



نخستین رسانه  
بازار سرمایه

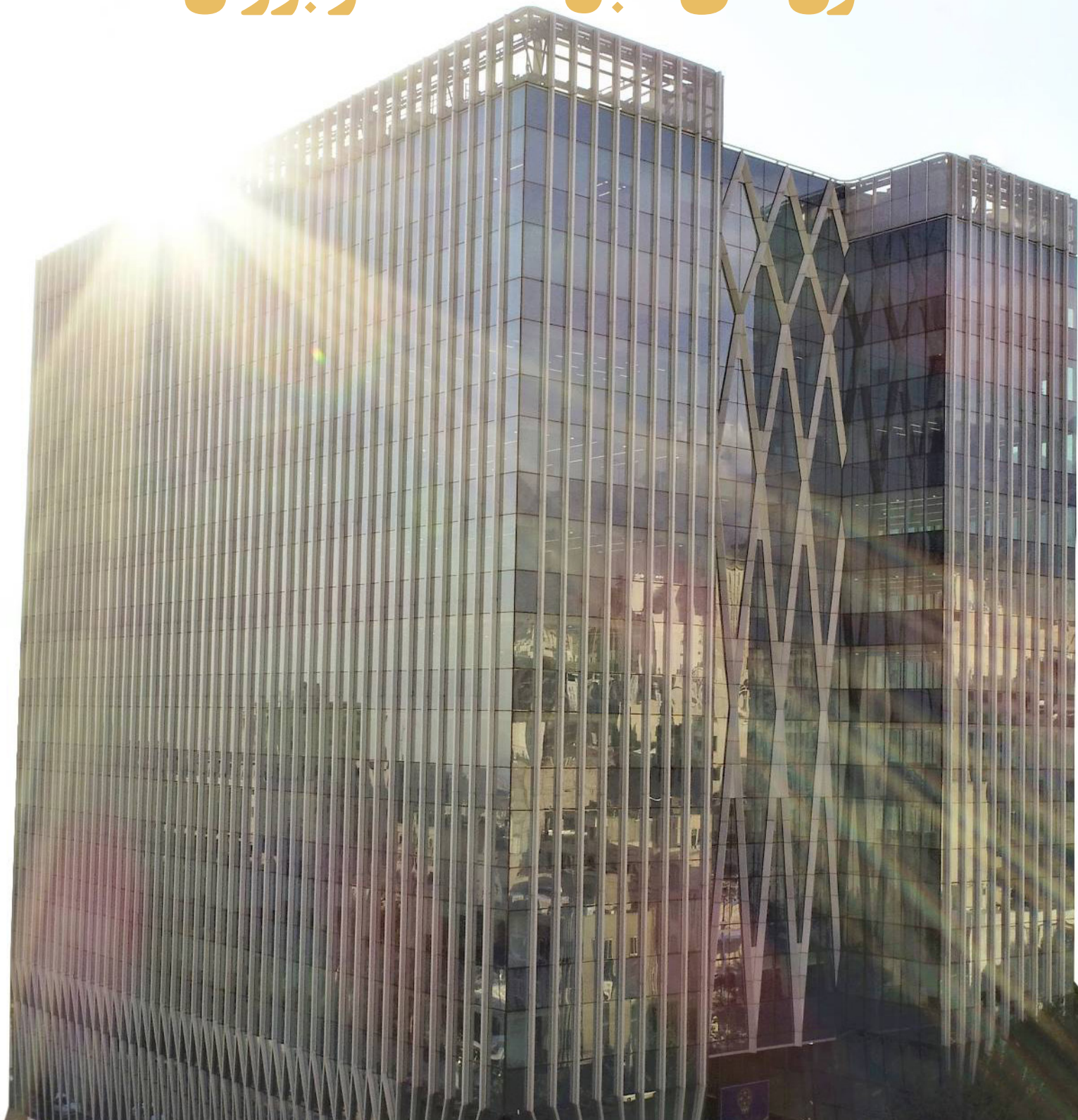
۲۲۷-۲۲۸

بورس  
ماهنامه

[بها ۳۰۰,۰۰۰ تومان]

