷٪
ولبهمن	۹۸/۳٪	۹۱/۳٪
ولتجار	۶۸/۱٪	۷۳/۶٪
ولصنم	۳۷/۱٪	۲۱/۴٪
وايران	-۲۱/۵٪	-۴۱/۳٪
ولملت	۳۴/۲٪	-۴۲/۱٪
ولشرق	۷۳/۱٪	-۵۶/۶٪
ولساپا	-۹۱/۸٪	-۸۹/۹٪

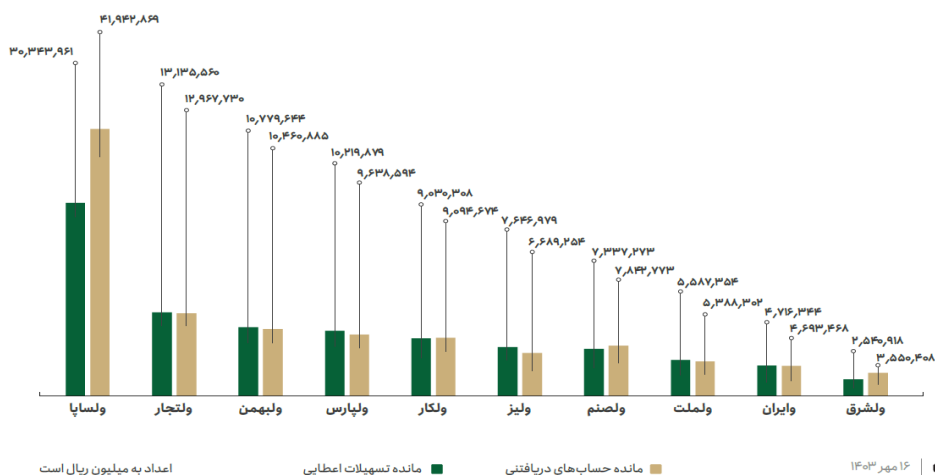
وضعیت درآمد حاصل از عملیات لیزینگ شرکت ها در ایران

شرکت های لیزینگ در یک سال گذشته به طور میانگین ۱۳۹ درصد رشد در درآمد حاصل از عملیات لیزینگ داشته اند و هزینه تامین مالی آنها (دریافت تسهیلات بانکی و...) نیز طی یک سال اخیر ۴۳ درصد رشد داشته است. نمادهای ولساپا، ولبهمن و ولپارس بالاترین میزان درآمد را در مقایسه با سایر نمادها ثبت کرده اند.

درآمد حاصل از عملیات لیزینگ در یک سال اخیر



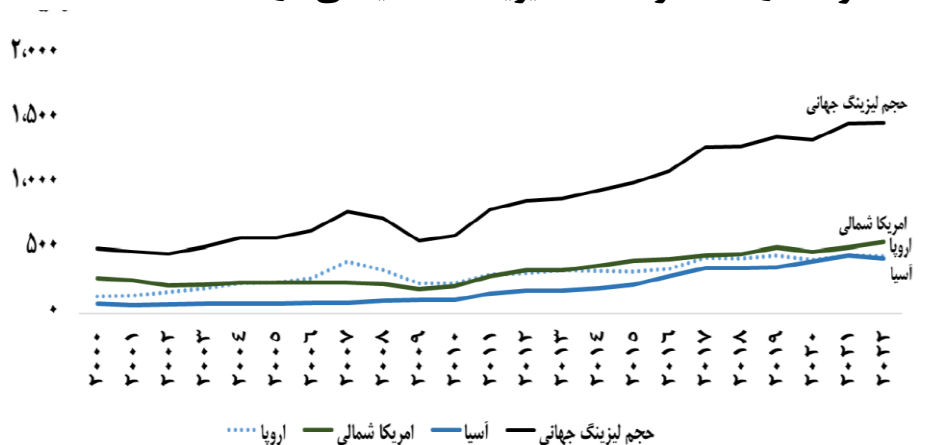
وضعیت مانده تسهیلات اعطایی و حساب‌های دریافتی در شرکت‌های لیزینگ



