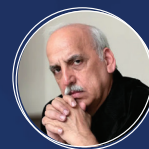


سه کانال تهیم بازار سرمایه در دوره‌های پساتنش



مسیر ناگزیر اصلاحات در بازار سرمایه



# محرك‌های ساختاری در مسیر تعمیق بازار سرمایه

- ◆ گفت‌وگو با جمعی از فعالان و صاحب‌نظران برجسته بازار سرمایه
- ◆ بازاندیشی در صندوق‌های اهرمی؛ نقد ساختار و ارائه مدل جایگزین
- ◆ ضرورت طراحی شبکه بازار پنهان در کارگزاری‌ها



## فهرست

	سه کانال ترمیم بازار سرمایه در دوره‌های پساتنش	مصاحبه ۶		مسیر ناگزیر اصلاحات در بازار سرمایه	سخن آغازین ۴
	ایده‌هایی برای توسعه بازار سرمایه	مصاحبه ۱۱		سه سناریوی محتمل برای مسیر آتی بورس	مصاحبه ۱۰
	بازار سرمایه در جست‌وجوی تعادل جدید	مصاحبه ۱۴		شناسایی چالش‌های ساختاری بازار سرمایه	مصاحبه ۱۲
	بازار سرمایه در تلاقی بحران و اصلاح	یادداشت ۱۸		توسعه مدل غیرمتمرکز صدور مجوز اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران	یادداشت ۱۶
	حامیان پنهان سهامداران در مجامع	یادداشت ۲۲		اصلاحات اقتصادی و اثر آن بر بازار سرمایه	مصاحبه ۲۰
	بازاندیشی در صندوق‌های اهرمی؛ نقد ساختار و ارائه مدل جایگزین	یادداشت ۲۷		کلید «تاب‌آوری» کسب‌وکارها در ایران	یادداشت ۲۴
	از نقد سیاست‌های سنتی تا ظرفیت‌سازی در شرایط اضطرار	مصاحبه ۳۴		پیش‌نیاز رشد پایدار در بازار سرمایه	مصاحبه ۳۲
	ضرورت طراحی شبکه بازار پنهان در کارگزاری‌ها	یادداشت ۴۰		کمی‌سازی اعتماد در بازار سرمایه ایران	یادداشت ۳۶
	واکاوی پیامدهای تغییر ساختار کارمزد معاملات در بازار سرمایه ایران	یادداشت ۴۶		سازوکار High-Water Mark در محاسبه کارمزد عملکرد	یادداشت ۴۳
				نگاهی متفاوت به بازگشایی بازار سهام	یادداشت ۴۸



[www.sabatamin.ir](http://www.sabatamin.ir)  
[info@sabatamin.ir](mailto:info@sabatamin.ir)  
[sabatamin.co](http://sabatamin.co)  
[sabataminco](https://www.instagram.com/sabataminco)  
[sabatamin financial group](https://www.linkedin.com/company/sabatamin-financial-group)

- صاحب امتیاز: گروه مالی صبا تامین
- رئیس شورای سیاست‌گذاری: دکتر بهرنگ اسدی قره‌جلو
- سردبیر: دکتر حامد حامدی نیا
- دبیر تحریریه: محسن سالک
- دبیر برنامه‌ریزی محتوایی: لیلا لامعی
- دبیر نظارت بر محتوا: سید یاسر حسینی
- دبیر هنری، گرافیک و صفحه‌آرایی: میترا استیری
- طراح پوستر: میترا استیری
- عکاس: میلاد طهماسبی
- هیات تحریریه: دکتر مهدی عبدی، بردیا بختیاری، سید یاسر حسینی و شاهرخ قبادیان
- شورای سیاست‌گذاری: معاونت سرمایه‌گذاری و مهندسی مالی، معاونت برنامه‌ریزی و امور شرکت‌ها و مدیریت روابط عمومی گروه مالی صباتامین
- اعضای تیم همکاران این شماره: دکتر حسین عبده تبریزی، دکتر مهدی رضایتی، دکتر فرشاد حق‌پناه، دکتر وحید حسن‌پور دبیر، نوید خاندوزی، مونا حاجی‌علی‌اصغر، دکتر فرهنگ حسینی، دکتر عزت‌اله طیبی، دکتر مهدی حق‌باغلی، دکتر میثم حامدی، وجیهه خلیلی، مه‌ری ابراهیمی، سید یاسر حسینی، زهرا ناظمی، پیمان پازوکی، محمدرضا بیات، علی نیک‌بخت و لیلا لامعی



## مسیر ناگزیر اصلاحات در بازار سرمایه

دکتر بهرنگ اسدی  
مدیر عامل گروه مالی صبا تامين

بازار سرمایه ایران در مقطع کنونی، در حال عبور از یکی از پیچیده‌ترین و در عین حال تعیین‌کننده‌ترین ادوار خود است، دوره‌ای که شواهد عینی آن را می‌توان در داده‌های معاملاتی و تصمیمات سیاست‌گذاران طی ۲۴ ماه گذشته به‌روشنی مشاهده کرد. در این بازه، دامنه نوسان و زمان معاملات برخی صندوق‌ها در چارچوب تصمیمات نهاد سیاست‌گذار تغییر یافته و همچنین اقداماتی نظیر حذف حجم مبنا نیز به‌عنوان یکی از مداخلات تنظیم‌گری، بر سازوکار کشف قیمت اثر گذاشته است.

در کنار این موارد، توقف‌های معاملاتی نیز به‌عنوان یکی از مهم‌ترین تصمیمات در شرایط پریسک اخیر قابل ذکر است، به‌گونه‌ای که بازار سهام در جریان جنگ تحمیلی ۱۲ روزه به مدت ۹ روز معاملاتی متوقف شد و در رخداد اخیر که از ۹ اسفند آغاز شده، این توقف تاکنون به بیش از ۴۰ روز معاملاتی رسیده است. مجموع این شرایط موجب شده تا کارکردهای کلیدی بازار سرمایه، از جمله نقدشوندگی، تداوم معاملات و فرآیند کشف کارای قیمت با چالش‌هایی مواجه شود. این تحولات بی‌تردید تحت تاثیر شرایط کلان اقتصادی، نااطمینانی‌ها و ریسک‌های سیاسی و منطقه‌ای شکل گرفته و چهره‌ای متفاوت از پویایی بازار ترسیم کرده است. از همین رو، ضرورت بازاندیشی در رویکردهای تنظیم‌گری و حکمرانی بازار بیش از پیش اهمیت دارد. با این حال، در چنین دوره‌هایی، نحوه مواجهه با این شرایط اهمیت دوچندان پیدا می‌کند. تمرکز صرف بر مدیریت کوتاه‌مدت بحران، هرچند ضروری، نباید ما را از توجه به اصلاحات بنیادین و راهکارهای ساختاری و عمیق بازدارد.

تجربه بازار سرمایه در یک نگاه بلندمدت نشان می‌دهد که این بازار مسیر قابل توجهی را از منظر توسعه طی کرده است که از گسترش دامنه پوشش اقتصاد کلان و افزایش تعداد شرکت‌های بزرگ تا تنوع‌بخشی به ابزارهای مالی را شامل می‌شود. در سال‌های اخیر نیز، توسعه بازار مشتقه، رشد صندوق‌های اهرمی و معرفی ابزارهای نوین مالی، به تعمیق و در عین حال پیچیده‌تر شدن ساختار بازار انجامیده است.

این پیچیدگی فزاینده، در کنار رفتار چرخه‌های تجاری فرساینده و دوره‌های رکود طولانی، ایجاب می‌کند که نگاه سیاست‌گذاری و تصمیم‌گیری نیز متحول شود. در واقع اتکای صرف به الگوهای گذشته و حساسیت‌های سنتی، امروزه نمی‌تواند پاسخگوی

نیازهای بازار باشد. در مقابل، حرکت به سمت حرفه‌ای‌تر شدن، بازنگری در برخی مفروضات پیشین و طراحی راهکارهایی متناسب با اقتضائات بومی در عین توجه به استانداردهای بین‌المللی، ضرورتی اجتناب‌ناپذیر است.

در همین چارچوب، در این شماره از «صبا تحلیل» تلاش شده است با بهره‌گیری از هم‌افزایی میان ظرفیت‌های کارشناسی درون‌گروهی و دیدگاه‌های صاحب‌نظران بازار سرمایه، تصویری جامع‌تر از چالش‌ها و مسیرهای پیش‌روی بازار ارائه شود. بر این اساس، محتوای این شماره در دو محور اصلی، شامل بررسی‌های درون‌گروهی و گفت‌وگو با صاحب‌نظران و فعالان ارشد بازار سرمایه، تنظیم شده است.

در محور درون‌گروهی، با تمرکز بر مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه، مجموعه‌ای از مسائل کلیدی شناسایی و برای هر یک، چارچوبی از ایده‌ها و راهکارهای اجرایی تدوین شده است. در حوزه تامین مالی شرکت‌ها، با واکاوی تنگناهای موجود و پیچیدگی‌های بوروکراتیک فرآیند مجوزدهی، بسته‌ای از پیشنهادها و اصلاحی با هدف روان‌سازی جذب منابع، افزایش سرعت اجرا و ارتقای کارایی این فرآیندها ارائه شده تا مسیر تجهیز سرمایه برای شرکت‌ها سریع‌تر، شفاف‌تر و کم‌هزینه‌تر شود.

در بخش حکمرانی، بر استقرار شرکت‌های واسط اطلاعاتی (Proxy Firms) به‌عنوان یکی از ارکان کلیدی صیانت از حقوق سهامداران تاکید شده است. در یادداشتی، با شناسایی خلا ابزارهای مدیریت بحران در بازار سرمایه، طرح «تابلوی معاملات ویژه» پیشنهاد شده است. این راهکار با مدیریت مرحله‌ای دوره گذار و هدایت معاملات سنگین به بستری مجزا، از قفل‌شدگی نقدینگی و بروز رفتارهای هیجانی جلوگیری می‌کند.

در بررسی صندوق‌های اهرمی، ضمن تبیین تجربه‌های بین‌المللی و مدل بومی‌سازی شده در بازار ایران، چالش‌هایی نظیر ناپایداری منابع اهرم، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران و نبود سازوکار موثر برای کنترل شکاف قیمت و NAV مورد تحلیل قرار گرفته است. بر همین اساس، چارچوبی نوین برای بازطراحی این صندوق‌ها با محوریت تفکیک رکن تامین مالی و تنظیم پویای اهرم ارائه شده تا کارایی این ابزار در شرایط مختلف بازار ارتقا یابد.

همچنین با نقد مدل جدید کارمزدها، اثر حذف سقف ریالی بر افزایش هزینه معاملات کلان و تهدید نقدشوندگی بازار مورد واکاوی قرار گرفته و بر ضرورت بازطراحی این ساختار بر مبنای استانداردهای جهانی و حفظ رقابت‌پذیری بازار تاکید شده است. در ادامه، ضمن نقد مدل‌های سنتی کارمزد، راهکار «سقف تاریخی (HWM)» برای صنعت مدیریت دارایی پیشنهاد شده است، سازوکاری که با مشروط کردن کارمزد به سودآوری واقعی، منجر به هم‌راستایی منافع مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود. در یادداشت دیگر، با هدف مقابله با تلاطم‌های قیمتی و خروج نقدینگی، طرح راه‌اندازی «استخرهای نقدینگی پنهان (Dark Pools)» در بستر کارگزاری‌ها ارائه شده است، راهکاری که با مدیریت هوشمند سفارش‌های کلان، علاوه بر کاهش هزینه‌های معاملاتی، به افزایش پایداری و کارایی بازار سرمایه کمک می‌کند. همچنین در راستای تبدیل «اعتماد» از یک مفهوم کیفی به متغیری قابل سنجش، مدل عملیاتی ارزیابی آن در قالب یک شاخص ترکیبی ارائه شده تا زمینه‌ای برای تحلیل و مدیریت دقیق‌تر این مولفه کلیدی فراهم شود.

در محور دوم نشریه، دیدگاه طیفی از پیشکسوتان، صاحب‌نظران و فعالان بازار سرمایه گردآوری شده تا تصویری چندوجهی‌تر از دغدغه‌ها، فرصت‌ها و سناریوهای پیش‌روی بازار ارائه شود. این گفت‌وگوها در کنار بخش تحلیلی، به تکمیل تصویر کلی کمک کرده و امکان فهم عملی‌تر و نزدیک‌تر به واقعیت‌های جاری بازار را به‌ویژه در شرایطی که تصمیم‌گیری در بازار سرمایه بیش از

هر زمان دیگری نیازمند درک هم‌زمان ابعاد نظری و تجربه‌های میدانی است، فراهم می‌کنند.

«صبا تحلیل» در این شماره کوشید تا به جای بیان ساده مشکلات، با نگاهی عمیق‌تر به ریشه چالش‌ها پردازد و در این مسیر، سعی کرده‌ایم چالش‌های اصلی را شناسایی و آن‌ها را در قالب پیشنهادهایی کاربردی بازتعریف کنیم. این اقدام، فضای گفت‌وگو درباره اصلاحات مورد نیاز بازار را ترسیم می‌کند؛ اصلاحاتی که بدون تکیه بر دیدگاه‌های تخصصی و چندصدایی فعالان بازار، به نتیجه نخواهد رسید.

در پایان، از تمامی همکاران، پژوهشگران و صاحب‌نظرانی که در تهیه و تدوین این شماره نقش داشته‌اند، به‌ویژه استاد پیشکسوت و اقتصاددان برجسته، دکتر حسین عبده‌تبریزی، صمیمانه قدردانی می‌شود. همچنین سپاس ویژه‌ای تقدیم دیگر فعالان سرشناس بازار، آقایان دکتر مهدی حق‌باغلی، دکتر فرشاد حق‌پناه، دکتر فرهنگ حسینی، دکتر عزت‌اله طیبی، دکتر میثم حامدی، نوید خاندوزی، دکتر مهدی رضایتی، دکتر وحید حسن‌پور و سرکار خانم مونا حاج‌علی‌اصغر می‌شود که با نگاه تحلیلی و تجربه‌محور خود به ارتقای کیفی این مجموعه کمک کردند. بی‌شک، تنوع دیدگاه‌های مطرح‌شده در این گفت‌وگوها، به درک چندبعدی مسائل و غنای محتوایی نشریه عمق بیشتری بخشید. امید می‌رود این هم‌فکری، مسیر را برای گفت‌وگوهای حرفه‌ای و بهبود ساختار بازار سرمایه هموار سازد.



متغیرهای کلان تضعیف شود، فشار انباشته شده در لحظه بازگشایی به صورت ناگهانی تخلیه خواهد شد و این شوک معمولاً شدیدتر از حالتی است که بازار زودتر باز باشد و اطلاعات به تدریج در قیمت‌ها منعکس شوند.

در دوره‌های مثل دوره اخیر تعطیلی بازار سهام در ایران، توقف طولانی مدت معاملات ممکن است در ظاهر اقدامی حمایتی تلقی شود، اما تجربه بازارهای مختلف نشان می‌دهد که تعطیلی ممتد نه نگرانی را کاهش می‌دهد و نه واقعا صیانت ایجاد می‌کند. برعکس، حذف جریان کشف قیمت و سلب امکان واکنش سرمایه‌گذاران، سطح عدم قطعیت را افزایش می‌دهد. هرچه دوره توقف طولانی‌تر باشد، فاصله قیمتی در زمان بازگشایی بزرگ‌تر و دامنه رفتارهای هیجانی وسیع‌تر خواهد بود.

از این رو، رویکرد منطقی در شرایط پسا جنگ جاری، بازگشایی سریع اما کنترل شده است؛ رویکردی که نه از جنس رهاسازی کامل و ناگهانی بازار و نه از جنس استمرار تعلیق باشد. در این چارچوب، نخستین اقدام تقویت مرحله پیش‌گشایش در روز بازگشایی است. می‌توان زمان پیش‌گشایش را افزایش داد و امکان اصلاح و به‌روزرسانی سفارش‌ها را فراهم کرد تا دفتر سفارش‌ها عمق بیشتری پیدا کند و قیمت آغازین با تجمیع اطلاعات گسترده‌تری تعیین شود. این اقدام کمک می‌کند بازار با یک نقطه تعادلی سنجیده‌تر وارد معاملات پیوسته شود.

گام بعدی، اعمال دامنه نوسان بالاتر در روزهای ابتدایی است؛ دامنه‌ای که نه آن قدر محدود باشد که صف‌های فرسایشی شکل بگیرد و نه آن قدر باز که نوسانات بی‌قاعده ایجاد شود. چنین دامنه‌ای اجازه می‌دهد شوک اولیه به صورت تدریجی جذب شود.

در شرایطی که بازارگردان‌ها دیگر لزوماً برای همه سهام تعریف نشده‌اند، سهامداران اصلی به‌ویژه در مورد سهام پرگردش و شرکت‌های بزرگ باید این نقش را برعهده گیرند. نبود سفارش‌های دوطرفه فعال در همان دقایق ابتدایی به شکل‌گیری صف‌های سنگین منجر می‌شود.

در کنار این اقدامات، افشای فوری و شفاف اطلاعات عملیاتی شرکت‌ها، گزارش ریسک‌ها و برآورد آثار تخریب‌ها و عدم‌النفع‌ها بر عملکرد آن‌ها، شرط اساسی تصمیم‌گیری عقلایی سرمایه‌گذاران است. شفافیت اطلاعاتی مکمل ابزارهای کنترلی بازار است و از شکل‌گیری شایعات و رفتارهای هیجانی می‌کاهد.

**دولت و سیاست‌گذاران چه اصلاحات ساختاری و حمایتی باید اتخاذ کنند تا ضمن حمایت از صنایع آسیب‌دیده، تاب‌آوری شرکت‌ها را نسبت به چالش‌های کنونی ارتقا دهند و اعتماد به بازار افزایش یابد؟**

سیاست‌گذاری حمایتی در چنین شرایطی پیش از هر چیز از یک واقعیت ساده آغاز می‌شود؛ دولت منبعی مستقل از جامعه ندارد. هر ریالی که برای جبران خسارت‌ها هزینه می‌شود، از مالیات امروز یا تورم فردا، در نهایت از جیب همین مردم تامین شده است. به همین دلیل، هر برنامه حمایتی اگر قرار است پایدار و قابل دفاع باشد، باید اخلاقی و منصفانه طراحی شود؛ یعنی هم اصل جبران خسارت را بپذیرد و هم در تخصیص منابع، اولویت‌ها را به درستی تشخیص دهد.

به علاوه، باید در کنار خسارت‌های فیزیکی ناشی از تخریب و بمباران، به واقعیتی مهم‌تر نیز توجه شود. در بسیاری از موارد، عدم‌النفع و توقف فعالیت اقتصادی خسارتی به مراتب گسترده‌تر از خود تخریب بر جای می‌گذارد. ساختمانی که آسیب می‌بیند قابل بازسازی است، اما زمانی که چرخه کار و درآمد برای هزاران کسب‌وکار متوقف می‌شود، آثار آن به مراتب عمیق‌تر بر معیشت مردم و کلیت اقتصاد نمایان خواهد شد. وقتی اینترنت قطع می‌شود، مسیرهای صادراتی مختل یا فضای نااطمینانی باعث توقف معاملات و فعالیت‌ها می‌شود، میلیون‌ها

در ایران هرگاه نشانه‌هایی از ثبات نسبی و کاهش ریسک سیستماتیک دریافت کرده‌اند، با سرعت قابل توجهی واکنش نشان داده و بخش مهمی از عقب‌افتادگی پیشین را جبران کرده‌اند. بنابراین، سوال اصلی این نیست که آیا بازار می‌تواند رشد کند؛ پرسش مهم این است که شدت و دوام اعتماد تازه چقدر است و عمق واقعی اصلاحات اقتصادی تا چه حد پیش خواهد رفت.

**عمیق‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه‌ی امروز کدامند؟ راه‌کار شما برای برون‌رفت از وضعیت فعلی چیست؟**

بازار سرمایه در دوره‌های پس از تنش معمولاً از سه مسیر عمده وارد فاز ترمیم می‌شود. نخست، کاهش «صرف ریسک» است؛ عاملی که مستقیماً بر ارزش‌گذاری سهام اثر می‌گذارد. کاهش فضای نااطمینانی، نرخ تنزیل ذهنی سرمایه‌گذاران را پایین می‌آورد و همین امر خود را به صورت افزایش قیمت‌ها و بهبود نسبت‌های ارزش‌گذاری نشان می‌دهد.

دومین مسیر، فروکش کردن فشارهای روانی و بازگشت دوباره سرمایه‌های خرد است. رفتار جمعی در ایران همیشه نقش تعیین‌کننده داشته و تجربه نشان داده هر زمان که آرامش نسبی برقرار شود، بخش مهمی از وجوه بی‌ثبات و ناپایدار موجود در اقتصاد به سوی بازار سرمایه جریان پیدا می‌کند. سومین کانال، فراهم شدن امکان پیش‌بینی‌پذیری حداقلی برای شرکت‌هاست. صنایع بزرگ از پتروشیمی‌ها گرفته تا فلزات و حتی بانک‌ها، وقتی در محیطی قرار می‌گیرند که بتوانند حتی در افق‌های کوتاه‌مدت برنامه‌ریزی کنند، سودآوری آن‌ها قابلیت اتکای بیشتری می‌یابد و این افزایش اطمینان، در ارزش سهامشان منعکس می‌شود.

با این حال، هرچه دوره تعلیق طولانی‌تر باشد و عمق آن بیشتر، دوره فرسایشی بازار نیز ممتدتر خواهد شد. حتی اگر معاهده عدم‌تخاصم میان ایران و آمریکا امضا شود، بازهم امکان ورود بازار به فاز فرسایشی وجود دارد. فرسایش زمانی شکل می‌گیرد که با وجود بهبود محیط پیرامونی، ساختارهای بنیادی اقتصاد و بازار در وضعیت نامتعادل باقی بمانند. اگر تورم در سطوح بالا تثبیت شود، نرخ بهره حقیقی به شدت منفی باشد، رشد نقدینگی به صورت بی‌ضابطه ادامه پیدا کند یا سیاست‌گذاری اقتصادی با نوسان و بی‌ثباتی همراه باشد، بازار سرمایه نمی‌تواند صرفاً بر پایه بهبود جو روانی یا فروکش کردن هیجانات حرکت پایدار و قابل اتکا ایجاد کند.

فرسایش همچنین زمانی تقویت می‌شود که حافظه جمعی سرمایه‌گذاران از شوک‌های گذشته هنوز فعال باشد و سرمایه‌گذار داخلی تصمیم بگیرد تنها پس از مشاهده آثار توافق همه‌جانبه و پس از چند دوره ثبات واقعی وارد بازار شود. این «تاخیر رفتاری» یکی از عوامل مهم کندشدن واکنش بازار در دوره‌های پساتنش است.

**در شرایط بحرانی فعلی، میان تعطیلی بازار برای صیانت از دارایی سهامداران و بازماندن بازار برای حفظ نقدشوندگی پارادوکس ایجاد شده است. راه‌کار اجرایی شما برای حل این پارادوکس (امنیت در برابر نقدشوندگی) چیست؟**

در نگاه دقیق‌تر، دوگانه «صیانت از دارایی سهامداران» در برابر «حفظ نقدشوندگی» در واقع پارادوکسی واقعی نیست؛ زیرا صیانت از دارایی صرفاً با بستن بازار محقق نمی‌شود. ارزش دارایی سهامدار تنها به قیمت اسمی آن محدود نیست، بلکه بخش مهمی از امنیت دارایی به امکان خروج، مدیریت ریسک و تبدیل به نقد در زمان مقتضی وابسته است. وقتی بازار برای مدت طولانی بسته بماند، سهامدار عملاً اختیار مدیریت موقعیت خود را از دست می‌دهد و دارایی او در وضعیت قفل‌شدگی اجباری قرار می‌گیرد. اگر در این فاصله وضعیت عملیاتی صنایع یا



در گفت‌وگو با دکتر حسین عبده تبریزی مطرح شد:

## سه کانال ترمیم بازار سرمایه در دوره‌های پساتنش

و نه صلح پایدار و قابل برنامه‌ریزی برقرار شده، اما نااطمینانی ساختاری همواره سایه خود را بر تصمیم‌گیری‌ها انداخته است. در معنایی شدیدتر، این نااطمینانی از سال ۱۴۰۰ تشدید شد و در دوره بعد از جنگ ۱۲ روزه شدت بیشتری یافت.

با این حال، بازار سرمایه که در دهه ۸۰ رشد قابل ملاحظه‌ای داشت، بعد از شروع تحریم‌های سازمان ملل و آمریکا به تدریج به شرایط نرمال جدید (new normal) عادت کرده و خود را با سطحی از اقتصاد که پایین‌تر از ظرفیت‌های رشد مورد انتظار کشور بود، منطبق کرد.

در روزی که پرسش شما پاسخ می‌دهم که خبرهای خوبی از توافق اولیه بین ایران و آمریکا می‌رسد و بدیهی است که هرگونه نشانه‌ای از کاهش تنش، از منظر رفتاری انتظارات را بهبود می‌دهد. پاسخ به این پرسش که آیا بازار سرمایه توان جبران عقب‌ماندگی‌های خود را دارد یا وارد فاز فرسایشی می‌شود، آن است که در کل توان جبران دارد، اما از دیدگاه اقتصادی، موضوع به چند متغیر کلیدی وابسته است.

بازار سرمایه نهادی است که رفتار آن را می‌توان با مفهوم «انباشته شدن نااطمینانی» توضیح داد. وقتی طی سال‌ها شوک‌های کوچک و بزرگ به صورت پی‌درپی بر بازار وارد می‌شود، نوعی خستگی ساختاری در سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. این خستگی ممکن است حتی پس از کاهش تنش نیز خود را نشان دهد و مانع از واکنش سریع بازار به اخبار مثبت شود. از طرف دیگر، تجربه تاریخی نشان می‌دهد که بازارها

بازار سرمایه و اقتصاد ایران در سال‌های اخیر تحت تاثیر مجموعه‌ای از تنش‌های سیاسی، تحریم‌ها و نااطمینانی‌های ساختاری قرار گرفته و همین موضوع چشم‌انداز تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران را با پیچیدگی‌های جدی مواجه کرده است. در همین زمینه، با یکی از صاحب‌نظران پیش‌کسوت و اقتصاددان برجسته کشور در «صباح‌تحلیل» گفت‌وگویی انجام داده‌ام تا ابعاد مختلف اثرگذاری تحولات سیاسی و بر بازار سرمایه، ظرفیت جبران عقب‌ماندگی‌ها و همچنین چالش‌های پیش‌روی سیاست‌گذاری اقتصادی و مالی مورد بررسی قرار گیرد.

**با مقایسه تجربه بازار سرمایه در دوران جنگ تحمیلی ۸ ساله، جنگ ۱۲ روزه و شرایط فعلی، آیا بازار پس از پایان تنش‌های نظامی، پتانسیل جبران عقب‌ماندگی را دارد یا وارد یک فاز فرسایشی طولانی‌مدت خواهیم شد؟**

جنگ ۸ ساله فضای دیگری بود و اساساً قابل مقایسه با وضعیت امروز نیست. اقتصاد ایران در آن دوره ساختار، اندازه، عمق و حتی نوع کنش‌گران متفاوتی داشت و بازار سرمایه هنوز در مرحله ابتدایی رشد خود بود. به بیان دقیق‌تر، بازار بسته و جریان معاملات بازار سهام متوقف ماند. در مقابل، بازار سرمایه امروز ایران از اواسط دهه ۸۰ به شکل مزمن با محدودیت‌های خارجی و تحریم مواجه بوده و به نوعی از سال‌های ۱۳۸۵ یا ۱۳۸۶ به بعد وارد دوره‌ای شد که می‌توان آن را «تعلیق بلندمدت» نامید؛ دوره‌ای که نه جنگی تمام‌عیار در جریان بوده

# اوستا

صندوق درآمد ثابت

## پناهگاه امن سرمایه شما!



✓ افزایش نرخ سود موثر سالانه  
صندوق اوستا به ۳۸ درصد



آنکه موتور محرک بازسازی باشند، خود نیازمند اصلاحات ساختاری برای جلوگیری از فروپاشی ترازنامه‌ای هستند.

بنابراین، راه‌کار عملی در «تقسیم کار هوشمندانه» نهفته است؛ به طوری که شبکه بانکی تنها در قالب اعتبارات کوتاه‌مدت برای بازگرداندن فوری صنایع به چرخه تولید و تامین سرمایه در گردش ضروری ایفای نقش کند. اما برای بازسازی زیرساخت‌های کلان و پروژه‌های بلندمدت، باید نگاه‌ها به سمت بازار سرمایه تغییر کند. بازار سرمایه ممکن است بتواند با ابزارهایی مانند اوراق و صندوق‌های پروژه، منابع بلندمدت را به طور مستقیم به پروژه‌های بازسازی هدایت کند و با ایجاد شفافیت ناشی از سازوکارهای بورس، از اتلاف منابع عمومی که در تسهیلات بانکی شایع است، جلوگیری به عمل می‌آورد.

البته تحقق این امر در بازار سرمایه، مستلزم رعایت پیش شرط‌هایی است که بدون آن‌ها، اعتماد عمومی بازمی‌گردد. این پیش شرط‌ها شامل شفافیت دقیق در گزارش‌های پیشرفت پروژه‌ها، حاکمیت شرکتی قدرتمند و تضمین‌های معقول برای سرمایه‌گذاران، نه به شکل رانت، بلکه به شکل سودآوری واقعی ناشی از بهره‌برداری پروژه‌ها است. در نهایت، باید تاکید کرد که تکیه بر بازار سرمایه برای بازسازی، جایگزین مسئولیت دولت نیست، بلکه روشی است برای این‌که هزینه‌های بازسازی به جای تورم کمرشکن برای دهک‌های پایین، از طریق تجهیز منابع و مشارکت مردم و بنگاه‌ها در طرح‌های مشخص اقتصادی و با بازدهی مشخص تامین شود.

ساعت کار از بین می‌رود و درآمد‌هایی که باید ایجاد می‌شد، هرگز شکل نمی‌گیرد. این عدم‌النفع نه در آمار تخریب دیده می‌شود و نه به سادگی قابل محاسبه است، اما در عمل زبانی بزرگ‌تر از خسارت‌های فیزیکی است؛ زیرا دامنه آن بسیار وسیع‌تر بوده و زندگی روزمره طیف بزرگی از فعالان اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در چنین موقعیتی معمولاً گروه‌های مختلفی با آسیب‌های واقعی روبه‌رو هستند. خانه‌ای که آسیب دیده، معیشتی که ناگهان قطع شده، کسب‌وکاری که به دلیل اختلال زیرساخت‌ها متوقف شده، یا تولیدکننده‌ای که محصولش راهی برای فروش پیدا نمی‌کند. تصور کنید آرایشگری که به دلیل قطع اینترنت یا اختلال در خدمات آنلاین، دو ماه کامل مشتری نداشته و از درآمد روزانه خود محروم شده؛ یا لوله‌کشی که بخش عمده فعالیت او به تماس‌ها و هماهنگی‌های آنلاین وابسته بوده و ناگهان این مسیر ارتباطی از بین رفته است؛ یا کشاورزی که هندوانه‌اش در مزرعه مانده و بازار صادراتی خود را از دست داده؛ یا ماهیگیری که صید کرده اما راهی برای صادرات ندارد؛ در سطحی دیگر خانواده‌ای با خانه‌ای آسیب‌دیده و مسئله تامین سرپناه روبه‌رو می‌شود.

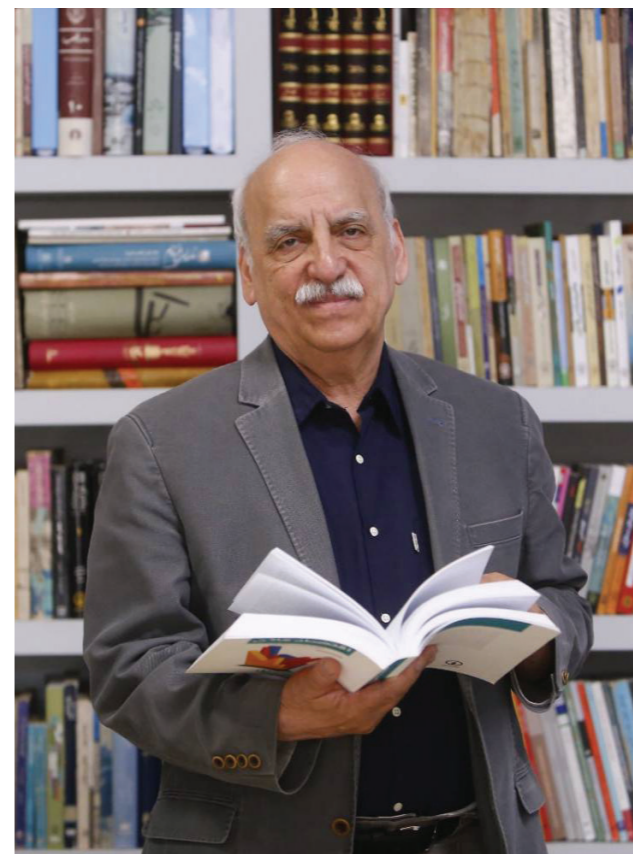
در کنار همه این‌ها، سهامداری هم وجود دارد که می‌بیند ارزش دارایی مالی‌اش در بازار سرمایه نصف شده است. زبان او هم واقعی بوده و انکار آن منصفانه نیست. اما تفاوت مهمی میان این وضعیت‌ها وجود دارد. برای برخی افراد، خسارت به معنای از دست رفتن فوری معیشت یا سرپناه مسئله‌ای حیاتی و فوری است. برای برخی دیگر، خسارت به معنای از بین رفتن فرصت فروش محصولی است که نتیجه ماه‌ها کار بوده و برای گروهی دیگر، از جمله سهامداران، خسارت در قالب کاهش ارزش دارایی مالی بروز می‌کند.

به همین دلیل، اگر قرار باشد دولت وارد فرآیند جبران شود و منابعی در اختیار داشته باشد، مسئله اصلی این نیست که آیا باید جبران انجام شود یا نه، بلکه این است که جبران چگونه و با چه اولویتی صورت گیرد. کمتر کسی با اصل جبران مخالف است؛ اعتراض معمولاً زمانی شکل می‌گیرد که احساس شود منابع عمومی به شکلی ناعادلانه توزیع شده‌اند. عدالت در این‌جا یعنی ابتدا رسیدگی به خسارت‌هایی که مستقیماً معیشت یا سرپناه را تهدید می‌کنند، سپس حمایت از تولیدکنندگان و فعالان اقتصادی که زنجیره عرضه و اشتغال را حفظ می‌کنند و در نهایت رسیدگی به زیان‌های مالی که در بازار دارایی‌ها رخ داده است.

در مورد اصلاحات ساختاری موضوع روشن و ساده است. بیشتر حمایت‌ها در بازار سرمایه باید جنبه ساختاری داشته باشند تا جبران مستقیم زیان باشد. افزایش شفافیت، ثبات در سیاست‌های اقتصادی، کاهش نااطمینانی‌های مقرراتی، تقویت بازگردانی و پرهیز از تصمیم‌های ناگهانی، اقداماتی است که اعتماد سرمایه‌گذاران را به شکل پایدار بازسازی می‌کنند. چنین اصلاحاتی نه تنها به سهامداران کمک می‌کند، بلکه در نهایت به تامین مالی تولید و رشد اقتصادی نیز یاری می‌رساند.

**آیا امکان اتکا به شبکه بانکی برای تامین مالی صنایع آسیب‌دیده وجود دارد و آیا بازار سرمایه توان ایفای نقش موثری در بازسازی زیرساخت‌های کشور دارد؟**

همواره بر این نکته تاکید شده که نظام بانکی ما با چالش‌های ساختاری چون ناترازی ترازنامه، دارایی‌های منجمد و اضافه برداشت‌های مزمن دست‌به‌گریبان است؛ بنابراین، تکمیل بار تامین مالی بازسازی‌ها به بانک‌ها، عملاً به معنای خلق پول جدید و تشدید تورم است که در نهایت، نه تنها کمکی به بهبود وضعیت نمی‌کند، بلکه تاب‌آوری اقتصاد را بیش از پیش کاهش می‌دهد. بانک‌های ما در وضعیت فعلی بیش از





در گفت‌وگو با وحید حسن پور دبیر بررسی شد:

## سه سناریوی محتمل برای مسیر آتی بورس

### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

بازگشت اعتماد نیازمند اقدامات ملموس است. دولت و سیاست‌گذاران می‌توانند با اجتناب از عرضه‌های سنگین سهام دولتی در شرایط نامساعد و مدیریت مناسب نرخ سود اوراق بدهی و تسهیلات بانکی، اقدامات حمایتی کوتاه‌مدت انجام دهند. در بلندمدت نیز انضباط مالی بیشتر، کنترل کسری بودجه، ثبات در سیاست‌های ارزی و انرژی، خصوصی‌سازی واقعی و استفاده موثرتر از ظرفیت بازار سرمایه در تامین مالی پروژه‌های زیرساختی، اصلاحات ساختاری لازم هستند.

### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

ابزارهای مالی مشتقه می‌توانند به پوشش بخشی از ریسک‌های سیستماتیک کمک کنند، هرچند انتظار نمی‌رود همه ریسک‌ها را پوشش دهند. با این حال، این ابزارها در ایران به دلیل محدودیت‌های قانونی و زیرساختی، عدم آمادگی کافی زیرساخت‌های معاملاتی و سطح پایین فرهنگ سرمایه‌گذاری، توسعه کافی نیافته‌اند. بنابراین توسعه تدریجی این ابزارها با رعایت ملاحظات احتیاطی، رویکردی منطقی به شمار می‌رود.

### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

بازار سرمایه می‌تواند نقش مهمی در تامین مالی پروژه‌های بازسازی زیرساخت‌ها از طریق انتشار اوراق مشارکت، صکوک و صندوق‌های پروژه‌ای ایفا کند. برای تحقق این نقش، فراهم کردن تضامین مناسب، تقویت رتبه‌بندی اعتباری و کاهش موانع قانونی ضروری است که با انجام این اقدامات، امکان جذب سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت فراهم خواهد شد.

### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

با توجه به شرایط اقتصادی و ژئوپلیتیک کنونی، سناریوی پایه که محتمل‌ترین حالت محسوب می‌شود، ادامه نوسانات همراه با رشد اسمی محدود متناسب با سطح تورم خواهد بود. در سناریوی خوش‌بینانه که با کاهش تنش‌های بین‌المللی و بهبود متغیرهای کلان همراه است، انتظار بازگشت تدریجی اعتماد و بهبود نسبی شاخص وجود دارد. در مقابل، سناریوی بدبینانه در صورت تشدید ریسک‌های خارجی، با فشار نزولی بیشتر و کاهش نقدشوندگی همراه خواهد بود. در همه این سناریوها، تمرکز بر سهام شرکت‌های دارای بنیه مالی قوی، دارایی‌های واقعی و جریان نقدی صادراتی، رویکرد محافظه‌کارانه‌تری به شمار می‌رود.

در شرایطی که بازار سرمایه با مجموعه‌ای از ریسک‌های سیستماتیک، ناترازی‌های اقتصادی و ضعف در برخی زیرساخت‌های نهادی مواجه است، بررسی نگاه کارشناسان به مسیر اصلاح این بازار اهمیت ویژه‌ای دارد. وحید حسن پور دبیر، فعال بازار سرمایه، در گفت‌وگو با «صباح‌لیل» ضمن تشریح مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بورس، به ارزیابی ابزارهای مدیریت ریسک، نقش سیاست‌گذاران در بازگشت اعتماد و سناریوهای پیش‌روی بازار سرمایه پرداخته است.

### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه در حال حاضر شامل سطح بالای ریسک‌های سیستماتیک، عدم ثبات در سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی، کسری بودجه دولت و ناترازی‌های بخش انرژی و تولید است که منجر به کاهش جذابیت بازار نسبت به سایر دارایی‌ها شده است. برای بهبود این وضعیت، پیشنهاد می‌شود با کاهش تدریجی دخالت‌های مستقیم دولت در قیمت‌گذاری، اجرای دقیق‌تر قوانین تامین مالی و تقویت شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی، گام‌های عملی برداشته شود.

### در شرایط بحرانی، آیا توقف معاملات تصمیم درستی است یا باید بازار باز بماند؟ برای کنترل هیجان چه ابزارهایی موثرتر است؟

به نظر می‌رسد توقف طولانی‌مدت معاملات در شرایط بحرانی راه‌حل بهینه‌ای نباشد، زیرا ممکن است منجر به انباشت فشارهای فروشی و کاهش نقدشوندگی شود. تجربه کشورهای درگیر جنگ، مانند روسیه و اوکراین در سال ۲۰۲۲، نشان می‌دهد که تعطیلی کامل و طولانی‌مدت معاملات می‌تواند مشکلات جدی ایجاد کند. در روسیه بازار برای نزدیک به یک ماه بسته و سپس با محدودیت‌های شدید بازگشایی شد، در حالی که در اوکراین معاملات از روزهای اولیه حمله متوقف شد و بازار سرمایه برای مدت طولانی عملاً غیرفعال ماند. بنابراین حفظ بازار به صورت باز با مکانیسم‌های نظارتی مناسب (مانند توقف موقت خودکار، دامنه نوسان پویا، تقویت فعالیت بازارگردانان حرفه‌ای و انتشار به‌موقع اطلاعات شفاف) ابزارهای موثرتری برای مدیریت هیجانات هستند.

### درباره ریزساختارهای بازار وضعیت فعلی را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ چه اصلاحاتی لازم است؟

هرچند حذف حجم مبنای مثبتی ارزیابی می‌شود، اما محدودیت‌های موجود در دامنه نوسان همچنان بر نقدشوندگی و کارایی بازار تأثیرگذار است. در این زمینه، حرکت تدریجی به سمت دامنه نوسان انعطاف‌پذیرتر، تقویت نظارت هوشمند بر معاملات و گسترش بازارگردانی حرفه‌ای در نمادهای اصلی، اصلاحات ضروری هستند که باید با دقت و در مراحل مناسب اجرا شوند تا از ایجاد نوسانات نامتعادل جلوگیری شود.



در گفت‌وگو با مونا حاجی‌علی اصغر مطرح شد:

## ایده‌هایی برای توسعه بازار سرمایه

بازار سرمایه در شرایطی قرار گرفته که هم‌زمان تحت فشار متغیرهای کلان اقتصادی و سیاسی و تغییرات در سیاست‌گذاری‌ها، با مجموعه‌ای از چالش‌های ساختاری مواجه است. چالش‌هایی که از ریزساختارهای معاملاتی تا سطح اعتماد سرمایه‌گذاران را دربر می‌گیرد. در این میان، بحث درباره اصلاحات نهادی، کارآمدی ابزارهای مدیریت ریسک و مسیرهای پیش‌روی بازار بیش از گذشته اهمیت یافته است. در گفت‌وگو با مونا حاجی‌علی‌اصغر، یکی از فعالان بازار سرمایه، تلاش شده است تصویری روشن‌تر از وضعیت کنونی و سناریوهای محتمل آینده بازار ارائه شود.

### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

مهم‌ترین چالش‌های بازار سرمایه را می‌توان در چند محور خلاصه کرد که شامل غلبه نگاه کوتاه‌مدت در سیاست‌گذاری، وابستگی شدید بازار به متغیرهای کلان (به‌ویژه نرخ ارز و سیاست‌های مالی دولت)، ضعف در حاکمیت شرکتی و محدودیت در تنوع ابزارهای مالی می‌شوند. علاوه بر این، مداخلات مکرر و بعضاً غیرقابل پیش‌بینی، موجب کاهش کارایی و افزایش نااطمینانی شده است.

در این خصوص راهکارهای عملی شامل حرکت به سمت ثبات در مقررات، تقویت نهادهای خودتنظیم‌گر، توسعه نظام بازارگردانی حرفه‌ای و ارتقای شفافیت اطلاعاتی است. همچنین، طراحی یک نقشه راه بلندمدت برای بازار سرمایه که از تغییرات مقطعی مصون باشد، اهمیت حیاتی دارد.

### در شرایط بحرانی، آیا توقف معاملات تصمیم درستی است یا باید بازار باز بماند؟ برای کنترل هیجان چه ابزارهایی موثرتر است؟

نکته‌ای که باید در نظر داشت آن است که توقف معاملات، اگرچه در کوتاه‌مدت می‌تواند از تشدید هیجان جلوگیری کند، اما در بلندمدت به کاهش اعتماد و افزایش ریسک نقدشوندگی منجر می‌شود. تجربه بازارهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که به جای تعطیلی کامل، استفاده از ابزارهایی مانند «حراج‌های ناپیوسته»، «دامنه نوسان پویا» و «قطع‌کننده‌های خودکار معاملات (Circuit Breakers)» کارآمدتر است. بازار باید در اغلب شرایط باز بماند، اما با مکانیزم‌های کنترلی هوشمند که امکان کشف قیمت را حفظ کرده و در عین حال از رفتارهای توده‌ای جلوگیری کند.

### وضعیت فعلی ریزساختارهای بازار را چگونه ارزیابی می‌کنید و چه اصلاحاتی در این حوزه ضروری می‌دانید؟

ریزساختار فعلی بازار، شامل دامنه نوسان ثابت در عمل به کاهش نقدشوندگی و ایجاد صف‌های خرید و فروش منجر شده است. این



سازوکارها اگرچه با هدف کنترل نوسان طراحی شده‌اند، اما در بسیاری از موارد به تأخیر در کشف قیمت واقعی انجامیده‌اند.

اصلاحات پیشنهادی شامل حرکت به سمت دامنه نوسان پویا، تقویت نقش بازارگردان‌ها، تعدد انواع نهادهای مالی برای بازارگردانی، انعطاف در دامنه نوسان و دامنه مظنه برای بازارگردان و توسعه معاملات الگوریتمی تحت نظارت است. این اصلاحات باید به‌صورت تدریجی و با آزمون در مقیاس محدود اجرا شوند تا از شوک‌های ناخواسته جلوگیری شود.

### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

اعتماد، مهم‌ترین سرمایه بازار است و بازسازی آن نیازمند اقدامات عملی و نه صرفاً اعلامی است. دولت و نهاد ناظر باید از تصمیمات ناگهانی و مداخلات مستقیم در قیمت‌ها پرهیز کنند. در عوض، تمرکز باید بر ثبات سیاستی، شفافیت و حمایت غیرمستقیم از بازار باشد.

بسته‌های حمایتی، مانند تریبک نقدینگی هدفمند از طریق صندوق‌های تثبیت و توسعه، در کوتاه‌مدت می‌توانند موثر باشند، اما اگر با اصلاحات ساختاری همراه نباشند، اثرات آن‌ها موقتی خواهد بود. همچنین، هماهنگی میان سیاست‌های پولی، مالی و ارزی برای کاهش ریسک سیستماتیک ضروری است.

### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

در فضای ریسک سیستماتیک بالا، ابزارهای مشتقه، صندوق‌های پوشش ریسک و اوراق بدهی می‌توانند نقش مهمی در مدیریت ریسک ایفا کنند. با این حال، در ایران توسعه این ابزارها با محدودیت‌هایی مانند ضعف زیرساخت حقوقی، کمبود دانش تخصصی و نگرانی‌های نظارتی مواجه بوده است.

برای توسعه این بازار، لازم است چارچوب‌های مقرراتی شفاف‌تر، آموزش حرفه‌ای گسترده‌تر و مشوق‌های لازم برای مشارکت نهادهای مالی طراحی شود. بدون این ابزارها، بازار در برابر شوک‌ها بسیار آسیب‌پذیر باقی خواهد ماند.

### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

بازار سرمایه می‌تواند نقش کلیدی در تامین مالی پروژه‌های زیرساختی و بازسازی (به‌ویژه از طریق انتشار اوراق بدهی، صندوق‌های پروژه و ابزارهای تامین مالی جمعی) ایفا کند. این ظرفیت، در صورت استفاده صحیح، می‌تواند فشار بر نظام بانکی را کاهش داده و منابع مالی بلندمدت را به سمت پروژه‌های مولد هدایت کند. طراحی ابزارهای جذاب برای سرمایه‌گذاران و تضمین حداقلی بازدهی در پروژه‌های زیرساختی، از جمله اقداماتی است که می‌تواند مشارکت بخش خصوصی را افزایش دهد.

### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

در شرایط فعلی، می‌توان سه سناریوی کلی را متصور بود: سناریوی بهبود تدریجی: با ثبات نسبی در متغیرهای کلان و اجرای اصلاحات، بازار به مسیر رشد ملایم بازمی‌گردد.

سناریوی نوسان فرسایشی: تداوم شرایط فعلی و نبود اصلاحات جدی، منجر به بازاری کم‌عمق و ناپایدار خواهد شد.

سناریوی شوک و بازتنظیم: وقوع شوک‌های جدید می‌تواند به اصلاحات سریع‌تر اما پرهزینه منجر شود.

در مجموع، مسیر آینده بازار سرمایه بیش از هر چیز به کیفیت سیاست‌گذاری و میزان تعهد به اصلاحات ساختاری وابسته است. بدون این اصلاحات، حتی قوی‌ترین بسته‌های حمایتی نیز تنها نقش مسکن‌های موقت را ایفا خواهند کرد. لازم است مدیریت دقیق و هماهنگ میان مدیران بازارهای مالی برای عبور از این شرایط خاص فراهم شود.



سناریوهای محتمل بازار سرمایه از نگاه مهدی رضایتی

## شناسایی چالش‌های ساختاری بازار سرمایه

در شرایطی که بازار سرمایه بیش از هر زمان دیگری تحت تاثیر ریسک‌های سیاسی، ابهامات اقتصادی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران قرار دارد، بررسی چالش‌های ساختاری این بازار اهمیتی دوچندان یافته است. مهدی رضایتی، مدیر دارایی سیدگردان کلک و یکی از فعالان بازار سرمایه، در گفت‌وگو با «صباح‌تحلیل» ضمن تشریح مهم‌ترین موانع پیش روی بورس، بر ضرورت اصلاح سازوکارهای معاملاتی، افزایش شفافیت و تقویت ابزارهای مدیریت ریسک تاکید کرده و به بررسی سناریوهای پیش روی بازار سرمایه پرداخته است. در ادامه مشروح این گفت‌وگو را می‌خوانید.

### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

در شرایط فعلی، بخش عمده فضای بازار سرمایه تحت تاثیر مساله جنگ و بسته بودن بازار قرار دارد و ریسک‌های ژئوپلیتیک عملاً بر سایر متغیرها سایه انداخته‌اند. با این حال، اگر بخواهیم فارغ از شرایط جنگی به چالش‌های ساختاری نگاه کنیم، باید گفت این چالش‌ها متعدد و چندبعدی هستند و نمی‌توان آن‌ها را به یک یا دو عامل محدود کرد. با این وجود، شاید مهم‌ترین چالش ساختاری بازار سرمایه را بتوان نحوه تعامل دولت با اقتصاد و بازار سرمایه دانست، به گونه‌ای که بازار به شدت تحت تاثیر کسری بودجه دولت و سیاست‌های جبرانی ناشی از آن قرار دارد. این موضوع از مسیرهای مختلفی مانند قیمت‌گذاری‌های غیرکارا، تحمیل هزینه‌های دستوری به شرکت‌ها و فشارهای مالیاتی و حقوقی به بنگاه‌ها منتقل می‌شود. برای مثال، تعیین غیرمنطقی قیمت گاز، افزایش حقوق مالکانه معادن

نسبت به استانداردهای جهانی، با فشارهای مالیاتی، همگی به‌طور مستقیم بر سودآوری شرکت‌ها اثر می‌گذارند. در مقابل، دولت برای کنترل فشارهای اقتصادی به سمت قیمت‌گذاری دستوری حرکت می‌کند، رویکردی که در عمل نه تنها مسئله را حل نمی‌کند، بلکه منجر به ایجاد رانت، کاهش سرمایه‌گذاری و تشدید ناکارایی اقتصادی می‌شود. از سوی دیگر، شرکت‌های ایرانی علاوه بر این چالش‌ها، با ریسک‌های سیستماتیک بالاتری از جمله تحریم‌ها، محدودیت در مبادلات کالا و نقل و انتقال پول نسبت به بازارهای جهانی مواجه‌اند. این ریسک‌ها حتی در بسیاری موارد سنگین‌تر از ریسک‌های نظامی هستند.

ترکیب این دو عامل یعنی کاهش سودآوری از یک سو و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری از سوی دیگر باعث شده اقتصاد و بازار سرمایه در وضعیت پیچیده‌ای قرار بگیرند. راهکارها نیز عمدتاً در سطح سیاست‌های کلان اقتصادی تعریف می‌شوند. با این حال، مهم‌ترین اصلاح قابل انجام، پرهیز از قیمت‌گذاری دستوری و اصلاح سازوکار تخصیص یارانه‌ها است. به جای کنترل غیرمستقیم قیمت‌ها، می‌توان از ابزارهایی مانند یارانه‌های مستقیم یا نقدی برای حمایت از اقشار استفاده کرد تا هم شفافیت افزایش یابد و هم از ایجاد رانت جلوگیری شود.

### در شرایط بحرانی، آیا توقف معاملات تصمیم درستی است یا باید بازار باز بماند؟ برای کنترل هیجان چه ابزارهایی موثرتر است؟

در شرایط فعلی که کشور با ریسک‌های جدی و حتی تهدیدهای فیزیکی مواجه است، به نظر می‌رسد توقف موقت معاملات می‌تواند تصمیم

قابل دفاعی باشد. در چنین شرایطی برخی شرکت‌ها با ریسک‌های موجودیتی مواجه‌اند و حتی امکان آسیب به خطوط تولید وجود دارد، بنابراین کشف قیمت در چنین فضایی بسیار دشوار و غیرواقعی خواهد بود. در عین حال، اگرچه توقف معاملات به معنای از دست رفتن نقدشوندگی است، اما در شرایطی که بازار تحت فشار شدید روانی و امنیتی قرار دارد، به نظر می‌رسد آسیب ناشی از باز بودن بازار می‌تواند از هزینه بسته بودن آن بیشتر باشد.

### درباره ریزساختارهای بازار، وضعیت فعلی را چطور ارزیابی می‌کنید؟ چه اصلاحاتی لازم است؟

در حوزه ریزساختارها، به نظر می‌رسد باید تفکیکی میان شرکت‌ها قائل شد. شرکت‌هایی که مستقیماً از شرایط بحران آسیب دیده‌اند، باید سازوکار معاملاتی متفاوتی از جمله دامنه نوسان متفاوت و حمایت‌های هدمندتر بازارگردانی داشته باشند. اما در سطح کلی بازار، به نظر می‌رسد وجود یک تنخواه یا خط اعتباری حمایتی برای بازارگردانی در شرایط بحران ضروری است.

این منابع می‌توانند از طریق یک خط اعتباری موقت (مثلاً سه تا شش ماهه) تامین شده و پس از کاهش ریسک‌ها، به تدریج از بازار خارج شوند تا اثر تورمی آن نیز خنثی شود.

در صورت عدم امکان تامین چنین منابعی، احتمالاً حفظ ساختار فعلی دامنه نوسان و جلوگیری از گسترش آن گزینه کم‌ریسک‌تری خواهد بود، زیرا افزایش دامنه در شرایط هیجانی می‌تواند کنترل بازار را دشوارتر کند. همچنین با توجه به شرایط فورس مازور فعلی، ارکان نظارتی بازار می‌توانند محدودیت‌هایی برای فروش سهام از سمت نهادهای دولتی و حاکمیتی اعمال کنند تا بازار بتواند مسیر کوتاه‌تری را برای به تعادل رسیدن طی کند.

### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

در خصوص اقدامات دولت در شرایط حساس فعلی، پیش از هر چیز، پرهیز از تکرار اشتباهات گذشته همچون «قیمت‌گذاری دستوری» ضرورتی حیاتی دارد، چراکه این سیاست به سرعت می‌تواند به کمبایی کالاها، تعطیلی بنگاه‌های تولیدی و آسیب جبران‌ناپذیر به جریان سرمایه‌گذاری و تولید منجر شود. در گام دوم، تغییر نگاه دولت به منابع تخصیص یافته برای حمایت و بازارگردانی می‌تواند گره‌گشا باشد.

برخلاف سایر هزینه‌های قطعی دولت که ماهیتی کاملاً تورم‌زا دارند، منابع تزریق شده به بازار سرمایه ماهیتی رفت‌وبرگشتی دارند؛ به این معنا که این منابع در یک دوره تزریق و در دوره‌ای دیگر بازیافت شده و عملاً اثر تورمی آن‌ها در یک بازه زمانی کوتاه‌مدت (حداکثر شش تا هفت ماهه) خنثی می‌شود. اتخاذ چنین دیدگاهی می‌تواند مسیر تخصیص منابع حمایتی به بازار را هموارتر کرده و از قفل‌شدگی معاملات جلوگیری کند.

### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

در خصوص کارکرد ابزارهای مالی برای پوشش ریسک‌های سیستماتیک، باید توجه داشت زمانی که ابعاد ریسک از سطح معینی فراتر می‌رود (نظیر وقوع جنگ یا درگیری‌های نظامی)، کارایی این ابزارها به شدت تقلیل می‌یابد. اساس پوشش ریسک بر یک توافق دوطرفه استوار است که در آن، یک طرف با پرداخت هزینه‌ای ریسک خود را کاهش داده و طرف مقابل آن را متقبل می‌شود. اما در شرایط بحرانی، زمانی که

دامنه خسارات احتمالی از توان مالی نهادها خارج شود، خطر نکول یا عدم ایفای تعهدات از سوی طرف ریسک‌پذیر به شدت بالا می‌رود. این چالش حتی در عمیق‌ترین بازارهای جهانی نیز وجود دارد و نهادهای مالی ممکن است در برابر ریسک‌های کلان ناتوان شوند. بنابراین، محدودشدن کارکرد ابزارهای پوشش ریسک در وضعیت کنونی، امری کاملاً طبیعی و اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد.

### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

در خصوص نقش بازار سرمایه در تامین مالی بازسازی زیرساخت‌ها، باید این نکته کلیدی را تبیین کرد که سرمایه‌گذار همواره در جست‌وجوی بازدهی مطلوب اقتصادی و نرخ سود جذاب است. این رویکرد کاملاً با فعالیت‌های خیریه که در آن‌ها بازدهی مالی ملاک نیست، تفاوت دارد. در بازار سرمایه، منطق اقتصادی حرف اول را می‌زند و در شرایطی که سیاست‌های دولتی، توجیه اقتصادی بسیاری از کسب‌وکارها را از بین برده است، نمی‌توان انتظار داشت این بازار در امر بازسازی زیرساخت‌ها معجزه کند.

برای نمونه، در حال حاضر بازده سرمایه‌گذاری در صنایع بزرگی نظیر فولاد یا پتروشیمی، به دلیل نرخ‌های تعیین شده برای گاز و برق و همچنین وضع عوارض گوناگون، به شدت کاهش یافته و دیگر برای سرمایه‌گذاران رقابتی و جذاب نیست. بنابراین، تا زمانی که سیاست‌های دولت در این بخش‌ها تغییر نکند و مشوق‌های لازم برای سودآوری واقعی ایجاد نشود، انتظار مشارکت موثر بازار سرمایه در پروژه‌های زیرساختی، چندان واقع‌بینانه نخواهد بود.

### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

در خصوص سناریوهای پیش روی بازار سرمایه، ضروری است که میان شرکت‌های مستقیماً آسیب‌دیده از تنش‌ها و سایر شرکت‌ها تفکیک قائل شویم. با این حال، نگاهی به میانگین کلی بازار نشان می‌دهد که قیمت‌ها حتی پیش از وقوع درگیری‌ها نیز به سطوح بسیار نازلی رسیده بودند. در حالی که ارزش جایگزینی صنایع کشور بیش از ۳۰۰ میلیارد دلار برآورد می‌شود، ارزش کل بازار به کمتر از ۸۰ میلیارد دلار سقوط کرده بود که نشان‌دهنده ارزندگی بنیادی بسیاری از نمادهاست. از سوی دیگر، متغیرهایی نظیر تورم و رشد نرخ ارز، هرچند چالش‌زا هستند، اما مستقیماً بر افزایش نرخ فروش و سودآوری اسمی شرکت‌ها تاثیر می‌گذارند.

در حال حاضر، اگرچه بدبینی عمیقی میان فعالان بازار دیده می‌شود، اما به نظر می‌رسد در این مورد تا حدی بزرگ‌نمایی شده باشد. بسیاری از شرکت‌ها پتانسیل آن را دارند که برخلاف انتظارات منفی، عملکرد بهتری داشته باشند و قیمت‌های خود را بازیابی کنند. با توجه به افزایش نرخ ارز، ارزش دلاری شرکت‌ها حتی در صورت ثبات قیمت‌های تابلو نیز در حال کاهش است و رسیدن به کف تاریخی ۷۵ میلیارد دلاری نشان می‌دهد که پتانسیل چندانی برای افت بیشتر قیمت‌های اسمی وجود ندارد.

در نهایت، وجود نسبت‌های «قیمت به درآمد» (P/E) در سطوح کمتر از ۳ در بسیاری از نمادها، گویای آن است که بازار در بسیاری از صنایع می‌تواند به محض فروکش کردن هیجانات، با سرعت بالایی خود را بازیابی کند. بنابراین، هرچند فشارهای کوتاه‌مدت ممکن است ادامه یابد، اما این نزول احتمالاً ماندگار و بلندمدت نخواهد بود.



چالش‌های بازار سرمایه از نگاه سید فرهنگ حسینی

## بازار سرمایه در جست‌وجوی تعادل جدید

در ادامه بررسی وضعیت بازار سرمایه و موضوعات مرتبط با چالش‌ها و فرصت‌های پیش‌رو، این بار در «صبا تحلیل» میزبان سید فرهنگ حسینی، فعال بازار سرمایه، بودیم تا در گفت‌وگویی تفصیلی به بررسی مهم‌ترین موانع پیش‌روی بورس، مسیرهای اصلاح سیاستی و چشم‌انداز بازار سرمایه در سناریوهای مختلف اقتصادی و سیاسی بپردازیم. متن کامل این گفت‌وگو در ادامه آمده است.

### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

در شرایط فعلی، مهم‌ترین چالش ساختاری بازار سرمایه را می‌توان کاهش نقدشوندگی ناشی از توقف و بسته بودن نمادهای معاملاتی دانست. در حالی که همه شرکت‌های حاضر در بازار به‌طور یکسان تحت تاثیر شرایط بحرانی قرار نگرفته‌اند و حتی برخی از آن‌ها به دلیل رشد نرخ ارز و افزایش فروش، وضعیت بنیادی بهتری پیدا کرده‌اند، اما سرمایه‌سهمداران در این شرکت‌ها نیز عملاً به دلیل توقف معاملات، از نقدشوندگی محروم مانده است. از این‌رو، مهم‌ترین راهکار در کوتاه‌مدت، بازگشایی تدریجی و مدیریت‌شده بازار و در بلندمدت، اصلاح سازوکارهای نقدشوندگی و کاهش مداخلات غیرضروری در جریان معاملات است.

### در شرایط بحرانی، آیا توقف معاملات اقدام درستی است یا باید بازار باز بماند؟ همچنین برای کنترل هیجان در بازار، چه ابزارهایی موثرتر هستند؟

توقف موقت معاملات در شرایط بحرانی، در کوتاه‌مدت و برای جلوگیری از شوک‌های هیجانی، می‌تواند تصمیم قابل دفاعی باشد، اما تداوم این وضعیت در بلندمدت، آثار منفی قابل توجهی به همراه دارد. از جمله این آثار می‌توان به کاهش اعتماد، اختلال در قیمت‌گذاری و محدود شدن امکان تامین مالی شرکت‌ها اشاره کرد.

تجربه کشورهایمانند روسیه نشان می‌دهد که تداوم توقف بازار، حتی در شرایط جنگی، در نهایت هزینه‌های ساختاری سنگینی ایجاد می‌کند. در این میان، برای کنترل هیجان، شفاف‌سازی اطلاعات شرکت‌ها، مدیریت انتظارات و آموزش رفتار سرمایه‌گذاران نقش اساسی دارد. در کوتاه‌مدت نیز بازگشایی بازار بدون دامنه نوسان می‌تواند به تخلیه هیجانات و نزدیک شدن سریع‌تر قیمت‌ها به تعادل کمک کند.

### وضعیت فعلی ریزساختارهای بازار را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ چه اصلاحاتی لازم است؟

ریزساختارهایی مانند دامنه نوسان و حجم مینا، در اصل با هدف کنترل

هیجان و ایجاد فرصت تحلیل طراحی شده‌اند، اما در شرایط خاص، می‌توانند اثر معکوس داشته باشند. در عمل، مشاهده صف‌های فروش طولانی‌مدت، حتی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر نیز انگیزه خروج ایجاد می‌کند و رفتارهای توده‌ای را تشدید می‌کند. در چنین شرایطی، بازار به جای کشف قیمت، به سمت صف‌نشینی و رفتار غیرکارا حرکت می‌کند.

از سوی دیگر، زمانی که بازار با انتظار حمایت دولت مواجه است، وجود این محدودیت‌ها باعث می‌شود مداخلات حمایتی در قیمت‌های غیرتعادلی انجام شود و کارایی منابع کاهش یابد. بنابراین، یکی از اصلاحات مهم می‌تواند بازنگری در دامنه نوسان و اصلاح هوشمند حجم مینا و حرکت به سمت سازوکارهای منعطف‌تر برای کشف قیمت باشد.

### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

یکی از مشکلات مهم در سال‌های گذشته، مداخلات غیرمنسجم دولت در روند بازار، چه در دوره‌های رشد و چه در دوره‌های افت بوده است. این موضوع باعث شکل‌گیری این انتظار شده که دولت در زمان صعود نقش آفرین است و در زمان نزول نیز باید مداخله جبرانی داشته باشد. در حالی که رویکرد صحیح، کاهش مداخلات مستقیم و حرکت به سمت تنظیم‌گری پایدار و آینده‌نگر است. نقش دولت باید بیشتر در حد تثبیت چارچوب‌ها و ایجاد ثبات مقرراتی و نه دخالت در روندهای قیمتی باشد. در کوتاه‌مدت، استفاده هدفمند از منابع حمایتی می‌تواند به کاهش فشار بازار کمک کند، اما در بلندمدت، مهم‌ترین عامل بازگشت اعتماد، کاهش دخالت مستقیم دولت خواهد بود.

### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

ابزارهای مالی مشتقه مانند قراردادهای اختیار معامله، نقش بسیار مهمی در مدیریت و پوشش ریسک سیستماتیک دارند و می‌توانند به تعمیق بازار کمک کنند. با این حال، توسعه این ابزارها در بازار سرمایه ایران هنوز محدود است. مهم‌ترین دلایل آن را می‌توان در ضعف آموزش مالی، نبود فرهنگ استفاده از ابزارهای مشتقه و عدم شناخت کافی فعالان بازار جست‌وجو کرد.

### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

بازار سرمایه اساساً با هدف تجمیع سرمایه‌های خرد و هدایت آن به سمت رشد و توسعه بنگاه‌ها شکل گرفته است. بنابراین، شرکت‌هایی که حتی در شرایط بحرانی آسیب دیده‌اند اما همچنان دارای ظرفیت رشد هستند، می‌توانند از طریق بازار سرمایه مجدداً تامین مالی شوند. پیش‌شرط تحقق این نقش، بازگشت نقدشوندگی و اعتماد به بازار است. بدون این دو عامل، امکان ایفای نقش موثر بازار در تامین مالی و بازسازی کاهش می‌یابد.

### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

در میان سناریوهای موجود، بدترین حالت، تداوم توقف یا تاخیر در بازگشایی بازار است. هرچه این تاخیر طولانی‌تر شود، هزینه‌های اصلاح، نیاز به حمایت‌های گسترده‌تر و آثار منفی ساختاری افزایش خواهد یافت. در مقابل، بازگشایی بازار حتی همراه با کاهش اولیه قیمت‌ها، گزینه کم‌هزینه‌تر و منطقی‌تر نسبت به تداوم توقف است. چنین اقدامی می‌تواند مسیر بازگشت به تعادل و احیای نقدشوندگی را تسریع کند.



## صبا تأمین ایرانیان

SABA TAMIN IRANIAN

### پیشرو در سرمایه‌گذاری نوین

- ✓ انتقال سهام خرد و غیرمدیریتی گروه مالی صبا تأمین با هدف بهینه‌سازی
- ✓ انجام معاملات موثر در قراردادهای مشتقه نمادهای پایه تاسیخو و فرابورس
- ✓ تشکیل پرتفوی مبتنی بر گواهی سپرده‌های کالایی
- ✓ تشکیل پرتفوی مشتقه مبتنی بر سهام و سپرده‌های کالایی
- ✓ تحقق ۲۰۰ درصدی درآمدهای عملیاتی و ۲۲۳ درصدی سود خالص بودجه سال مالی منتهی به اسفندماه ۱۴۰۴
- ✓ ثبت افزایش سرمایه شرکت از مبلغ ۴۰ به ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال از محل مطالبات سهامداران
- ✓ درخواست انتشار اوراق اختیار فروش تبعی با هدف تامین مالی
- ✓ درخواست اخذ مجوز نهاد مالی



## توسعه مدل غیرمتمرکز

## صدور مجوز اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران

بازار اوراق بدهی شرکتی یکی از شریان‌های حیاتی برای تامین مالی اقتصاد و سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدی است. در اقتصاد ایران، به دلیل شرایط تورمی و نیاز مبرم شرکت‌ها به نقدینگی، سرعت در تامین مالی یک مزیت رقابتی کلیدی محسوب می‌شود. با این حال، تمرکز شدید فرآیند بررسی، ممیزی و صدور مجوز انتشار اوراق در سازمان بورس و اوراق بهادار، منجر به شکل‌گیری یک گلوگاه بوروکراتیک و طولانی شدن زمان تامین مالی شده است. ایده تفویض اختیار صدور مجوز انتشار اوراق به نهادهای مالی، به ویژه شرکت‌های تامین سرمایه، راهکاری ساختاری برای رفع این عدم کارایی است.

مزایای مدل غیرمتمرکز صدور مجوز عبارتند از: کاهش چشمگیر زمان تامین مالی؛ حذف صف‌های طولانی بورس و جایگزینی آن با بررسی‌های موازی در تامین سرمایه‌ها. آزادسازی ظرفیت سازمان بورس: تغییر نقش از یک بررسی‌کننده اسناد و تضامین به ناظر هوشمند ریسک‌های سیستماتیک بازار. توسعه مبتنی بر اعتبار (Credit-Based): هدایت بازار به سمتی که شرکت‌های شفاف‌تر با رتبه اعتباری بهتر، بتوانند در کمتر از چند هفته تامین مالی کنند.

با این وجود، الگوبرداری صرف از مدل‌های جهانی بدون توجه به مختصات، ریسک‌های سیستماتیک و ضعف‌های نهادی بازار سرمایه ایران می‌تواند به بحران‌های اعتباری منجر شود. این مقاله با ارائه یک چارچوب مفهومی و عملیاتی، به بسط جامع راهکارهای پوشش ریسک، مدیریت تضاد منافع، نقش آفرینی ارکان نظارتی و معماری یک دوره‌گذار تدریجی می‌پردازد تا تغییر ساختار تامین مالی با کمترین تکانه منفی به اجرا درآید.

## دگرذیسی در ساختار؛ معماری گذار تدریجی

یکی از چالش‌های بنیادین در بازار بدهی ایران، اتکای تاریخی و مطلق به تضامین بانکی یا توثیق سهام برای انتشار اوراق است. مادامی که انتشار اوراق وابسته به ضامن بانکی یا توثیق سنگین سهام باشد، تفویض اختیار به تامین سرمایه‌ها دردی از زمان‌بر بودن فرآیند دوا نمی‌کند، زیرا گلوگاه اصلی به سمت بوروکراسی بانک‌ها (برای اعطای ضمانت) یا نوسانات بازار سهام (برای توثیق) منتقل می‌شود.

پیش‌زمینه قطعی این مدل، توسعه موسسات رتبه‌بندی اعتباری است. انتشار اوراق باید صرفاً براساس رتبه اعتباری بانکی (مثلاً رتبه‌های Investment Grade) و بدون نیاز به ضامن فیزیکی انجام شود تا تامین سرمایه بتواند با سرعت و استقلال کامل، بر اساس رتبه شرکت، مجوز انتشار را صادر کند.

بنابراین، یک «برنامه زمان‌بندی گذار مدیریت‌شده» با الزامات زیر پیشنهاد می‌شود:

**گام اول:** شمولیت فراگیر رتبه‌بندی و حفظ تضامین به عنوان لایه دوم

در مرحله اول، فرآیند رتبه‌بندی اعتباری باید برای تمامی اوراق و بانین متقاضی انتشار فارغ از اینکه ضامن دارند یا خیر الزامی شود. با این حال، استفاده از ضامن بانکی یا توثیق سهام به عنوان لایه دوم پوشش ریسک کاملاً مجاز باقی می‌ماند. این رویکرد به سرمایه‌گذاران و نهاد ناظر اجازه می‌دهد تا در یک محیط کنترل‌شده، دقت و کیفیت گزارش‌های موسسات رتبه‌بندی را با رفتار واقعی نکول مقایسه کنند.