خرداد و تیرماه ۱۴۰۳

# صندوق‌های قابل معامله در بورس‌ها





نخستین رسانه  
بازار سرمایه

# بورسین

## صاحب امتیاز

بورس اوراق بهادار تهران (شرکت سهامی عام)

## مدیرمسئول

محمود گودرزی

## سرمدبیر

علی نمکی

## اعضای تحریریه

مریم نبی پور، صبا مرادی نیا، حمید حیدری

## همکاران این شماره

حمید اسکندری، علی اسکینی، سارا چلوپان

## کمیته مشورتی

علی عباس کریمی، محمدمین قهرمانی، رضا کیانی

## گرافیک و صفحه آرایی

جواد نومیری

## گروه عکس

حسن کریمی، علی شورورزی

## تلفکس

۵۷۲-۵۷۴ داخلی (۰۲۱) ۲۶۷۴۰۷۱۸

## نشانی

تهران، سعادت آباد، بلوار شهرداری، نبش سیزدهم شرقی

ساختمان بورس تهران

## کدپستی

۱۹۹۸۸۹۶۵۵۱

## پایگاه اینترنتی ماهنامه

[www.tsemag.ir](http://www.tsemag.ir)

## چاپ

چاپ سنا (تولید: مجتمع چاپ کوفه)

## شمارگان

۱۰۰نسخه

نقل مطالب فقط با ذکر منبع و مأخذ مجاز است.  
آرا و عقاید طرح شده در مطالب ماهنامه، لزوماً دیدگاه  
شرکت بورس تهران نیست.

# فهرست

۴ | سرمقاله

انقلاب سرمایه‌گذاری با صندوق‌های قابل معامله: از سهام تا رمزارز

۷ | روی خط خبر  
رویدادهای خبری

۲۷ | رودررو  
روانشناسی مالی در بازار سرمایه

۳۱ | تحلیل صنعت  
بررسی و تحلیل صنعت پالایش

۴۱ | خلاصه عملکرد صندوق‌ها  
عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در خردادماه ۱۴۰۳  
عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تیرماه ۱۴۰۳

۵۳ | مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه  
سازوکار صدور، ابطال و بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله سهامی  
در بورس‌های اوراق بهادار

# سرمقاله

## انقلاب سرمایه‌گذاری با صندوق‌های قابل معامله: از سهام تا رمزارز



دکتر حمید اسکندری  
کارشناس مسئول واحد تحقیق و توسعه بورس تهران

صندوق‌های قابل معامله در بورس

(ETFs) به‌عنوان یکی از نوآوری‌های

برجسته در حوزه سرمایه‌گذاری، تحولی شگرف در صنعت مالی ایجاد نموده‌اند. این ابزار مالی که نخستین بار در سال ۱۹۹۰ میلادی در بورس تورنتو معرفی گردید، به‌سرعت به یکی از محبوب‌ترین و پرطرفدارترین ابزارهای سرمایه‌گذاری در سطح جهانی تبدیل شد. با ارائه دسترسی آسان به سبدی متنوع از دارایی‌ها، صندوق‌ها امکان سرمایه‌گذاری در طیف وسیعی از بازارها از جمله سهام، اوراق قرضه و کالا را برای سرمایه‌گذاران فراهم آوردند. این ویژگی منحصربه‌فرد، به همراه هزینه‌های مدیریت پایین‌تر نسبت به بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، سبب رشد چشمگیر تعداد و حجم دارایی تحت مدیریت این صندوق‌ها در سراسر جهان شده است. بررسی آمارها نشان می‌دهد که حدود یک دهه پس از راه‌اندازی این بازار، یعنی در سال ۲۰۰۳ میلادی، ۲۷۶ صندوق قابل معامله با حجم دارایی تحت مدیریت ۲۰۴ میلیارد دلار در بازارهای جهانی وجود داشت. این ارقام در کمتر از دو دهه بعد به طرز قابل توجهی افزایش یافت و در پایان سال ۲۰۲۳ به ترتیب به حدود ۱۲ هزار صندوق با دارایی تحت مدیریت بیش از ۶ تریلیون دلار رسید.