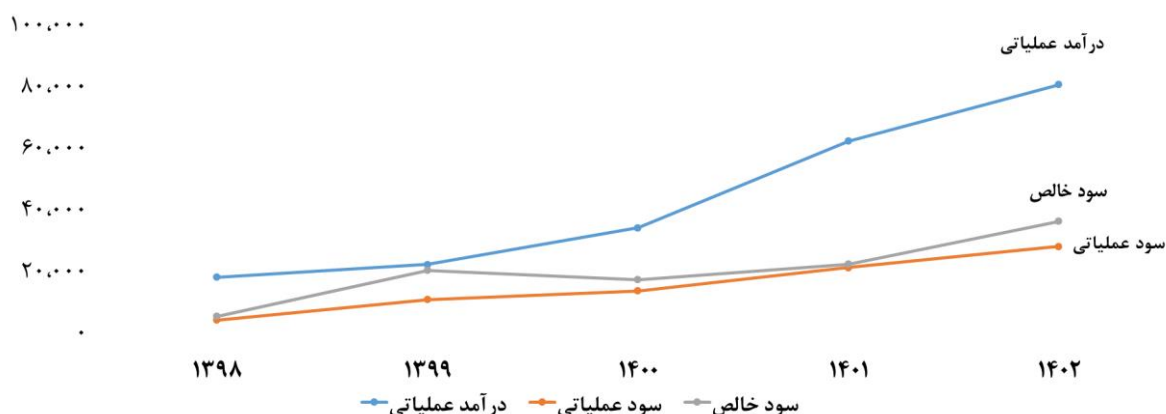
مقایسه بخش‌های مختلف لیزینگ ایران و جهان

- حجم بازار لیزینگ خودرو در جهان حدود ۵۰۰ میلیارد دلار و در ایران حدود ۲ میلیارد دلار است.
 - بازار لیزینگ خودروهای لوکس در جهان حدود ۱۰۰ میلیارد دلار و در ایران ۵۰۰ میلیون دلار برآورد می‌شود.
 - بازار لیزینگ ماشین‌آلات صنعتی در جهان بیش از ۳۰۰ میلیارد دلار و در ایران حدود ۵۰۰ میلیون دلار است.
- این ارقام نشان‌دهنده اختلاف بسیار زیاد در مقیاس و عمق بازار لیزینگ بین ایران و جهان است.

نمودار روند عملکرد صنعت لیزینگ در دنیا طی دوره ۲۰۰۰ - ۲۰۲۲



نمودار روند عملکرد صنعت لیزینگ در ایران طی دوره ۱۳۹۸ - ۱۴۰۲



چالش های صنعت لیزینگ در ایران

- * فراهم نبودن مقدمات و بستر بکارگیری لیزینگ عملیاتی
- * غیر شفاف و غیررقابتی بودن فضای کسب و کار و قابل پیش بینی نبودن روند متغیرهای کلان
- * تورم مستمر و بالا و منفی بودن نرخ بهره واقعی
- * عدم شفافیت و رقابتی بودن بازار های چهارگانه اقتصادی
- * دستورالعمل های سختگیرانه دستگاه های نظارتی در حوزه های مختلف عملکردی (روش های اجرایی، ضوابط تنظیم گری فعالیت ها و ...)
- * فقدان قوانین و مقررات مستقل و شفاف تخصیصی در حوزه صنعت
- * اعمال نرخ دستوری سود تسهیلات برای عملیات شرکت های لیزینگ
- * هزینه بالای تامین منابع مالی مورد نیاز

* فقدان آمار و اطلاعات مستند و قابل اتکا از فعالیت صنعت جهت بررسی و تجزیه و تحلیل و آسیب شناسی نقاط قوت و ضعف آن و انجام تحقیقات و پژوهش های نظری و کاربردی

* عقب ماندن صنعت لیزینگ از استفاده از رشد تکنولوژی و استفاده از روش های سنتی که خود موجب کندی ارائه خدمات و محدودیت بازار این صنعت شده است.

چشم انداز صنعت لیزینگ در ایران

صنعت لیزینگ نقش مهمی در تامین مالی کالاهای سرمایه ای و بادوام دارد؛ اما شرایط اقتصادی کشور تاثیر زیادی بر میزان عرضه و تقاضا داشته و نوسانات قیمتی کالاهای بر میزان تخصیص تسهیلات توسط شرکت های لیزینگ اثرگذار است. از سوی دیگر، ورود رقبای جدید مانند گروه اسنپ، دیجی کالا و... در حوزه اعطای تسهیلات خرد در قالب اعتبار، می تواند آینده صنعت لیزینگ را تحت تاثیر قرار دهد.