وجیهه خلیلی

مدیر تامین مالی گروه مالی صبا تامین

## گام دوم: مدل‌سازی پویا برای کاهش ضریب وثایق

سازمان بورس باید یک ماتریس ریسک استاندارد تدوین کند که در آن حجم تضامین موردنیاز، تابعی معکوس از رتبه اعتباری بانکی باشد. به عنوان مثال، نسبت ارزش وثیقه/ضمانت بانکی به اصل و فرع اوراق برای شرکت‌های دارای رتبه بالا به صورت پله‌ای کاهش یابد. این رویکرد باعث تشویق شرکت‌ها به بهبود ساختار مالی خود برای کاهش هزینه‌های انتشار می‌شود.

در حال حاضر در ایران رویکرد کاهش وثایق با در نظر گرفتن رتبه اعتباری برای شرکت‌هایی که با ضمانت توثیق اقدام به انتشار می‌کنند، استفاده می‌شود.

## گام سوم: بلوغ و حذف هدفمند ضمانت‌های سنتی

پس از یک دوره گذار یک تا ۳ ساله و تثبیت جایگاه موسسات رتبه‌بندی، سهم اوراق صرفاً متکی بر رتبه اعتباری افزایش یافته و ضمانت‌های سنتی محدود به اوراق پربیسک یا شرکت‌های کوچک و متوسط (SMEs) خواهد شد.

## بسط راهکارهای مدیریت تضاد منافع؛ کنترل سمت تقاضا

بزرگترین ریسک تفویض اختیار در ایران، تجمیع نقش‌های «مشاور عرضه»، «متعهد پذیرهنویسی»، «بازارگردان» و «مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری» در ساختار یک شرکت تامین سرمایه است. این درهم‌تنیدگی انگیزه بالایی ایجاد می‌کند تا تامین سرمایه‌ها برای کسب درآمد کارمندی، مجوز اوراق پربیسک را صادر کرده و آن‌ها را به صندوق‌های با درآمد ثابت تحت مدیریت خود (که منابع آن متعلق به سرمایه‌گذاران خرد است) تزریق کنند. پوشش این ریسک نیازمند مداخله چندلایه است:

## الزام به مشارکت در ریسک

مهم‌ترین ابزار برای هم‌سو کردن منافع صادرکننده مجوز با خریداران، الزام شرکت تامین سرمایه به نگهداری بخشی از ریسک اعتباری اوراق است. تامین سرمایه باید ملزم شود درصدی از اوراق منتشر شده را منحصراً از محل سرمایه پایه خود خریداری کرده و تا سررسید نگه دارد. این منابع تحت هیچ شرایطی نباید از صندوق‌های تحت مدیریت تامین سرمایه تامین شود.

## استقلال ساختاری کمیته‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های با درآمد ثابت باید دارای رکن «کمیته سرمایه‌گذاری» مستقل از هیات مدیره شرکت تامین سرمایه بوده و ترکیب این کمیته باید شامل حداقل دو عضو مستقل حرفه‌ای باشد. مدیر صندوق نباید هیچ‌گونه الزام یا فشار سازمانی برای خرید اوراقی داشته باشد که شرکت متبوعش مجوز آن را صادر کرده است. هرگونه تراکنش درون‌گروهی باید با توجیه دقیق اقتصادی و تایید اکثریت اعضای مستقل صورت گیرد.

## اعمال محدودیت‌های خرید درون‌گروهی

سازمان بورس باید محدودیت‌های سیستمی سختی بر خرید اوراق توسط صندوق‌ها اعمال کند. به عنوان مثال مجموع ارزش اوراقی که توسط تامین سرمایه (الف) مجوز گرفته‌اند، نباید بیش از ۷٪ از پورتنفوی صندوق‌های تحت مدیریت همان تامین سرمایه (الف) را تشکیل دهد. این محدودیت‌ها از انباشت ریسک‌های سمی در یک نقطه از بازار جلوگیری می‌کند.

## توسعه زیرساخت‌های نظارت پسینی بر بانی

تامین سرمایه به عنوان صادرکننده مجوز، موظف است شروط و تعهدات مالی مشخصی را در قرارداد انتشار درج کند. این شروط می‌تواند شامل حفظ نسبت جاری بالاتر از عدد مشخص، محدودیت در تقسیم سود نقدی سهامداران یا سقف نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در طول عمر اوراق باشد.

در صورت نقض این شروط نهاد امین (به ارکان انتشار اوراق اضافه شود) باید بلافاصله اخطار صادر کرده و نرخ سود اوراق به عنوان جریمه ریسک افزایش یابد.

## بازتعریف مسئولیت حرفه‌ای؛ حساب‌رسان و موسسات رتبه‌بندی

کیفیت داده‌های مالی و اعتباری، خشت اول در مدل انتشار غیرمتمرکز است. حساب‌رسان و موسسه رتبه‌بندی اعتباری نقش بااهمیتی در سلامت فرآیند بررسی متقاضی انتشار اوراق دارند. بنابراین باید مسئولیت متناسب با نقش خود را در این فرآیند بپذیرند.

## اعمال جرایم انضباطی بر حساب‌رسان متعهد بورس

سازمان بورس باید رویه «مسئولیت حرفه‌ای شدید» را در این خصوص پیاده‌سازی کند. حساب‌رسان در قبال صحت‌سنجی مفروضات مدل‌های مالی و استانداردهای گزارشگری پاسخگو هستند. اگر در ممیزی‌های پسینی مشخص شود که قصور فاحش حرفه‌ای یا چشم‌پوشی از تقلب بانجی منجر به تایید صورت‌های مالی شده است، جرایم زیر اعمال می‌شود:

## جریمه نقدی مضاعف بر پایه حق الزحمه حسابرسی

## ابطال یا تعلیق بلندمدت امتیاز معتمد بورس برای موسسه

## کنترل ریسک خرید رتبه

موسسات رتبه‌بندی ممکن است برای جذب مشتری، رتبه‌های بالاتری اعطا کنند. برای پوشش این ریسک، سازمان بورس باید نتایج رتبه‌بندی‌ها را به طور مداوم با نرخ نکول واقعی و نوسانات قیمتی اوراق در بازار ثانویه کالیبره کند. در صورت وجود انحراف معنادار آماری بین رتبه اعطایی و عملکرد واقعی شرکت، موسسه رتبه‌بندی با تنزل درجه یا لغو مجوز مواجه خواهد شد.

## نظارت رگولاتوری مبتنی بر فناوری (RegTech) و ممیزی پسینی

با انتقال وظیفه اجرایی به تامین سرمایه‌ها، نقش سازمان بورس به یک رگولاتور ناظر و ممیز سیستماتیک ارتقا می‌یابد.

## ممیزی تصادفی و پسینی

سازمان بورس باید یک اداره مستقل برای بررسی کیفیت مجوزهای صادر شده تشکیل دهد. این اداره به صورت دوره‌ای و مبتنی بر الگوریتم‌های انتخاب تصادفی، پرونده‌های انتشار را فراخوانی کرده و کیفیت مدل‌سازی مالی تامین سرمایه، کفایت وثایق و صحت گزارش‌های توجیهی را مجدداً ارزیابی می‌کند.

## پایش لحظه‌ای و الگوریتمی

نهاد ناظر باید با استفاده از ابزارهای RegTech، داشبوردهای پایش لحظه‌ای برای نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری ایجاد کند. این سیستم‌ها به صورت خودکار هرگونه تخطی از سقف‌های مصوب یا خریدهای مشکوک درون‌گروهی را به عنوان هشدار قرمز ثبت می‌کنند. در صورت اثبات تخلف تامین سرمایه در فرآیند صدور مجوز یا بازارسازی غیرقانونی برای اوراق بی‌کیفیت خود، جریمه‌هایی برای تامین سرمایه و مدیران صندوق باید لحاظ شود.

## مطالعه تطبیقی؛ تجربیات جهانی در تمرکززدایی انتشار اوراق بدهی

بررسی تجربه بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور نشان می‌دهد که گذار



از نظارت پیشینی به پسینی، نیازمند بلوغ نهادهای واسط و قوانین سخت‌گیرانه است. تجربیات زیر برای بومی‌سازی در بازار ایران حائز اهمیت هستند:

**ایالات متحده آمریکا:** ثبت قفسه‌ای (ثبت زود هنگام عرضه اوراق بهادار قبل از تاریخ عرضه) و افشامحوری

در بازار آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) به جای بررسی محتوایی و تایید کیفیت اوراق، بر «افشای کامل اطلاعات» تمرکز دارد. از طریق مکانیزم ثبت قفسه‌ای (Rule ۴۱۵)، شرکت‌های دارای سابقه شفاف می‌توانند اوراق خود را ثبت کرده و هر زمان که شرایط بازار مناسب بود، بدون نیاز به مجوز جدید آن را منتشر کنند (کاهش فرآیند انتشار به چند روز). در مقابل، بر اساس بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳، متعهد پذیرهنویسی (تامین سرمایه) و حساب‌رسان در صورت وجود هرگونه اطلاعات گمراه‌کننده در امیدنامه، دارای مسئولیت مدنی و کیفری بسیار سنگینی هستند که نقش بازدارنده قدرتمندی ایفا می‌کند.

## مالزی: چارچوب ثبت و راه‌اندازی

مالزی به عنوان پیشگام بازار صکوک در جهان، فرآیند صدور مجوز را به شدت غیرمتمرکز کرده است. کمیسیون اوراق بهادار مالزی (SC) در سال ۲۰۱۵ چارچوب LOLA را معرفی کرد که بر اساس آن، برای انتشار اوراق عمده، بانجی تنها موظف به «ثبت» مدارک نزد کمیسیون است و می‌تواند ظرف چند روز اوراق را منتشر کند. راز موفقیت این مدل، اتکای مطلق به دو موسسه رتبه‌بندی اعتباری قدرتمند (RAM) و (MARC) و نقش بسیار فعال نهاد امین در پایش پسینی تعهدات مالی بانجی است.

## کره جنوبی: بحران صندوق‌ها و گذار از ضمانت بانکی

تجربه کره جنوبی تطابق بالایی با دغدغه‌های فعلی بازار ایران (ریسک صندوق‌های خریدار) دارد. در دهه ۱۹۹۰، کره جنوبی با هدف توسعه بازار، الزام ضمانت بانکی برای اوراق را لغو کرد. این امر باعث رشد شدید انتشار اوراق بدون پشتوانه شد که عمدتاً توسط نهادهای واسط (ITCs) برای صندوق‌های تحت مدیریتشان خریداری می‌شد. با ورشکستگی گروه دو در سال ۱۹۹۹، این صندوق‌ها با بحران نقدینگی و هجوم سرمایه‌گذاران مواجه شدند. دولت کره جنوبی در واکنش، با اصلاح قوانین نظارتی سمت تقاضا (Buy-side)، قیمت‌گذاری مبتنی بر ارزش بازار را برای صندوق‌ها الزامی و سقف‌های تمرکز سخت‌گیرانه‌ای را برای جلوگیری از انتقال ریسک نهادهای مالی به سرمایه‌گذاران خرد اعمال کرد.

## نتیجه‌گیری

تمرکززدایی از فرآیند صدور مجوز انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه ایران، الزامی است که پویایی و سرعت را به تامین مالی بنگاه‌ها باز می‌گرداند؛ اما اجرای شتاب‌زده آن بدون استقرار سپرهای دفاعی، خطر انباشت ریسک در صندوق‌های با درآمد ثابت و تضییع حقوق سرمایه‌گذاران خرد را به همراه دارد.

معماری این دگرذیسی نیازمند ترکیبی از اقدامات مهندسی شده، یعنی از گذار تدریجی در حذف ضمانت‌های بانکی و جایگزینی آن با رتبه‌بندی اعتباری، تا استقرار قوانین سخت‌گیرانه تعهدپذیری صادرکننده مجوز است. همچنین، کنترل تضاد منافع درون‌گروهی تامین سرمایه‌ها از طریق استقلال صندوق‌ها و اعمال سقف‌های تمرکز، ارکان اصلی این معماری را تشکیل می‌دهند. در این اکوسیستم جدید، سازمان بورس با واگذاری تصدی‌گری پیشینی، به جایگاه واقعی خود به عنوان یک ناظر مقتدر، داده‌محور و ممیز پسینی باز می‌گردد که با ابزارهای بازدارنده انضباطی، سلامت و پایداری بازار بدهی را تضمین می‌کند.



آن در نظر گرفت. یکی از موانع اصلی در این مسیر، سطح بالای نرخ‌های بهره در اقتصاد است که هم در نظام بانکی و هم در بازار اوراق مشاهده می‌شود. این موضوع می‌تواند جذابیت تامین مالی از طریق بازار سرمایه را کاهش دهد.

با وجود این محدودیت‌ها، بازار سرمایه همچنان می‌تواند در برخی حوزه‌ها به طور هدفمند به تامین مالی کمک کرده و بخشی از منابع مورد نیاز برای بازسازی و توسعه را جذب کند.

**باتوجه به شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟**

بازار سرمایه از بخش‌های مختلفی تشکیل شده است که هر یک شرایط متفاوتی دارند. در حوزه سهام، با توجه به فضای پرابهام و آثار احتمالی جنگ بر زیرساخت‌ها، زنجیره تامین و عملکرد شرکت‌ها، انتظار می‌رود بازگشت به شرایط عادی زمان‌بر باشد. با این حال، باید توجه داشت که همه صنایع به یک میزان تحت تاثیر قرار نمی‌گیرند و در همین شرایط نیز شرکت‌هایی وجود دارند که از وضعیت عملیاتی مناسبی برخوردارند، بنابراین نمی‌توان تصویری یکدست و منفی از کل بازار ارائه داد.

در سایر بخش‌ها، از جمله بازار اوراق با درآمد ثابت و حوزه کالاها (کامودیتی‌ها)، شرایط نسبتاً مناسب‌تری مشاهده می‌شود و حتی در برخی موارد، روندهای توسعه‌ای قابل توجهی شکل گرفته است. به‌ویژه، توسعه صندوق‌های چندبخشی با تمرکز بر دارایی‌های کالایی می‌تواند یکی از مسیرهای مهم آینده بازار باشد.

در صورت حمایت نهادهای ناظر و توسعه این ابزارها، بازار سرمایه می‌تواند منابع قابل توجهی را جذب کرده و این منابع را به صورت مستقیم در خدمت تولید و توسعه اقتصادی کشور قرار دهد.

امکان تخلیه سریع هیجانات را فراهم کنند، اما این ابزارها عملاً مانعی در این مسیر ایجاد می‌کنند.

وجود دامنه نوسان و حجم مینا باعث می‌شود تعدیل قیمت‌ها به صورت تدریجی و بعضاً فرسایشی انجام شود و این موضوع، جذابیت بازار سرمایه را کاهش می‌دهد. در مقابل، بازارهای موازی به دلیل انعطاف‌پذیری بیشتر، جذابیت بالاتری برای سرمایه‌گذاران پیدا کرده‌اند. کاهش تعداد فعالان بازار و پایین بودن تعداد کدهای فعال در کشور با این جمعیت، نشانه‌ای از همین مسئله است.

به نظر می‌رسد با ایجاد ثبات نسبی در کشور، یکی از اولین اصلاحات ضروری، بازنگری تدریجی در دامنه نوسان و کاهش محدودیت‌ها باشد تا مکانیزم کشف قیمت به صورت کارتر و طبیعی‌تر عمل کند و تصمیم‌گیری بیشتر به فعالان بازار واگذار شود.

**در فضای فعلی، دولت و سیاست‌گذاران چه نقشی در جبران خسارت‌ها و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران دارند و چه ابزارها یا سیاست‌هایی می‌تواند به حمایت موثر از سهامداران منجر شود؟**

حداقل انتظار فعالان بازار سرمایه از دولت این است که همان‌گونه که برای جبران خسارت دارایی‌های فیزیکی مردم (مانند مسکن و خودرو) برنامه‌ریزی و حمایت صورت می‌گیرد، برای دارایی‌های مالی نیز سازوکار حمایتی تعریف شود.

سهامداران، به‌ویژه سهامداران خرد، نقشی در بروز این شرایط نداشته‌اند و با این فرض که ریسک‌های معمول کسب‌وکار را می‌پذیرند، نه ناپودی کامل زیرساخت شرکت‌ها را سرمایه‌گذاری کرده‌اند. بنابراین، جبران خسارت شرکت‌های آسیب‌دیده و حمایت از سهامداران آن‌ها باید در اولویت سیاست‌گذاری قرار گیرد.

این حمایت می‌تواند از طریق ابزارهای مختلف بازار سرمایه طراحی و اجرا شود تا از شدت زیان‌ها کاسته شده و اعتماد از دست‌رفته به بازار تا حدی بازسازی شود.

**در مواجهه با ریسک‌های سیستماتیک، جایگاه ابزارهای مالی به‌ویژه بازار مشتقات را چگونه ارزیابی می‌کنید و موانع اصلی توسعه این ابزارها در بازار سرمایه ایران چیست؟**

در حوزه ریسک‌های سیستماتیک، ابزارهای مالی متعددی وجود دارد، اما واقعیت این است که این ابزارها در بازار سرمایه ایران به اندازه کافی توسعه نیافته‌اند. یکی از مهم‌ترین این ابزارها، بازار مشتقات بوده که هنوز عمق و مشارکت کافی در آن شکل نگرفته است. برای مثال، ابزار اختیار فروش می‌تواند در چنین شرایطی به سرمایه‌گذاران کمک کند تا ریسک نزولی دارایی‌های خود را پوشش دهند. افرادی که پیش از وقوع بحران، اقدام به خرید این ابزارها کرده باشند، می‌توانند تا حدی از زیان‌های احتمالی جلوگیری کنند.

با این حال، محدود بودن ابزارها و کم‌عمق بودن بازار آن‌ها باعث شده کارایی لازم در مدیریت ریسک حاصل نشود. توسعه بازار مشتقات در حوزه‌هایی مانند قراردادهای آتی، اختیار معامله، فروش استقراضی و اوراق تبعی، یک ضرورت جدی است تا سرمایه‌گذاران بتوانند در برابر انواع ریسک‌ها، چه سیستماتیک و چه غیرسیستماتیک، از دارایی‌های خود محافظت کنند.

**بازار سرمایه تا چه حد می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌ها و شرکت‌های آسیب‌دیده نقش ایفا کند و چه عواملی این نقش را تقویت یا محدود می‌کنند؟**

بازار سرمایه می‌تواند در فرآیند تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده نقش موثری ایفا کند، هرچند این نقش به‌طور کامل تعیین‌کننده نیست و شاید بتوان سهمی در حدود ۱۰ تا ۲۰ درصد برای



گفت‌وگو با مدیرعامل و عضو هیئت مدیره شرکت سب‌گردان کاریزما

## بازار سرمایه در تلاقی بحران و اصلاح

شرکت‌ها تا حدی غیرواقع‌بینانه باشد. با این حال، آنچه برای فعالان بازار اهمیت حیاتی دارد، برآورد دقیق خسارت‌ها و مشخص شدن مسئولیت جبران این خسارت‌ها است. این ابهام، یکی از اصلی‌ترین چالش‌های کنونی بازار سرمایه، به‌ویژه در بخش سهام محسوب می‌شود.

**در این شرایط بازگشایی بازار سرمایه نیازمند چه ملاحظات راهبردی است؟ چه الزامات و پیش‌شرط‌هایی برای بازگشایی منطقی و کنترل رفتارهای هیجانی ضروری است؟**

تا زمانی که ابعاد واقعی اتفاقات برای فعالان بازار روشن نشود، بازگشایی بازار سرمایه با سطح بالایی از ابهام و ریسک همراه خواهد بود. به نظر می‌رسد پیش‌نیاز اصلی برای بازگشایی بازار، افزایش سطح شفافیت از سوی شرکت‌ها به‌ویژه در خصوص وضعیت تولید، فروش و برنامه‌های بازگشت به ظرفیت‌های پیشین است.

اگر شرکت‌ها بتوانند حداقل تصویری نسبی از وضعیت عملیاتی خود ارائه دهند، می‌توان انتظار داشت که بازگشایی بازار در فضایی منطقی‌تر و منصفانه‌تر انجام شود. در غیر این صورت، احتمال شکل‌گیری رفتارهای هیجانی و تصمیم‌گیری‌های غیرکارشناسی افزایش می‌یابد و بازار از تعادل فاصله می‌گیرد.

**با توجه به تجربه سال‌های گذشته، ارزیابی شما از کاربرد ابزارهای ریزساختاری مانند دامنه نوسان و حجم مینا چیست و چه اصلاحات تدریجی یا ساختاری در این حوزه پیشنهاد می‌کنید؟**

موضوعاتی مانند دامنه نوسان و حجم مینا سال‌هاست که محل بحث و نقد در بازار سرمایه بوده‌اند. ذات بازارهای مالی به‌گونه‌ای است که باید

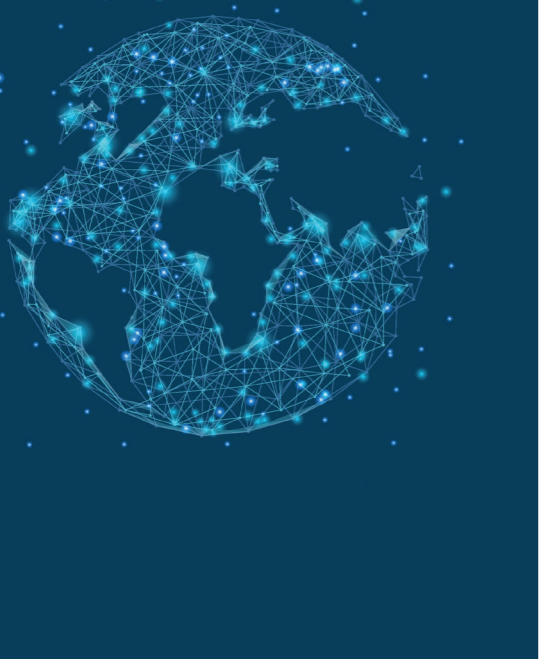
بازار سرمایه ایران در مقطعی حساس و پیچیده قرار گرفته است، مقطعی که در آن، علاوه بر چالش‌های عمیق و ساختاری، پیامدهای ناشی از شرایط جنگی و تشدید نااطمینانی‌های اقتصادی نیز بر فضای تصمیم‌گیری سایه انداخته است. ابهام در وضعیت شرکت‌های آسیب‌دیده، ضعف شفافیت اطلاعاتی و محدودیت ابزارهای مدیریت ریسک، بازار سرمایه را در شرایطی حساس و شکننده قرار داده است. در چنین فضایی، نحوه بازگشایی بازار و بازسازی اعتماد سرمایه‌گذاران، به یکی از مهم‌ترین چالش‌های سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر تبدیل شده است.

در گفت‌وگوی پیش‌رو، دکتر عزت‌اله طیبی، مدیرعامل و عضو هیئت مدیره شرکت سب‌گردان کاریزما به بررسی مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه، الزامات مدیریت بحران، نقش ابزارهای مالی در کنترل ریسک و سناریوهای محتمل پیش‌روی بازار پرداخته است.

**مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه در وضعیت فعلی چیست و چه پیش‌نیازهایی برای مدیریت این چالش‌ها وجود دارد؟**

در شرایطی که کشور با وضعیت جنگی مواجه است، طبیعتاً نمی‌توان انتظار داشت بازار سرمایه یا حتی سیاست‌گذاران و نهادهای مسئول، عملکردی مشابه شرایط عادی داشته باشند. در چنین فضایی، مهم‌ترین چالش فعلی بازار سرمایه، نبود شفافیت کافی درباره میزان و ابعاد آسیب‌های وارد شده به شرکت‌ها است.

در حال حاضر، اطلاعات دقیق و قابل اتکایی درباره شرکت‌هایی که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از جنگ آسیب دیده‌اند در دسترس نیست و حتی شاید انتظار افشای کامل و به‌موقع اطلاعات از سوی این





طبیعی است که ابزارهای مالی مرتبط با پوشش ریسک در چنین فضایی کارایی و جذابیت خود را از دست بدهند یا حتی به حاشیه رانده شوند. در بازاری که مداخلات قیمتی وجود دارد، این ابزارها عملاً سرکوب شده و امکان رشد طبیعی آنها محدود می‌شود. برای مثال، همین حالا که درباره ابزارهایی مانند آپشن‌ها صحبت می‌کنیم، با چالش‌های متعددی مواجهیم. تصمیماتی مانند توقف بازار به هر دلیل از جمله شرایط جنگی یا سایر عوامل باعث می‌شود این ابزارها عملاً به حاشیه بروند و توسعه آنها متوقف یا کند شود. در مجموع، به نظر می‌رسد این ابزارهای مالی در حال توسعه هستند، اما سرعت این توسعه بسیار پایین است و در مقایسه با سایر بازارها، فاصله ما همچنان قابل توجه باقی مانده است.

#### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

در مورد این سوال می‌توان گفت بازار سرمایه می‌تواند به‌عنوان یک بستر شفاف‌تر برای تامین مالی عمل کند، اما بیش از این، نقش آن خیلی پررنگ به نظر نمی‌رسد. واقعیت این است که بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده معمولاً پس از جنگ، در درجه اول بر عهده دولت‌هاست و آنها هستند که باید وارد عمل شوند. بازار سرمایه می‌تواند یکی از مسیرها یا درجه‌های تامین نقدینگی برای این فرآیند باشد، اما نمی‌توان انتظار داشت که به‌تنهایی نقش احیاکننده را ایفا کند.

اگر بخواهیم نقش مشخص‌تری برای آن در نظر بگیریم، شاید بتوان به «بسیج جریان نقدینگی» اشاره کرد، یعنی بازاری که بتواند منابع مالی را راحت‌تر جمع‌آوری و به سمت پروژه‌های مورد نیاز هدایت کند. با این حال، حتی پیش از آن، یک پیش‌نیاز مهم وجود دارد. ما ابتدا باید بتوانیم اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران را در بازار تقویت کنیم. مردم باید احساس کنند که می‌توانند در این بازار بازدهی مناسبی کسب کنند تا اساساً منابع خود را وارد آن کنند. در حالی که به نظر می‌رسد هنوز به‌طور کامل به این مرحله نرسیده‌ایم و تا رسیدن به آن، فاصله داریم.

#### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

تا پیش از آغاز جنگ، با توجه به گزارش‌ها و اتفاقاتی که رخ داده بود، از جمله صورت‌های مالی، ارزش فروش ماهانه شرکت‌ها و سیاست‌های ارزی، اگر جنگ رخ نمی‌داد و زیرساخت‌ها دچار آسیب نمی‌شدند، می‌توانستیم یک بهار و تابستان بسیار داغ، جذاب و شیرین برای بازار سرمایه متصور باشیم، دوره‌ای که احتمالاً بازدهی قابل توجهی نیز به همراه داشت.

اما متأسفانه با وقوع جنگ، شرایط کاملاً تغییر کرد و اکنون با چالش‌های متعددی مواجهیم. از یک‌سو، با مشکلات زیرساختی روبه‌رو هستیم، به‌طوری‌که در ماه‌های خرداد، تیر، مرداد و شهریور با محدودیت‌های برق مواجه‌ایم و به احتمال زیاد در ماه‌های آبان، آذر، دی، بهمن و اسفند نیز چالش‌های مرتبط با گاز را خواهیم داشت. این مسائل به‌طور مستقیم صنایع را تحت فشار قرار می‌دهد. از سوی دیگر، در صورت تداوم محدودیت‌های حمل‌ونقل و به‌ویژه محاصره دریایی، با یک ابرچالش جدی برای اقتصاد کشور مواجه خواهیم شد.

در مجموع، با هر سناریویی که به موضوع نگاه می‌کنم، به نظر می‌رسد بازار سرمایه در شرایط فعلی، تنها در صورتی می‌تواند وارد مسیر رشد معنادار شود که به یک توافق پایدار و نه صرفاً آتش‌بس موقت، بلکه خاتمه جنگ و کاهش یا رفع تحریم‌ها برسیم. در غیر این صورت، حتی اگر رشدی نیز در بازار رخ دهد، احتمالاً این رشد نسبت به بازارهای رقیب کمتر بوده و حتی از نرخ تورم نیز عقب‌تر خواهد ماند.

دفاع نمی‌کند. اما واقعیت این است که بازگشایی بازار، مجموعه‌ای از چالش‌های جدی را به همراه دارد که به نظر من، حل آن‌ها به‌مراتب دشوارتر است. در نتیجه، در شرایط فعلی، میان این دو گزینه، عملاً توقف بازار انتخاب شده است.

#### درباره ریزساختارهای بازار وضعیت فعلی را چطور ارزیابی می‌کنید؟ چه اصلاحاتی لازم است؟

در این خصوص قطعاً باید به سمت اصلاح ریزساختارها مداخلات در سازوکار بازار حرکت کنیم. با این حال، نباید فراموش کرد که در مورد بستر خاصی به نام بازار سرمایه ایران صحبت می‌کنیم، بازاری که هنوز به سطح مطلوبی از کارایی نرسیده است. در چنین شرایطی، ابزارهایی مانند دامنه نوسان با وجود حذف حجم مینا به‌سادگی قابل کنار گذاشتن نیستند. چراکه در نبود کارایی کافی، زمینه برای دستکاری، رفتارهای هیجانی و نوسانات غیرعادی فراهم است، مسائلی که می‌توانند خود به بروز بحران‌های جدی‌تر منجر شوند.

بر این اساس، به نظر می‌رسد رویکرد مناسب در مقطع فعلی، حرکت تدریجی و کنترل‌شده در اصلاح این ریزساختارها باشد، به‌گونه‌ای که ضمن حفظ ثبات بازار، مسیرگذار به سمت کارایی بیشتر نیز هموار شود. برای نمونه، می‌توان دامنه نوسان را به‌صورت مرحله‌ای و با شیبی ملایم افزایش داد تا بازار به تدریج آمادگی پذیرش شرایط آزادتر را پیدا کند.

#### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

بازگشت اعتماد به بازار، فرآیندی بلندمدت است و به‌هیچ‌وجه به‌صورت دفعی محقق نمی‌شود، بلکه ماهیتی تدریجی دارد. در چنین مسیری، هر شوک یا وقفه‌ای می‌تواند بخش قابل توجهی از دستاوردهای پیشین را تضعیف کرده یا حتی از بین ببرد. من بر این باورم که دولت تا پیش از آغاز جنگ، گام‌های موثری در جهت کنترل بحران‌های اقتصادی و بهبود متغیرهای کلان برداشته بود، اقداماتی که در نهایت به نفع بازار سرمایه نیز عمل می‌کرد. به‌نوعی، نشانه‌هایی از فاصله گرفتن تدریجی از سیاست‌های سرکوب اقتصادی و اقتصاد دستوری قابل مشاهده بود. با این حال، به نظر می‌رسد وقوع جنگ، این روند را به حاشیه رانده است. در شرایط فعلی، تمرکز اصلی به سمت اقدامات حمایتی کوتاه‌مدت و مدیریت وضعیت بحرانی معطوف شده، اقداماتی که بیشتر ماهیت بسته‌های حمایتی در شرایط جنگی دارند. در چنین فضایی، اولویت‌ها تغییر می‌کنند. در یک وضعیت اضطراری، دیگر کسی درباره کیفیت و جزئیات تصمیم‌ها صحبت نمی‌کند، بلکه اصل بقا و مدیریت وضعیت در کانون توجه قرار می‌گیرد. به همین ترتیب، اکنون نیز اقدامات حمایتی بیشتر به چشم می‌آیند و اصلاحات ساختاری، ناگزیر به حاشیه رفته و حتی تا حدی به تعویق افتاده‌اند.

#### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

در سیستم ما، به دلایل مختلفی از جمله عمق پایین بازار، سطح محدود آگاهی و دانش تخصصی و تا حدی دولتی بودن برخی سازوکارها، ابزارهای پوشش ریسک کمتر توسعه پیدا کرده‌اند. البته اگر نسبت به سال‌های گذشته نگاه کنیم، روندی از بهبود وجود داشته، اما در مقایسه با بازارهای جهانی، همچنان فاصله قابل توجهی داریم و در این حوزه عقب‌تر هستیم. بخشی از این عقب‌ماندگی به نبود شناخت و آگاهی کافی و بخشی دیگر به ساختار کم‌عمق بازار بازمی‌گردد. در عین حال، باید پذیرفت که نهادهای مالی نیز آن‌طور که انتظار می‌رفت، در توسعه و ترویج این ابزارها نقش فعالی ایفا نکرده‌اند.

از سوی دیگر، وقتی بازاری را کم‌عمق و مستعد دستکاری می‌دانیم،



نوید خاندوزی، فعال بازار سرمایه در گفت‌وگو با «صباتحلیل»

## اصلاحات اقتصادی و اثر آن بر بازار سرمایه



قیمت‌گذاری دستوری است که خود را در اقتصاد نشان می‌دهد. یک ماریج عجیب از تصمیمات غلط اقتصادی شکل می‌گیرد که از دولت آغاز و به شرکت‌ها ختم می‌شود. این ماریج تصمیمات غلط اقتصادی، مثلاً این‌گونه عمل می‌کند که دولت در تنظیم بودجه خود منطقی عمل نمی‌کند، کسری بودجه ایجاد می‌شود، کسری بودجه منجر به چاپ پول شده و چاپ پول باعث افزایش تورم می‌شود، تورم به افزایش نرخ بهره می‌انجامد و افزایش نرخ بهره خود به یک مشکل ساختاری تبدیل می‌شود. با مواردی مانند قیمت‌گذاری دستوری و ارزش دستوری که این‌ها همگی از چالش‌های ساختاری بازار هستند که از گذشته وجود داشته‌اند و همچنان ادامه دارند.

#### در شرایط بحرانی، آیا توقف معاملات تصمیم درستی است یا باید بازار باز بماند؟ برای کنترل هیجان چه ابزارهایی موثرتر است؟

ببینید، توقف معاملات قطعاً تصمیم درستی نیست و هیچ‌کس در این موضوع تردیدی ندارد. اساساً کسی از توقف معاملات دفاع نمی‌کند. اما باید توجه داشت که بسته بودن بازار خود یک بحران است؛ یعنی ما در حال حاضر با یک بحران به نام بسته بودن بازار مواجهیم. در عین حال، وقتی بازار باز شود، با بحران‌های متعددی روبه‌رو خواهیم شد و باید دید آیا سیستم حاکم توان حل این بحران‌ها را دارد یا خیر. به نظر من، در شرایط فعلی و با امکانات موجود، سیستم توان مدیریت بحران‌های پس از بازگشایی را ندارد. خود سیستم هم بر این موضوع واقف است، چراکه از نظر نقدینگی با محدودیت مواجه است، در حوزه سیاسی با چالش‌هایی روبه‌روست و در زمینه شفافیت و اطلاعات شرکت‌ها نیز مشکلاتی وجود دارد.

به همین دلیل، موضوع بازگشایی بازار به حاشیه می‌رود، وگرنه هیچ‌کس با باز بودن بازار مخالفتی ندارد و کسی از بسته ماندن آن

بازار سرمایه در مقطعی قرار گرفته که هم‌زمان ریسک‌های بیرونی و داخلی، مسیر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را پیچیده‌تر از گذشته کرده است. در چنین فضایی، نوید خاندوزی، فعال بازار سرمایه، در گفت‌وگو با «صباتحلیل» تلاش کرده تصویری واقع‌گرایانه‌تر از وضعیت فعلی ارائه دهد؛ از چالش‌های ساختاری و اثر سیاست‌گذاری‌ها بر بازار گرفته تا ظرفیت‌های بالقوه‌ای که همچنان در دل این شرایط پرابهام قابل شناسایی است. در ادامه مشروح این گفت‌وگورامی خوانید.

#### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

وقتی می‌خواهیم درباره چالش‌های بازار صحبت کنیم، باید یک تقسیم‌بندی انجام دهیم و این چالش‌ها را در دو بعد بررسی کنیم؛ یک بعد، فضای فعلی یا شرایط جنگی حاکم است و بعد دیگر، شرایطی است که فرض کنیم همه چیز عادی و باثبات بوده و مسائل را در آن فضا تحلیل کنیم. در فضای جنگی یا فضای فعلی، مهم‌ترین چالش‌های بازار، درگیر شدن بیش از حد بازار ما با مسائل سیاسی است و این درهم‌تنیدگی مسائل سیاسی و بازار سرمایه و اثرگذاری ویژه این موضوع، در حال حاضر چالش عمده ماست. این وضعیت باعث می‌شود وقتی می‌خواهیم در مورد زیرساخت‌ها صحبت کنیم، مسائلی مانند آسیب به زیرساخت‌ها، کمبود زیرساخت‌ها و مواردی از این دست مطرح شوند که اکنون جزو مهم‌ترین چالش‌های بازار ما هستند. اما وقتی می‌گوییم ساختاری، یعنی چیزی که از قبل وجود داشته است. من چرا این را می‌گویم؟ چون وقتی موضوع مهم‌تری مانند سیاست، زیرساخت یا نبود برخی امنیت‌ها مطرح می‌شود، عملاً آن مشکلات ساختاری به چشم نمی‌آیند.