عوامل متعددی در رشد سریع و گسترده این نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مؤثر بوده است. از جمله این عوامل می‌توان به «افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران نسبت به مزایای این ابزار»، «توسعه زیرساخت‌های بازار»، «دسترسی آسان به طیف گسترده‌ای از دارایی‌ها»، «نقدشوندگی بالا»، «کاهش هزینه‌های معاملاتی»، «امکان سرمایه‌گذاری مجدد سود تقسیمی سهام به‌صورت خودکار»، «قابلیت خرید با سرمایه‌های اندک»، همچنین «تنوع روزافزون صندوق‌های قابل معامله» اشاره نمود. این مزایا نه تنها سرمایه‌گذاران خرد بلکه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و سرمایه‌گذاران حقوقی را نیز به سمت سرمایه‌گذاری در آنها سوق داده و بر محبوبیت روزافزونشان در بازارهای مالی افزوده است.

علاوه بر مزایای متعدد یادشده، «توسعه فناوری‌های نوینی همچون بلاکچین» نیز تحولاتی شگرف در این بازار ایجاد کرده است. با ظهور ارزهای دیجیتال بر بستر بلاکچین به‌ویژه بیت‌کوین، تقاضای سرمایه‌گذاران برای دسترسی به این بازار نوظهور به‌شدت افزایش یافته است. در پاسخ به این تقاضا، بورس‌های معتبر جهانی همچون بورس نیویورک، سوئیس، هنگ‌کنگ و فرانکفورت آلمان اقدام به راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله‌ای کرده‌اند که دارایی پایه آنها بیت‌کوین یا سایر رمزارزهای محبوب

است. این صندوق‌های قابل معامله رمزارزی با ارائه مزایایی همچون «حذف نیاز به کیف پول دیجیتال و مشکلات مرتبط با آن»، «سهولت در انجام معاملات»، «امکان استفاده از این صندوق‌ها به‌عنوان وثیقه برای دریافت اعتبار یا تسهیلات»، همچنین «نظارت دقیق نهادهای ناظر بر بازارهای سرمایه»، جذابیت ویژه‌ای برای سرمایه‌گذاران ایجاد کرده‌اند. در واقع، سرمایه‌گذاران با سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌توانند به‌طور غیرمستقیم در بازار رمزارزها حضور داشته باشند، بدون اینکه نیاز به دانش فنی عمیقی در این زمینه داشته باشند. به عبارتی، توسعه فناوری‌های بلاکچین و ظهور رمزارزها، مرزهای نوینی را در صنعت سرمایه‌گذاری گشوده است. پیش‌بینی می‌شود که با پیشرفت بیشتر این فناوری‌ها و افزایش پذیرش رمزارزها در سطح جهانی، بازار صندوق‌های قابل معامله رمزارزی نیز رشد چشمگیری داشته باشد.