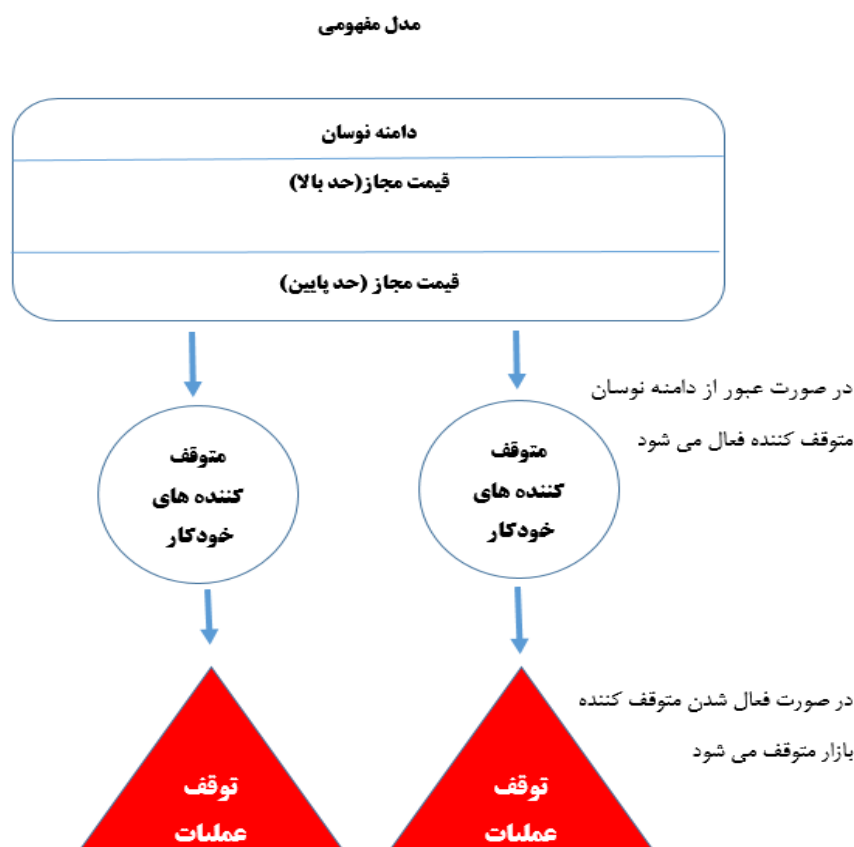
صنعت لیزینگ می تواند با ریسک های مهمی چون نکول، نوسانات نرخ بهره، نوسانات نرخ ارز و نوسانات قیمت کالاهای مختلف درگیر شود.

ریسک نکول یا عدم پرداخت به موقع اقساط توسط مشتریان، مهمترین ریسکی است که شرکت های لیزینگ با آن مواجه هستند و در این رابطه شرکت ها با دریافت تضامین و وثایق معتبر از مشتریان و انعقاد قرارداد با شرکت های وصول مطالبات، سعی در کاهش این نوع ریسک دارند.

ریسک های سیستماتیک مانند تغییرات نرخ بهره و تغییرات نرخ ارز که اثر مستقیمی بر قیمت کالاهای دارند، عواملی هستند که می توانند سودآوری شرکت های لیزینگ را تحت تاثیر قرار دهند. به طور کلی کاهش نرخ بهره می تواند منجر به کاهش سودآوری شرکت های لیزینگ شود؛ زیرا ممکن است مشتریان تمایل به تسویه زودتر از موعد قراردادهای فعلی داشته باشند.

افزایش تورم طی سال های اخیر و در پی آن کاهش قدرت خرید اشخاص حقیقی و حقوقی باعث شده صنعت لیزینگ نقش مهمی در زمینه اعطای تسهیلات به اقشار مختلف جامعه داشته باشد.

مدل مفهومی، فرضیات پژوهش و تبیین نظری



برای بررسی علمی تأثیر دامنه نوسان بر عملکرد شرکت های لیزینگ، دو دیدگاه نظری اصلی مدنظر قرار گرفته اند.

فرضیات

تئوری های مرتبط با اثرگذاری دامنه نوسان

دو فرضیه وجود دارد که بر اساس آن می توان اثرگذاری دامنه نوسان را تحلیل کرد. فرضیه اطلاعات^۱، دلالت بر این دارد که محدودیت های قیمت فقط روند تعدیل را کند می کند و هیچ تأثیری بر نوسانات سهام ندارد. فرضیه واکنش بیش از حد^۲ (فراواکنشی)، فرض می کند سرمایه گذاران تمایل دارند نسبت به اطلاعات جدید، بیش از حد واکنش نشان دهند؛ به طوری که اعمال محدودیت های قیمتی به آن ها زمان می دهد تا اطلاعات را دوباره ارزیابی کنند و نوسانات سهام را کاهش دهند (فیلاکتیس و همکاران، ۱۹۹۹).

فرضیه اطلاعات (Information Hypothesis)

مطابق این فرضیه، قیمت تعادلی بازار مبتنی بر اطلاعات موجود شکل می گیرد. اعمال دامنه نوسان، تنها فرآیند تعدیل قیمت را کند کرده و مانعی در برابر کشف قیمت محسوب نمی شود؛ بلکه باعث می شود بازار با تأخیر بیشتری به تعادل برسد. بنابراین، محدودیت های قیمتی صرفاً توزیع زمانی واکنش بازار را گسترش می دهند.