از دید من، مهم‌ترین مشکلات ساختاری، دخالت‌های دولت و بحث



سید یاسر حسینی

سرپرست مرکز اطلاع‌رسانی و ارتباطات گروه مالی صبا تامین

ضرورت ظهور پروکسی فرم‌ها (Proxy Firms)

## حامیان پنهان سهامداران در مجامع

حتما این جمله را شنیده‌اید که دنیای امروز دنیای بمباران اطلاعاتی است و کسانی در این میان پیش‌تاز هستند که اطلاعات موثر مرتبط با فعالیت خود را به طور صحیح و سریع متمایز از دیگر اطلاعات کم اهمیت به دست آورند. اهمیت جمله فوق در برخی از شاخه‌های کاری مانند بازار سرمایه ملموس تر است.

افرادی که در بازار سرمایه فعالیت دارند، تجربه‌های تلخ و شیرینی را از عدم آگاهی یا آگاهی زیاد اطلاعات دارند. گاه اطلاعاتی که با تاخیر، به صورت ناقص و یا با بزرگ‌نمایی به سرمایه‌گذار رسیده، موجب زیان قابل توجه او شده است.

باتوجه به اینکه اکثر موضوعات مهم شرکت در مجامع سالانه توسط مدیران شرکت و سهامداران مطرح می‌شود، افرادی که در این مجامع شرکت می‌کنند و یا به اطلاعات منتشر شده دسترسی دارند، می‌توانند تصمیمات نزدیک‌تر به واقعیت را اتخاذ کنند.

اما چگونه می‌توان از درستی تصمیم خود و قابل اتکا بودن هیئت مدیره شرکت مطمئن شد؟ برای پاسخ، بیا بیاید تصور کنیم در یکی از مجامع بزرگ بورسی در کنار دیگر سهامداران حقیقی و حقوقی نشستیم. هنگام اخذ تصمیمات مهم، سوالات بسیاری در ذهن ما شکل می‌گیرد. آیا مدیران فعلی توان هدایت شرکت تا سرمنزل مقصود را دارند؟ آیا طرح‌های ارائه شده مانند ادغام یا خرید که بر آینده شرکت اثرگذارند، به نفع سهامداران است؟ آیا هزینه‌های شرکت با صنعت هم‌خوانی دارد؟ و هزاران چالش دیگر که در ذهن سهامداران در حال چرخش است.

در این میان سوالی که مطرح می‌شود این است که آیا ما می‌توانیم تمام گزارش‌های مالی، استراتژی‌های مدیریتی، مسائل حاکمیت شرکتی و دهها مولفه دیگر مدیریتی را بررسی کنیم و تصمیم نهایی را بگیریم؟ اینجا دقیقا جایی است که نیاز به تحلیل داده‌ها، دسترسی به موقع به اطلاعات و در نهایت جای خالی یک مشاور زبده، که از زاویه‌ای دیگر به موضوع نگاه کرده و با دانش و تجربه حرفه‌ای حاصل از آزمون و خطا عمل کند، احساس می‌شود.



این مشاورها همان

شرکت‌های (Proxy Firms) یا

واسطه‌های اطلاعاتی هستند. آن‌ها مانند

فیلترهای دقیق و هوشمند به کمک ما می‌آیند؛

هزاران داده اطلاعاتی شرکت را بررسی می‌کنند و در

انتها نقش اصلی خود را با یک توصیه ساده ولی دقیق به

دست ما می‌رسانند که آیا این تصمیم به صلاح است یا خیر

می‌توان گفت اگرچه آن‌ها خودشان حق رای ندارند، اما نفوذ کلامشان

می‌تواند سرنوشت یک تصمیم حاکمیتی یا مالی شرکت را تغییر دهد و

کرسی مدیران را بلرزاند.

شرکت‌های واسطه اطلاعات دقیقا کار یک مشاور حرفه‌ای را

انجام می‌دهند؛ با این تفاوت که با داشتن ابزارهای پیشرفته هوشمند

و استفاده از تحلیل‌گران حرفه‌ای بازار، به سرمایه‌گذاران و مدیران

شرکت‌ها کمک می‌کنند تا در مجامع و سایر مراحل فعالیت شرکت،

تصمیمات آگاهانه‌تری بگیرند.

این شرکت‌ها توان خود را صرف تحلیل مسائل مرتبط با حاکمیت

شرکتی (Corporate Governance) می‌کنند؛ مسائلی که شامل ارزیابی

سلامت ساختار هیئت‌مدیره، بررسی هم‌خوانی پاداش مدیران با

عملکرد واقعی شرکت و واکاوی موضوعات زیست‌محیطی و اجتماعی

(ESG) می‌شود. آن‌ها با ارائه دستورالعمل‌های رای‌دهی و گزارش‌های

مکتوب، به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی کمک می‌کنند تا بدانند در

مجامع به هر بند از دستور جلسه، چه رأیی بدهند.

در یک جمله شرکت‌های Proxy Firms نقش اصلی واسطه‌های رادر

حکمرانی شرکتی ایفا می‌کنند؛ جایی که سرمایه‌گذار نهادی، به دلیل

تنوع گسترده پرتفوی خود قادر به تحلیل دستورالعمل تمام مجامع

عمومی نیست.

در دنیا شرکت‌های زیادی در زمینه واسطه‌های اطلاعاتی فعالیت

دارند، ولی در میان آن‌ها نام یک شرکت، به‌ویژه در بازار سرمایه

آمریکا، بیشتر به چشم می‌خورد. این شرکت که با نام اصلی (Institutional Shareholder Services) و به اختصار ISS فعالیت می‌کند، یکی از بزرگ‌ترین و تاثیرگذارترین شرکت‌های مشاور واسطه اطلاعات در دنیا است. ISS که زیرمجموعه شرکت BlackRock (بزرگ‌ترین مدیر دارایی جهان) قرار دارد، بر اساس مدل «استانداردسازی» فعالیت می‌کند. در ISS مجموعه‌ای از شاخص‌ها و معیارهای سخت‌گیرانه وجود دارد؛ به‌عنوان مثال، اگر شرکتی از استانداردهای ISS در زمینه شفافیت مالی یا ترکیب هیئت‌مدیره پیروی نکند، آن‌ها در گزارش خود به آن شرکت «پرچم قرمز» (Red Flag) نشان می‌دهند. این پرچم از دید فعالان بازار سرمایه آمریکا بسیار حائز اهمیت است.

با بررسی‌های انجام شده روی ISS متوجه می‌شویم زمانی که این شرکت پیشنهاد می‌کند فعالان بازار از یک طرح مدیریتی در شرکت X حمایت نکنند، بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ که فرصت بررسی جزئیات را ندارند، ترجیح می‌دهند از توصیه ISS پیروی کنند. این یعنی ISS می‌تواند با یک گزارش، مانع از تصویب بودجه یا انتخاب مدیرعامل یک شرکت چند میلیارد دلاری در بورس آمریکا شود.

به‌غیر از شرکت فوق، شرکت‌های دیگری نیز در این زمینه فعالیت می‌کنند؛ شرکت‌هایی مانند Glass Lewis که رقیب اصلی ISS است. این شرکت بزرگی خود را نسبت به ISS، در حفظ استقلال بیشتر در تحلیل داده‌های حاکمیت شرکتی می‌داند. آن‌ها بر ارائه تحلیل‌های مستقل و بدون سوگیری (Unbiased) تمرکز دارند و بیشتر بر این نقطه قوت خود تاکید می‌کنند.

شرکت‌های دیگری نیز در زمینه واسطه‌های اطلاعاتی در دنیا فعالیت دارند؛

در حوزه انرژی یا تکنولوژی، نام شرکت Qualitative Research مطرح است که به سرمایه‌گذاران این بخش به‌صورت متمرکز خدمات تخصصی ارائه می‌دهد.

در حوزه حاکمیت شرکتی نیز نام شرکت S&P Global مطرح است؛ این شرکت سعی کرده علاوه بر رتبه‌بندی اعتباری، در زمینه داده‌های ESG و حاکمیت شرکتی نیز قدرتمند ظاهر شود و با تمرکز بر این بخش، به سرمایه‌گذاران کمک کند تا ریسک‌های مدیریتی را بهتر اندازه‌گیری کنند. طی بررسی‌های انجام شده، در ایران چنین ساختاری به‌صورت رسمی وجود ندارد و تمرکز بازار و شرکت‌های مشاور بیشتر بر تحلیل قیمت و سودآوری بنگاه‌های اقتصادی است تا اینکه تحلیل تیم مدیریت و وضعیت حاکمیت شرکتی آن‌ها انجام شود. از سوی دیگر، به دلیل میزان سهام شناور شرکت‌ها، مشارکت و تاثیرگذاری سهامداران خرد در مجامع ملموس نیست و مشاهده می‌شود اکثر تصمیمات کلیدی، پیش از برگزاری مجامع توسط سهامداران عمده اتخاذ شده و مجمع بیشتر برای انجام تشریفات قانونی برگزار می‌شود. همین موضوع نشان‌دهنده شکافی عمیق در حوزه حاکمیت شرکتی و جای خالی شرکت‌های واسطه اطلاعات است. تاسیس شرکت‌های واسطه اطلاعات در ایران می‌تواند گامی مهم برای افزایش شفافیت، بهبود نظارت و اثربخشی بیشتر نقش سهامداران خرد در مجامع شود.

در ایران اکثر شرکت‌های حقوقی به‌جای آنکه مشاور رای در مجمع باشند، خودشان رای‌دهنده هستند؛ به همین دلیل ممکن است رای آن‌ها در مجامع، بیش از آنکه مشاوره‌ای مستقل به سایر سهامداران باشد، در راستای حفاظت از منافع شرکت متبوع یا نماینده خودشان باشد. این موضوع می‌تواند موجب تضعیف حقوق سهامداران خرد در مجامع شود. همچنین، نهاد‌های بزرگ بازار مانند سازمان بورس که نقش نظارتی بر مجامع را بر عهده دارند، نقشی در تحلیل کیفیت آرا ایفا نمی‌کنند.

اکنون این نیاز مطرح است که برای راه‌اندازی شرکت‌های پروکسی (مشاور رای) در ایران چه باید کرد؟

با نگاهی به چرایی اهمیت ساختاری و فرهنگی بازار سرمایه ایران، متوجه

می‌شویم چالش‌هایی مانند تمرکز مالکیت و قدرت، عدم شفافیت در حاکمیت شرکتی و ساختار مجمع، ضعف زیرساخت‌های اطلاعاتی و فرهنگ پایین مشارکت سهامداران، از عمده‌ترین مسائل پیش روی فعالیت شرکت‌های واسطه اطلاعاتی در ایران هستند.

در اکثر شرکت‌های بزرگ بازار سرمایه ایران، تمرکز سهام در دست دولت یا نهادهایی است که قدرت مطلق را در اختیار دارند؛ در چنین ساختاری، رای دادن سهامداران خرد تاثیری در خروجی مجمع ندارد. همچنین، با توجه به اینکه مولفه اصلی دیگر شرکت‌های واسطه اطلاعاتی برای ارائه مشاوره دقیق، شفافیت گزارش‌های مالی و پیروی کامل از استانداردهای IFRS است، ذکر این نکته ضروری است که اگرچه پایه استانداردهای داخلی و گزارش‌های مالی در ایران از این استانداردها الگو گرفته، اما به دلیل تفاوت‌های ساختاری، قانونی و اقتصادی کشور، این مفاهیم بومی‌سازی شده‌اند.

به‌عبارتی، برخی استانداردها در ایران بر اساس انطباق با قوانین مالیاتی یا شرایط خاص اقتصادی (مانند تورم بالا یا نوسانات نرخ ارز) تدوین شده‌اند و این تفاوت‌ها ممکن است روند ارائه مشاوره توسط شرکت‌های واسطه اطلاعات را در حوزه اصول حاکمیت شرکتی تحت تاثیر قرار دهد.

برای غلبه بر چالش‌های ذکر شده، لازم است قوانین شفاف و متقن تدوین شود و هم‌زمان نظارت موثری بر عملکرد شرکت‌ها صورت گیرد. نهادهای بالادستی بازار سرمایه می‌توانند با تدوین دستورالعمل‌های مشخص برای تاسیس، تعیین شاخص‌های شفاف جهت جلوگیری از تضاد منافع، تعیین حداقل سرمایه و ایجاد نظام نظارتی قابل اتکا، نقش کلیدی در شکل‌گیری این اکوسیستم ایفا کنند. همچنین تدوین نظام رتبه‌بندی برای کیفیت خدمات و ایجاد تغییر در ساختار حاکمیتی شرکت‌ها از جمله افزایش نصاب سهامداران خرد برای تاثیرگذاری بیشتر در رای‌گیری‌ها، انتشار جزئیات دقیق‌تر مانند پاداش‌ها، معاملات با اشخاص وابسته، رزومه کامل مدیران و اعلام ارزش روز دارایی‌ها به‌جای بهای تاریخی، از الزامات این مسیر است. در نهایت، با نگاه ویژه به توسعه فناوری‌های نظارتی (RegTech) و بهره‌گیری از هوش مصنوعی و تحلیل داده‌های بزرگ در بررسی رفتار مجامع، می‌توان بستر ارائه گزارش‌های خودکار و دقیق را خواهند کرد.

شرکت‌هایی که قصد فعالیت در این اکوسیستم را دارند نیز باید از تیم‌های تخصصی، متشکل از تحلیل‌گران مالی، کارشناسان حقوقی و متخصصان حوزه حاکمیت شرکتی بهره‌مند باشند.

شرکت‌های فوق می‌توانند در دو مدل فعالیت کنند:

۱- صرفا مشاور و توصیه‌کننده برای رای

۲- با اخذ وکالت از سهامداران خرد به‌عنوان نماینده حق رای داشته باشند.

در مدل دوم، این شرکت‌ها نقش تاثیرگذاری در افزایش قدرت سهامداران خرد ایفا می‌کنند؛ زیرا با تجمیع آرا و فراهم‌سازی امکان اعطای وکالت دیجیتال و رای‌گیری آنلاین، فرآیند مشارکت و اثرگذاری را تسهیل می‌کنند.

شرکت‌های واسطه اطلاعات با استفاده از ابزارهای متنوعی مانند برنامه‌های موبایل، پیامک، همکاری با کارگزاری‌ها و ارائه داشبوردهای تحلیلی، می‌توانند با سهامداران ارتباط داشته باشند و با ارائه گزارش‌های ساده، قابل فهم و خلاصه‌شده درباره دستور جلسات مجامع، به افزایش درک سهامداران کمک کنند.

در پایان می‌توان اشاره داشت که تاسیس شرکت‌های واسطه اطلاعات به کمک توسعه فناوری‌های نظارتی و استفاده از ابزارهای تحلیل داده و هوش مصنوعی، می‌تواند تحول مهمی در ساختار بازار سرمایه ایران ایجاد کند و با افزایش مشارکت سهامداران خرد، به کارآمدتر شدن تصمیم‌گیری‌ها و ارتقای شفافیت کمک کند. اجرای طرح به‌صورت پایلوت و آزمایشی می‌تواند از ریسک‌های آن بکاهد و مسیر توسعه را هموارتر سازد.



## کلید «تاب‌آوری» کسب‌وکارها در ایران

دکتر فرشاد حق‌پناه

رئیس ستاد راهبری اصلاح نظام بنگاه‌داری صندوق‌های بازنشستگی

در سایه محدودیت‌های مالی، عدم قطعیت‌های اقتصادی و ریسک‌های ژئوپلیتیک در ایران، تاب‌آوری کسب‌وکارها بیش از پیش صرفاً به سودآوری، رشد فروش یا سهم بازار وابسته نیست. این موضوع در ذهن من از سال ۱۴۰۰ و در نتیجه تجربه همکاری با یکی از شرکت‌های موفق در اقتصاد دیجیتال کشور اهمیت بیشتری پیدا کرد.

شرکت درگیر بحرانی عمیق شده و تا آستانه فروپاشی پیش رفته بود. هزینه‌های مالی سنگینی به شرکت تحمیل شد و در نهایت شرکت از سرمایه اجتماعی خود که سال‌ها برای کسب آن تلاش کرده بود هزینه و از بحران عبور کرد. در این بین فرهنگ شرکت، اما، در سال ۱۴۰۵ هنوز از بحران عبور نکرده و از یکی از نقاط قوت مجموعه به یکی از نقاط ضعف آن تبدیل شده است.

آسیبی که این شرکت موفق ما از عدم آمادگی برای مواجهه با چالش‌ها، دید از آسیب مستقیم ناشی از عوامل محیطی بیشتر بود، ولی هنوز رویکرد غالب شرکت، به جای «آمادگی برای مواجهه با چالش‌ها و پیشگیری از بحران»، «مدیریت بحران» است. این تجربه باعث شد به «علم»، «هنر» و «مهارت» تاب‌آوری کسب‌وکار بیشتر دقت کنم. در این یادداشت، با بهره‌گیری از دانش و تجربه‌های موفق جهانی در این حوزه، به بومی‌سازی الگوی توسعه و ارتقای تاب‌آوری کسب‌وکار برای اقتصاد ایران می‌پردازم.

تاب‌آوری، تنها توانایی عبور از بحران نیست، بلکه توانایی بازگشت قدرتمندتر و حتی دستیابی به سطحی بالاتر از رشد و شکوفایی است.

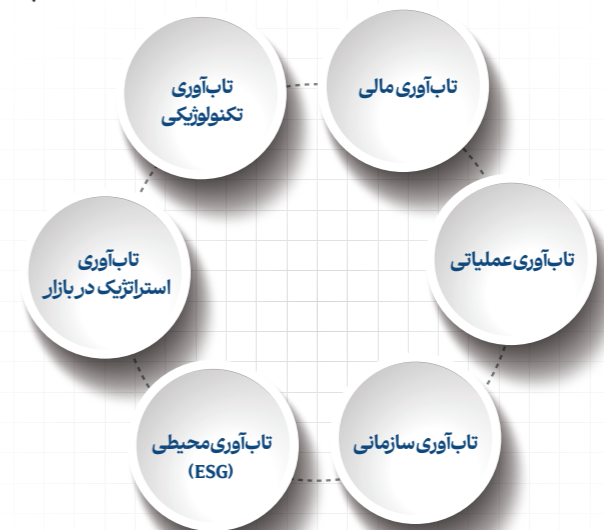
(McKinsey & Company)

### تاب‌آوری چیست؟

پیش از آن‌که درباره راهکارهای ارتقای تاب‌آوری صحبت شود، ابتدا باید مفهوم تاب‌آوری با دقت بیشتری مورد بررسی قرار گیرد. با وجود کاربرد گسترده تاب‌آوری در ادبیات مدیریت، تعریف آن بسیار دشوار است. به همین دلیل، به جای ارائه تعاریف پیچیده و آکادمیک، بهتر است با نگاهی ساده و اجرایی به آن پرداخته شود. تاب‌آوری کسب‌وکار را می‌توان توانایی یک کسب‌وکار در کمینه‌کردن پیامدهای نامطلوب در مواجهه با تغییرات و چالش‌ها، بازیابی پس از بحران، سازگاری و رشد در شرایط جدید تعریف کرد. نکته مهم آن است که تاب‌آوری صرفاً مقاومت در مواجهه با بحران نیست. بسیاری از شرکت‌ها در بحران‌ها از بین نمی‌روند، ولی تعداد محدودی قدرتمندتر از رقبا باز می‌گردند و رشد می‌کنند.

### ابعاد تاب‌آوری کدامند؟

ابعاد تاب‌آوری به گستردگی ابعاد مدیریت کسب‌وکار است. در این یادداشت، ما تاب‌آوری را در شش بعد اصلی یعنی تاب‌آوری مالی، تاب‌آوری استراتژیک در بازار، تاب‌آوری محیطی (ESG)، تاب‌آوری سازمانی، تاب‌آوری عملیاتی و تاب‌آوری تکنولوژیکی خلاصه می‌کنیم. ارزیابی و مدیریت این ابعاد، توان یک شرکت برای مواجهه با بحران‌ها، سازگاری با تغییرات و رشد و شکوفایی پسا بحران را شکل می‌دهند. نکته مهم آن است که غفلت از رصده و مدیریت هر یک از این ابعاد می‌تواند کسب‌وکار را در مواجهه با بحران آسیب‌پذیر کند.



### آیا تاب‌آوری کسب‌وکار قابل ارزیابی است؟

با کنار هم قرار دادن گزیده‌های از شاخص‌های ارزیابی عملکرد، نتایج آزمون تنش و نتایج ممیزی فنی می‌توان به تصویر قابل قبولی از تاب‌آوری کسب‌وکار رسید. از شاخص‌های ارزیابی عملکرد مورد استفاده در ارزیابی تاب‌آوری می‌توان به شاخص‌های سودآوری، شاخص‌های نقدینگی و شاخص‌های بودجه‌ای اشاره کرد. علاوه بر این، با استفاده از مدل‌های بلوغ یا مدل برگه امتیاز، تدوین خلاصه مدیریتی ارزیابی تاب‌آوری برای ارائه در سطوح مدیریتی و غیرفنی نیز امکان‌پذیر است. مطالعات بین‌المللی نشان می‌دهند کسب‌وکارهایی که تاب‌آورتر ارزیابی شده‌اند، در مقایسه با رقبای عملکرد مالی بهتری دارند. برای مثال، سهامداران این کسب‌وکارها در دوره رکود کووید-۱۹ به‌طور میانگین حدود ۱۰ درصد سود بیشتر در مقایسه با سهامداران شرکت‌های رقیب دریافت کردند.

### چارچوب تاب‌آوری کسب‌وکار BCG

در ادبیات مدیریت بحران و تاب‌آوری سازمانی، چارچوب‌ها و مدل‌های متعددی برای تبیین و پیاده‌سازی مفهوم تاب‌آوری کسب‌وکار ارائه شده است که هر یک از منظرهای متفاوت به این موضوع می‌پردازند. در این میان، مدل ارائه‌شده توسط Boston Consulting Group (به اختصار BCG) از جمله چارچوب‌های شناخته‌شده در سطح بین‌المللی است که تاب‌آوری را به صورت یک چرخه پیوسته تبیین می‌کند. این چارچوب بر این ایده استوار است که فرآیندهای چارچوب تاب‌آوری صرفاً به دوران بحران محدود نمی‌شوند، بلکه از پیش از آغاز بحران تا پس از پایان آن ادامه می‌یابند. در تصویر رویرو این چارچوب با جزئیات بیشتری ارائه شده است.

### الگوی بومی‌سازی شده توسعه و ارتقای تاب‌آوری کسب‌وکار

توجه به تاب‌آوری در ایران، به دلیل سطح بالای عدم قطعیت‌های اقتصادی، یک ضرورت مدیریتی است. کسب‌وکارهای ایرانی در محیطی فعالیت می‌کنند که پیش‌بینی‌پذیری پایین و سرعت تغییرات بالاست. بنابراین اتکا به مدل‌های ارائه شده در علم مدیریت کلاسیک کافی نیست و نیاز به الگویی بومی وجود دارد که با واقعیت‌های اقتصاد ایران سازگار باشد؛ الگویی که هم از دانش مدیریت، هم از تجارب زیسته مدیران در ایران و هم از تجارب زیسته مدیران اکوسیستم استارت‌آپی بهره بگیرد. چراکه بسیاری از چارچوب‌های بین‌المللی تاب‌آوری بر مفروضات نهادی و سازمانی استوارند که در بسیاری از کسب‌وکارهای ایرانی هنوز به‌طور کامل شکل نگرفته‌اند. بر این اساس، الگوی ارتقای تاب‌آوری در ایران در قالب فرآیند سه‌مرحله‌ای که در تصویر صفحه بعد ارائه شده است، پیشنهاد می‌شود.

در مرحله اول، ریشه‌های عدم قطعیت، ریسک‌ها و نقاط آسیب‌پذیر شناسایی شده و اثرات احتمالی آن‌ها تحلیل می‌شود و هم‌زمان سرمایه انسانی آموزش دیده و اهداف کسب‌وکار در قالب یک «ستاره قطبی» تعریف خواهند شد. در مرحله دوم، ساختار سازمان از سطح حاکمیت شرکتی تا تیم‌های عملیاتی بهینه‌سازی شده و فرآیندها و پروتکل‌های ارتباطی موثر طراحی و اجرا می‌شود که این امر نیازمند مشارکت مدیران ارشد و سرمایه‌گذاری زمانی آن‌هاست. در مرحله سوم، با ایجاد سازوکار مدیریت انگیزه، انگیزه‌های سرمایه‌انسانی با اهداف سازمان همسو شده و فرهنگ تاب‌آوری به صورت تدریجی در کسب‌وکار تثبیت می‌شود. در این الگو، از سطح چشم‌انداز، مأموریت، ارزش‌ها و فرهنگ شروع می‌کنیم تا سرمایه انسانی ما در تصمیم‌گیری و اجرا به ساختن مجموعه‌ای تاب‌آور کمک کنند. ارکان تاب‌آوری در ادبیات مدیریت مانند چابکی و انعطاف‌پذیری (Agility) و تنوع‌بخشی استراتژیک (Strategic Diversification) نتیجه تصمیمات یادشده هستند.

### کلام آخر

در نهایت باید گفت که هرچند ارتقای تاب‌آوری کسب‌وکار از مسئولیت‌های مدیران است، اما موفقیت در این امر نتیجه مشارکت سرمایه انسانی است. با نیم‌نگاهی به تاریخ، عوامل موفقیت همکاری‌های انسانی در مقیاس بزرگ را می‌توان دو عامل اسطوره مشترک و همسویی انگیزه‌ها دانست. در الگوی پیشنهادی توسعه و ارتقای تاب‌آوری کسب‌وکار در ایران نیز دو عامل تبیین ستاره قطبی و مدیریت انگیزه‌ها عوامل کلیدی هستند. از یک‌سو، اهداف کسب‌وکار باید در قالب روایت و اسطوره مشترک برای افراد شفاف شود و از سوی دیگر، مسیر رسیدن به هدف باید با سازوکارهای مدیریت انگیزه هموار شود.

### ۱ شناسایی، پیش‌بینی و آمادگی (Sense)

در این مرحله، سازمان تلاش می‌کند پیش از وقوع بحران، تصویر دقیقی از محیط پیرامونی خود داشته باشد. این کار از طریق رصد داده‌محور روندها، تحلیل مستمر ریشه‌های عدم قطعیت، شناسایی تهدیدها و طراحی سناریوهای بحران انجام می‌شود. خروجی این مرحله، صرفاً شناسایی ریسک‌ها نیست، بلکه رسیدن به درکی روشن از نقاط آسیب‌پذیر سازمان و تدوین برنامه‌های سناریومحور برای تصمیم‌گیری در شرایط بحرانی است.

### ۲ واکنش، بازیابی و سازگاری (Adapt)

در این فاز، تمرکز بر اجرای موثر برنامه‌های از پیش تدوین‌شده و مدیریت شرایط بحران است. سازمان در این مرحله صرفاً واکنش نشان نمی‌دهد، بلکه هم‌زمان فرآیند بازیابی و سازگاری را پیش می‌برد. تصمیم‌ها بر اساس داده‌های جدید و روندهای در حال تغییر اصلاح و استراتژی‌ها به صورت پویا با شرایط محیطی همسو می‌شوند. نکته کلیدی این مرحله، تبدیل تجربه بحران به یادگیری سازمانی و افزایش سرعت تطبیق‌پذیری است.

### ۳ رشد و توسعه (Thrive)

در این قدم، سازمان از مرحله دفاعی عبور کرده و وارد فاز بهره‌برداری از فرصت‌ها می‌شود. در واقع تاب‌آوری به این معناست که حتی در دل بحران یا پس از آن، سازمان بتواند فرصت‌های جدید رشد را شناسایی و از آن‌ها برای خلق مزیت رقابتی استفاده کند. این مزیت الزاماً به معنای رشد مطلق بازار نیست، بلکه به معنای جایگاه رقابتی بهتر نسبت به سایر بازیگران است.

### ۴ یادگیری و تحول (Transform)

در نهایت، تاب‌آوری زمانی پایدار می‌شود که به یک ظرفیت درونی در سازمان تبدیل شود. این مرحله بر توانمندسازی مدیران و کارکنان، مشارکت دادن آن‌ها در فرآیندهای تصمیم‌گیری و نهادینه‌سازی فرهنگ یادگیری تأکید دارد. در واقع سازمانی تاب‌آور است که بتواند از دل هر بحران، سطح بلوغ مدیریتی خود را ارتقا و وابستگی به تصمیم‌گیری‌های فردی راکاهش دهد.



مهري ابراهيمي  
مدیر مطالعات و بررسی های اقتصادی گروه مالی صبا تامین

## بازاندیشی در صندوق های اهرمی؛ نقد ساختار و ارائه مدل جایگزین

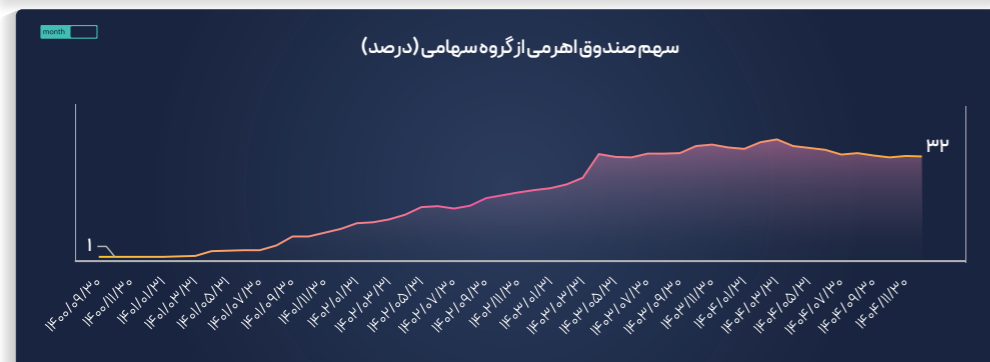
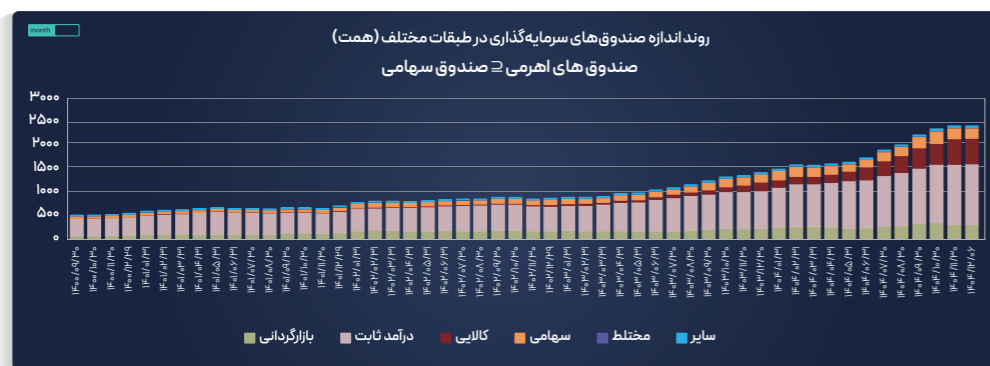
استوار است که از طریق موقعیت‌گیری در این ابزارها، بازده شاخص مینا را به صورت اهرمی شبیه‌سازی می‌کنند. در این ساختار، به دلیل نیاز به تعدیل و متوازن‌سازی مستمر موقعیت‌ها، پدیده‌ای تحت عنوان «فرسایش اهرمی» نیز شکل می‌گیرد که می‌تواند موجب فاصله گرفتن جزئی بازده واقعی صندوق از بازده هدف شود.

در بازار سرمایه ایران، به دلیل محدودیت‌های یادشده، ساختار صندوق‌های اهرمی به صورت بومی و متفاوت از الگوهای رایج جهانی طراحی شده است. در این مدل، اهرم نه از طریق منابع بیرونی یا ابزارهای مشتقه، بلکه از درون ساختار صندوق و از طریق تعامل میان دو گروه سرمایه‌گذار ایجاد می‌شود. به این صورت که سرمایه‌گذاران عادی با تامین منابع، بستر ایجاد اهرم را فراهم می‌کنند و سرمایه‌گذاران ممتاز با پذیرش ریسک بالاتر، از این ظرفیت بهره‌مند می‌شوند. سازوکار توزیع بازده میان این دو گروه نیز بر پایه قرارداد فقهی «صلح بازده» و در قالب تهاثر بازده طراحی شده است؛ به گونه‌ای که برای واحدهای عادی کف و سقف بازده مشخصی تعریف می‌شود. در نتیجه، در شرایط عملکرد ضعیف صندوق، بخش عمده ریسک متوجه واحدهای ممتاز بوده و در شرایط عملکرد مطلوب، مازاد بازده عمدتاً به این گروه اختصاص می‌یابد. این سازوکار، اگرچه در ابتدا پاسخی بومی و نوآورانه به محدودیت‌های بازار سرمایه ایران محسوب می‌شد، اما در عمل با چالش‌هایی در پایداری منابع اهرم، ثبات عملکرد و تحقق مأموریت اصلی صندوق‌های اهرمی مواجه شده است. در ادامه، با اتکا به شواهد آماری و داده‌های عملکردی صندوق اهرمی نمونه، ابعاد اجرایی این ساختار مورد بررسی قرار می‌گیرد تا زمینه برای ارائه راهکارهای اصلاحی فراهم شود.

صندوق‌های اهرمی با هدف پاسخ به نیاز سرمایه‌گذارانی شکل گرفتند که تمایل داشتند بدون ورود مستقیم به فرآیندهای پیچیده و پریسک اخذ اعتبار، از مزایای اهرم در سرمایه‌گذاری بهره‌مند شوند. در عمل، استفاده از اعتبار کارگزاری یا تسهیلات بانکی به دلیل الزامات وثیقه، ریسک بدهی مستقیم و محدودیت دسترسی، برای بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر نبود؛ از این رو، توسعه یک ابزار سرمایه‌گذاری غیرمستقیم اهرمی به عنوان یک نیاز واقعی در بازار سرمایه مطرح شد. با این حال، طراحی و پیاده‌سازی این ابزار در ایران تحت تاثیر محدودیت‌های زیرساختی و مقرراتی، از جمله توسعه نیافتگی بازار مشتقات و ملاحظات فقهی، از الگوهای رایج جهانی فاصله گرفت. در بازارهای توسعه یافته، صندوق‌های اهرمی عمدتاً از طریق ابزارهای مشتقه‌ای مانند قراردادهای آتی و سوآپ، بازده شاخص‌های مینا را به صورت اهرمی شبیه‌سازی می‌کنند؛ اما در بازار سرمایه ایران، به دلیل ماهیت عددی شاخص و عدم قابلیت تحویل‌پذیری آن، استفاده از شاخص به عنوان دارایی پایه این قراردادها با محدودیت‌های فنی و فقهی مواجه است. در نتیجه، امکان پیاده‌سازی سازوکارهای متعارف ایجاد اهرم و بازتولید بازده شاخص، به صورت مستقیم فراهم نبوده است. در یک دسته‌بندی کلی، مدل‌های اجرایی صندوق‌های اهرمی در جهان را می‌توان در دو رویکرد اصلی طبقه‌بندی کرد: رویکرد نخست، مبتنی بر تامین مالی بیرونی است که در آن اهرم از طریق اخذ تسهیلات، خطوط اعتباری یا انتشار ابزارهای بدهی تامین می‌شود.

رویکرد دوم، بر استفاده از ابزارهای مشتقه نظیر قراردادهای آتی و سوآپ

### جایگاه صندوق‌های اهرمی در بازار سرمایه ایران



### الگوی بومی سازی شده توسعه و ارتقای تاب‌آوری کسب‌وکار

01

#### شناسایی و تبیین (Identify & Clarify)

اولین قدم، شناسایی ریشه‌های عدم قطعیت، ریسک‌ها، فرصت‌ها و نقاط آسیب‌پذیر است. این اطلاعات به همراه اهداف یا "ستاره قطبی" کسب‌وکار باید در کمال شفافیت به سرمایه‌انسانی اطلاع‌رسانی شود.

02

#### ایجاد ساختار و فرآیندها (Organize)

مرحله دوم بر بازطراحی ساختارها و استانداردهای فرآیندها تمرکز دارد. هدف اصلی کاهش وابستگی به افراد کلیدی و حرکت به سمت سازمان فرآیند‌محور است. مستندسازی شفاف فرآیندها در شرایط عادی و بحران باعث افزایش سرعت یادگیری، کاهش سردرگمی و حفظ تداوم عملکرد سازمان می‌شود.