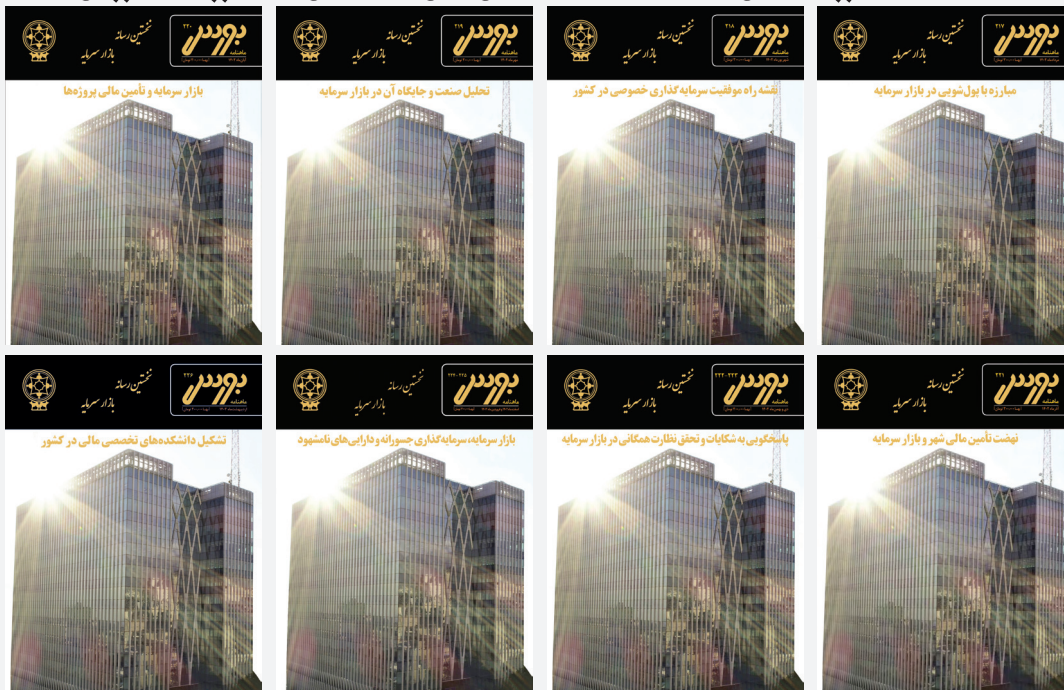
همچنین، توسعه محصولات جدید مبتنی بر بلاکچین مانند توکن‌های غیرقابل تعویض (NFTs) و سایر انواع توکن‌ها، می‌تواند منجر به ایجاد صندوق‌های قابل معامله نوینی شود که به سرمایه‌گذاران امکان دسترسی به طیف گسترده‌ای از دارایی‌های دیجیتال را فراهم آورد.

می‌توان گفت صندوق‌های قابل معامله در سطح جهان، با تکیه بر مزایای متعدد خود و با بهره‌گیری از فناوری‌های نوین، به یکی از مهم‌ترین ابزارهای سرمایه‌گذاری در عصر دیجیتال تبدیل شده‌اند. با توجه به اهمیت «تنوع‌بخشی به ابزارهای سرمایه‌گذاری» و «افزایش کارایی بازار سرمایه»، طراحی این ابزار در بازار سرمایه ایران نیز در دستور کار قرار گرفت و در سال ۱۳۹۲ اولین صندوق قابل معامله در بازار سرمایه ایران رونمایی شد. با آشنایی بیشتر سرمایه‌گذاران و ارائه صندوق‌های متنوع در بازار تلاش شد که سرمایه‌های بیشتری به سمت این صندوق‌ها سوق داده شود. در بازار سرمایه ایران در پایان سال ۱۳۹۲ تعداد ۵ صندوق قابل معامله وجود داشت که با رشدی پیوسته در سال جاری تعداد آنها به بیش از ۱۵۰ صندوق (سهامی، مختلط، درآمد ثابت) رسیده است. از علل اصلی این رشد سریع و گسترده در بازار سرمایه، می‌توان به ارائه طیف متنوعی از انواع صندوق‌های قابل معامله در بازار اشاره کرد. هم‌اکنون طیف وسیعی از صندوق‌های قابل معامله مانند صندوق‌های سهامی، شاخصی، اهرمی، بخشی، مختلط، با درآمد ثابت، پروژه، زمین و ساختمان، املاک و مستغلات، خصوصی، صندوق در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کالایی و صندوق در دسترس سرمایه‌گذاران قرار دارد. صندوق‌های قابل معامله در ایران با وجود توسعه مستمر و مزایای متعددی که دارند، با چالش‌های مختلفی روبرو هستند. این چالش‌ها، مسیر پیشرفت این ابزار جذاب را دشوار کرده و مانع از بهره‌برداری از پتانسیل کامل آنها شده است. از جمله مهم‌ترین چالش‌های پیش روی این صندوق‌ها می‌توان به «کاستی سازوکار بازارگردانی»، «آشنایی اندک آحاد جامعه با جزئیات مربوط به سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها»، «نبود تنوع کافی در برخی از بخش‌ها» و «مقررات پیچیده» اشاره کرد. این چالش‌ها، مانع از رشد بیشتر و بهره‌برداری کامل از پتانسیل‌های این ابزار مالی شده است. امید است با رفع موانع موجود، این صندوق‌ها به ابزاری کارآمد برای پاسخگویی به نیازهای متنوع سرمایه‌گذاران، از جمله سرمایه‌گذاران خرد، تبدیل شده و به رشد پایدار بازار سرمایه کمک کنند.