^۱ Information Hypothesis

^۲ Overreaction Hypothesis

فرضیه واکنش بیش از حد (Overreaction Hypothesis)

این فرضیه بیان می کند که سرمایه گذاران اغلب نسبت به اطلاعات جدید، واکنش های افراطی نشان می دهند. اعمال دامنه نوسان در چنین شرایطی، با فراهم کردن فرصت ارزیابی مجدد، می تواند از رفتارهای هیجانی جلوگیری کرده و به ثبات بازار کمک کند. در این نگاه، دامنه نوسان به عنوان ابزاری برای خنک سازی موقت بازار عمل می کند.

دلایل موافقت و مخالفت با دامنه نوسان

دلایل موافقت با اعمال دامنه نوسان

مدافعان دامنه نوسان معتقدند این ابزار می تواند در شرایط بحرانی، موجب کنترل هیجانات و جلوگیری از سقوط آزاد قیمت ها شود. مهم ترین استدلال ها در این زمینه عبارت اند از:

- کاهش تلاطم بازار و افزایش ثبات قیمت ها
- ایجاد زمان برای تجدیدنظر و تصمیم گیری منطقی سرمایه گذاران
- جلوگیری از دست کاری قیمت توسط بازیگران بزرگ بازار
- فراهم کردن امکان کنترل بازار با هزینه کمتر برای بازارساز

دلایل مخالفت با دامنه نوسان

در مقابل، منتقدان استدلال می کنند که دامنه نوسان ممکن است پیامدهای نامطلوبی بر عملکرد بازار داشته باشد. از جمله:

- ایجاد اثر آهنربایی (قیمت به سرعت به سقف یا کف دامنه جذب می شود)
- کاهش نقدشوندگی و ایجاد صف نشینی
- تضعیف کشف قیمت و افزایش ریسک تصمیم گیری
- فرسایشی شدن معاملات و تضعیف تحلیل های بنیادی و تکنیکال
- انتقال تلاطم به روزهای آینده (اثر سرریز)
- کاهش اعتماد سرمایه گذاران حقیقی و خروج سرمایه از بازار

همچنین این تاثیر به عوامل متعددی از جمله ساختار سرمایه، میزان سهام شناور، حجم معاملات و استراتژی های مدیریتی هر شرکت بستگی دارد.

وضعیت دامنه نوسان در ایران و مقایسه با سایر کشورها

دامنه نوسان به عنوان یک ابزار نظارتی در بورس های جهانی، بسته به میزان توسعه یافتگی بازار، جایگاه متفاوتی دارد. در بورس های نوظهور بیشتر مورد استفاده قرار می گیرد، در حالی که در بازارهای توسعه یافته معمولاً از توقف معاملات خودکار استفاده می شود.

در ایران، دامنه نوسان طی سال های اخیر بارها به طور مکرر تغییر یافته است؛ به ویژه در واکنش به تحولات سیاسی و اقتصادی. برای نمونه:

- در مرداد ۱۴۰۳، دامنه نوسان برای برخی نمادها تا ± 1 درصد کاهش یافت؛
- سپس به ± 2 و ± 3 درصد رسید؛
- و در مهرماه همان سال، مجدداً به ± 1 درصد بازگشت.

این در حالی است که دامنه نوسان در بورس‌های جهانی گسترده‌تر است:

جدول (۲): دامنه نوسان بازار سرمایه در سال ۱۴۰۳، قبل از شرایط بحرانی و محدودسازی دامنه

± 10	صندوق‌های قابل معامله در بورس (ETF)
± 7	بازار اول بورس و فرابورس
± 5	بازار دوم بورس و فرابورس
دو برابر دامنه روزانه سهام	حق تقدم بازار اول و دوم بورس و فرابورس
± 3 در صورت صف به مدت سه روز متوالی ± 5	بازار پایه زرد
± 2 در صورت صف به مدت سه روز متوالی ± 4	بازار پایه نارنجی
± 1 در صورت صف به مدت سه روز متوالی ± 2	بازار پایه قرمز

منبع اخذ ارقام: شرکت مدیریت فناوری بورس تهران

دامنه نوسان در منتخبی از کشورهای جهان

همان‌طور که قبلاً آورده شد، سیاست اعمال دامنه نوسان از جمله سیاست‌های محدودکننده‌ای است که پس از بحران مالی در اکتبر ۱۹۸۷ در جهت کنترل نوسانات قیمت سهام مطرح شده و در بازارهای بورس بسیاری از کشورها مورد استفاده قرار گرفته است.