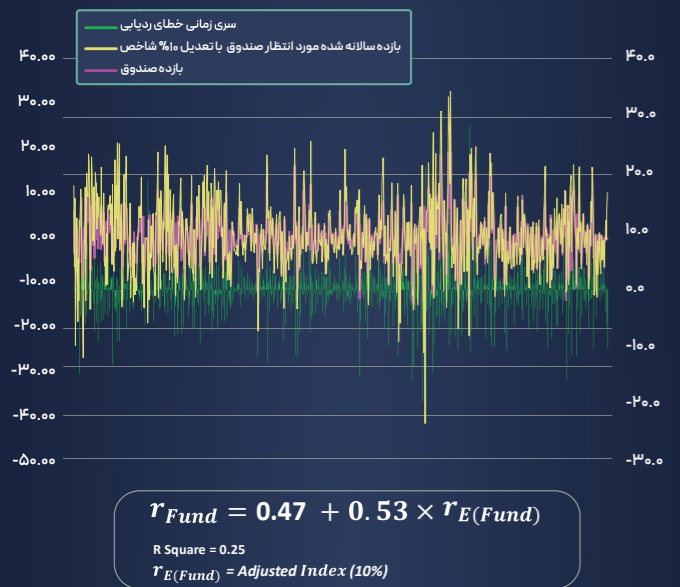
03

#### مدیریت انگیزه‌ها (Incentivize)

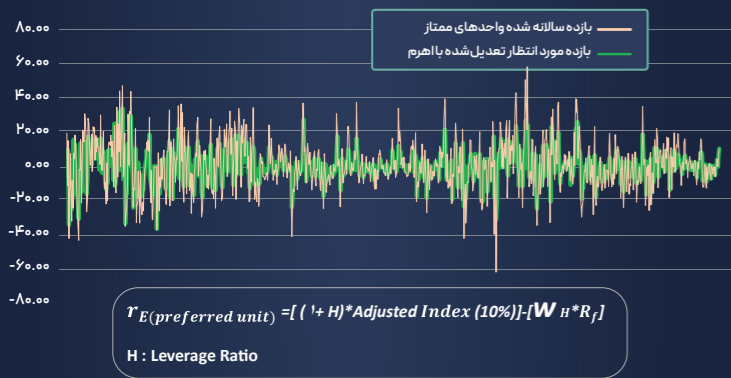
مرحله سوم بر بعد انسانی تاب‌آوری تمرکز دارد. در این مرحله شکاف انگیزشی به عنوان چالش اصلی مطرح است. زیرا بدون انگیزه مناسب، حتی بهترین فرآیندها نیز اجرا نمی‌شوند. برای حل این مسئله، معیارها و شاخص‌های تاب‌آوری باید در نظام ارزیابی مدیران و سرمایه‌انسانی دیده و عملکردهای مطلوب در سازمان تشویق و نهادینه شود.



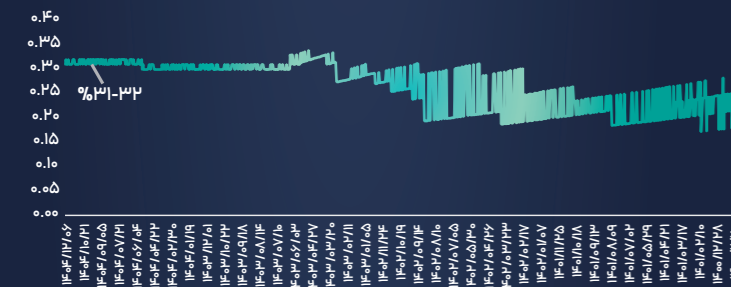
بررسی همسویی بازده صندوق با بازده شاخص بورس



همسویی بازده واحدهای ممتاز با بازده مورد انتظار تعدیل شده بر اساس ضریب اهرم



بازده سالانه شده واحدهای عادی



### نتایج شواهد آماری عملکرد صندوق

ماموریت صندوق‌های اهرمی در ساختار فعلی، پاسخ‌گویی هم‌زمان به دو گروه سرمایه‌گذار با ترجیحات متفاوت؛ واحدهای عادی (ریسک‌گریز) و واحدهای ممتاز (ریسک‌پذیر) است. با این حال، شواهد عملکردی نشان می‌دهد این صندوق‌ها در تحقق ارزش افزوده مورد انتظار برای هر دو گروه با چالش‌های معناداری مواجه‌اند:

در بخش واحدهای عادی، بازدهی تحقق یافته (۳۱-۳۲ درصد) غالباً در سطحی کمتر یا هم‌تراز با بازده صندوق‌های درآمد ثابت بدون تقسیم سود موجود در بازار سرمایه قرار دارد، در حالی‌که این سرمایه‌گذاری در معرض ریسک‌های ساختاری بیشتری نسبت به ابزارهای بدون ریسک است. از منظر مالی، چنین سطحی از بازده در قبال ریسک پذیرفته شده، فاقد جذابیت رقابتی برای سرمایه‌گذار ریسک‌گریز است. بررسی عملکرد واحدهای ممتاز نشان می‌دهد که این صندوق‌ها تا حد قابل توجهی از هدف اصلی خود، یعنی شبیه‌سازی بازده اهرمی شاخص مینا، فاصله دارند. در حالت ایده‌آل، انتظار می‌رود بازده این واحدها پس از اعمال ضریب اهرم و کسر هزینه مالی منابع اهرم، بازده شاخص پایه (شاخص بورس) را به صورت تعدیل شده به میزان ۱۰ درصد (حدود ۹ درصد در روزهای مثبت و ۱۱ درصد در روزهای منفی) دنبال کند. با این حال، نمودارهای سری زمانی خطای ردیابی نشان می‌دهند که این هم‌حرکتی به شکل موثری محقق نمی‌شود و همبستگی معناداری میان بازده صندوق و شاخص تعدیل شده وجود ندارد؛ موضوعی که با ماموریت و فلسفه اصلی صندوق‌های اهرمی در تضاد است. نتایج تحلیل رگرسیونی نیز این مسئله را تایید می‌کند. با وجود مثبت بودن شیب رابطه، ضریب تعیین پایین (حدود ۲۵ درصد) نشان می‌دهد که بخش بزرگی از تغییرات بازده صندوق، ناشی از عوامل خارج از پرتفوی هدف و استراتژی شاخص محور است. به نظر می‌رسد یکی از دلایل اصلی این ناکارایی، عدم ثبات در منابع تامین اهرم باشد؛ عاملی که موجب می‌شود تمرکز مدیران اجرای دقیق استراتژی شاخص محور و دستیابی به بازده اهرمی مورد انتظار، به سمت مدیریت جریان نقدینگی و نقدشوندگی منحرف شود.

ساختار اجرایی فعلی صندوق‌ها، مدیر را درگیر یک چرخه معیوب عملیاتی کرده است. به طوری که مداخلات او برای کنترل صف‌های خرید و فروش و همچنین انجام فرآیند صدور و ابطال جهت تسویه (که به صورت انحصاری در اختیار همین رکن قرار دارد)، عملاً او را در موقعیتی مشابه «معامله با خود» قرار می‌دهد. این وضعیت نه تنها نوسانات بازار را تشدید و بازدهی صندوق را مخدوش می‌کند، بلکه با درگیر کردن منابع مدیریتی در فرآیند نقدشوندگی، ریسک قابل توجه «تضاد منافع» را نیز به همراه دارد.

در این بخش، بر پایه شواهد آماری عملکرد صندوق نمونه، چالش‌ها و ناکارایی‌های ساختار فعلی شناسایی شد. در ادامه در راستای رفع این مسائل، دو مدل پیشنهادی برای اصلاح ساختار صندوق‌های اهرمی ارائه می‌شود.

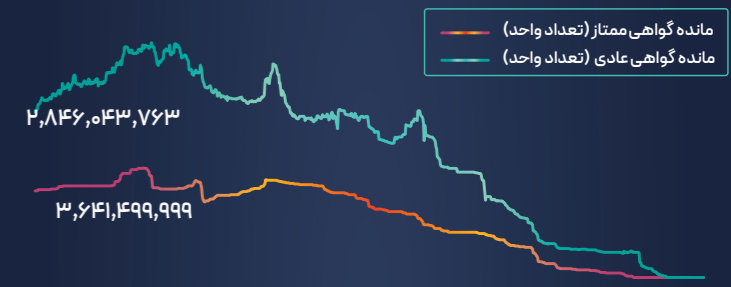
### واکاوای چالش‌های عملکردی و رفتاری در اکوسیستم صندوق‌های اهرمی

#### نتایج شواهد آماری رفتار سرمایه‌گذاران

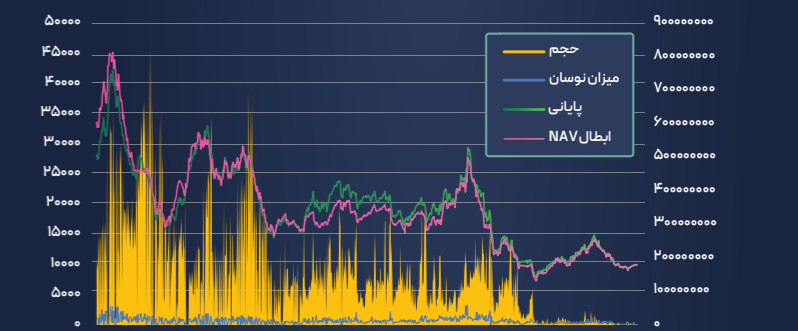
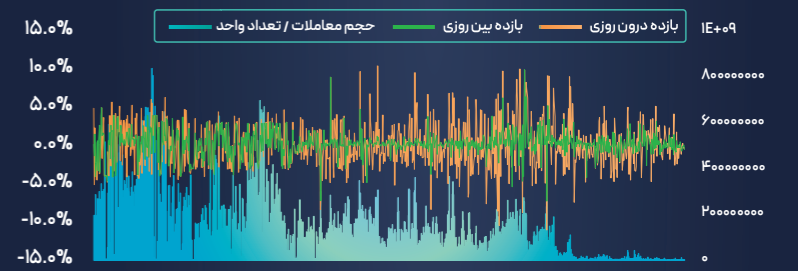
بر اساس شواهد آماری، چالش‌های ساختاری صندوق‌های اهرمی را می‌توان در چند محور کلیدی خلاصه کرد: مهم‌ترین چالش، تقابل ذاتی منافع میان دو گروه سرمایه‌گذار هدف (واحدهای عادی و ممتاز) است. در این ساختار، پایداری منابع و بازده هر گروه به رفتار گروه مقابل وابسته بوده و همین وابستگی متقابل، صندوق را در معرض ریسک ساختاری قرار می‌دهد؛ به گونه‌ای که تغییر رفتار یا خروج منابع در هر بخش، مستقیماً تعادل عملیاتی و کارایی عملکردی صندوق را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در ساختار فعلی صندوق‌های اهرمی، هیچ سازوکار موثری برای تثبیت جریان منابع اهرم‌ساز وجود ندارد. از آن‌جا که تامین اهرم عمدتاً از محل منابع داخلی و واحدهای عادی انجام می‌شود، این منابع به شدت تحت تاثیر رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران و ورود و خروج‌های ناپایدار قرار دارند. در نتیجه، صندوق در معرض شوک‌های نقدینگی ناشی از ابطال‌های سنگین قرار گرفته و بخش قابل توجهی از تمرکز مدیر، به جای مدیریت استراتژیک پرتفوی و دنبال کردن ماموریت اهرمی صندوق، صرف مدیریت نقدینگی کوتاه‌مدت می‌شود.

خلارکن تخصصی برای مدیریت شکاف میان قیمت بازار و NAV، به تشدید حباب‌های قیمتی در صندوق‌های اهرمی دامن زده است؛ به طوری که دامنه این انحراف در برخی مقاطع به بازه ۲۴- درصد تا ۱۷+ درصد رسیده است. در حالی‌که در ساختارهای بین‌المللی، ارکانی مانند بازارگردان یا «مشارکت‌کننده مجاز - AP» از طریق سازوکار آربیتراژ و در قالب تسویه نقدی یا تحویل سبد دارایی، شکاف قیمت و ارزش ذاتی را به سرعت تعدیل می‌کنند، در مدل فعلی صندوق‌های اهرمی ایران چنین جایگاه عملیاتی و تخصصی به صورت موثر پیش‌بینی نشده است. رفتار مبتنی بر مومنتوم در میان سرمایه‌گذاران خرد، به ویژه دارندگان واحدهای ممتاز (غیرموسس)، معمولاً به این شکل است که آن‌ها بیشتر به دنبال همراه شدن با روندهای کوتاه‌مدت بازار هستند. در عمل، این رفتار باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در دوره‌های صعودی وارد بازار شوند و در زمان‌های نزولی از آن خارج شوند. چنین الگوی رفتاری نه تنها نوسانات بازار را تشدید می‌کند، بلکه موجب اشتباه در زمان بندی خرید و فروش و بی‌ثباتی در جریان ورود و خروج سرمایه نیز می‌شود.

عدم تناسب مدل درآمدی مدیر با پیچیدگی ساختار صندوق اهرمی و حفظ الگوی کارمزدی مشابه با صندوق‌های متعارف، انگیزه لازم برای مدیریت فعال این ریسک‌ها را محدود کرده و بر ناکارایی عملیاتی می‌افزاید.



--- ورود و خروج اشخاص حقیقی (تعداد واحد ممتاز)



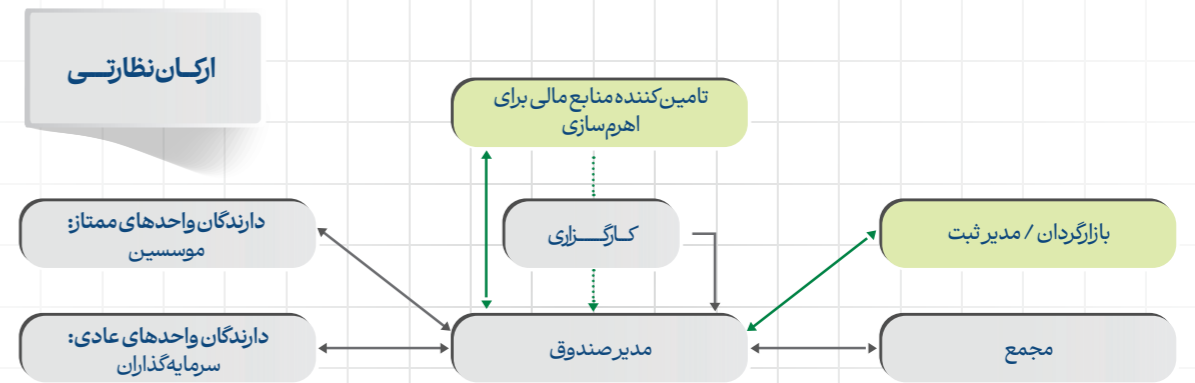


## مدل‌های پیشنهادی برای بازطراحی صندوق‌های اهرمی

### مدل اول:

در این مدل با هدف افزایش پایداری منابع و بهبود کارایی عملیاتی، تامین مالی اهرم به‌طور کامل از ساختار داخلی صندوق جدا شده و به یک رکن تامین مالی مستقل و بیرونی واگذار می‌شود. در نتیجه، خود صندوق مستقیماً درگیر فرآیند تامین بدهی یا مدیریت منابع اهرمی نیست و نقش آن به مدیریت دارایی‌ها محدود می‌ماند. هم‌زمان، ساختار مالکیتی صندوق نیز بازتعریف می‌شود؛ به‌طوری‌که واحدهای عادی به سرمایه‌گذاران و واحدهای ممتاز به موسسین اختصاص می‌یابد و استفاده از اهرم از طریق همکاری ساختاریافته با نهادهای مجاز بیرونی پس از تجهیز منابع انجام می‌شود. در این چارچوب، منابع مورد نیاز برای اهرم‌سازی از مسیره‌های متنوعی تامین می‌شود؛ از جمله مذاکره با بانک‌ها برای تامین مالی مستقیم یا غیرمستقیم (مثلاً از طریق خطوط اعتباری اعطاشده به کارگزاری‌ها)، توافق با کارگزاری‌ها برای دریافت خطوط اعتباری مبتنی بر وثیقه دارایی‌های صندوق، انتشار ابزارهای بدهی مانند صکوک و همچنین جذب منابع از نهادهای مالی بزرگ نظیر صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های درآمد ثابت. در این ساختار، به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری و مطابق نسبت‌های

تعیین‌شده در امیدنامه، گواهی اعتبار مدت‌دار توسط مدیر صندوق منتشر می‌شود. این گواهی صرفاً نقش اتصال‌دهنده میان ظرفیت صندوق و نهاد تامین مالی را ایفا می‌کند و خود به‌عنوان ابزار مالکیتی یا سرمایه‌گذاری مستقل در صندوق تلقی نمی‌شود. هزینه تامین مالی اهرم در این مدل به‌صورت بازده پرداختی به تامین‌کنندگان منابع تعریف می‌شود و به‌گونه‌ای طراحی شده که بتواند با ابزارهای کم‌ریسک بازار رقابت کند. این بازده دارای دو جزء است که بخش اول، بازده ثابت معادل نرخ بدون ریسک جاری بازار که در تمامی شرایط پرداخت می‌شود و بخش دوم، بازده متغیر مبتنی بر درصدی از مازاد عملکرد صندوق پس از پایان سال مالی است. این بخش متغیر نقش انگیزشی دارد و باعث هم‌راستایی منافع تامین‌کنندگان منابع با عملکرد واقعی صندوق می‌شود و تنها در صورت تحقق بازدهی مثبت پرداخت خواهد شد. در مجموع، این مدل با تفکیک کامل منبع اهرم از رفتار سرمایه‌گذاران، یک ساختار پایدارتر، شفاف‌تر و قابل پیش‌بینی‌تر ایجاد می‌کند که در آن منافع سرمایه‌گذاران و تامین‌کنندگان منابع تا حد زیادی هم‌راستا شده است. در ادامه نیز چارچوب کلی مدل پیشنهادی شامل فلوجارت اجرایی و مدل کسب‌وکار صندوق ارائه می‌شود.



### چارچوب اجرایی مدل پیشنهادی



### مدل دوم:

در این رویکرد، به‌جای بازطراحی کامل، ساختار فعلی صندوق‌های اهرمی حفظ شده و اصلاحات هدفمند بر نقاط ضعف اصلی اعمال می‌شود. در نتیجه، ترکیب سه‌گانه واحدها (عادی، ممتاز نوع اول و ممتاز نوع دوم) حفظ شده، اما قواعد حاکم بر آن‌ها به‌گونه‌ای بازتنظیم می‌شود که پایداری منابع اهرمی و کارایی عملیاتی بهبود یابد. در بخش واحدهای عادی، به‌منظور کاهش ناپایداری منابع، این واحدها از حالت صدور و ابطال خارج شده و صرفاً به‌صورت قابل انتقال و محدود به اشخاص حقوقی تعریف می‌شوند. انتقال آن‌ها نیز به‌صورت کنترل‌شده و با تایید ارکان حاکمیتی صندوق (مانند مجمع یا نهادهای ذیصلاح) انجام می‌شود تا از خروج‌های هیجانی و ایجاد شوک در منابع اهرمی جلوگیری شود.

برای افزایش جذابیت تامین منابع، ساختار بازدهی واحدهای عادی به‌صورت دو بخشی طراحی می‌شود. بخش ثابت معادل نرخ ابزارهای بدون ریسک که به‌صورت دوره‌ای پرداخت می‌شود و بخش متغیر که در صورت تحقق عملکرد مثبت صندوق، به‌صورت درصدی از بازده مازاد پس از پایان دوره مالی به دارندگان اختصاص می‌یابد.

همچنین یک سازوکار مشخص برای مدیریت شکاف میان قیمت و NAV پیش‌بینی می‌شود تا همگرایی بازار و ارزش ذاتی صندوق حفظ شود. در مجموع، این اصلاحات بدون تغییر بنیادین در ساختار موجود، با هدف افزایش پایداری تامین اهرم و ارتقای جذابیت سرمایه‌گذاری در صندوق طراحی شده‌اند.



### مدل کسب‌وکار

**ارکان صندوق:**

۱. مدیر صندوق
۲. حسابرس
۳. متولی
۴. بازرگردان / مشارکت‌کننده مجاز - AP / مدیریت
۵. نهاد ناظر
۶. مجمع
۷. رکن تامین‌کننده منابع مالی اهرم:
  - ✓ بانک
  - ✓ کارگزاری
  - ✓ صندوق‌های بازنشستگی
  - ✓ شرکت‌های بیمه
  - ✓ سرمایه‌گذاران در صورت انتشار اوراق و غیره

**فرآیندها و برنامه اجرایی:**

فرآیند اجرایی صندوق با تشکیل صندوق و انتشار واحدهای عادی و ممتاز آغاز و از این طریق منابع اولیه سرمایه‌گذاری جذب می‌شود. در گام بعد، گواهی اعتبار مدت‌دار به‌عنوان منبع تامین اهرم، بر اساس نسبت مشخصی از واحدهای عادی (مندرج در امیدنامه) به صندوق متصل می‌شود و ظرفیت اهرم‌سازی را تعیین می‌کند. در ادامه پس از مذاکره با نهادهای مجاز و عقد قراردادهای مرتبط گواهی‌های مربوطه جهت اخذ منابع اعتبار در اختیار نهادهای طرف قرارداد قرار می‌گیرد. در ادامه، میزان استفاده از این اعتبار برای ایجاد اهرم بر اساس «ضریب اهرم مشروط» و متناسب با شرایط بازار به‌صورت پویا تعیین می‌شود. سپس منابع صندوق بر اساس دستورالعمل نصاب دارایی‌ها تخصیص یافته و هزینه تامین مالی اعتبار نیز به‌صورت روزانه در NAV شناسایی می‌شود و بر اساس مواعید مقرر تسویه می‌شود.

**نوع ساختار صندوق:**

صندوق می‌تواند در دو قالب ETF و صدور و ابطال فعالیت کند. در ساختار ETF وجود بازار ثانویه امکان بازگردانی و کنترل شفاف قیمت و NAV را فراهم می‌کند. در مقابل، در ساختار صدور و ابطال، مدیریت نقدشوندگی از طریق ابزارهایی مانند قیمت‌گذاری کارشناسی و Swing Pricing انجام می‌شود.

**ساز و کار حسابداری و بازده:**

حسابداری صندوق بر مبنای خالص ارزش فروش انجام شده و منابع اهرمی به‌عنوان بدهی ثبت می‌شوند. هزینه تامین مالی نیز به‌صورت روزانه و در دو بخش ثابت و متغیر شناسایی می‌شود؛ به‌طوری‌که بخش متغیر تنها در صورت تحقق عملکرد مثبت صندوق در پایان دوره مالی تسویه خواهد شد.

**سرمایه‌گذاران:**

✓ ایجاد امکان سرمایه‌گذاری اهرمی غیرمستقیم  
✓ ارائه بازدهی ترکیبی برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز

**وجه تمایز:**

در این مدل، اهرم به‌جای استفاده از منابع دارندگان واحدهای عادی و داخل ساختار صندوق، از طریق صدور گواهی اعتبار مدت‌دار و توسط نهادهای ذی‌ربط به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم تامین می‌شود. میزان استفاده از اهرم نیز بر اساس «ضریب اهرم مشروط» و بر اساس پارامترها تعیین می‌شود. به‌صورت سیستمی محاسبه و سپس توسط مدیر تنظیم خواهد شد. همچنین بسته به قالب صندوق سازوکاری برای مدیریت نقدشوندگی و حباب واحدهای سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده است.

**سرمایه‌گذاران:**

دو گروه اصلی سرمایه‌گذاران هدف: واحدهای سرمایه‌گذاری به دنبال بهره‌گیری از اهرم و بازده بالاتر هستند. سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز در نقش تامین‌کنندگان منابع اهرم که به دنبال بازدهی ثابت به‌علاوه بازده متغیر مشروط از عملکرد صندوق هستند.

**فرآیندها و برنامه اجرایی:**

واحد‌های عادی و ممتاز در چارچوب متعارف تعریف می‌شوند (ممتاز با حق رای، عادی به‌عنوان سرمایه‌گذار). در کنار آن، دارندگان «گواهی اعتبار مدت‌دار» به‌عنوان تامین‌کنندگان منابع اهرم حضور دارند که بدون مالکیت در دارایی صندوق، بازده ثابت و متغیر وابسته به عملکرد دریافت می‌کنند.

**ساختار مالی:**

واحد‌های عادی و ممتاز در چارچوب متعارف تعریف می‌شوند (ممتاز با حق رای، عادی به‌عنوان سرمایه‌گذار). در کنار آن، دارندگان «گواهی اعتبار مدت‌دار» به‌عنوان تامین‌کنندگان منابع اهرم حضور دارند که بدون مالکیت در دارایی صندوق، بازده ثابت و متغیر وابسته به عملکرد دریافت می‌کنند.

**ساختار حقوقی:**

با توجه به محدودیت ابزارهای مشتقه، پیشنهاد می‌شود ترکیب دارایی‌های صندوق عمدتاً بر سهام شاخص‌ساز شاخص مبنای تعریف‌شده در امیدنامه (کل بازار یا یک صنعت مشخص) متمرکز باشد تا هم‌راستایی با شاخص شفاف و قابل پیش‌بینی شود. این ساختار امکان توسعه به مدل‌های پیشرفته‌تر مانند اهرم چندلایه (multi-NAV) مبتنی بر تفکیک صنعتی را نیز فراهم می‌کند. همچنین با تایید کمیته فقهی، امکان استفاده از قراردادهای آتی بر سبد سهام فراهم است و می‌توان از آنها برای شبیه‌سازی و مدیریت بازده پرتوی بهره برد.

**قوانین و مقررات:**

✓ امیدنامه  
✓ اساسنامه

نظریه تفاوت مدل پیشنهادی، موارد زیر باید به‌صورت شفاف در امیدنامه تصریح شود:

- اهرم مشروط: سازوکار اعمال ضریب اهرم مشروط متناسب با شرایط بازار در تخصیص دارایی
- تامین مالی اهرم: سازوکار استفاده از گواهی اعتبار و خطوط اعتباری کارگزاری
- صدور گواهی اعتبار مدت‌دار: نسبت عادی‌های مدت‌دار به واحدهای عادی به‌عنوان مبنای ظرفیت اهرم
- هزینه تامین مالی: سازوکار شناسایی و ذخیره‌گیری روزانه شامل نرخ ثابت و جزء متغیر وابسته به عملکرد
- الزامات ناظر رعایت ضریب اهرم

دوره‌ای زمانی مشخص

### جمع‌بندی و مسیر پیشنهادی برای بازطراحی صندوق‌های اهرمی موجود

در شرایط بحران و اختلال در بازار، به‌جای استفاده از ابزارهای کوتاه‌مدت و موقتی، پیشنهاد می‌شود یک مداخله ساختاری برای تثبیت صندوق‌های اهرمی فعال شود. در این چارچوب، مدیر صندوق می‌تواند با نهادهای مجاز و بزرگ مانند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و غیره وارد مذاکره هدفمند شود تا این نهادها با ورود منابع، نقش فعالی در خرید و تجمیع واحدهای عادی ایفا کنند. این فرآیند به‌تدریج ترکیب سرمایه‌گذاران صندوق را از افراد خرد و ناپایدار به سمت سرمایه‌گذاران نهادی و باثبات تغییر می‌دهد و به کاهش ریسک‌های عملیاتی در دوره بحران کمک می‌کند.

در گام بعد، واحدهای عادی تجمیع‌شده می‌توانند طی یک فرآیند تدریجی به ساختار جدید منتقل شوند؛ در این صورت یا در قالب مدل تامین مالی بیرونی مبتنی بر گواهی اعتبار قرار گیرند و یا در چارچوب ساختار اصلاح‌شده با محدودیت ابطال و سازوکار بازدهی جدید بازطراحی شوند. این مسیر امکان‌گذار کنترل‌شده از شرایط بحرانی به یک ساختار پایدار را بدون نیاز به انحلال یا توقف صندوق فراهم می‌کند. همچنین برای نهادهای مشارکت‌کننده در این فرآیند، می‌توان مشوق بازدهی ترکیبی (ثابت و متغیر) در نظر گرفت تا ورود منابع در شرایط بحران برای آن‌ها نیز از نظر اقتصادی جذاب و توجیه‌پذیر باشد.

در مجموع، این رویکرد به‌جای مدیریت مقطعی بحران، یک مسیر عملیاتی برای بازآرایی منابع، تقویت ثبات صندوق‌های اهرمی و کاهش ریسک سیستماتیک در دوره‌های تنش بازار ارائه می‌دهد.

۳۱ www.sabatamin.ir



گفت‌وگوی «صبا تحلیل» با مهدی حق‌باغی

## پیش‌نیاز رشد پایدار در بازار سرمایه

بحران اخیر کشور، اختلالات چشمگیری در اقتصاد و بازارهای مالی پدید آورده و بازار سرمایه نیز از این قاعده مستثنی نبوده است. این بازار در روزهای اخیر با تعلیق معاملات و سردرگمی فعالان درباره آینده مواجه شده است. در این شرایط، «صبا تحلیلی» در سلسله گفت‌وگوهای خود با فعالان و صاحب‌نظران بازار سرمایه، گفت‌وگویی اختصاصی با مهدی حق‌باغی، عضو هیئت علمی موسسه پژوهش‌های پیشرفته تهران، دانشگاه خاتم، ترتیب داده است تا به واکاوی عمیق‌ترین چالش‌های ساختاری بورس، لزوم اصلاحات و سناریوهای پیش‌روی بازار پس از تنش‌های اخیر بپردازد. مشروح این گفت‌وگو را در ادامه می‌خوانید.

**با مقایسه تجربه بازار سرمایه در دوران، جنگ ۱۲ روزه و شرایط فعلی، آیا بازار پس از پایان تنش‌های نظامی، پتانسیل جبران عقب‌ماندگی را دارد یا وارد یک فاز فرسایشی طولانی‌مدت خواهیم شد؟**

این گزاره مشهور که اتفاقات گذشته لزوماً راهنمای آینده نیستند کلیشه‌ای به نظر می‌رسد، اما واقعیت این است که قرار نیست روندها همواره تکرار شوند. در جریان اتفاقات اخیر هم متأسفانه بخشی از فعالان بازار این نکته را مبنای تصمیم‌گیری قرار نداده بودند، به طوری که با تکیه بر تجربه جنگ ۱۲ روزه و عدم وقوع اتفاقی خاص برای شرکت‌های بورسی، عملاً ریسک جنگ اسفندماه را خیلی کمتر از حقیقت آن برآورد کردند. این معامله‌گران با این تحلیل که بازار بیش از حد منفی شده و قیمت‌ها پایین آمده است، اقدام به خرید کردند، نمود این رفتار را هم در بازار اختیار معامله با انجام سرمایه‌گذاری‌های بزرگ و هم در بازار سهام با خریدهای اعتباری و اهرمی، شاهد بودیم.

اگر بخواهیم با نگاهی تئوریک‌تر موضوع را بررسی کنیم، این گروه در واقع خود را در نقش تأمین‌کننده نقدشوندگی می‌دیدند؛ بدین معنا که

در شرایط فروش سنگین ناشی از نگرانی جنگ، با این فرض که توان تحمل عدم نقدشوندگی ناشی از جنگ را دارند، اقدام به خرید کردند. انتظار این معامله‌گران این بود که پس از پایان تنش، بازار به سطوح قبلی بازگشته و از این محل بازدهی کسب کنند، اما در عمل این سناریو محقق نشد. متأسفانه وقوع جنگ به برخی شرکت‌های حیاتی و بورسی آسیب جدی وارد کرد و طبیعتاً دیگر نمی‌توان انتظار رشد قیمت یا جبران عقب‌ماندگی را داشت، چرا که در برخی موارد، اساساً بخشی از ظرفیت تولیدی و عملیاتی آن‌ها از بین رفته است.

در نتیجه، انتظار یک افت محسوس در بازار منطقی است، چرا که از یک سو معامله‌گران اهرمی و خریداران اختیار معامله ناچار به تسویه موقعیت‌های خود هستند و از سوی دیگر، سهامداران شرکت‌های آسیب‌دیده تمایل به خروج سریع‌تر دارند. اگرچه ممکن است به صورت موقتی، برخی شرکت‌های پتروشیمی یا فولادی که آسیب ندیده‌اند از افزایش قیمت‌ها منتفع شوند، اما این گروه نیز با ریسک‌های جدیدی نظیر خطر بازگشت قیمت‌گذاری دستوری یا مداخلات در بورس کالا به دلیل شرایط ویژه کشور مواجه‌اند. حتی اگر این ریسک‌ها محقق نشوند، صرف وجود این عدم اطمینان‌ها منجر به اعمال تخفیف در ارزش‌گذاری کل بازار خواهد شد. بر این اساس، به نظر می‌رسد بازگشایی بازار در شرایط فعلی با پتانسیل افت بیشتر همراه باشد. با این حال، تحولات دیپلماتیک نقشی تعیین‌کننده خواهند داشت. برای مثال، رسیدن به یک توافق جامع و رفع تحریم‌ها می‌تواند با تغییر سریع انتظارات و کاهش زمان بازسازی صنایع، اثرات منفی فعلی را جبران کند. در غیر این صورت و با تداوم وضعیت موجود، بازار احتمالاً وارد دوره‌ای رکودی یا نزولی می‌شود که تا زمان تعیین تکلیف وضعیت جنگ و صلح ادامه خواهد داشت.

**عمیق‌ترین چالش ساختاری بازار سرمایه امروز کدامند؟ راهکار شما برای برون‌رفت از وضعیت فعلی چیست؟**

ما می‌توانیم مسئله فعلی بازار سرمایه را از دو منظر کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی کنیم. در کوتاه‌مدت، چالش اصلی به زمان و نحوه بازگشایی بازاری بازمی‌گردد که اکنون متوقف شده است. این توقف در حالی رخ داده که بخشی از فعالان با اهرم مالی وارد شده‌اند، برخی موقعیت‌های اختیار معامله به سررسید نزدیک شده و گروهی نیز با بحران نقدشوندگی مواجه‌اند؛ از جمله شرکت‌هایی که برای تأمین سرمایه در گردش نیاز به نقد کردن دارایی دارند اما امکان آن را ندارند. در نتیجه، بازگشایی بازار می‌تواند با فشار فروش سنگین و شکل‌گیری یک مارپیچ نزولی همراه شود.

در چنین شرایطی، تجربه‌های جهانی نشان می‌دهد که کاهش اثر عوامل تشدیدکننده بحران اهمیت دارد (مانند اقدام فدرال رزرو در بحران ۱۹۸۷ برای محدود کردن کال‌مارجین‌ها). در داخل نیز اقداماتی مانند عدم اجرای اخطار افزایش وجه تضمین انجام شده، اما مسئله بدهی کارگزاری‌ها به بانک‌ها همچنان یک گره مهم است که احتمالاً نیازمند امهال یا حمایت سیاستی در سطح بالاتر است. با این حال، واقعیت این است که بخشی از ریسک‌ها قابل حذف نیست و به زیان تبدیل خواهد شد، سیاست‌گذار تنها می‌تواند شدت این فشار را مدیریت کند، نه اینکه آن را کاملاً از بین ببرد.

در بعد بلندمدت، مسئله بنیادی‌تر است. اینکه اساساً نگاه ما به نقدشوندگی و طراحی سازوکار بازار تا چه حد صحیح بوده است. در نهایت نیز تصمیم درباره بازگشایی بازار باید با توجه به ریسک‌های بیرونی و وضعیت کلان اتخاذ شود و در شرایط عدم قطعیت بالا، تعویق بازگشایی می‌تواند گزینه کم‌ریسک‌تری باشد تا زمانی که افق سیاسی و اقتصادی شفاف‌تر شود.

**در شرایط بحرانی فعلی، میان تعطیلی بازار برای صیانت از دارایی سهامداران و باز ماندن بازار برای حفظ نقدشوندگی یک پارادوکس ایجاد شده است. راهکار اجرایی شما برای حل این پارادوکس (امنیت در برابر نقدشوندگی) چیست؟**

ما با پارادوکسی مواجهیم که حاصل سیاست‌گذاری‌ها و رفتارهای گذشته بازار است. در برخی مقاطع، این منطق شکل گرفت که با توقف معاملات می‌توان از افت بازار جلوگیری کرد؛ رویکردی که در رخداد‌های کوتاه‌مدت پیشین به ظاهر موفق بود و این تصور غلط را ایجاد کرد که بستن بازار نوعی صیانت از دارایی سهامداران است. اما در این نگاه، حق خروج نادیده گرفته می‌شود.