# بورس

ماهنامه

## نخستین رسانه بازار سرمایه ایران



www.tsemag.ir

### فرم اشتراک ماهنامه بورس

مبلغ:..... ریال طی فیش  
 شماره:.....  
 به تاریخ:..... در وجه شرکت بورس اوراق بهادار تهران واریز شد.  
 ■ اشتراک یک ساله (۱۲ شماره) با پست سفارشی: ۲,۷۰۰,۰۰۰ تومان  
 ■ اشتراک شش ماهه (۶ شماره) با پست سفارشی: ۱,۵۰۰,۰۰۰ تومان  
 لطفا مبلغ اشتراک را به حساب ۸۴۹۸۱۰۷۷۶۸۴۶۱ بانک سامان شعبه سی تیر به نام شرکت بورس اوراق بهادار تهران واریز کرده، سپس فرم پر شده و فیش بانکی را به شماره ۲۶۷۴۱۱۵۱-۰۲۱ فکس فرمایید یا اصل فیش بانکی را به آدرس تهران، سعادت آباد، بلوار شهرداری، نیش خیابان ۱۳ شرقی، پلاک ۳، کد پستی: ۱۹۹۸۸۹۶۵۵۱ ارسال فرمایید.  
 تلفن واحد اشتراک:  
 ۵۷۲-۴۰۲۱-۲۶۷۴۱۱۵۱  
 آدرس پست الکترونیک ماهنامه:

mahnamehbourse@gmail.com

نام و نام خانوادگی:.....  
 فعالیت شغلی:.....  
 نام شرکت:.....  
 میزان تحصیلات:.....  
 کد اشتراک (اگر قبلا مشترک بوده اید):.....  
 تعداد درخواست اشتراک:.....  
 نشانی:.....  
 کد پستی:.....  
 تلفن تماس:.....  
 شماره همراه:.....  
 پست الکترونیک:.....  
 فکس:.....

# روی خط خیر





## رئیس اداره دعاوی بازار و تشکل‌های خودانتظام سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد تأیید عدم مغایرت «دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد» با قوانین و مقررات از سوی دیوان عدالت اداری



**۴ خردادماه** رئیس اداره دعاوی بازار و تشکل‌های خودانتظام سازمان بورس و اوراق بهادار، «دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد» با قوانین و مقررات از سوی دیوان عدالت اداری را مغایر با قانون ندانست.

محسن تفرشی، در گفتگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، اظهار داشت: در پی شکایت مطرح شده در دیوان عدالت اداری به خواسته «ابطال برخی از مواد دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶/۰۵/۰۸ شورای عالی بورس و اوراق بهادار»، هیئت تخصصی مالیاتی بانکی آن دیوان، دستورالعمل موضوع شکایت را مغایر با قانون ندانسته و درخواست ابطال آن را رد کرد. وی افزود: شاکی در این پرونده مدعی بوده است؛ شورای عالی بورس و اوراق بهادار با تصویب «دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد»، خارج از صلاحیت قانونی خود به حوزه مقررات گذاری و تخلف‌انگاری نسبت به مؤسسات حسابرسی ورود کرده است. حال آنکه برخلاف این نظر، شمول این دستورالعمل صرفاً محدود به حسابرسانی است که پس از کسب امتیازات لازم، تحت عنوان حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، مجوز حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌ها را به دست آورده‌اند. این بخش از حسابرسان در عین حال که مشمول ضوابط عام حوزه حسابرسی و تحت نظارت سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی هستند، در چهار چوب مقررات بازار سرمایه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق

بهادار نیز قرار گرفته و البته ضمانت‌های اجرایی انضباطی تعیین شده در خصوص آنها در محدوده جواز صادره از سازمان بورس و اوراق بهادار است و نهایتاً به حذف آنها از فهرست مؤسسات حسابرسی معتمد می‌انجامد. تفرشی در ادامه اظهار داشت: هیئت تخصصی مالیاتی بانکی دیوان عدالت اداری پس از رسیدگی به موضوع، با این استدلال که تدوین دستورالعمل مذکور، به منظور نظارت بر امور حسابرسی شرکت‌های بورسی و حصول اطمینان از حسابرسی آن شرکت‌هاست و با اساسنامه‌های سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی و «قانون استفاده از خدمات تخصصی و فنی حسابداران ذی صلاح به عنوان حسابدار رسمی» تعارضی ندارد، مفاد دستورالعمل مزبور را منطبق با قانون تشخیص داده و رأی به رد شکایت صادر کرده است.

رئیس مرکز مشاوران حقوقی و تدوین مقررات بازار سرمایه تشریح کرد

## تأثیر قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها بر بازار سرمایه

**۶ خردادماه** رئیس مرکز مشاوران حقوقی و تدوین مقررات بازار سرمایه، اهم مفاد مربوط به بازار سرمایه در قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها را تشریح کرد. به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، زینب فلاح، بابیان این که در ماده (۱۴) قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، مشوق‌ها و معافیت‌های مالیاتی متعددی برای سرمایه‌گذاری عموم مردم در پروژه‌های تولیدی یا زیربنایی و طرح‌های تملک‌داری‌های سرمایه‌ای در نظر گرفته شده، گفت: طبق ماده (۱۴)، موارد زیر مشمول مالیات به نرخ صفر است؛ هر گونه نقل و انتقال داری به شرکت سهام پروژه، صندوق‌های تأمین مالی، زمین و ساختمان، املاک و مستغلات از اشخاص مؤسس آنها و بالعکس؛ مالیات نقل و انتقال سود حاصل

از نقل و انتقال داری شرکت مادر تخصصی به یا از شرکت‌های زیر مجموعه که برای انتقال به صندوق‌های سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد؛ مالیات نقل و انتقال بازرخ‌ید اوراق دولتی در توافقنامه‌های بازرخ‌ید (ریپو)؛ مالیات بر درآمد سود تقسیم نشده سال مالی قبل شرکت‌های بورسی و فرابورسی که به حساب سرمایه شرکت منتقل شده است. همچنین تملک واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیکوکاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار توسط هر یک از ارکان صندوق‌های یاد شده از پرداخت مالیات بر درآمد اتفاقی معاف شده است. وی تأکید کرد: ماده (۲۱) این قانون در راستای استفاده بیشتر از ابزارهای مالی مبتنی بر داری پایه مصوب شورای عالی بورس و اوراق



در سایر مواد این بخش از قانون از جمله ماده (۲۲) آن نیز به سازمان امور مالیاتی کشور، گمرک جمهوری اسلامی ایران و سازمان تأمین اجتماعی اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی و اوراق گام را بابت مطالبات مالیاتی داده است. ماده (۲۴) آن نیز اجازه انتشار اوراق گواهی صرفه جویی را به دستگاه‌های اجرایی داده است.