در واقع، کاهش قابل توجه شاخص سهام در بازارهای مالی در اکتبر سال ۱۹۸۷ که به دوشنبه سیاه معروف است، نشان داد که بازارهای مالی می‌توانند پرتلاطم و بی‌ثبات باشند و لذا محدودیت دامنه نوسان با هدف ایجاد شرایط باثبات‌تر برای انجام معاملات و بهبود کیفیت بازار سرمایه، مطرح شد. البته استفاده از این ابزار در واقع مربوط به اوایل قرن هجدهم می‌شود که برای اولین بار در بازار آتی معاملات برنج در بورس دوجیما ژاپن به کار گرفته شد. در ایالات متحده نیز برای اولین بار در قراردادهای آتی پنبه در طول جنگ جهانی اول وضع شد. هیئت تجارت شیکاگو نیز قوانین دامنه نوسان را در سال ۱۹۲۵ به رسمیت شناخت و در سال ۱۹۸۲ قراردادهای آتی همراه با محدودیت قیمت معرفی شدند. بنابراین می‌توان گفت که دامنه نوسان، اولین بار در بازار آتی مورد استفاده قرار گرفته است. در بازار قراردادهای آتی از دامنه نوسان به عنوان جایگزینی برای وجه تضمین یاد می‌شود چراکه هزینه‌های ناشی از اعمال دامنه نوسان از وجه تضمین کمتر است (ریاحی، ۱۴۰۱).

در حال حاضر، اگر چه دامنه نوسان در کشوری همچون ایالات متحده، صرفاً در رابطه با قراردادهای آتی وجود دارد اما به طور گسترده توسط تنظیم‌گران مالی در بازارهای نوظهور پذیرفته شده است؛ مانند دامنه نوسان روزانه ۳۰ درصد در بورس اوراق بهادار تایلند، دامنه نوسان روزانه ۷٫۵ درصد در بورس اوراق بهادار پاکستان.

در سال‌های اخیر به دلیل تردید در نحوه اثرگذاری دامنه نوسان، در برخی بورس‌ها، مرزهای قیمتی تغییر کرده است. به عنوان مثال، بورس کره جنوبی (KSE)^۱ دامنه نوسان را از ۱۵٪ به ۳۰٪ در ۱۵ ژوئن ۲۰۱۵ تغییر داد؛ بورس تایوان

¹ South Korea Stock Exchange

(TWSE)^۱ محدودیت قیمت را از ۷٪ به ۱۰٪ در تاریخ ۱ ژوئن ۲۰۱۵ تغییر داد؛ در بازار سهام چین، محدودیت قیمت روزانه ۲۰ درصد برای همه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار ChiNext بورس اوراق بهادار شنژن (SZSE) در ۲۴ آگوست ۲۰۲۰ اعمال می‌شود و در رابطه با سایر تابلوها، همان دامنه نوسان ۱۰٪ اعمال می‌شود (بینگ و همکاران^۲، ۲۰۲۲). کشورهای آسیایی دیگری مثل مالزی (۳۰٪) و ژاپن (۱۴ تا ۳۰٪)، محدوده وسیع‌تری از محدودیت قیمت دارند (لین و همکاران^۳، ۲۰۱۹).

علی‌ای‌حال، در جدول (۳) دامنه نوسان در برخی کشورهای دیگر نیز آورده شده است.

جدول (۳): دامنه نوسان در منتخبی از کشورها در سال ۲۰۲۲

بورس	دامنه
بورس ابوظبی	۵٪- تا ۱۵٪+
بورس بحرین	۱۰٪±
بورس استانبول	ETFها: ۲۰٪± بازار اصلی: ۱۵٪± بازار فرعی: ۱۰٪±
بورس قبرس	۱۰٪±
بورس دبی	۵٪- تا ۱۵٪+
بورس هند	۲٪±، ۵٪±، ۱۰٪±، ۲۰٪±
بورس نیجریه	۱۰٪±
بورس فلیپین	۳۰٪- تا ۵۰٪+
بورس قطر	۱۰٪±
بورس عربستان	بازار اصلی: ۱۰٪± بازارهای موازی: ۳۰٪±

منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE)^۴

شایان ذکر است در بورس‌های اوراق بهادار توسعه‌یافته، بیشتر از توقف خودکار معاملات استفاده می‌گردد (منجذب و علی‌محمدی، ۱۳۹۳).

مقایسه این ارقام نشان می‌دهد که محدودیت‌های قیمتی در بازار سرمایه ایران بسیار محتاطانه و نسبتاً انقباضی هستند.