با بستن بازار، ریسک از یک انتخاب آگاهانه به وضعیتی تحمیلی تبدیل شده و مکانیزم انتقال ریسک مختل خواهد شد. تجربه‌های قبلی باعث نوعی سوگیری ناشی از نتیجه شده است، چرا که در آن موارد بحران به‌خیر گذشت، اما در وضعیت فعلی که شوک واقعی رخ داده، فشار اصلی از سوی کسانی است که به دنبال نقد کردن دارایی خود هستند. در سطح بین‌المللی، ابزارهایی مانند قطع مدار (Circuit Breaker) برای مدیریت هیجان و حفظ فرآیند کشف قیمت و نه تعلیق آن طراحی شده‌اند. بستن بازار در واکنش به ریسک‌های بنیادی، عملاً به معنای حذف نقدشوندگی و از کار افتادن مکانیسم کشف قیمت است.

در جمع‌بندی، اولویت سیاست‌گذاری باید حفظ نقدشوندگی و توان بازار در انعکاس صحیح اتفاقات دنیای واقعی در قیمت‌های بازار سهام باشد. اگرچه توقف‌های کوتاه‌مدت برای مدیریت هیجان قابل درک است، اما بسته نگه داشتن بازار در افاق‌های زمانی نامعلوم، خود به منبع جدیدی از بی‌ثباتی تبدیل می‌شود. پذیرش اصل نقدشوندگی، حتی در شرایط سخت، راه‌حلی پایدارتر از تکرار توقف‌های گسترده خواهد بود.

**دولت و سیاست‌گذاران چه اصلاحات ساختاری و حمایتی باید ایجاد کنند تا ضمن حمایت از صنایع آسیب‌دیده، تاب‌آوری شرکت‌ها را نسبت به چالش‌های کنونی ارتقا دهد و اعتماد به بازار افزایش یابد؟**

درباره کمک‌های دولت، رویکرد کلاسیک ایجاب می‌کند که مداخله در اقتصاد و بازار سرمایه صورت گیرد، اما اولویت اصلی باید بهبود اقتصاد واقعی باشد تا بازار نیز از آن تبعیت کند. مهم‌ترین اقدام در این راستا، کاهش اثر آسیب‌های وارده به بنگاه‌ها از طریق ارائه تسهیلات مطلوب، اولویت در تخصیص ارز برای تأمین تجهیزات و تسهیل فرآیندهای اداری تا حد امکان است.

اگرچه این حمایت‌ها تخصیص منابع را جابه‌جا می‌کنند، اما در شرایط فعلی به نظر می‌رسد راهکار دیگری وجود ندارد.

از سوی دیگر، باید از ریسک بازگشت به قیمت‌گذاری دستوری پرهیز کرد. سازوکار نیمه‌بازاری سال‌های اخیر عامل تاب‌آوری اقتصاد و انگیزه‌بخش تولید بوده است. سرکوب قیمتی می‌تواند منجر به کمبود کالا و سهمیه‌بندی شود. در نهایت، دولت باید ضمن حمایت هدفمند از بنگاه‌های آسیب‌دیده، از مداخلات افراطی و مخرب در سازوکار بازار خودداری کند.

**در شرایط فعلی کشور، تأمین مالی زیرساخت‌ها، صنایع و شرکت‌های آسیب‌دیده بیشتر از طریق بانک انجام خواهد شد یا بازار سرمایه؟ ابزارهای مالی چقدر می‌توانند ریسک را پوشش دهند؟**

طبیعتاً الان موضوع تأمین مالی نقش کلیدی دارد. بازار سرمایه هم به‌شدت تضعیف شده، بنابراین به نظر می‌رسد شبکه بانکی احتمالاً

نقش پررنگ‌تری خواهد داشت. در حال حاضر نشانه‌هایی هم وجود دارد که فشار بانک مرکزی تا حدی کاهش یافته و سیاست کنترل ترانزنامه‌ها با جدیت خیلی کمتری دنبال می‌شود. در نتیجه، بانک‌ها احتمالاً می‌توانند تسهیلات بیشتری پرداخت کنند و در عمل نقش فعال‌تری در کمک به شرایط مالی و تأمین نقدینگی ایفا کنند. در مقابل، ابزارهای مالی بازار سرمایه در شرایط فعلی بعید است با استقبال جدی مواجه شوند، چرا که سطح عدم قطعیت همچنان بالاست و این وضعیت هنوز برطرف نشده است.

از طرف دیگر، دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی نیز عملاً وجود ندارد. بنابراین ناچار هستیم به همین ابزارها و ظرفیت‌های داخلی موجود اتکا کنیم. طبیعتاً این رویکرد بدون هزینه هم نیست و آثار توری خواهد داشت، اما در این نقطه‌ای که ایستاده‌ایم، سیاست‌گذار ناگزیر از بدهبستان‌های ناخوشایند است.

یکی از راه‌حل‌های قابل‌تصور این است که پروژه‌هایی برای بازسازی صنایع آسیب‌دیده تعریف شود و از طریق مجموعه‌ای از مشوق‌ها، این پروژه‌ها به سطحی از بازدهی قابل قبول برسند. سپس ابزارهای مرتبط با این پروژه‌ها در بازار سرمایه عرضه شوند. در چنین حالتی، ممکن است بخشی از سرمایه‌گذاران، چه با انگیزه‌های اقتصادی و چه حتی انگیزه‌های غیراقتصادی مثل حس تعلق یا مینیمم‌دوستی، حاضر شوند دارایی‌های غیرمولد خود مانند طلا یا نقدینگی را تبدیل کرده و در این پروژه‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

**در سطح کلان، در شرایط کنونی چه سناریوهایی را برای بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟**

در مورد سناریوهای محتمل، چند سالی است که بر این نکته تأکید می‌کنم که اقتصاد و بازار سرمایه ما به‌طور جدی با نحوه تعامل و تقابل ما با جهان گره خورده است. این موضوع هم در گذشته بوده و هم به نظر می‌رسد در آینده نیز ادامه خواهد داشت.

در این چند سال اخیر، تقریباً از سال ۱۳۹۹ به بعد، یعنی در سال‌های ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴، بازار سرمایه به‌طور مداوم از تورم عقب مانده است. این موضوع نشان می‌دهد که به تدریج، چشم‌انداز امیدواری به بازار سرمایه به‌عنوان یک بخش نسبتاً ریسکی از اقتصاد کشور، در حال کاهش است. تا زمانی که مسئله اصلی در سطح کلان حل نشود و به یک ثبات نسبی در روابط و تعاملات بین‌المللی نرسیم، این روند ادامه‌دار خواهد بود، به این معنا که صرفاً بهبودهای جزئی در سیاست‌گذاری، افزایش نقدشوندگی یا اصلاحات مقطعی، نمی‌توانند جایگزین ثبات کلان شوند. این‌ها لازم هستند، اما کافی نیستند.

بنابراین سناریوی غالب این است که اگر شرایط دیپلماتیک و ارتباطات جهانی در وضعیت فعلی (یعنی میهم، پرریسک و غیرقابل پیش‌بینی) ادامه پیدا کند، بازار سرمایه نیز در همین مسیر فرسایشی باقی خواهد ماند، مسیری که در آن نوسان، بی‌ثباتی و دوره‌های کوتاه امید، در کنار دوره‌های طولانی‌تر رکود و ناامیدی تکرار می‌شود.

در مقابل، اگر بتوانیم به یک توافق و ثبات نسبی برسیم که شخصاً امیدوارم این اتفاق بیفتد، بازار سرمایه ظرفیت بسیار بالایی برای رشد دارد. حتی می‌توان سناریویی را تصور کرد که در یک افق دو ساله، ارزش دلاری بازار به‌طور قابل توجهی، حتی چند برابر شود، اما تا زمانی که این تفاهم و ثبات شکل نگیرد، من شخصاً همچنان نگاه محافظه‌کارانه خواهم داشت و وزن بازار سهام را در پرتفوی خود در سطح بسیار پایین نگه می‌دارم.



واکاوی چالش‌های ساختاری بورس در گفت‌وگو با میثم حامدی

## از نقد سیاست‌های سنتی تا ظرفیت‌سازی در شرایط اضطرار

بازار سرمایه در ماه‌های اخیر تحت تاثیر تنش‌های ژئوپلیتیک، دوران پرفرازونشیبی را پشت سر گذاشته است که بازخوانی مدیریت این بحران‌ها را به ضرورتی انکارناپذیر تبدیل می‌کند. در همین راستا، «صبا تحلیل» در گفت‌وگویی اختصاصی با میثم حامدی، عضو هیئت‌مدیره گروه خدمات بازار سرمایه کاریزما، به واکاوی دقیق چالش‌های ساختاری بورس پرداخته است که مشروح آن را در ادامه می‌خوانید.

### مهم‌ترین چالش‌های ساختاری امروز بازار سرمایه چیست و برای بهبود آن چه راهکارهای عملی پیشنهاد می‌کنید؟

بسیاری از چالش‌های ساختاری امروز، نشأت‌گرفته از مشکلات بنیادینی است که سال‌ها نادیده گرفته شده‌اند. این چالش‌ها را می‌توان در سطوح مختلفی از جمله حاکمیت بازار سرمایه، چیدمان ارکان، ساختار و کمبودهای نهادهای مالی، حوزه نوآوری و همچنین فرآیندهای معاملات و تسویه وجوه مشاهده کرد.

در لایه زیرین، مسائلی چون جامع و مانع نبودن قوانین فعلی و ضرورت تدوین قانون جامع جدید، کثرت مقررات و نیاز مبرم به مقررات‌زدایی، نقش‌آفرینی اندک بازار در بخش واقعی اقتصاد و قدیمی بودن چارچوب‌های حاکمیت مقرراتی، از جمله موانع اصلی رشد بازار محسوب می‌شوند. علاوه بر این، طولانی بودن فرآیندهای اجرایی و صدور مجوزها، فرسودگی فناوری‌های زیرساختی و معاملاتی، محدودیت فعالیت نهادهای مالی و سهم ناچیز سرمایه‌گذاران در عرصه سیاست‌گذاری، از دیگر چالش‌هایی است که ریزساختارهای بازار را با مشکل مواجه کرده است.

حقیقت آن است که برای رفع یا بهبود این چالش‌ها، پیش از هر چیز

به یک عزم راسخ در سطح حاکمیت و ارکان بازار نیاز است تا این موضوع به‌عنوان یک اولویت استراتژیک در شورای عالی بورس تعریف شود. بر اساس ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار، این شورا وظیفه سیاست‌گذاری کلان بازار سرمایه را بر عهده دارد و انتظار می‌رود مطالبه برای رفع این گره‌های ساختاری از مسیر این نهاد پیگیری شود.

در نهایت، در خصوص چالش این روزهای بازار سرمایه، یعنی مسئله بسته‌بودن معاملات، بهتر است تحلیل وضعیت بازار را به سه مقطع زمانی «در طول جنگ ۱۲ روزه»، «بازه زمانی میان جنگ ۱۲ روزه و جنگ رمضان» و «دوران پس از جنگ» تقسیم کنیم تا بتوانیم در ادامه، با دقت بیشتری به ابعاد آن بپردازیم.

### آیا در شرایط بحرانی، توقف معاملات تصمیم درستی بوده یا باید بازار باز بماند؟ برای کنترل هیجان چه ابزارهایی موثرتر است؟

متأسفانه در اغلب شرایط اضطراری، اولین و ساده‌ترین راهکار برای مدیریت بازار سرمایه، متوقف کردن معاملات بوده است. اگرچه این اقدام بر اساس ماده ۳۲ قانون بازار و دستورالعمل‌های مربوطه و جاهت قانونی دارد، اما نباید از تبعات سنگین آن غافل شد. نخستین پیامد این تصمیم، سلب اطمینان خاطر (Confidence) سرمایه‌گذاران است. دوم اینکه، آنچه مدیریت بازار به عنوان حمایت انجام می‌دهد، در واقع حمایت از قیمت و نه حمایت از سرمایه‌گذار است، چراکه با سلب دسترسی افراد به دارایی‌شان، عملاً امکان جابه‌جایی منابع و کسب بازدهی از بازارهای موازی از آن‌ها گرفته می‌شود. سوم، نهادهای مالی به‌ویژه کارگزاری‌ها و خریداران اعتباری با چالش‌های عدیده مواجه می‌شوند و چهارم، فعالان بازار مشتقه که حتی بر اساس منطق بازار در موقعیت سود قرار دارند، به دلیل این مداخله دچار خسران خواهند شد.

استمرار این رویکرد می‌تواند این تصور نادرست را در ذهن سیاست‌گذاران تقویت کند که تعطیلی بازار، همیشه کوتاه‌ترین و بهترین راه برای مهار بحران‌هاست؛ در حالی که این اقدام تنها به معنای پاک کردن صورت‌مساله است. تفاوت دیدگاه ما با بازارهای پیشرفته در اینجاست که در اقتصادهای توسعه‌یافته، تداوم معاملات و نقدشوندگی بازار تحت هر شرایطی یک اصل اعتبارآفرین است، اما در رویکرد فعلی ما، تمرکز اصلی به‌جای حفظ کارکرد بازار، صرفاً بر حفظ اعداد شاخص معطوف شده است.

در بررسی تحولات اخیر، اگرچه تعطیل کردن بازار در ابتدای جنگ ۱۲ روزه برای مهار شوک اولیه منطقی بود، اما با توجه به پیش‌بینی وقوع درگیری‌های بعدی، انتظار می‌رفت برای فاصله میان این دو جنگ تدابیر بهتری اتخاذ شود. باید در نظر داشت که مدیریت هیجان به معنای سرکوب آن نیست، زیرا سرکوب صرفاً واکنش‌ها را به تأخیر می‌اندازد و در نهایت باعث رفتار هیجانی شدیدتر در آینده می‌شود. در شرایط جنگی، شاید راهکار درست برای تخلیه هیجان برخلاف روش‌های معمول، در افزایش دامنه نوسان باشد تا بازار بتواند سریع‌تر به تعادل برسد.

### درباره ریزساختارهای بازار وضعیت فعلی را چطور ارزیابی می‌کنید؟ چه اصلاحاتی لازم است؟

حتی در شرایط عادی، دامنه نوسان در بورس ایران نسبت به استانداردهای جهانی بسیار محدود است و سایر ریزساختارهای بازار نیز به اصلاح و به‌روزرسانی نیاز دارند. اگرچه دامنه نوسان کم در زمان ریزش بازار ممکن است در ظاهر از شدت زیان بکاهد، اما در عمل مانع از رسیدن بازار به تعادل واقعی می‌شود. تغییرات مکرر در این

سیاست‌ها، نظیر تجربه افزایش دامنه به ۷ درصد و بازگشت دوباره از آن، نشان‌دهنده نبود یک راهبرد منسجم و یکپارچه در سطوح عالی سیاست‌گذاری است.

نگاهی به اصلاحات سال ۱۳۹۶ نشان می‌دهد که تغییر در دستورالعمل‌های افشای اطلاعات و طبقه‌بندی آن‌ها به نوع «الف» و «ب»، چگونه توانست مشکل توقف طولانی‌مدت نمادها را حل کرده و نقدشوندگی بازار را بهبود ببخشد. این تجربه موفق ثابت کرد که با اصلاح ریزساختارها می‌توان هم‌راستا با استانداردهای بین‌المللی حرکت کرد و مانع از قفل شدن سرمایه مردم شد.

به نظر می‌رسد زمان وقوع بحران‌هایی نظیر جنگ، به دلیل بالا رفتن سطح تاب‌آوری عمومی، فرصت مناسبی برای اجرای اصلاحات ساختاری باشد. برای مثال، می‌توان با افزایش دامنه نوسان در ایام بحرانی، به تخلیه سریع‌تر هیجانات کمک و هم‌زمان برای حفظ این دامنه در دوران تعادل برنامه‌ریزی کرد. در نهایت، بازنگری در دستورالعمل شرایط اضطراری برای جلوگیری از بستن سلیقه‌ای بازار و همچنین ضرورت شکل‌گیری کانون سرمایه‌گذاران حقیقی برای دفاع از حقوق سهامداران، از جمله اقداماتی است که ضرورت آن‌ها در بحران‌های اخیر بیش از پیش احساس شد.

### دولت و سیاست‌گذاران در این شرایط چه اقدامات حمایتی و اصلاحات ساختاری باید انجام دهند تا اعتماد به بازار برگردد؟

در شرایط بحرانی و جنگی، اولویت‌های دولت طبیعتاً به سمت تامین نیازهای اساسی تغییر می‌کند. با این حال، دولت می‌تواند با اقداماتی نظیر اولویت‌بخشی به بازسازی شرکت‌های بورسی، ایجاد مشوق‌های لازم برای حفظ سرمایه‌گذاری‌ها و تسهیل بازگشت واحدهای آسیب‌دیده به چرخه تولید، از نگاه‌های اقتصادی حمایت کند.

در بحث حمایت از بازار، بنده به جای تزییق مستقیم نقدینگی از سوی دولت، به تقویت سازوکارهای درون‌زای بازار معتقدم. فاصله میان جنگ ۱۲ روزه تا جنگ رمضان، فرصت طلایی و مناسبی بود تا بسته‌های حمایتی متناسب با سناریوهای مختلف بحران تدوین شود. باید بپذیریم که بازگشت اعتماد و اطمینان به بازار پس از دوران جنگ، تنها از طریق ایجاد ثبات و پرهیز از تصمیمات متناقض در سطح کلان امکان‌پذیر است. در نهایت، نباید فراموش کرد که این رابطه دوطرفه است و باید پرسید بازار سرمایه در این روزهای سخت، چه سهمی در تامین مالی و کمک به پایداری بنگاه‌های اقتصادی ایفا کرده است.

### در فضای ریسک سیستماتیک، ابزارهای مالی چقدر به پوشش ریسک کمک می‌کنند؟ چرا این ابزارها در ایران هنوز توسعه کافی نیافته‌اند؟

در خصوص ابزارهای پوشش ریسک، باید به این واقعیت اشاره کرد که در حال حاضر از بازار مشتقات بیشتر با هدف کسب سود به جای مدیریت ریسک استفاده می‌شود. نکته قابل تامل این‌جاست که در موارد استفاده برای پوشش ریسک نیز، توقف معاملات بازار بیشترین آسیب را به کارکرد این ابزارها وارد می‌کند.

برای توسعه این بخش، به نظر می‌رسد بازرز شدن دست نهادهای مالی برای ورود به این حوزه در قالب سبدهای اختصاصی (در کنار نظارت دقیق‌تر) و همچنین تسریع در راه‌اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مشتقات می‌تواند سرعت رشد این ابزارها را افزایش دهد. با این حال، نباید فراموش کرد که این ابزارها به دلیل ماهیت پیچیده فنی، اصولاً مخاطبان متخصص دارند و نمی‌توان انتظار داشت که به‌طور گسترده در میان عموم سرمایه‌گذاران رواج پیدا کنند.

### بازار سرمایه چه نقشی می‌تواند در تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده ایفا کند؟

بازار سرمایه ظرفیت بسیار بالایی برای کمک به تامین مالی و بازسازی زیرساخت‌های آسیب‌دیده دارد، اما باید چند نکته را مد نظر قرار داد. نخست، نیاز به عزم جدی برای استفاده از این ظرفیت‌ها وجود دارد. دوم، روش‌های متداول با فرآیندهای طولانی و پیچیده، کارایی لازم را ندارند. سوم، در استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه باید به سراغ روش‌های غیرمعارف رفت؛ حتی روش‌هایی که تاکنون تجربه نشده‌اند. صرف این‌که بگوییم برای تامین مالی فلان شرکت باید از اوراق مرابحه استفاده کنیم، با توجه به زمان‌بر بودن انتشار هزینه بالا و ناکارآمدی فرآیندها، عملاً مانند شرایط عادی رفتار کرده‌ایم. در شرایط اضطرار باید شیوه‌های متفاوت در پیش گرفت.

در تامین مالی باید سه عامل را در نظر گرفت؛ هزینه تامین مالی، سرعت تامین مالی و این‌که با رقبایی به نام بازده بازارهای موازی و غیرمولد مواجهیم؛ به‌گونه‌ای که نمی‌توان عموم سرمایه‌گذاران را صرفاً با هدف کسب سود وارد این سرمایه‌گذاری کرد.

منظور من از ابزارهای غیرمعارف، ابزارهایی مانند اوراق ترکیبی است که امکان کاهش هزینه‌ها را نیز فراهم می‌کند؛ مثلاً ترکیب اوراق قرض‌الحسنه با اوراق منفعت، به این صورت که طی سه سال اول اوراق به شکل قرض‌الحسنه باشد و سپس به اوراق منفعت تبدیل شود. تجربه بازکردن نماد «کرونا ۱» و «کرونا ۲» نیز تجربه بدی نبود، اما می‌توان گواهی‌هایی با کارایی‌های متفاوت منتشر کرد. گواهی‌هایی می‌تواند ویژگی‌های گوناگونی از جمله سلف‌کالیبی، اعتبار مالیاتی و غیره داشته باشد.

یکی از راهکارهایی که می‌توان با گواهی‌های احیا اجرا کرد و بازار سهام را نیز تحت تاثیر قرار داد، تبیین گواهی‌های احیا با سود معین و تاخت آن با سهام شرکت است، به شرط آن‌که ظرف مثلاً یک یا دو سال، اگر سود سهام از نرخ اوراق بیشتر شد، سهام مجدداً به دارنده اوراق بازگردانده شود (ابزاری شبیه Total Return Swap) کسی که نیاز به نقدینگی دارد، به جای فروش سهام، می‌تواند اوراق را بفروشد تا فشار فروش بر سهام وارد نشود. هم ناشر و هم صندوق‌های حمایتی قادر به انجام این کار هستند.

به هر حال، به نظر می‌رسد باید با تدبیر شورا یا سازمان بورس، کارگروهی با اختیارات تام برای تامین مالی بنگاه‌های بورسی و همچنین اتخاذ تدابیر لازم برای حل مسائل بازار تشکیل شود و روی ابزارهای مالی غیرمعارف (Exotic) بیشتر کار کند.

### در شرایط فعلی، چه سناریوهایی را برای آینده بازار سرمایه محتمل می‌دانید؟

آینده بازار بیش از هر چیز به تصمیمات مسئولان درباره بازگشایی و مدیریت ریسک‌های جنگ بستگی دارد. حتی در صورت تداوم شرایط جنگی، بازار باید با تدابیر مشخصی فعالیت خود را آغاز کند. اگرچه رسیدن به تعادل واقعی زمان‌بر خواهد بود، اما سیاست‌گذار باید بپذیرد که جلب رضایت تمامی ذی‌نفعان به‌طور هم‌زمان امکان‌پذیر نیست. به‌رغم آنکه تصمیم‌گیری در این شرایط با ریسک‌های فراوانی همراه است، اما واقعیت این است که بازار در نهایت راه خود را پیدا کرده و به تعادل می‌رسد. هنر مدیریت در این مقطع، اتخاذ تدابیری است که کمترین آسیب ممکن را به کمترین تعداد از ذی‌نفعان وارد کند.



## نقش پنهان متافیزیک در شکل‌گیری و جهت‌دهی بازارهای مالی

### کمی‌سازی اعتماد در بازار سرمایه ایران



لیلا لامعی  
کارشناس ارشد تولید محتوای اقتصادی

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها با حساب و کتاب سود و زیان یا واقعیت‌های مالی گرفته نمی‌شوند، بلکه ریشه در عوامل غیرمادی و پدیده‌هایی دارند که فراتر از اعداد و ارقام، رفتار بازار را جهت می‌دهند. در کنار این عوامل، مجموعه‌ای از ارزش‌ها، باورها و برداشتهای مشترک درباره آینده، ریسک و مفهوم ارزش وجود دارد که به‌صورت پنهان بر تصمیم‌گیری‌ها اثر می‌گذارد. این لایه پنهان، که می‌توان آن را در چارچوب مفاهیم متافیزیکی توضیح داد، نقش مهمی در شکل‌گیری انتظارات و نحوه تفسیر اطلاعات در میان فعالان بازارها دارد.

در این میان، «اعتماد» یکی از مفاهیم کلیدی است که از همین لایه‌های پنهان شکل می‌گیرد. کیفیت اعتماد می‌تواند کارایی و ثبات بازارهای مالی را تقویت یا تضعیف کند. اثر این عامل تنها نظری نیست، بلکه در رفتار سرمایه‌گذاران و حتی در طراحی ابزارهای مالی نیز دیده می‌شود. به همین دلیل، در برخی مقاطع تصمیم‌گیری‌ها از صرف بازده مالی فراتر می‌رود، مانند رشد سرمایه‌گذاری‌های اثرگذار (Impact Investing) که در آن توجه به پیامدهای اجتماعی و ارزش‌های غیرمالی نیز وارد منطق سرمایه‌گذاری شده است.

در بازار سرمایه، که بر پایه انتظارات از آینده عمل می‌کند، نقش اعتماد پررنگ‌تر است. در شرایط عدم قطعیت مانند جنگ، شوک‌های اقتصادی یا تغییرات سیاستی، اطلاعات به‌تنهایی تعیین‌کننده نیستند، بلکه نحوه تفسیر آن‌ها اهمیت پیدا می‌کند. در چنین فضایی، کاهش اعتماد می‌تواند به رفتارهای هیجانی و نوسانات شدید منجر شود. با این حال، این وضعیت اغلب به‌صورت کلی به «بی‌اعتمادی» نسبت داده

می‌شود، بدون آنکه به این پرسش پرداخته شود که این بی‌اعتمادی دقیقاً چگونه شکل می‌گیرد و آیا می‌توان آن را به‌صورت دقیق سنجید و مدیریت کرد.

در واقع، اعتماد در بازار یک متغیر صرفاً مالی نیست، بلکه حاصل برداشتهای و تصورات پنهان درباره آینده، ثبات و اعتبار نهادهاست. فهم این ابعاد پنهان برای درک رفتار واقعی بازار ضروری است. بر این اساس، پرسش اصلی این است که آیا می‌توان این عوامل را به شاخص‌های قابل اندازه‌گیری تبدیل و از طریق آن‌ها، اعتماد را به‌صورت هدفمند مدیریت و تقویت کرد؟

برای پاسخ به این پرسش، در این مقاله تلاش می‌شود تا عوامل شکل‌دهنده اعتماد بررسی و امکان سنجش آن تحلیل شود و در نهایت، نقش این سنجش در بهبود و مدیریت بازار سرمایه مورد بحث قرار گیرد.

#### مدل رفتاری بازار سرمایه بر پایه چرخه اعتماد

در تحلیل بازار سرمایه، رفتار سرمایه‌گذاران تنها به دلیل متغیرهای مالی نیست، بلکه بر چرخه‌ای از ادراک، انتظار و اعتماد شکل می‌گیرد. این چرخه نشان می‌دهد که چگونه برداشتهای از اقتصاد و نهادها به رفتار بازار و در نهایت به کارایی آن تبدیل می‌شود.

#### چرخه شکل‌گیری و تقویت اعتماد

این چرخه از چهار مرحله به‌هم‌پیوسته یعنی مفروضات بنیادین (نقطه شروع)، انتظارات بازار، رفتار بازار و نتایج بازار تشکیل شده است که در نهایت دوباره به مرحله اول بازمی‌گردد.

#### ۱. مفروضات بنیادین (نقطه شروع چرخه)

باورهای پایه درباره ثبات اقتصاد، اعتبار نهادها و شفافیت سیاست‌ها در این سطح شکل می‌گیرد و مبنای پیش‌بینی‌پذیری بازار است.

#### ۲. انتظارات بازار (مرحله تفسیر آینده)

این مفروضات به انتظارات تبدیل می‌شود و بازار بر اساس آن آینده را تفسیر می‌کند. نکته مهم آن است که بی‌ثباتی یا تناقض در سیاست‌ها می‌تواند حتی تصمیمات درست را به بی‌اعتمادی و رفتار هیجانی تبدیل کند.

#### ۳. رفتار بازار (مرحله بروز عملی)

انتظارات به رفتار واقعی مانند خرید، فروش یا خروج سرمایه تبدیل می‌شود و در روندها و نوسانات بازار دیده می‌شود.

#### ۴. نتایج بازار (مرحله بازخورد)

خروجی این رفتارها (بازده یا نوسان) دوباره بر برداشتهای اثر می‌گذارد و چرخه را تقویت یا تضعیف می‌کند.

#### بازخورد چرخه

در این مرحله، نتایج به مفروضات اولیه برمی‌گردد. در واقع عملکرد باثبات اعتماد را تقویت و نوسانات شدید، بی‌اعتمادی را عمیق‌تر می‌کند.

#### اعتماد را چگونه باید سنجید؟

در دنیا، اعتماد در بازار معمولاً به‌صورت مستقیم سنجیده نشده، بلکه از طریق شاخص‌های جایگزین و ترکیبی تقریب زده می‌شود. برای مثال، شاخص‌هایی مانند شاخص میشیگان University of Michigan Consumer Sentiment Index برای سنجش احساسات و انتظارات اقتصادی، یا Volatility Index (VIX) به‌عنوان شاخص ترس بازار، به‌طور غیرمستقیم وضعیت اعتماد و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهند. این ابزارها به جای تعریف مستقیم اعتماد، از رفتار بازار و انتظارات فعالان اقتصادی برای سنجش آن استفاده می‌کنند.

در ایران، شاخص واحد و رسمی برای سنجش اعتماد وجود ندارد و بیشتر از متغیرهای پراکنده‌ای مانند شاخص کل بورس، ورود و خروج پول حقیقی و ارزش معاملات برای تحلیل وضعیت بازار استفاده می‌شود. بنابراین، رویکرد پیشنهادی این مقاله این‌خلاف را پوشش می‌دهد تا متغیرهای پراکنده به یک شاخص ترکیبی منسجم (بتواند اعتماد را به‌صورت عددی و



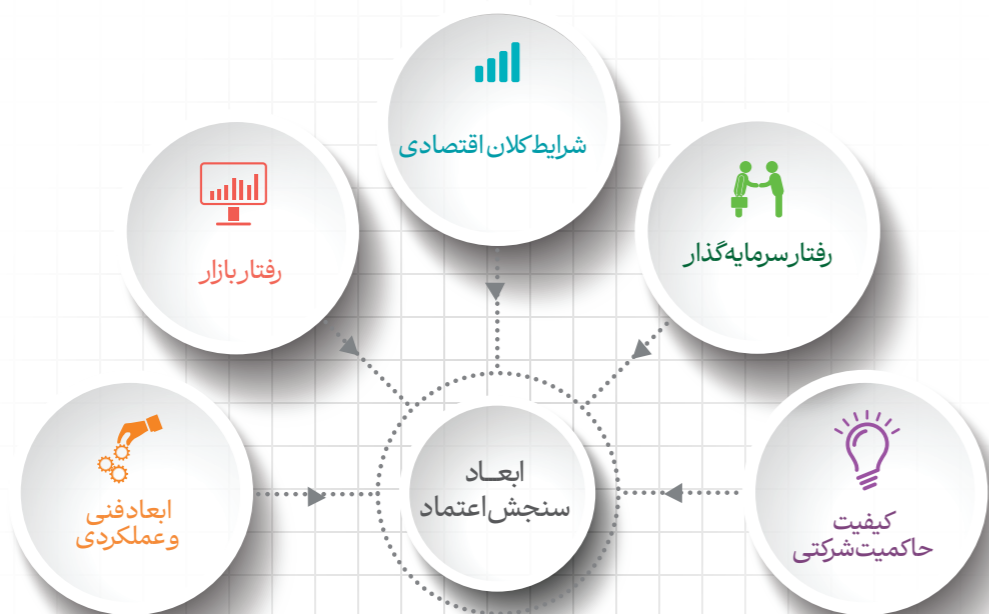
قابل استفاده در سیاست‌گذاری نمایش دهد) تبدیل شوند.

به‌طور کلی، بی‌اعتمادی در بازار سرمایه ایران با بروز رفتارهایی همچون کاهش ورود سرمایه، افزایش خروج نقدینگی، تشدید رفتارهای هیجانی و نوسانات بازار همراه است. همچنین این مسئله در سطح نگاه‌ها، منجر به افزایش هزینه تامین مالی و محدود شدن رشد شرکت‌ها می‌شود. چالش اساسی اینجاست که سیاست‌گذاران تاکنون به ریشه‌یابی عوامل سازنده بی‌اعتمادی و تبدیل این مفهوم به شاخص‌های کمی نپرداخته‌اند، امری که برای مدیریت بازار، ارتقای کارایی و جهت‌دهی صحیح به جریان سرمایه الزامی است. برای حل این مسئله، لازم است «اعتماد» از یک مفهوم کیفی به یک متغیر قابل سنجش تبدیل شود. هدف این مقاله ارائه یک مدل پیچیده نیست، بلکه شناسایی مولفه‌های بنیادین شکل‌دهنده به اعتماد است تا سیاست‌گذار بتواند این مفهوم را با قالب یک نظام امتیازدهی ساده برای پایش روندها کمی‌سازی کند، به‌گونه‌ای که هم امکان رصد رشد یا افول اعتماد در بازار فراهم شود و هم با بهره‌گیری از مدل‌های تحلیلی (همچون رگرسیون)، وزن و نقش هر یک از عوامل در روابط متقابل شناسایی شود. در این صورت، اعتماد از یک مفهوم مبهم به یک متغیر قابل رصد و قابل مدیریت در سیاست‌گذاری تبدیل خواهد شد.

#### چارچوب عملیاتی سنجش اعتماد

برای کمی‌سازی اعتماد در بازار سرمایه، پیشنهاد ما به سیاست‌گذاران این است که یک «شاخص اعتماد» طراحی شود که بر مجموعه‌ای از مولفه‌های قابل سنجش مانند شرایط کلان اقتصادی، رفتار بازار، رفتار سرمایه‌گذاران، کیفیت حاکمیت شرکتی و ابعاد فنی و عملکردی استوار باشد.

هر یک از این ابعاد در شکل‌گیری، تقویت یا فرسایش اعتماد، نقش تعیین‌کننده‌ای ایفا می‌کنند. به عنوان نمونه، در سطح اقتصاد کلان، مولفه‌هایی همچون پیش‌بینی‌پذیری تورم و صداقت مراجع بالادستی در اعلام نرخ‌های واقعی، به بازسازی اعتماد کمک می‌کند، در حالی که در سطح حاکمیت شرکتی، ارتقای شفافیت اطلاعاتی و پایداری سودآوری، از عوامل کلیدی در جلب اطمینان سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. در جدول صفحه بعد، ابعاد و زیرمولفه‌های پیشنهادی جهت سنجش و کمی‌سازی مفهوم اعتماد در بازار، به‌منظور لحاظ در محاسبات شاخص، ارائه شده است:



# انتشار موفق ۱۰ هزار میلیارد ریال

## اوراق مرابحه «صدارو» در بورس تهران

### دستاورد صبا تامین در دل شرایط جنگی



ابعاد	مولفه	ابعاد
شرایط کلان اقتصادی	• کاهش قابلیت پیش بینی ارزش گذاری دارایی ها	• تورم انتظاری
	• سیگنال بی ثباتی اقتصاد کلان	• نرخ ارز
	• تغییر ترجیح سرمایه گذار بین ریسک و بازده	• نرخ بهره
	• تقویت یا تضعیف اعتماد به آینده بازار	• رشد اقتصادی
رفتار بازار	• تضعیف اعتماد به پایداری تصمیمات	• ریسک سیاستی
	• کاهش قابلیت اتکا به روند بازار	• نوسان شاخص کل
	• سنجش فضای روانی بازار	• شاخص ترس بازار
	• تمایز بین رشد واقعی و رشد محدود	• نسبت نمادهای مثبت / منفی
رفتار سرمایه گذار	• تقویت یا تخریب اعتماد جمعی	• اخبار منفی بورسی
	• تأیید جذابیت بازار توسط سرمایه گذار خرد	• ورود پول حقیقی
	• تضعیف نقدشوندگی	• خروج پول حقیقی
	• افزایش ریسک نوسانات شدید	• رفتار هیجانی
کیفیت حاکمیت شرکتی	• کاهش افق سرمایه گذاری	• گردش کوتاه مدت
	• افزایش قابلیت اتکای تصمیم گیری	• شفافیت افشا
	• کاهش ریسک تقلب و دستکاری	• کیفیت حسابرسی
	• اثر مستقیم بر حقوق سهامداران خرد	• تمرکز مالکیت
ابعاد فنی و عملکردی	• تضعیف اعتماد به انصاف بازار	• معاملات وابسته
	• افزایش کیفیت تصمیم گیری شرکتی	• استقلال هیئت مدیره
	• لنگر اعتماد بلندمدت	• سودآوری شرکت ها
	• کاهش ریسک ادراک شده	• پایداری سود
ابعاد فنی و عملکردی	• کاهش رفتارهای مخرب	• نظارت نهاد ناظر
	• افزایش افق تصمیم گیری	• ثبات مقررات
	• افزایش کارایی معاملات	• زمان تسویه
	• تعمیق بازار	• دسترسی به بازار
ابعاد فنی و عملکردی	• افزایش کیفیت اجرای معاملات	• کارایی زیرساخت
	• سرعت تبدیل دارایی به نقد	• نقدشوندگی

و معتبر باقی بماند. در نهایت باید گفت که این چارچوب پیشنهادی است و سیاست گذار می تواند آن را به شاخصی قابل سنجش تبدیل کند تا اعتماد در بازار سرمایه پایش و ضعفها دقیق شناسایی شوند و مداخلات هدفمند برای بهبود کارایی، شفافیت و ثبات بازار انجام گیرد.