### الکترونیکی شدن فعالیت‌های شرکتی

وی در ادامه بیان کرد: با پیگیری سازمان بورس و اوراق بهادار و تعامل با مرکز پژوهش‌های مجلس و نمایندگان مجلس، ماده (۱۹) این قانون سازوکارها و فرآیندهای الکترونیک را برای بسیاری از موضوعات مربوط به بازار سرمایه و تأمین مالی از جمله ارسال گواهی نامه حق تقدم خرید سهام به سهامداران، انتشار اعلامیه‌های پذیر منویسی و دعوتنامه‌های مجمع عمومی و اطلاعیه‌های شرکت پذیر منویسی و تعهد خرید سهام شرکت برگزاری مجمع عمومی و اعمال حق رأی هم‌زمان با برگزاری مجمع حضوری، صدور گواهینامه موقت سهام، اوراق سهام و حق تقدم خرید سهام و ثبت نقل و انتقالات سهام و گواهینامه‌های حق تقدم خرید سهام شرکت در نظر گرفت. این در حالی است که پیش‌تر در بند «چ» ماده (۶۸) قانون برنامه پنج‌ساله ششم توسعه مقرر شده بود که پس از انقضای مدت قانون یادشده، با برخی اصلاحات، به قانون دائمی تبدیل شد.

### اصلاح یک ماده از قانون بازار اوراق بهادار

فلاح اضافه کرد: همچنین، با تلاش همکاران در اداره تنقیح مقررات، طرح‌ها و لوایح این مرکز و همراهی مرکز پژوهش‌های مجلس و نمایندگان مجلس، ماده (۲۰) این قانون به اصلاح مفاد از قانون بازار اوراق بهادار می‌پردازد. این ماده علاوه بر صدور، تعلیق و لغو مجوز «تأسیس»، صدور، تعلیق و لغو مجوز «فعالیت» نهادهای مالی و کانون‌ها را نیز از اختیارات سازمان بورس و اوراق بهادار قرار می‌دهد. همچنین، به پیشنهاد این مرکز، با اصلاح بند (۷) ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، علاوه بر نهادهای مالی و کانون‌ها، شرکت‌های سهامی عام ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار را موظف می‌کند اساسنامه‌های خود را مطابق با اساسنامه‌های نمونه مصوب این سازمان کنند.

بهادار موجود در بازار سرمایه، انتقال داری را از طریق آنها یا به آنها از جمله صندوق پروژه و گواهی صرفه جویی انرژی از شمول قانون مالیات بر ارزش افزوده استثنای کرده است. همچنین با الحاق یک بند و یک تبصره به ماده ۱۰ قانون مالیات بر ارزش افزوده، مشکلات مالیاتی، گواهی سپرده کالایی در بورس‌های کالایی برطرف خواهد شد.

### افزایش سرمایه شرکت‌ها

فلاح، با اشاره به ماده (۱۵) این قانون، گفت: بر اساس این ماده از قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یا فرابورس ایران که نسبت به افزایش سرمایه از طریق صرف سهام با سلب حق تقدم و عرضه عمومی اقدام می‌کنند، مشروط به تسلیم مستندات مربوط به افزایش سرمایه به مرجع ثبت شرکت‌ها تا حداکثر ۴ ماه بعد از پایان سال مالی و ارائه گواهی ثبت افزایش سرمایه به اداره امور مالیاتی مربوط حداکثر تا سه ماه پس از انقضای مهلت تسلیم اظهارنامه، به میزان افزایش سرمایه ثبت شده از سود سال مالی قبل آنها مشمول مالیات بانرخ صفر دانسته است. پیش‌تر مشابه این حکم، در ماده (۲) «قانون افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یا فرابورس ایران از طریق صرف سهام با سلب حق تقدم» مصوب ۱۳۹۹ مقرر شده بود که تا پایان مدت اعتبار اجرای قانون برنامه ششم توسعه، قابلیت اجرا دارد، اما در این قانون، با اندک اصلاحاتی، به قانون دائمی تبدیل شد. وی همچنین اظهار داشت: تسریع و تسهیل در افزایش سرمایه شرکت‌ها موضوعی است که با پیشنهاد و پیگیری سازمان در ماده (۱۷) این قانون منعکس شد که به موجب آن، اعلامیه پذیر منویسی عمومی آنها پس از اخذ تأیید از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار قابل انتشار بوده و سازمان خود اطلاعات مربوط به افزایش سرمایه را به صورت الکترونیکی در اختیار مرجع ثبت شرکت‌ها قرار می‌دهد. علاوه بر این، با پیگیری این سازمان و همکاری و همراهی نمایندگان مجلس، مطابق ماده (۱۸) این قانون، و به موجب پیشنهادی که از سوی سازمان ارائه شد، به منظور تسهیل در افزایش سرمایه شرکت‌ها و تأمین مالی آنها از این طریق، مهلت اعمال حق تقدم شرکت‌های سهامی عام ثبت شده نزد سازمان ۳۰ روز در نظر گرفته شد که تا ۱۵ روز دیگر قابل تمدید است. مهلت پذیر منویسی حق تقدم استفاده نشده نیز از ۳۰ به ۱۵ روز کاهش یافت که تا یک هفته قابل تمدید است.