نظرات متخصصان بازار سرمایه در خصوص دامنه نوسان

در پژوهش حاضر، از طریق مصاحبه با فعالان بازار سرمایه، دیدگاه آن‌ها پیرامون کاهش دامنه نوسان بررسی شده است. خلاصه‌ای از نتایج به‌دست‌آمده عبارت است از:

^۱ Taiwan Stock Exchange

^۲ Bing et al.

^۳ Lien

^۴ World Federation of Exchanges

مزایای کوتاه مدت کاهش دامنه نوسان

- کنترل روانی بازار توسط بازارساز
- ممانعت از افت سریع شاخص‌ها
- افزایش زمان واکنش برای سهامداران
- خرید زمان برای نهادهای نظارتی جهت اجرای تصمیمات بنیادی‌تر
- افزایش هماهنگی بین ارکان بازار مانند سازمان بورس و صندوق‌های تثبیت

معایب بلندمدت کاهش دامنه نوسان

- بی‌اعتمادی فعالان بازار به سیاست‌های حمایتی
 - فرسایشی شدن معاملات و شکل‌گیری صف‌نشینی
 - کاهش نقدشوندگی و افت حجم معاملات
 - اختلال در ابزارهای مشتقه نظیر قراردادهای اختیار معامله
 - کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت
 - رشد بدینی نسبت به آینده بازار و مهاجرت سرمایه‌ها به بازارهای موازی
- این تحلیل‌ها نشان می‌دهند که اگرچه محدود کردن دامنه نوسان ممکن است در کوتاه مدت آرام‌بخش باشد، اما پیامدهای بلندمدت آن برای سلامت بازار نگران‌کننده است.

مشاهده می‌شود برخلاف مزایای عنوان شده که اکثراً کوتاه مدت و مسکن‌وار بودند، معایب حاکی از آن است که محدودیت‌های دامنه نوسان می‌تواند مشکلات جدی و جدیدی را که دارای اثرات بلندمدتی نیز می‌باشند به همراه داشته باشد. لازم است توجه شود که بازار سرمایه باید به عنوان بستری برای جذب سرمایه‌ها و تامین مالی پروژه‌های اقتصادی عمل کند که نیاز به سرمایه‌گذاری بلندمدت با قواعد و قوانین ثابت دارد. به نظر می‌رسد نهاد تنظیم‌گر می‌بایستی در رابطه با زمان و نوع مداخلات خود تجدیدنظر نماید؛ در کشورهای اروپایی و آمریکا، نهادهای تنظیم‌گر بیشتر بر جلوگیری از انحصارات، تضمین شفافیت و حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان تمرکز دارند و دخالت‌های آنها محدود به مواردی است که بازار به‌طور حاد دچار شکست شده باشد نه بحران‌های مقطعی و زودگذر.

پیشنهادهای نتیجه‌گیری

با وجود رواج استفاده از دامنه نوسان در بورس‌های دنیا، بررسی ادبیات نظری، تجربی و نظرات متخصصان بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد که اجماع مشخصی در خصوص کارآمدی این ابزار وجود ندارد. از یک سو، دامنه نوسان می‌تواند با جلوگیری از واکنش‌های هیجانی، بازار را کنترل کند، اما از سوی دیگر، ممکن است موجب تضعیف نقدشوندگی، کشف قیمت و کارایی اطلاعاتی بازار شود.

در صنعت لیزینگ، که به شدت به سلامت بازار سرمایه وابسته است، اعمال پی‌درپی و شتاب‌زده محدودیت‌های قیمتی، به‌ویژه در غیاب سیاست‌های حمایتی مکمل، می‌تواند آثار منفی جدی بر عملکرد مالی و جذب سرمایه داشته باشد.

پیشنهادهای

مصاحبه با تعدادی از متخصصین بازار سرمایه کشور نیز حاکی از آن است که مزایای عنوان شده‌ای مثل: ممانعت از پایین آمدن شاخص کل، ایجاد فرصت بیشتر برای تصمیم‌گیری، کنترل بهتر بازار توسط بازارساز و... با فرض محقق

شدن، صرفاً راه‌حل‌های کوتاه‌مدت و مسکن‌واری هستند که نه تنها قادر به حل مشکلات بنیادی و اصولی بازار سرمایه در بلندمدت نیستند بلکه می‌توانند با افزایش ریسک و بسترسازی جهت شکل‌گیری انتظارات منفی در سهام‌داران و به طور کلی ایجاد دیدگاه منفی نسبت به بازار سرمایه، موجبات خروج سرمایه یا عدم ورود سرمایه جدید به بورس را در آینده فراهم آورده، اثرات عمیق و بلندمدت نامناسبی را بر جای گذارند.