برای محاسبه قابل اتکای شاخص اعتماد، نهادهای بالادستی باید همه بازیگران و سامانه ها را به ارائه داده های دقیق، به موقع و استاندارد ملزم کنند. همچنین، مولفه های کیفی از طریق مدل سازی تخصصی و با مشارکت کارشناسان، به صورت دوره ای کمی سازی و به روز رسانی شوند تا شاخص، پویا



توسعه بازارهای خارج از بورس

## ضرورت طراحی شبکه بازار پنهان در کارگزاری ها



علی نیک‌بخت

کارشناس مشتقه شرکت صبا تامین ایرانیان

### ضرورت اقتصادی بهره‌گیری نهادهای مالی از بازارهای پنهان

تاسیس بازارهای پنهان ریشه در نیاز ساختاری نهادهای مدیریت دارایی برای کاهش هزینه‌های معاملاتی دارد. در یک نگاه جامع، این مخارج به دودسته هزینه‌های آشکار (نظیر کارمزدها و مالیات) و هزینه‌های پنهان (مانند شکاف قیمت و اثر بازار) تقسیم می‌شوند. بازارهای پنهان با هدف قرار دادن هر دو دسته، بازدهی تعدیل شده با ریسک صندوق‌ها را بهبود می‌بخشند. در ادامه، به چگونگی تقلیل هزینه‌های پنهان مبادلاتی و سپس هزینه‌های آشکار در این بسترها پرداخته می‌شود.

### کاهش هزینه‌های پنهان مبادلاتی

کاهش «شکاف قیمت خرید و فروش» از مزایای کلیدی بازارهای پنهان است. این پلتفرم‌ها با تطبیق سفارش‌ها در «نقطه میانی» بر مبنای NBBO، باعث می‌شوند خریدار ارزان‌تر و فروشنده گران‌تر از تابلوی اصلی بازار معامله کنند. این سازوکار منجر به صرفه‌جویی در نیمی از شکاف قیمت و خلق ارزش افزوده قابل توجه در حجم‌های معاملاتی بالا می‌شود. همچنین، بازارهای پنهان با «گزارش دهی تاخیری پس از معامله از تقلید رقبا و سواری رایگان (Free-riding)» بر استراتژی‌های تحلیل محور نهادهای مالی جلوگیری می‌کنند. این رویکرد، پایداری استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را تضمین کرده و مانع از سیگنال دهی زود هنگام به بازار می‌شود.

### تحلیل هزینه‌های آشکار و مزایای اقتصادی درونی سازی معاملات

در بازارهای سنتی ایران، معامله‌گران نهادی با هزینه‌های آشکار شامل زنجیره‌ای از کارمزدهای رسمی (کارگزاری، نظارت، مدیریت فناوری، سپرده‌گذاری و بورس) مواجه‌اند که بر بازدهی آن‌ها سنگینی می‌کند. درونی‌سازی معاملات در بازارهای پنهان اختصاصی با حذف موتور تطبیق بورس، این هزینه‌های ارکان بازار را به شدت کاهش داده و اجازه می‌دهد مشتری تنها بر سر کارمزدی توافقی و ارزان‌تر با کارگزار معامله کند. علی‌رغم سقف ریالی کارمزد در معاملات بلوکی، هزینه‌های تسویه همچنان چالش برانگیزند؛ لذا ایجاد بستری برای تطبیق داخلی با نرخ‌های مذاکره‌شده، بهره‌وری نهادهای مالی را بهبود خواهد داد.

### استراتژی بقای کارگزاری‌ها: تنوع بخشی به درآمد

نیاز به بازارهای پنهان فراتر از نهادهای خریدار، برای کارگزار-معامله‌گران نیز حیاتی است. در فضای رقابتی و با میل کمیسیون‌های سنتی به صفر در بازارهای جهانی، اتکای صرف به حق‌العمل‌کاری ریسک بقا را افزایش داده است. لذا بازارهای پنهان ابزاری استراتژیک برای تنوع بخشی به مدل‌های درآمدی کارگزاران محسوب می‌شوند که از طریق مکانیزم‌های عملیاتی ذیل، پایداری مالی آن‌ها را در زیست‌بوم جدید بازار تضمین می‌کنند:

#### ۱. درونی‌سازی جریان سفارش‌ها

سودآورترین کانال، تطبیق داخلی سفارش‌های خرید و فروش مشتریان بدون ارسال به بورس‌های عمومی است. در این روش، کارگزاری با حذف سهم ارکان بورس، تمام کارمزد طرفین را جذب کرده و حاشیه سود خود را به حداکثر می‌رساند. این جریان نقدینگی مستقل، مزیتی کلیدی در رقابت شدید بازار ایران است.

#### ۲. بازسازی فرابورسی

مدیریت بازار پنهان اجازه می‌دهد کارگزاری به عنوان بازساز (طرف مقابل معامله) عمل کند. کسب درآمد از شکاف قیمتی خرید و فروش (اسپرد) در حجم‌های بالا، درآمدهای پایدار و کلانی را ایجاد می‌کند.

#### ۳. جذب جریان سفارشات نهادی

تجهیز به نقدینگی متراکم در بستری ایزوله، راهبردی کارآمد برای جلب مشارکت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ است. پیاده‌سازی مکانیزم مسیریابی هوشمند سفارش (SOR) با اولویت بخشی به پایش نقدینگی در بازار پنهان اختصاصی کارگزاری، پتانسیل جذب و افزایش سهم از کارمزدهای مبادلاتی کلان نهادی را به شکل معناداری ارتقا می‌بخشد.

### نقد ساختار فعلی بازار سرمایه و ناتوانی در مدیریت سفارش‌های نهادی

عدم کارایی در مدیریت سفارش‌های کلان، ریشه در محدودیت‌های فنی و مقرراتی حاکم بر بازار اصلی دارد که در ادامه بررسی می‌شوند:

#### ■ معاملات بلوکی

در ایران، معاملات بلوکی با الزام به شفافیت پیش از معامله و انتشار آگهی عرضه همراه هستند. این موضوع با ماهیت پنهان این نوع بازار در تضاد بوده و افشای فروش‌های حجیم، با ارسال سیگنال منفی به بازار خرد، موجب قفل شدن نقدینگی و سقوط قیمت‌ها می‌شود.

#### ■ محدودیت‌های بازار توافقی فرابورس

بازار توافقی فرابورس نیز عمدتاً به شرکت‌های اخراجی یا نمادهای پرریسک اختصاص یافته و ظرفیت پذیرش معاملات حجیم سهام شاخص‌ساز را ندارد. همچنین، محدودیت‌هایی مانند دامنه نوسان و حجم مبنا مانع کشف قیمت واقعی در زمان شوک‌های سیستماتیک می‌شوند؛ در حالی که یک بازار پنهان بومی می‌تواند با حذف این موانع، فضای تنفسی برای نقدینگی نهادها فراهم کند.

### واکاو ظرفیت‌های حقوقی برای مشروعیت بخشی به بازار پنهان در ایران

یکی از کلیدی‌ترین چالش‌ها در مسیر توسعه سیستم‌های معاملاتی جایگزین در ایران، تطبیق کارکردهای این پلتفرم‌ها (به‌ویژه عدم شفافیت پیش‌معاملاتی) با چارچوب حقوقی بازار سرمایه است. با این حال، واکاوی عمیق قوانین جاری نشان می‌دهد که ظرفیت‌های قانونی متعددی برای مشروعیت بخشی به این نهادها وجود دارد که در گام نخست می‌توان به ظرفیت‌های موجود در حقوق مدنی اشاره کرد.

#### ۱. اصل آزادی قراردادی و ظرفیت ماده ۱۰ قانون مدنی

ماده ۱۰ قانون مدنی ایران (آزادی اراده)، قراردادهای خصوصی فاقد تضاد با نظم عمومی را نافذ می‌شمارد. بر این اساس، توافق نهادهای مالی در بازارهای پنهان برای چشم‌پوشی آگاهانه از شفافیت پیش‌معاملاتی



با هدف مدیریت ریسک و کاهش اثر بازار، در قالب توافق‌نامه‌های اختصاصی کاملاً تحت حمایت قانونی قرار دارد.

۲. ظرفیت‌های مستتر در قانون بازار اوراق بهادار و آیین‌نامه‌های اجرایی

قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) و آیین‌نامه‌های مرتبط با آن، با آینده‌نگری قابل توجهی، بستری لازم برای خروج از انحصار معاملات تالار شیشه‌ای را پیش‌بینی کرده‌اند:

■ **تعریف بازارهای خارج از بورس:** مطابق بند ۸ ماده یک قانون بازار و بند ۲ ماده یک آیین‌نامه اجرایی، بازار خارج از بورس شبکه‌ای برای معاملات مبتنی بر «مذاکره» است. این واژه در ادبیات مدرن شامل الگوریتم‌های تطبیق خصوصی و در بازارهای پنهان نیز می‌شود، زیرا کشف قیمت در آن‌ها صرفاً محدود به حراج پیوسته نیست.

■ **دریچه خروج از حراج عمومی (ماده ۹ آیین‌نامه اجرایی):** ماده ۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار، محکم‌ترین مستند قانونی برای تاسیس بازار پنهان است. این ماده اجازه می‌دهد در مواردی که حراج رقابتی به دلایل فنی یا ماهیتی (نظیر سفارش‌های کلان مخل بازار) کارایی ندارد، معامله خارج از حراج با مصوبه شورای عالی بورس انجام شود. بدین ترتیب، شورا می‌تواند مجوز فعالیت این بازارها را تحت عنوان سامانه‌های جایگزین صادر کند.

■ **پتانسیل تشکل‌های خودانتظام:** بند ۵ و ۶ ماده یک قانون بازار مفهوم «تشکل خودانتظام» را تعریف کرده است. سازمان بورس اختیار دارد به نهادهایی (مثلاً یک کنسرسیوم متشکل از چندین کارگزاری بزرگ) مجوز تشکل خودانتظام اعطا کند. این تشکل‌ها صلاحیت دارند مقررات داخلی، استانداردهای حرفه‌ای، شرایط ورود و خروج نقدینگی و قوانین تطبیق سفارش در بازار پنهان خود را تدوین کرده و پس از تایید سازمان بورس، آن‌ها را بر اعضای خود اعمال کنند.

### مدیریت تعارض منافع در سامانه‌های معاملاتی جایگزین

اصلی‌ترین چالش رگولاتورها در مسیر اعطای مجوز به سامانه‌های معاملاتی جایگزین، مدیریت پدیده «تعارض منافع» است. در این مدل، کارگزاری برخلاف نقش واسطه‌گری سنتی، هم‌زمان در جایگاه اپراتور بازار، نماینده مشتری و معامله‌گر اختصاصی قرار می‌گیرد. این تجمیع نقش‌های متضاد در یک نهاد واحد، ریسک آسیب به مشتری را افزایش داده و ضرورت واکاوی دقیق ابعاد این تعارضات را دوچندان می‌کند:

#### ۱. ابعاد تعارض منافع در بازار پنهان

تعارض منافع در بازارهای پنهان معمولاً در قالب‌های زیر بروز می‌کند:

■ **رانت اطلاعاتی و معامله پیش‌دستانه:** اپراتور با پایش دفتر سفارشات، ممکن است پیش از اجرای سفارش حجیم مشتری، با کد اختصاصی خود اقدام به خرید و فروش دارایی کند که نقض صریح امانت‌داری است.

■ **نقض بهترین اجرا:** کارگزار برای حفظ کل کمیسیون و حذف هزینه تبادل، ممکن است سفارش را به‌جای بورس اصلی، به‌اجبار در بازار پنهان داخلی با قیمتی نامناسب تطبیق دهد.

■ **تبعیض در دسترسی:** اعطای دسترسی ویژه به الگوریتم‌های پرسامد برای شکار آربیتراژ، امنیت نهادهای مدیریت دارایی را در بازار پنهان از بین می‌برد.

#### ۲. تجربیات بین‌المللی تنظیم‌گری

الگوهای جهانی برای مهار این تضادها عبارتند از:

■ **مقررات ATS-N (آمریکا):** طبق این قانون، کارگزاران ملزم به انتشار عمومی «فرم ATS-N» جهت افشای فعالیت‌های اختصاصی و رویه‌های حفاظت از اطلاعات محرمانه هستند.

■ **MiFID II و سقف حجم (اروپا):** این قانون با تعیین سقف‌های مضاعف



حجمی (DVC)، از درونی‌سازی مفراط سفارش‌ها جلوگیری کرده و مانع آسیب به کشف قیمت در بورس‌های عمومی می‌شود.

۳. طراحی معماری مدیریت تعارض منافع در نظام حقوقی و مقرراتی ایران

سازمان بورس ایران می‌تواند با تکیه بر قانون تجارت و فناوری‌های نظارتی، ریسک‌های بازار پنهان را مدیریت کند. در ادامه به برخی از موارد قابل توجه اشاره خواهد شد: (۱) الزام به بهترین اجرا: طبق مواد ۳۵۷ و ۳۶۷ قانون تجارت، کارگزار به عنوان حق‌العمل‌کار ملزم به اولویت‌بخشی به منافع مشتری است. در بازار پنهان، درونی‌سازی تنها زمانی مجاز است که قیمتی بهتر یا معادل تابلوی اصلی ارائه شود. (۲) دیوارهای آتش و منع تعارض منافع: مطابق مقررات نوین، بهره‌برداری از رانت اطلاعاتی ممنوع است. کارگزاری‌ها باید دیوارهای فیزیکی و سیستمی بین معاملات اختصاصی و مدیریت بازار پنهان ایجاد کرده و تحت نظارت مستمر مسئول انطباق باشند.

(۳) نظارت با کدهای مجازی تجمیعی: سفارش‌ها ضمن حفظ پنهان‌ماندن از بازار، باید برای ناظر شفاف باشند. استفاده از کدهای تجمیعی اجازه می‌دهد نقدینگی داخلی مدیریت شده و جزئیات بلافاصله جهت تسویه و پایش سوءاستفاده به سازمان بورس ارسال شود.

(۴) محیط آزمون (Sandbox): برای کاهش مخاطرات، فعالیت بازارهای پنهان باید از محیط آزمون آغاز شود. ناظر بازار در این بستر عملکرد الگوریتم‌ها را از نظر انصاف، امنیت و عدم دستکاری پایش کرده و سپس مجوز دائمی صادر می‌کند. ظهور بازارهای پنهان در بازار سرمایه ایران، پاسخی ساختاری به نارسایی‌های موجود در مدیریت معاملات کلان نهادی است. محدودیت‌های بورس سنتی مانند دامنه نوسان و الزامات شفافیت پیش‌معامله، مانع اجرای سفارش‌های حجیم بدون ایجاد تلاطم قیمتی شده و هزینه‌های پنهان مبادلاتی را افزایش می‌دهد. این نوع از بازارها با تسهیل درونی‌سازی سفارش‌ها، امکان تطبیق بهتر معاملات را فراهم کرده و هزینه‌های آشکار کارمزدی را برای نهادها و کارگزاری‌ها کاهش می‌دهند. این پلتفرم‌ها برای کارگزاران نیز یک ابزار استراتژیک جهت تنوع‌بخشی به مدل درآمدی، از طریق جذب جریان سفارش‌های نهادی و ایفای نقش بازارساز، محسوب می‌شوند و بقای آن‌ها را در فضای رقابتی تضمین می‌کنند.

از منظر حقوقی، زیرساخت‌های لازم برای مشروعیت‌بخشی به بازارهای پنهان در ایران وجود دارد؛ ماده ۱۰ قانون مدنی و به‌ویژه ماده ۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار، بستر لازم برای مکانیسم‌های خارج از حراج عمومی را فراهم آورده‌اند. با این حال، تحقق موفقیت‌آمیز این سامانه‌ها منوط به مدیریت فعالانه «تعارض منافع» است، که اصلی‌ترین ریسک آن‌ها محسوب می‌شود. سازمان بورس برای کنترل رانت اطلاعاتی و تضمین «بهترین اجرا» برای مشتریان، باید یک معماری نظارتی سخت‌گیرانه شامل الزام به دیوارهای آتش (Firewalls)، حسابرسی برخط و استفاده از محیط آزمون (Sandbox) را طراحی و پیاده‌سازی کند تا ضمن تقویت نقدشوندگی و تاب‌آوری بازار، شرایط را برای کارتر شدن بازار سرمایه فراهم سازد.

### توسعه بازارهای پنهان در کارگزاری‌ها

#### مفاهیم و ضرورت

سامانه‌های معاملاتی جایگزین (ATS)

عدم شفافیت پیش‌معاملاتی

حفاظت از استراتژی‌های معاملاتی

#### مزایای اقتصادی و راهبردی

کاهش هزینه‌های آشکار و پنهان

تنوع‌بخشی به درآمدهای کارگزاری

درونی‌سازی جریان سفارشات و بازارسازی

#### چالش‌های ساختار فعلی بازار

محدودیت‌های دامنه نوسان و حجم مینا

نارسایی معاملات بلوکی و توافقی

تلاطم ناشی از افشای سفارش‌های کلان

#### ظرفیت‌های حقوقی و قانونی

ماده ۱۰ قانون مدنی (آزادی قراردادی)

ماده ۹ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار

پتانسیل تشکل‌های خودانتظام

#### مدیریت تعارض منافع و نظارت

تضمین بهترین اجرا برای مشتری

ایجاد دیوارهای آتش (Firewalls)

نظارت سیستمی و محیط آزمون (Sandbox)

## سازوکار High-Water Mark در محاسبه کارمزد عملکرد

ساختارهای کارمزد عملکرد در صندوق‌ها و سبدهای اختصاصی همواره با خطر پرداخت‌های ناعادلانه و عدم هم‌راستایی منافع مدیر و سرمایه‌گذار همراه بوده‌اند. در این مقاله، منظور از «صندوق»، تمامی نهادهای مدیریت دارایی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدهای اختصاصی است و جهت اختصار در ادامه صرفاً از واژه «صندوق» استفاده می‌شود.

مدل‌های رایج محاسبه کارمزد عملکرد مدیران صندوق در نهادهای مالی بازار سرمایه ایران، به دلیل شرایط نوسانی بازار، عمق محدود معاملات و وجود عدم تقارن اطلاعاتی، در بسیاری از موارد قادر به ارزیابی منصفانه جبران خدمات مدیران صندوق نیستند. سازوکار High-Water Mark (HWM) راهکاری عملی برای جلوگیری از این مشکل است که پرداخت کارمزد را صرفاً به بازدهی واقعی و فراتر از سقف تاریخی ارزش صندوق محدود می‌کند.

مدیریت دارایی همواره با چالش تضاد منافع میان مدیر و سرمایه‌گذار روبه‌رو است؛ به گونه‌ای که در ساختارهای سنتی کارمزد عملکرد، حتی بازگشت ارزش صندوق به سطح قبلی نیز می‌تواند مبنای دریافت مجدد کارمزد قرار گیرد. سازوکار High-Water Mark با مشروط‌کردن پرداخت کارمزد به عبور ارزش خالص صندوق از بالاترین سطح تاریخی، از دریافت کارمزد بابت جبران زیان‌های گذشته جلوگیری کرده و معیار شفاف‌تر و دقیق‌تری برای ارزیابی عملکرد مدیر فراهم می‌آورد، به گونه‌ای که سرمایه‌گذار از پرداخت مضاعف کارمزد محفوظ می‌ماند.

### ضرورت و اهمیت استفاده از سازوکار HWM

با رشد بازار سرمایه و توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدهای اختصاصی، نحوه محاسبه کارمزد عملکرد به یکی از اجزای کلیدی شفافیت، عدالت و اعتماد در صنعت مدیریت دارایی تبدیل شده است. بررسی تجربه‌های داخلی و بین‌المللی نشان می‌دهد که روش‌های سنتی محاسبه کارمزد، اگرچه ساده و قابل اجرا هستند، اما در عمل با کاستی‌های جدی روبه‌رو بوده و گاهی منجر به تضاد منافع میان مدیر و سرمایه‌گذار شده‌اند.

در مدل سنتی، مبنای کارمزد «مازاد بازده روزانه» نسبت به معیار و یا شاخص مرجع است و همین امر باعث می‌شود در شرایطی که صندوق هنوز زیان‌های گذشته را جبران نکرده، مدیر بتواند کارمزد دریافت کند. همچنین، این رویکرد انگیزه رفتارهای ریسک‌طلبانه و تا حد امکان دستکاری کوتاه‌مدت ارزش‌گذاری را ایجاد می‌کند و هم‌راستایی منافع مدیر و سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد.

به‌کارگیری HWM به دلایل زیر یک ضرورت ساختاری و حرفه‌ای در صندوق‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود:

- جلوگیری از پرداخت کارمزد بدون خلق ارزش واقعی
- افزایش شفافیت در صورت‌های عملکردی
- تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و افزایش جذب منابع
- هم‌راستاسازی منافع مدیر و سرمایه‌گذار
- کاهش رفتارهای ریسک‌طلبانه ناشی از انگیزه‌های نادرست
- جلوگیری از ساخت مصنوعی ارزش برای کارمزدگیری
- تطبیق ساختارهای داخلی با استانداردهای بین‌المللی
- توسعه چارچوب‌های قراردادی و نظارتی صنعت مدیریت دارایی



پیمان یازوکی

رئیس اداره سرمایه‌گذاری گروه مالی صبا تامين

### تعریف سازوکار سقف تاریخی (High Water Mark)

High Water Mark به بالاترین سطح ارزش‌گذاری دارایی تحت مدیریت (اعم از NAV در صندوق‌ها و AUM در سبدهای اختصاصی) گفته می‌شود که پس از کسر کارمزدهای قبلی به‌عنوان سقف تاریخی عملکرد ثبت شده باشد. در این سازوکار، کارمزد عملکرد تنها در صورتی قابل دریافت است که ارزش فعلی دارایی هر واحد از این سقف تاریخی عبور کند. بنابراین اگر عملکرد صندوق یا سبد کمتر از High Water Mark قبلی باشد، هیچ کارمزد عملکردی قابل اخذ نیست. در صورتی که ارزش هر واحد از دارایی تحت مدیریت از سقف قبلی بالاتر رود، کارمزد عملکرد فقط بر مازاد نسبت به High Water Mark محاسبه می‌شود. این سازوکار تضمین می‌کند کارمزد مدیر تنها در صورت خلق ارزش افزوده واقعی تعلق گیرد و از دریافت کارمزد پس از دوره‌های زیان جلوگیری شود. با استفاده از رابطه ذیل می‌توان کارمزد عملکرد پس از کسر کارمزد مدیریت (Net-of-fees)، را محاسبه کرد:

$$\text{Performance Fee} = \max[0, (P_t - \text{HWM}_{t-1}) \times P]$$

NAV پایان دوره =  $P_t$

HWM<sub>t-1</sub> = بالاترین نرخ NAV پس از کسر کارمزدهای گذشته

p = نرخ کارمزد عملکرد

### روش تحقیق

جهت ساده‌کردن مدل‌سازی، یک سبد اختصاصی فرضی کاملاً منطبق با شاخص بورس در نظر گرفته شده است. بر این اساس، مدل‌های ترکیبی مبتنی بر روش متعارف محاسبه کارمزد عملکرد مدیر و سازوکار High-Water Mark با در نظر گرفتن رویکردهای مختلف پایش و تسویه کارمزد عملکرد مدیر در افق‌های زمانی متفاوت طراحی و مورد بررسی قرار گرفته‌اند که در ادامه تشریح می‌شوند.

الف) سازوکار HWM با پایش روزانه و پرداخت دوره‌ای کارمزد عملکرد (فصلی)

در این رویکرد، سازوکار (HWM) High-Water Mark به صورت روزانه پایش و کارمزد عملکرد نیز بر اساس عبور NAV از آخرین HWM، در هر روز محاسبه می‌شود. در این مدل، هر بار که NAV روزانه از سطح HWM قبلی فراتر رود، سود مازاد شناسایی شده و کارمزد عملکرد مربوط به همان روز ثبت می‌شود. این کارمزدها تا پایان فصل تجمیع شده و صرف‌نظر از تغییرات NAV در پایان فصل، مجموع کارمزدهای روزانه به‌طور کامل در انتهای فصل پرداخت خواهد شد.

در پایان فصل، HWM بازتنظیم شده و برابر با NAV پایان فصل تعیین می‌شود؛ بدین ترتیب، فصل جدید با یک HWM تازه آغاز شده و فرآیند پایش و محاسبه روزانه کارمزد تکرار خواهد شد. این سازوکار دقت ثبت عملکرد را در بالاترین سطح حفظ کرده و هم‌زمان با پرداخت دوره‌ای، ساختار کارمزدی منسجمی ارائه می‌دهد.

ب) سازوکار HWM با پایش روزانه و پرداخت دوره‌ای کارمزد عملکرد (سالانه)



در این سازوکار، سطح High-Water Mark (HWM) به صورت روزانه پایش و در صورت عبور NAV از HWM روز قبل، سود مازاد روزانه محاسبه و ثبت می‌شود. بنابراین، فرآیند شناسایی کارمزد عملکرد کاملاً روزانه است و هر روزی که NAV سطح جدیدی بالاتر از HWM قبلی ثبت کند، کارمزد مربوط به همان روز محاسبه خواهد شد. با این حال، پرداخت کارمزد عملکرد در طول سال انجام نمی‌شود. تمامی کارمزدهای ثبت شده روزانه در طی سال جمع شده و فقط یک بار در پایان سال پرداخت می‌شود، حتی اگر NAV پایان سال نسبت به ابتدای سال کاهش یافته باشد. پس از پرداخت سالانه، HWM بازتنظیم و برابر با NAV پایان سال قرار می‌گیرد تا سال جدید با یک سطح مبنای جدید آغاز شود.

### محاسبه و مقایسه کارمزد عملکرد یک با روش سنتی و HWM شناسایی کارمزد

در این مقاله، به منظور ارزیابی نحوه شناسایی و محاسبه کارمزد عملکرد، دو رویکرد «روش سنتی» و «روش مبتنی بر High Water Mark (HWM)» مورد محاسبه و مقایسه قرار گرفته است. هدف از این مقایسه، بررسی تفاوت‌های ناشی از هر یک از این روش‌ها در میزان کارمزد شناسایی شده و تحلیل آثار آن بر نتایج عملکردی است.

شرح	پایش روزانه - High-Water Mark					روش رایج
	فصل اول	فصل دوم	فصل سوم	فصل چهارم	تسویه سالانه	
سال ۱۴۰۱	۳,۹۶۱	۰	۳۱۸	۱,۸۰۱	۶,۰۸۰	۴۱,۹۰۶
سال ۱۴۰۲	۱,۳۱۳	۱۶	۵۴	۰	۱,۳۸۳	۰
سال ۱۴۰۳	۱۹۸	۶۲۸	۱,۲۱۳	۵۱۹	۲,۵۵۸	۳,۶۰۹
سال ۱۴۰۴	۱,۱۷۱	۰	۲,۷۸۶	۱,۴۸۳	۵,۴۴۱	۵۷,۳۱۷

\* واحد اعداد ریال است

در روش متعارف محاسبه کارمزد عملکرد، مجموع کارمزد مدیر نسبت به سرمایه اولیه طی دوره چهارساله حدود ۱۰ درصد برآورد می‌شود، در حالی که با به‌کارگیری سازوکار High Water Mark (HWM) مورد استفاده در این مقاله، این نسبت به مراتب کمتر و ناچیزتر خواهد بود.

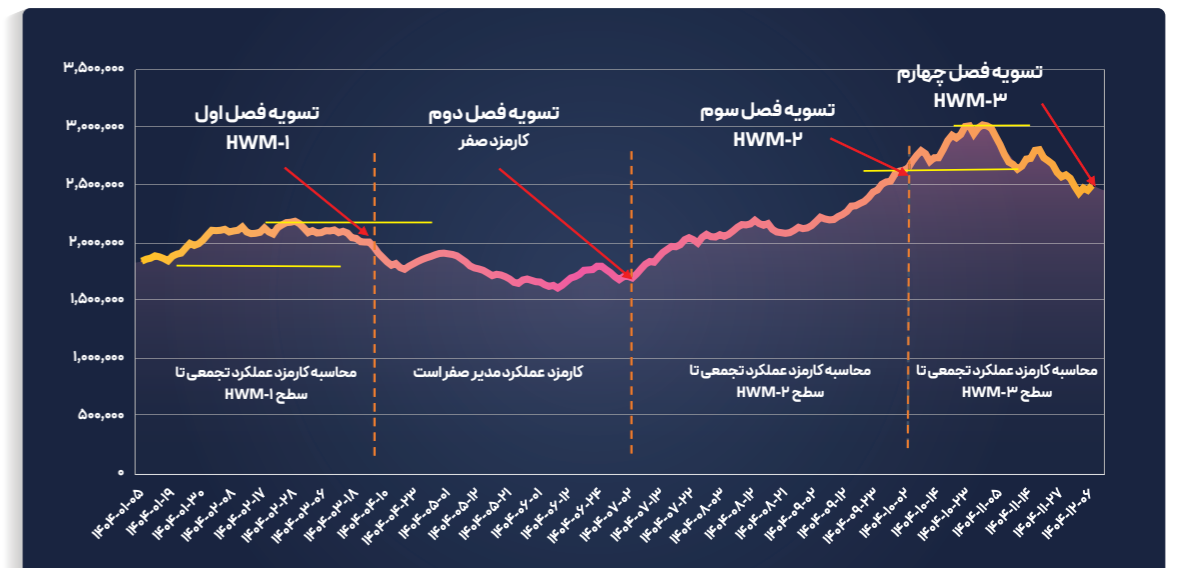
در تحلیل سال ۱۴۰۲، با وجود برتری عملکرد نسبی سید نسبت به شاخص مرجع، به دلیل منفی بودن بازدهی مطلق، کارمزد عملکرد معادل صفر در نظر گرفته شده است. در این رویکرد، صرف عملکرد بهتر نسبت به شاخص، بدون تحقق سود واقعی برای سرمایه‌گذار مبنای شناسایی کارمزد تلقی نمی‌شود.

مقایسه نتایج نشان می‌دهد که کارمزد محاسبه شده در روش رایج به مراتب بالاتر از روش مبتنی بر High-Water Mark است. برای مثال، در سال ۱۴۰۱ کارمزد در روش رایج ۴۱,۹۰۶ بوده، در حالی که این مقدار در روش HWM با تسویه سالانه ۵,۰۷۰ و در حالت جمعیت سالانه مبتنی بر تسویه فصلی ۶,۰۸۰ محاسبه شده است.

ریشه این تفاوت به سازوکار محاسباتی دو رویکرد بازمی‌گردد. در روش رایج، کارمزد عملکرد عمدتاً بر اساس سودهای مقطعی و بدون الزام به جبران افت‌های قبلی محاسبه می‌شود. در مقابل، در چارچوب High-Water Mark شناسایی کارمزد تنها زمانی امکان‌پذیر است که ارزش سید از بالاترین سطح تاریخی قبلی خود عبور کرده باشد؛ بدین ترتیب، افت‌های پیشین باید ابتدا جبران شوند و سپس سود مازاد جدید مبنای محاسبه کارمزد قرار گیرد. بررسی ارقام حاصل از دوروش نشان می‌دهد که کارمزدهای محاسبه شده در چارچوب HWM، اعم از حالت تسویه سالانه یا تسویه فصلی، در مقایسه با روش رایج از نوسان کمتری برخوردارند. این ویژگی موجب می‌شود سازوکار HWM تصویر باثبات‌تر و محافظه‌کارانه‌تری از عملکرد واقعی مدیر ارائه دهد و از منظر هم‌راستاسازی منافع مدیر و سرمایه‌گذار در افق بلندمدت، چارچوبی منسجم‌تر برای محاسبه و تخصیص کارمزد عملکرد فراهم کند.

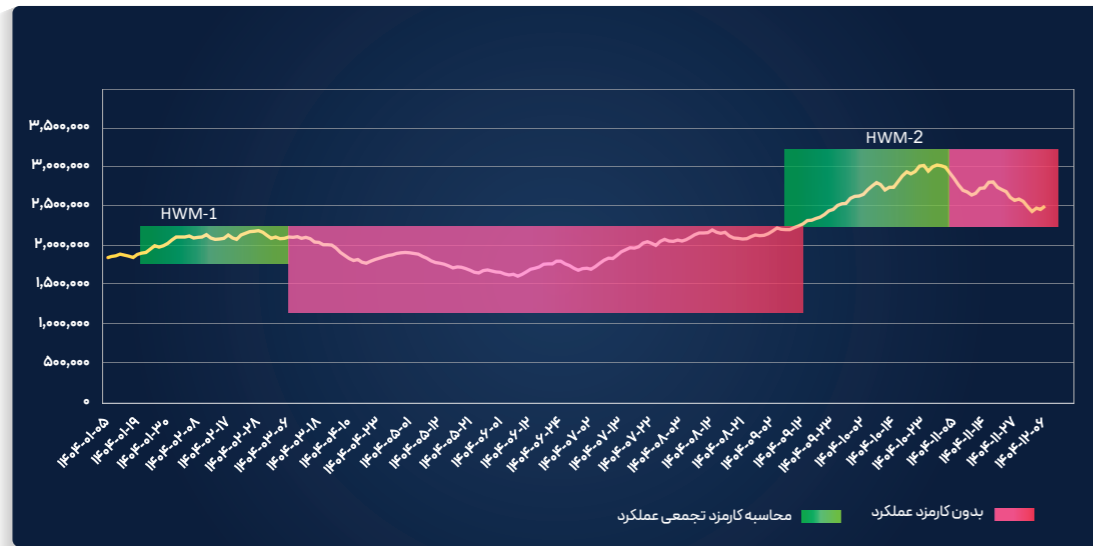
اختلاف میان مبالغ دو روش ناشی از اثر تثبیت بازدهی (Lock-in Effect) در دوره‌های کوتاه‌تر است. در تسویه فصلی، به دلیل بازتنظیم مکرر سطح HWM، سودهای هر فصل تثبیت شده و نوسانات منفی فصول بعدی امکان خنثی‌سازی آن‌ها را ندارند؛ در نتیجه کارمزد بر اساس قله‌های مقطعی محاسبه می‌شود. در مقابل، جمعیت سالانه این نوسانات را در سطح کل سال منعکس کرده و تصویر محافظه‌کارانه‌تری از عملکرد ارائه می‌دهد.

این جدول نشان می‌دهد که روش High-Water Mark از منظر شفافیت و هم‌راستایی منافع مدیر و سرمایه‌گذار سازوکار منسجم‌تری فراهم می‌کند. در مقابل، روش رایج ممکن است حتی در شرایطی که سود صرفاً جبران‌کننده افت‌های قبلی است، به شناسایی کارمزد منجر شود. در چارچوب HWM، کارمزد تنها پس از جبران افت‌های گذشته و عبور ارزش سید از بالاترین سطح قبلی شناسایی می‌شود.



نمودار ۱- سازوکار HWM با پیش‌روانه و تسویه فصلی کارمزد عملکرد مدیر

نمودار شماره یک نشان می‌دهد که در روش High Water Mark (HWM) با پیش‌روانه و تسویه فصلی، کارمزد عملکرد تنها زمانی شناسایی می‌شود که ارزش سید از بالاترین سطح ثبت شده قبلی عبور کند؛ بنابراین در دوره‌هایی که ارزش سید پایین‌تر از این سقف قرار دارد، کارمزدی پرداخت نمی‌شود و در زمان ثبت سقف جدید نیز صرفاً مازاد بازده نسبت به HWM قبلی مبنای محاسبه کارمزد خواهد بود. هم‌زمان با اعمال بازتنظیم سالانه، مبنای HWM سال گذشته کنار گذاشته شده



نمودار ۲- سازوکار HWM با پیش‌روانه و تسویه سالانه کارمزد عملکرد مدیر

نمودار فوق به صورت بصری سازوکار High-Water Mark (HWM) با پیش‌روانه را در ارزیابی عملکرد مدیر نشان می‌دهد. بر اساس این سازوکار، ارزش سید به صورت روزانه رصد شده و مدیر تنها زمانی کارمزد عملکرد دریافت می‌کند که ارزش سید از بالاترین سطح ثبت شده قبلی عبور کرده و سود واقعی جدیدی برای سرمایه‌گذار ایجاد شده باشد. در مقابل، در دوره‌های افت ارزش سید یا زمانی که بازدهی صرفاً جبران زیان‌های گذشته است، کارمزدی پرداخت نمی‌شود و بدین ترتیب منافع سرمایه‌گذار در اولویت قرار می‌گیرد. همچنین با توجه به تسویه سالانه در این ساختار، عملکرد سید در پایان هر دوره مالی ارزیابی شده و امکان بازتنظیم (ریست) سطح HWM برای دوره بعد فراهم می‌شود.