این امر می‌طلبد دست‌اندرکاران و تصمیم‌گیران عالی‌رتبه در این حوزه به معایب اتخاذ چنین تصمیماتی توجه کافی داشته باشند و با تصمیم‌گیری بر اساس مزایای کوتاه‌مدت، آینده بازار سرمایه را تحت الشعاع قرار ندهند.

خلاصه‌ی پیشنهادها بشرح ذیل می‌باشد:

۱. بازنگری در رویکرد مداخله‌گرایانه و پرهیز از استفاده ابزاری از دامنه نوسان به عنوان راهکار سریع‌الاثرب؛
۲. حرکت به سمت طراحی دامنه‌های نوسان پویا و متناسب با میزان نقدشوندگی هر نماد؛
۳. استفاده از ابزارهای مکمل مانند بازارگردان حرفه‌ای، قراردادهای مشتقه و آموزش سرمایه‌گذاران؛
۴. تقویت زیرساخت‌های قانونی صنعت لیزینگ و کاهش وابستگی آن به نوسانات بازار سرمایه؛
۵. ایجاد ثبات در مقررات اقتصادی برای جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به بازارهای مالی و صنعتی از جمله لیزینگ.

نتیجه‌گیری

در میان قانون‌گذاران معمولاً این باور حاکم است که محدودیت‌های قیمتی می‌تواند نوسانات بازار سهام را کاهش دهد و بر این اساس، دامنه نوسان به عنوان مکانیزم تثبیت بازار به طور گسترده توسط بسیاری تنظیم‌گران مالی در کشورهای مختلف پذیرفته شده است. علی‌رغم وجود این باور در میان تنظیم‌گران بازار، چنین اطمینان و باوری در میان متخصصین و در ادبیات تئوریک و تجربی وجود ندارد. در واقع مدافعان استدلال می‌کنند دامنه نوسان می‌تواند با جلوگیری از واکنش‌های بیش از حد، نوسانات بازار را تعدیل کرده و با سرد کردن بازار، کشف قیمت را بهبود بخشد؛ در مقابل منتقدان استدلال می‌کنند که دامنه نوسان، مکانیسم کشف قیمت را به تأخیر انداخته، باعث سرریز نوسان می‌شود و با ایجاد وقفه‌های معاملاتی می‌تواند منجر به کمبود نقدینگی شده، ناکارآمدی بازار را باعث شود.

تردید در نحوه اثربخشی دامنه نوسان به حدی بوده است که باعث شده در سال‌های اخیر در برخی بورس‌ها، مرزهای قیمتی تغییر کند؛ به عنوان مثال، بازار ChiNext بورس شنزن چین محدودیت قیمت را از ۱۰٪ به ۲۰٪ در سال ۲۰۲۰ و بورس کره جنوبی محدودیت قیمت را از ۱۵٪ به ۳۰٪ و بورس تایوان محدودیت قیمت را از ۷٪ به ۱۰٪ در سال ۲۰۱۵ تغییر داده‌اند (بینگ و همکاران، ۲۰۲۲). در ایران نیز دامنه نوسان طی سال‌های مختلف، مرتباً تغییراتی را داشته است و بالاترین میزان آن برای بازار بورس و فرابورس برابر $\pm 7\%$ درصد بوده است که به نظر می‌رسد همچنان نسبت به سایر کشورها، دامنه نوسان باریکی است. ضمن اینکه این دامنه در آخرین تغییرات در مرداد ماه به $\pm 1\%$ درصد کاهش یافته و پس از آن طی ۲ مرحله به $\pm 2\%$ درصد، $\pm 3\%$ افزایش یافته و نهایتاً در مهر ماه به $\pm 1\%$ برگشته است.

اکتفا به دامنه نوسان‌های محدود و نیز محدودتر کردن آن با وقوع هر نوع تنش سیاسی و اجتماعی، در ایران در حالی رقم می‌خورد که همان‌طور که اشاره گردید نه در ادبیات موجود و نه در میان متخصصین، توافقی در مورد تأثیر مثبت آن بر بازارهای بورس وجود ندارد؛ به گونه‌ای که بررسی ادبیات تجربی در این گزارش نشان داد که مطالعات تجربی منتقد به محدودیت‌های قیمتی، اگر بیش از مطالعات مدافع نباشد، کمتر از آن نیست.

از آنجائیکه شرکت‌های لیزینگ معمولاً در بورس اوراق بهادار فعال هستند. بنابراین:

- دامنه نوسان مستقیماً بر قیمت سهام آن‌ها تأثیر می‌گذارد.
- می‌تواند میزان نقدشوندگی، واکنش بازار به اطلاعات جدید، و رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به این شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد.
- شرکت‌های لیزینگ در ایران عموماً با منابع تأمین مالی محدود، بدهی‌های بانکی، و حساسیت به نرخ بهره و قوانین اعتباری مواجه‌اند. در نتیجه:
- اعمال دامنه نوسان می‌تواند باعث کاهش انعکاس سریع واقعیت‌های مالی آن‌ها در قیمت سهام شود.

یا برعکس، در دوره‌های پرنوسان اقتصادی، از ریزش یا رشد هیجانی قیمت‌ها جلوگیری کند

بازار لیزینگ در ایران با وجود ظرفیت‌های بالقوه، هنوز نتوانسته جایگاه شایسته‌ای در نظام مالی کشور پیدا کند. رفع موانع قانونی، ایجاد مشوق‌های مالیاتی، توسعه ابزارهای تأمین مالی، ایجاد بازار ثانویه و فرهنگ‌سازی عمومی می‌تواند مسیر رشد این صنعت را هموارتر کند. با توجه به تجربه جهانی، ایران می‌تواند با اصلاحات ساختاری و سیاست‌گذاری مناسب، از ظرفیت‌های بالای این صنعت برای رشد اقتصادی بهره‌برداری نماید.

منابع و مآخذ

- ریاحی، دریا، (۱۴۰۱). بررسی تأثیر تغییر دامنه نوسان قیمت بر تلاطم تحقق یافته قیمت در بازار بورس تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی
- منجذب، محمدرضا، علی‌محمدی، میثم، (۱۳۹۳). دامنه مجاز نوسان در بورس اوراق بهادار تهران: اثرات، ابعاد و تحلیل آن. سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۲(۷): ۷۲-۵۷
- مصاحبه با مدیرعامل شرکت لیزینگ پارسیان، سه ریسک مهم در صنعت لیزینگ، شماره ۵۱۸ هفته نامه اطلاعات بورس، (آبان ۱۴۰۲).
- گزارش تحلیلی بررسی صنعت لیزینگ، گروه مالی فارابی، (مهر ۱۴۰۳).
- Bao, Z., Kalaycı, K., Leibbrandt, A., & Oyarzun, C. (2020). Do Regulations Work? A Comprehensive Analysis of Price Limits and Trading Restrictions in Experimental Asset Markets with Deterministic and Stochastic Fundamental Values. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 178: 59-84
- Bing, T., Cui, Y., Min, Y., & Xiong, X. (2022). Price Limit Changes and Market Quality: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 48: 1-8
- 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
- Saikat Sovan Deb, S.S., Kalev, P.S., & Marisetty, V.B. (2010). Are Price Limits Really Bad for Equity Markets?. *Journal of Banking & Finance*, 34(10): 2462-2471
- Farag, H., (2013). Price Limit Bands, Asymmetric Volatility and Stock Market Anomalies: Evidence from Emerging Markets. *Global Finance Journal*. 24 (1): 85-97
- Hou, K., Li, X., & Zhong, W., (2020). Price Limits and Asymmetry of Price Dynamics High Frequency Evidence from the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(7): 1447-1461
- Kim, K.A., Liu, H., & Yang, J.J. (2013). Reconsidering price Limit Effectiveness. *Journal of Financial Research*, 36 (4): 493-518

- Kim, Y.H., Yagüe, J., & Yang, J.J. (2008). Relative Performance of Trading Halts and Price Limits: Evidence from the Spanish Stock Exchange. *International Review of Economics & Finance*, 17(2): 197–215
- Lee, S.B., & Kim, K.J. (1995). The Effects of Price Limits on Stock Price Volatility: Empirical Evidence in Korea. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22: 257-67
- Lien, D., Hung, P.H., Zhu, J.D., & Chen, Y.H. (2019). Price Limit Changes and Market Quality in the Taiwan Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55: 239-258
- Ma, Y., Qian, W., & Luan, Z. (2021). Could Increasing Price Limits Reduce Up Limit Herding? Evidence from China's Capital Market Reform. *Finance Research Letters*, 42, 101909
- Maghyereh, A.I., Al Zoubi, H.A., & Nobanee, H. (2007). Price Limit and Volatility in Taiwan Stock Exchange: Some Additional Evidence from the Extreme Value Approach. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 10 (01): 51–61
- Phylaktis, K., Kavussanos, M., & Manalis, G. (1999). Price Limits and Stock Market Volatility in the Athens Stock Exchange. *European Financial Management*. 5(1): 69–84
- <https://www.timothysykes.com/blog/stock-circuit-breaker-halts/>
- <https://boursepress.ir/news/181521>
- www.karzar.net/22173