### پیشنهادات

به‌کارگیری سازوکار High Water Mark (HWM) موجب می‌شود کارمزد عملکرد تنها در صورت ایجاد ارزش واقعی برای سرمایه‌گذار پرداخت و از دریافت کارمزد بابت جبران زیان‌های گذشته جلوگیری شود. این سازوکار با هم‌راستاسازی منافع مدیر و سرمایه‌گذار و افزایش شفافیت در ارزیابی عملکرد، به تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود کارایی ساختار کارمزد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

با توجه به نتایج تحلیل عملکرد و مقایسه با روش سنتی محاسبه کارمزد، استفاده از مدل High-Water Mark (HWM) با پیش‌روانه برای ساختار کارمزد عملکرد پیشنهاد می‌شود. در این چارچوب، کارمزد تنها زمانی شناسایی شده که ارزش سید از بالاترین سطح ثبت شده قبلی عبور و ارزش افزوده واقعی برای سرمایه‌گذار ایجاد کرده باشد.

در این ساختار، تسویه کارمزد می‌تواند به صورت سالانه یا دوره‌ای (مثلاً فصلی) انجام شود. در حالت تسویه سالانه، کارمزد بر اساس مازاد بازده



و سال مالی جدید با سطح مبنای تازه آغاز می‌شود. به این ترتیب، در طول سال هیچ کارمزدی بابت جبران افت‌های قبلی پرداخت نمی‌شود، اما در ابتدای سال بعد مدیر بدون الزام به جبران زیان‌های سال گذشته، می‌تواند در صورت تحقق عملکرد مثبت همان سال کارمزد دریافت کند. در مجموع، این سازوکار تعادلی میان حفظ منافع سرمایه‌گذار و تداوم انگیزه مدیریتی ایجاد کرده و چارچوبی منصفانه و شفاف برای محاسبه کارمزد عملکرد فراهم می‌کند.

نسبت به سطح HWM در پایان سال مالی محاسبه می‌شود؛ در حالت تسویه دوره‌ای نیز کارمزد در فواصل زمانی مشخص محاسبه شده و سطح HWM متناسب با ارزش جدید سید بازتنظیم خواهد شد.

با وجود مزایای سازوکار High-Water Mark (HWM)، این مدل می‌تواند در دوره‌هایی که ارزش صندوق پایین‌تر از سقف تاریخی قرار دارد، انگیزه مدیر را برای پذیرش ریسک‌های بالاتر به منظور جبران زیان‌ها و عبور مجدد از سطح اوج افزایش دهد. همچنین، فاصله زیاد از سطح HWM ممکن است در برخی موارد موجب تضعیف انگیزه مدیر برای بهبود تدریجی عملکرد شود.

به طور کلی، به‌کارگیری این سازوکار می‌تواند به افزایش شفافیت، هم‌راستایی بیشتر منافع مدیر و سرمایه‌گذار و بهبود کارایی نظام کارمزد عملکرد در مدیریت سبدهای سرمایه‌گذاری منجر شود.





## واکوی پیامدهای تغییر ساختار کارمزد معاملات در بازار سرمایه ایران



زهرا ناظمی

رئیس اداره سرمایه‌گذاری گروه مالی صبا تامین

ساختار کارمزد معاملات یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست‌گذاری در بازارهای مالی است که نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران، سطح نقدشوندگی و کارایی بازار ایفا می‌کند. هرگونه تغییر در این ساختار، فراتر از یک اصلاح عددی، می‌تواند به‌عنوان یک «شوکه هزینه‌ای» عمل کرده و بر تصمیمات سرمایه‌گذاران به‌ویژه بازیگران نهادی اثرگذار باشد.

اصلاحات اعمال‌شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار در مهرماه ۱۴۰۴ با حذف سقف ریالی کارمزد و حرکت به سمت مدل خطی، نقطه عطفی در نظام کارمزدی بازار سرمایه ایران محسوب می‌شود. در حالی که در مدل پیشین، هزینه معاملات پس از عبور از یک سطح مشخص تثبیت می‌شد، در مدل جدید این هزینه به تابعی مستقیم و نامحدود از ارزش معامله تبدیل شده است. این تغییر، نه تنها بر هزینه مبادله، بلکه بر استراتژی اجرای معاملات، ساختار انگیزشی کارگزاران و توزیع منافع میان ارکان بازار تاثیرگذار است.

هدف این مقاله، واکوی پیامدهای این تحول از منظر تطبیقی، رفتاری و سیاستی است و تلاش دارد نشان دهد که چگونه تغییر در ساختار کارمزد می‌تواند پویایی‌های بازار را در سطوح مختلف دستخوش تغییر کند.

**تحلیل تطبیقی و بنگار جهانی: شکاف الگوی ایرانی با بورس‌های پیشرو**  
بررسی مکانیزم‌های درآمدی در بورس‌های توسعه‌یافته نشان می‌دهد که روند جهانی به سمت کاهش «هزینه‌های اصطکاک» و حرکت به سمت مدل‌های کارمزدی حداقلی یا حتی صفر میل کرده است. در این چارچوب، کارمزد نه به‌عنوان منبع اصلی درآمد، بلکه به‌عنوان ابزاری برای بهینه‌سازی نقدشوندگی و افزایش عمق بازار تلقی می‌شود.

در ایالات متحده، از زمان لغو نرخ‌های ثابت کارمزد در سال ۱۹۷۵، رقابت میان کارگزاری‌ها منجر به کاهش مستمر هزینه‌های معاملاتی شده است. در سال‌های اخیر، کارگزاری‌هایی با حذف کارمزد مستقیم، مدل درآمدی خود را بر هدایت جریان سفارش، توزیع اعتبار بین مشتریان و خدمات جانبی استوار کرده‌اند (مدل متناسب به PFOF؛ دریافت مبلغی از بازارسازان در ازای هدایت سفارش مشتریان به آن‌ها).

در ژاپن نیز تحول دیجیتال موجب تغییر بنیادین مدل کسب‌وکار کارگزاری‌ها شده است. اجرای مدل‌هایی مانند «ZERO Revolution» که توسط برخی کارگزاری‌های بزرگ ژاپنی با هدف حذف کامل کارمزد معاملات آنلاین، افزایش جذب سرمایه‌گذاران خرد و گسترش سهم بازار معرفی شد، باعث انتقال درآمد کارگزاری‌ها به‌تدریج از کارمزد مستقیم معاملات به حوزه‌هایی نظیر مدیریت دارایی، خدمات مالی مکمل، عرضه‌های اولیه و درآمدهای مبتنی بر مانده حساب مشتریان شده است.

در بازارهای نوظهوری مانند ترکیه و مالزی نیز، اگرچه کارمزد معاملات همچنان دریافت می‌شود، اما ساختار آن به‌گونه‌ای طراحی شده که برای معاملات با حجم بالا، برای جلوگیری از کاهش نقدشوندگی، تخفیف‌های قابل توجه یا سقف‌های موثر اعمال می‌شود.

در مقابل، تغییر اخیر ساختار کارمزد در بازار سرمایه ایران با حذف سقف ریالی (Capped fee) و حرکت به سمت کارمزد خطی بدون سقف (Uncapped Linear fee)، عملاً در مسیری متفاوت با روند غالب در بسیاری از بازارهای مالی جهان قرار گرفته است. در این چارچوب، هزینه معاملات بزرگ به‌صورت متناسب و بدون محدودیت افزایش می‌یابد و کارمزد، به‌جای ایفای نقش یک ابزار تنظیمی برای بهبود کارایی بازار، بیش از پیش به منبع درآمدی برای نهادهای واسط (کارگزاری اوراق

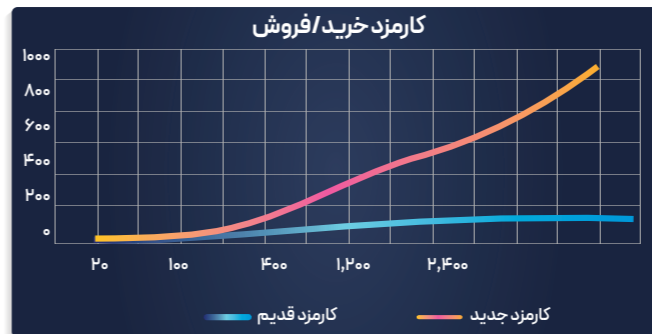
بهادار) تبدیل می‌شود. افزایش کارمزد معاملات در بازار سرمایه پیش از هر چیز کارایی عملیاتی بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد. کارمزدهای بالاتر با افزایش هزینه انجام معامله، نقدشوندگی بازار را کاهش داده، فاصله قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش را گسترش می‌دهد و در نهایت حجم و دفعات معاملات را محدود می‌کند. تضعیف کارایی عملیاتی به‌تدریج پیامدهای گسترده‌تری نیز به همراه دارد؛ زیرا کاهش عمق و فعالیت معاملاتی، فرآیند کشف قیمت را کندتر و پرهزینه‌تر می‌کند و از این طریق کارایی اطلاعاتی بازار را نیز تحت فشار قرار می‌دهد. در نهایت، وقتی قیمت‌ها نتوانند اطلاعات را به‌موقع و دقیق منعکس کنند، توان بازار سرمایه در هدایت منابع مالی به سوی بنگاه‌ها و پروژه‌های بهره‌ور کاهش یافته و کارایی تخصیصی اقتصاد نیز آسیب می‌بیند. از این منظر، ساختار کارمزد معاملات صرفاً یک موضوع درآمدی برای نهادهای مالی نیست، بلکه یکی از متغیرهای کلیدی در حفظ کارایی چندبعدی بازار سرمایه به شمار می‌رود.

اگرچه باید توجه داشت که درآمدهای کارمزدی در صنعت کارگزاری طی سال‌های متممادی، علیرغم شرایط تورمی اقتصاد، تقریباً ثابت مانده و فشار مالی قابل توجهی بر بسیاری از کارگزاران وارد کرده است. در کنار آن، افزایش تعداد مجوزهای کارگزاری و وضعیت اقتصادی نه‌چندان مطلوب بخش قابل توجهی از این صنعت، به‌جز چند کارگزار بزرگ و کارگزاران نهادی نشان می‌دهد که دغدغه پایداری درآمدی این نهادها قابل درک است. با این حال، انتقال بار تعدیل درآمدی به معاملات بزرگ و ایجاد توزیع نامتوازن هزینه‌های معاملاتی، به‌نظر راهکاری پایدار برای حل این مسئله نیست و حتی ممکن است در بلندمدت با کاهش حجم معاملات و تحت تاثیر قرار دادن کارایی بازار، به تضعیف بیشتر درآمد کارگزاران بیانجامد.

### تحلیل هندسه نابرابر توزیع منافع و عدم‌النفع سرمایه‌گذاران

حذف سقف ریالی کارمزد، توازن اقتصادی میان سرمایه‌گذاران، نهادهای واسط و تمامی بازیگران فعال را به‌طور معناداری تغییر داده است. در ساختار جدید، افزایش هزینه معاملات به‌صورت نامتقارن بر دوش سرمایه‌گذاران (به‌ویژه در معاملات بزرگ) تحمیل می‌شود.

برآوردهای عملیاتی نشان می‌دهد که این تغییر، برای برخی نهادهای مالی بزرگ، منجر به تحمیل هزینه‌های قابل توجه شده است. در سطح کلان نیز، تعمیم این ساختار به کل بازار، به معنای خروج بخشی از نقدینگی از چرخه معاملات و کاهش ظرفیت سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه است. این پدیده را می‌توان به‌عنوان نوعی «مالیات پنهان معاملاتی» تفسیر کرد که بدون ایجاد ارزش افزوده متناسب، به افزایش هزینه مبادله منجر شده است.



در قالب یک نمونه شبیه‌سازی‌شده برای یک نهاد مالی با ارزش کل معاملات فرضی در حدود ۷,۰۰۰ میلیارد تومان برای یک سال، (شامل ۴,۲۰۰ میلیارد تومان معاملات فروش و ۲,۶۰۰ میلیارد تومان معاملات خرید)، میزان کارمزدها بر اساس دستورالعمل قبلی و ساختار جدید مورد مقایسه قرار گرفت. در این سناریو، توزیع ارزش معاملات خرید و فروش به این صورت فرض شده است که ۵۰ درصد معاملات ارزشی تا ۲ میلیارد، ۴۰ درصد در بازه ۲ تا ۵ میلیارد و ۱۰ درصد مابقی ارزشی بیش از ۵ میلیارد تومان داشته‌اند. سقف ارزش معاملات در این نمونه فرضی هم برای خرید و هم برای فروش ۲۵۰ میلیارد تومان در نظر گرفته شده است.

بر اساس محاسبات انجام‌شده مطابق جدول زیر، مجموع کارمزد معاملات خرید و فروش تحت دستورالعمل قبلی حدود ۳۳ میلیارد تومان برآورد می‌شود، در حالی که با اعمال دستورالعمل جدید این رقم به حدود ۴۵ میلیارد تومان افزایش می‌یابد. به بیان دیگر، در این سناریوی فرضی، هزینه کارمزدها با افزایشی در حدود ۳۷ درصد مواجه



می‌شود. این در حالی است که در این نمونه هیچ معامله با ارزشی بیش از ۳۰۰ میلیارد تومان لحاظ نشده است. بدیهی است در صورت وقوع معاملات با ارزش‌های بالاتر، به‌ویژه در سطوحی فراتر از حدود ۲,۴۰۰ میلیارد تومان مطابق روند نشان‌داده‌شده در نمودار پیشین، میزان کارمزدها با شتاب بیشتری افزایش خواهد یافت. در ساختار پیشین، محاسبه کارمزد معاملات سهام دارای سقف مشخصی بود؛ به‌طوری‌که کارمزد خرید فارغ از ارزش معامله حداکثر ۱۱۴ میلیون تومان و کارمزد فروش (بدون احتساب مالیات) حداکثر ۱۲۶ میلیون تومان تعیین شده بود. در مقابل، در ساختار جدید کارمزدها بدون سقف و به‌صورت پلکانی محاسبه می‌شوند. به عنوان نمونه، برای معامله‌ای با ارزش حدود ۲,۴۰۰ میلیارد تومان، کارمزد پرداختی در شرایط فعلی به حدود ۲.۷ میلیارد تومان در سمت خرید و همین میزان بدون احتساب مالیات در سمت فروش می‌رسد که ارقامی بسیار قابل توجه و معنادار محسوب می‌شوند.

کارمزد معاملات سهام براساس ابلاغیه جدید (میلیارد ریال)							
معامله	ارزش معاملات	کارمزد کارگزار	بورس / فرابورس	سازمان	سپرده‌گذاری	فناوری	مالیات
فروش	۴۱,۵۳۴,۲	۱۲۰,۲	۱۰,۱	۸,۲	۴,۷	۴	۲۰۷,۷
خرید	۲۶,۳۴۹,۳	۷۵,۹	۶,۴	۵,۱	۳	۲,۵	۰
جمع	۶۷,۸۸۳,۵	۱۹۶,۱	۱۶,۵	۱۳,۳	۷,۷	۶,۵	۲۰۷,۷
کارمزد معاملات سهام براساس ابلاغیه قبلی (میلیارد ریال)							
معامله	ارزش معاملات	کارمزد کارگزار	بورس / فرابورس	سازمان	سپرده‌گذاری	فناوری	مالیات
فروش	۴۱,۵۳۴,۲	۴۷,۳	۹,۷	۵,۹	۴,۷	۸,۲	۲۰۷,۷
خرید	۲۶,۳۴۹,۳	۲۸,۵	۶,۲	۲,۴	۱,۹	۵,۱	۰
جمع	۶۷,۸۸۳,۵	۷۵,۹	۱۶	۸,۳	۶,۷	۱۳,۲	۲۰۷,۷

### راهکارهای پیشنهادی استراتژیک

#### الف) اصلاح ساختار تعرفه‌ای

احیای سقف پلکانی هوشمند برای معاملات بزرگ اعمال نرخ ترجیحی برای معاملات بلوکی و واگذاری‌های کلان

#### ب) بازتوزیع هوشمند درآمد

بازنگری در سهم ارکان و تقویت زیرساخت‌های بازار تبدیل بخشی از کارمزد به اعتبار معاملاتی برای تقویت نقدشوندگی

#### ج) ارتقای خدمات کارگزاری

ارائه خدمات تحلیلی و اجرایی پیشرفته به مشتریان نهادی طراحی مکانیزم بازگشت بخشی از کارمزد (Rebate)

### جمع‌بندی

تغییر ساختار کارمزد از مدل سقف‌محور به مدل خطی بدون سقف، اگرچه منجر به افزایش درآمد نهادهای واسط شده، اما در مقابل، هزینه معاملات را افزایش داده و رفتار معامله‌گران را به‌گونه‌ای تغییر می‌دهد که می‌تواند به کاهش عمق بازار و تضعیف کارایی منجر شود.

در شرایطی که روند جهانی به سمت کاهش هزینه‌های معاملاتی و تقویت نقدشوندگی حرکت می‌کند، بازنگری در ساختار کارمزد و طراحی مجدد آن بر مبنای مشوق‌های رفتاری، ضرورتی اجتناب‌ناپذیر برای حفظ رقابت‌پذیری بازار سرمایه ایران است.

در عین حال، در برخی بازارهای حرفه‌ای جهان، کارمزدهای نسبتاً بالاتر معمولاً در ازای ارائه خدمات یا زیرساخت‌های خاص توجیه می‌شوند. برای مثال، در برخی بسترهای معاملاتی مانند Dark Pool ها و غیره سرمایه‌گذاران در محیطی حرفه‌ای با کیفیت اجرای بالا، اثرگذاری قیمتی کمتر و زیرساخت‌های پیشرفته معامله می‌کنند؛ به‌گونه‌ای که این مزایا می‌تواند هزینه بالاتر معاملات را تا حدی توجیه کند. با این حال، زمانی که افزایش کارمزدها بدون ارتقای معنادار در کیفیت خدمات واسطه‌گری یا زیرساخت‌های معاملاتی اعمال شود، نتیجه آن صرفاً افزایش اصطکاک معاملاتی خواهد بود؛ وضعیتی که در بلندمدت می‌تواند به کاهش مشارکت سرمایه‌گذاران، افت نقدشوندگی و در نهایت کوچک‌تر و کم‌عمق‌تر شدن بازار سرمایه بیانجامد.



## نگاهی متفاوت به بازگشایی بازار سهام



محمد رضا بیات

مدیر برنامه ریزی و راهبردی گروه مالی صبا تامین

سیگنال منفی برای بازار تبدیل شود و فشار فروش را تشدید کند. در نتیجه، اتکای تصمیم بازگشایی به این دسته‌بندی، نه تنها کارآمد نیست بلکه ممکن است روند تصمیم‌گیری را پیچیده‌تر و دشوارتر کند. در یک ارزیابی کلان‌تر، باید پذیرفت که بازار سرمایه ایران از نبود یک ابزار مناسب برای مدیریت شوک‌های سیستمی رنج می‌برد. ابزارهای موجود مانند معاملات بلوکی، بازار توافقی یا سازوکار عرضه اولیه ترکیبی، از نظر ماهیت و کارکرد با نیازهای یک دوره بحران هم‌خوانی ندارند. معاملات بلوکی به دلیل نیاز به افشای پیشینی، در شرایط بحران می‌تواند اثر روانی نامطلوب ایجاد کند. بازار توافقی دامنه پوشش محدودی دارد و پاسخ‌گوی شرکت‌های بزرگ و شاخص‌ساز نیست. عرضه اولیه ترکیبی نیز اساساً برای ورود شرکت‌ها به بازار طراحی شده و در مدیریت معاملات ثانویه کاربردی ندارد. این خلا ساختاری موجب شده است که بازار در برابر شوک‌های سنگین فاقد سازوکاری برای جذب فشار اولیه باشد.

با توجه به این شرایط، طراحی یک بستر میانجی که بتواند در دوره‌های حساس نقش تثبیت‌کننده ایفا کند، ضروری به نظر می‌رسد. مدل «تابلوی معاملات ویژه» بر همین اساس و با الهام از نسخه تعدیل‌شده سازوکارهای dark pool طراحی شده است. این مدل نه جایگزین دائمی بازار موجود است و نه بازاری موازی، بلکه یک زیرساخت موقت برای مدیریت وضعیت‌های استثنایی به شمار می‌رود. اساس این مدل بر سه اصل استوار است.

اصل نخست، عدم نیاز به دسته‌بندی شرکت‌هاست. در این مدل، همه شرکت‌ها بدون استثناء مشمول سازوکار معاملاتی ویژه می‌شوند و بنابراین نیازی به برچسب‌گذاری یا تفکیک آثار بحران وجود نخواهد داشت. اصل دوم، استفاده از ظرفیت تحلیل و رفتار کم‌هیجانی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است. دسترسی اولیه به این گروه، که شامل نهادهای مالی دارای مجوز و سرمایه‌گذاران حقیقی واجد صلاحیت حرفه‌ای است، به تسهیل کشف قیمت کمک می‌کند و از شدت رفتارهای هیجانی در مرحله نخست می‌کاهد. اصل سوم، بازنگری موقتی در محدودیت‌هایی مانند دامنه نوسان و حجم میناست که در شرایط عادی مفیدند اما در شرایط شوک می‌توانند مانع کشف قیمت و بازگشت نقدشوندگی شوند. نقشه راه اجرایی این مدل سه‌مرحله‌ای طراحی شده است. مرحله نخست، نقطه آغاز فرآیند بازگشایی و در واقع فاز آزمایشی کشف قیمت در محیط کنترل‌شده است. هدف اصلی این مرحله، ایجاد یک بستر کم‌هیجان برای شروع معاملات و به‌دست آوردن برآوردی واقع‌بینانه از ارزش تعادلی دارایی‌ها پیش از مواجهه عمومی بازار با اطلاعات قیمتی است.

در این مرحله، یک دوره دو تا سه‌روزه حراج دوره‌ای (Periodic Auction) برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای (شامل نهادهای مالی دارای مجوز و سرمایه‌گذاران حقیقی واجد شرایط حرفه‌ای) اجرا می‌شود. ویژگی مهم این حراج آن است که اردرها در طول دوره ثبت و تطبیق به‌صورت غیرقابل مشاهده برای سایر مشارکت‌کنندگان باقی می‌مانند؛ یعنی هیچ‌کس از تعداد یا جهت سفارش‌های سایر بازیگران آگاه نیست و فرآیند تطبیق فقط بر اساس منطق تعادلی انجام می‌شود. این امر موجب می‌شود رفتار هیجانی یا تقلیدی تقریباً حذف شود و تصمیمات سرمایه‌گذاران صرفاً مبتنی بر ارزیابی بنیادی و تحلیل ریسک شکل گیرد.

در طول این دوره، سفارش‌ها در بازه‌های زمانی مشخص، مثلاً هر چند ساعت یا در پایان هر روز معاملاتی تطبیق داده شده و نتیجه به صورت یک قیمت تعادلی میانگین محاسبه و ثبت می‌شود. این قیمت‌ها نقش پایه‌ای برای شکل‌گیری دامنه قیمتی منطقی در مراحل بعدی می‌کنند. در این فاز، دامنه نوسان و حجم مبنا به‌طور کامل تعلیق می‌شود تا کشف قیمت بدون محدودیت مصنوعی انجام شده، در عین حال مکانیسم‌های کنترل نوسان شدید در سطح سیستم معاملات (Circuit Breaker) داخلی فعال می‌مانند تا از شکل‌گیری قیمت‌های غیرواقعی جلوگیری شود.

یکی از اصول کلیدی این مرحله، شفافیت پسینی و کنترل اطلاعات پیشینی است. یعنی در زمان انجام معاملات، اطلاعات لحظه‌ای در دسترس عموم قرار ندارد، اما پس از اتمام هر دوره حراج اطلاعات جمعیتی مربوط به حجم، دامنه قیمت و میانگین معاملات منتشر می‌شود. این مدل گزارش‌دهی دوزمانه موجب خواهد شد، هم اثرات روانی افشای لحظه‌ای حذف و هم شفافیت لازم برای ارزیابی فنی حفظ شود.

مزیت دیگر این سازوکار آن است که با محدودکردن مشارکت ابتدایی به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، حجم قابل توجهی از رفتار هیجانی حقیقی‌ها از معادله حذف می‌شود و بازار فرصت می‌یابد در فضایی آرام، بخشی از فشار فروش انباشته را جذب کند. خروجی این مرحله، مجموعه‌ای از قیمت‌های مبنا و داده‌های حجمی است که به‌عنوان ورودی مرحله دوم حراج عمومی مورد استفاده قرار می‌گیرد و در عمل مسیر بازگشت تدریجی بازار به وضعیت عادی را هموار می‌سازد.

مرحله دوم شامل برگزاری یک حراج ناپیوسته عمومی برای تمامی سرمایه‌گذاران است. در این مرحله، قیمت مرجع بر اساس میانگین قیمت‌های کشف‌شده در سه روز اجرای مرحله نخست تعیین شده تا از تأثیرگذاری احتمالی معاملات با حجم اندک بر جهت‌گیری قیمتی جلوگیری شود. این روش به‌ویژه با در نظر گرفتن عمق نسبی محدود بازار در مقاطع آغازین بازگشایی، می‌تواند نقش موثری در خنثی‌سازی انگیزه‌های دستکاری قیمتی و تثبیت روند کشف قیمت ایفا کند. در طول اجرای حراج عمومی، تمامی سفارش‌ها پیش از اجرا به‌صورت غیرقابل مشاهده برای سایر مشارکت‌کنندگان باقی می‌ماند تا از بروز رفتارهای تقلیدی و دستکاری‌های احتمالی جلوگیری شود. بدین ترتیب، فرآیند تطبیق سفارش‌ها در یک محیط شفاف (اما کنترل‌شده) انجام خواهد شد و اطلاعات مربوط به نتایج معاملات تنها پس از پایان هر دوره حراج روزانه و به‌صورت جمعیتی منتشر می‌شود. این سازوکار ضمن حفظ شفافیت پسینی، از بروز هیجانات مقطعی ناشی از مشاهده لحظه‌ای سفارش‌ها نیز پیشگیری می‌کند.

تعلیق موقت دامنه نوسان در این مرحله نیز همچنان ضروری است، زیرا اعمال محدودیت قیمتی در چنین شرایطی می‌تواند فرآیند کشف قیمت تعادلی را مختل کرده و منجر به ایجاد صف‌های سنگین فروش شود. ترکیب این سه عامل (تعیین قیمت مرجع بر پایه میانگین سه‌روزه، عدم نمایش سفارش‌ها و انتشار جمعیتی نتایج) موجب می‌شود مرحله دوم با ثبات بیشتر، رفتار منطقی‌تر بازیگران و کیفیت بالاتر اطلاعات قیمتی همراه باشد.

مرحله سوم، آخرین و در عین حال حساس‌ترین بخش فرآیند بازگشایی است؛ مرحله‌ای که طی آن بازار به معاملات پیوسته عادی بازمی‌گردد و دامنه نوسان مجدداً به حالت معمول اعمال می‌شود. در این فاز، تابلوی معاملات ویژه همچنان فعال باقی می‌ماند اما ماهیت و مأموریت آن از یک بستر کشف قیمت در شرایط بحران، به یک سازوکار مکمل برای مدیریت سفارش‌های بزرگ و کاهش اثرات قیمتی آن‌ها



تغییر می‌کند.

در این ساختار، تابلوی ویژه به عنوان کانال معاملاتی نهادی عمل می‌کند که امکان ثبت و تطبیق سفارش‌های عمده را در نرخ میانگین بهترین مظنه خرید و فروش (Mid-NBBO) فراهم می‌سازد؛ مشابه الگوهایی که در بازارهای توسعه‌یافته برای کاهش اثرگذاری معاملات سنگین بر جریان عمومی بازار به‌کار می‌رود. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و نهادهای مالی می‌توانند معاملات پر حجم خود را بدون ایجاد فشار روانی یا قیمتی قابل ملاحظه در بازار عادی انجام دهند.

کارکرد این سازوکار دو پیامد مهم دارد. نخست، با توزیع تدریجی نقدینگی و حجم سفارش‌ها میان «تابلوی اصلی» و «تابلوی ویژه»، از شکل‌گیری فشار لحظه‌ای در سمت خرید یا فروش جلوگیری می‌شود و بازار فرصت کافی برای جذب معاملات بزرگ پیدا می‌کند. دوم، قیمت‌های حاصل از این تابلوی مکمل می‌تواند در نقش شاخصی کم‌نوسان‌تر برای رصد روند بازگشت تعادل عرضه و تقاضا مورد استفاده نهاد ناظر قرار گیرد.

در عین حال، حفظ شفافیت پسینی همچنان الزامی است. داده‌های معاملاتی تابلوی ویژه به‌صورت دوره‌ای و جمعیتی منتشر می‌شود تا تصویر کلی از جریان نقدینگی و رفتار سرمایه‌گذاران نهادی در دسترس عموم قرار گیرد، بی‌آن‌که جزئیات سفارش‌های منفرد موجب تحریف سیگنال‌های بازار شود. بدین ترتیب، این فاز نه تنها بازگشت به معاملات عادی را تسهیل می‌کند، بلکه پایه‌ای برای ایجاد یک زیرساخت دائمی مدیریت نقدینگی کلان و کنترل نوسانات سیستمی در آینده نیز فراهم می‌آورد.

جمع‌بندی آنکه تجربه تعطیلی طولانی مدت بازار سرمایه نشان داد که زیرساخت‌های فعلی بازار برای مواجهه با شوک‌های ناگهانی و گسترده، از ابزارهای میانی کافی برخوردار نیستند. در چنین شرایطی، مسئله صرفاً زمان بازگشایی بازار نیست، بلکه نحوه مدیریت انتقال بازار از وضعیت توقف به وضعیت عادی اهمیت تعیین‌کننده‌ای پیدا می‌کند. بازگشایی شتاب‌زده می‌تواند به تشدید رفتارهای هیجانی و اختلال در فرآیند کشف قیمت منجر شود و در مقابل، طولانی شدن توقف یا بازگشایی‌های تدریجی و نامنسجم نیز به افزایش نااطمینانی و فرسایش اعتماد سرمایه‌گذاران خواهد انجامید. از این منظر، وجود سازوکاری که بتواند این دوره گذار را به‌صورت کنترل‌شده مدیریت کند، یک ضرورت نهادی برای بازار سرمایه محسوب می‌شود.

مدل «تابلوی معاملات ویژه» تلاشی در همین راستاست؛ مدلی که با الهام از برخی تجربیات بین‌المللی در حوزه تطبیق سفارش‌های بزرگ و مدیریت معاملات در شرایط حساس طراحی شده و می‌تواند به عنوان یک بستر موقت اما ساختارمند برای عبور بازار از دوره‌های بحران مورد استفاده قرار گیرد. ویژگی اصلی این مدل آن است که بدون نیاز به دسته‌بندی شرکت‌ها یا ایجاد تفکیک‌های بحث‌برانگیز در میان ناشران، همه نمادها را در یک چارچوب واحد قرار می‌دهد و فرآیند کشف قیمت را به‌صورت مرحله‌ای و تدریجی سامان‌دهی می‌کند. این رویکرد از یک سواکان استفاده از ظرفیت تحلیلی سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در مراحل اولیه را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر با گسترش تدریجی دامنه مشارکت، زمینه بازگشت آرام و منطقی بازار به معاملات عادی را مهیا می‌سازد.

در این چارچوب، سه مرحله طراحی شده شامل حراج اولیه در محیط کنترل‌شده برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، حراج عمومی برای کشف قیمت تعادلی بازار و در نهایت بازگشت به معاملات پیوسته، در کنار یکدیگر فرآیندی را شکل می‌دهند که می‌تواند شوک اولیه ناشی از بازگشایی را به شکل قابل توجهی تعدیل کند. استفاده از ابزارهایی نظیر عدم نمایش سفارش‌ها در مراحل حساس، انتشار جمعیتی اطلاعات پس از انجام معاملات، تعیین قیمت مرجع بر مبنای میانگین معاملات

# ما افاتح این ک نبردیم

سازوکار انتقالی هوشمندانه میان وضعیت‌های استثنایی و شرایط عادی بازار است. وجود چنین سازوکاری می‌تواند به نهاد ناظر کمک کند تا در مواجهه با بحران‌های مشابه، به جای اتکا به تعطیلی طولانی‌مدت یا تصمیمات موردی، از یک چارچوب از پیش طراحی شده و قابل پیش‌بینی بهره بگیرد.

در نهایت، تقویت زیرساخت‌های نهادی بازار سرمایه و طراحی ابزارهایی برای مدیریت دوره‌های بحران، نه تنها به کاهش نوسانات مقطعی کمک می‌کند بلکه در بلندمدت به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، ارتقای کارایی فرآیند کشف قیمت و بهبود نقش بازار سرمایه در تامین مالی اقتصاد نیز منجر خواهد شد. در چنین چشم‌اندازی، تابلوی معاملات ویژه می‌تواند گامی در جهت تبدیل بازگشایی بازار از یک رویداد پریسک و هیجانی، به فرآیندی مدیریت‌شده، شفاف و سازگار با منطق بازارهای مالی باشد.

چندروزه و همچنین فراهم‌سازی بستری برای اجرای معاملات بزرگ خارج از جریان اصلی بازار، همگی در راستای کاهش رفتارهای هیجانی و بهبود کیفیت کشف قیمت طراحی شده‌اند.

از منظر سیاست‌گذاری نیز اهمیت این مدل صرفاً به مدیریت یک مقطع خاص محدود نمی‌شود. تجربه بازارهای مالی نشان می‌دهد که وجود ابزارهای انعطاف‌پذیر برای مدیریت شوک‌های سیستمی، یکی از عناصر کلیدی در افزایش تاب‌آوری بازارها به شمار می‌رود. تابلوی معاملات ویژه می‌تواند به تدریج به بخشی از جعبه‌ابزار تنظیم‌گری بازار سرمایه تبدیل شود؛ ابزاری که در شرایط عادی نقش محدودی در تسهیل معاملات بزرگ ایفا می‌کند و در شرایط بحرانی می‌تواند به عنوان یک سازوکار موقت برای تنظیم جریان عرضه و تقاضا مورد استفاده قرار گیرد.

بر این اساس، هدف از طرح چنین مدلی نه جایگزینی ساختار فعلی معاملات و نه ایجاد یک بازار موازی دائمی است، بلکه فراهم آوردن یک

01

هدف: کشف اولیه  
قیمت در فضای امن

تابلوی معاملات ویژه

✓ دسترسی محدود به سرمایه‌گذاران  
حرفه‌ای

✓ محیط کنترل شده

✓ تطبیق سفارش‌های بزرگ

✓ تعلیق دامنه نوسان

02

هدف: انتقال تدریجی  
فرآیند کشف قیمت و  
تعمیق نقدشوندگی

بازگشایی کنترل شده بازار اصلی

✓ افزایش تدریجی مشارکت‌کنندگان

✓ حراج عمومی بدون دامنه نوسان

✓ کنترل ریسک و افشای تجمیعی

03

هدف: تثبیت تعادل و  
بازسازی اعتماد بازار

بازگشت کامل به معاملات عادی

✓ بازگشت دامنه نوسان

✓ دسترسی کامل همه سرمایه‌گذاران

✓ تلفیق با بازار عادی

بازار سرمایه این روزها بیش از هر زمان دیگری در معرض آزمونی جدی قرار گرفته است که تنها به نوسانات شاخص‌ها یا تحولات کوتاه‌مدت محدود نمی‌شود، بلکه کیفیت حکمرانی، کارایی ابزارها و میزان آمادگی ساختار بازار برای مواجهه با بحران‌ها را نیز محک می‌زند. در چنین شرایطی، عبور از فضای فعلی صرفاً با تصمیمات مقطعی ممکن نخواهد بود و نیازمند نگاهی عمیق‌تر به ریشه چالش‌ها و بازطراحی برخی سازوکارهای کلیدی بازار است. به همین منظور در این نسخه از «صبا تحلیل» تلاش کرده‌ایم تا با بهره‌گیری از دیدگاه صاحب‌نظران و فعالان حرفه‌ای بازار، مجموعه‌ای از ایده‌ها، نقدها و راهکارهای اجرایی را درخصوص مهم‌ترین مسائل ساختاری بازار سرمایه گردآوری کنیم. امید است این مجموعه بتواند زمینه‌ای برای گفت‌وگوی حرفه‌ای‌تر و تصمیم‌سازی موثرتر در مسیر آینده بازار سرمایه کشور فراهم کند.

بهرنگ اسدی