### اجازه انتشار اوراق بهادار به شرکت‌ها و دستگاه‌ها

وی افزود: به موجب ماده (۱۶) این قانون، شرکت‌های متقاضی انتشار اوراق صکوک می‌توانند نرخ سود اسمی یا سود دورهای اوراق بدهی غیردولتی را در چهار چوب دستورالعملی که به منظور ایجاد تناسب نرخ سود با صرف مخاطره و براساس رتبه اعتباری شرکت و نوع اوراق بدهی به تصویب شورای ملی تأمین مالی می‌رسد، با رعایت مصوبات شورای عالی بورس و اوراق بهادار، تعیین کنند.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسه مدیران عامل هلدینگ‌های بزرگ بازار سرمایه اعلام کرد

## همراهی دولت با سازمان بورس و اوراق بهادار برای رفع چالش‌های حاکم بر بازار سهام



### پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار به بانک مرکزی

عشقی، بررسی چالش‌های بازار سرمایه از جمله نرخ سود را هدف اصلی تشکیل جلسه با مدیران عامل هلدینگ‌های بزرگ بازار سرمایه عنوان کرد و ادامه داد: در چند وقت گذشته سازمان بورس و اوراق بهادار تأکید زیادی را به بانک مرکزی برای انجام برخی اقدامات داشت که در این راستا نیز پیشنهادات مختلفی ارائه شده است. عشقی به نظارت بر نرخ سود سپرده‌های بانکی تأکید کرد و اظهار داشت: هفته گذشته رئیس بانک مرکزی جلسه‌ای را با بانک‌ها برگزار کرد اما باین وجود شاهد عدم وجود نظارت جدی بر بانک‌ها و ارائه سود سپرده با نرخ ۲۹ درصد هستیم. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد که عصر روز گذشته مجدداً جلسه‌ای در نهاد ریاست جمهوری به منظور بررسی نرخ سود سپرده و دستورالعمل پالایشگاه‌ها برگزار شد. وی با تأکید بر بالا بودن نرخ بهره گفت: نرخ بهره بانکی مؤثر به رقمی حدود ۳۲ درصد رسیده که باعث افزایش در نرخ تأمین مالی بنگاه‌ها هم از بازار پول و هم از بازار سرمایه شده است.

### برنامه‌ریزی برای بهبود وضعیت بازار سرمایه

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار به اجرای برخی از برنامه‌ریزی‌ها در حوزه بازار سهام اشاره کرد و گفت: باید در این زمینه هماهنگی‌های لازم انجام شود تا در صورت اصلاح نرخ بهره و دستورالعمل خوراک پالایشگاه‌ها زمینه خروج بازار از شرایط فعلی فراهم شود.

**۷ خردادماه** مجید عشقی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به همراهی دولت با سازمان بورس و اوراق بهادار برای رفع چالش‌های حاکم بر بازار سرمایه اعلام کرد: افزایش نرخ بهره به ۴۰ درصد، دریافت نرخ ارز نیمایی از شرکت‌ها و صدور برخی از دستورالعمل‌ها در حوزه‌هایی مانند پالایشگاه‌ها از جمله مسائلی است که در جلسه با دولت مورد بحث قرار گرفت.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، مجید عشقی، در جلسه خود با مدیران عامل شرکت‌ها و هلدینگ‌های بزرگ بازار سرمایه که در محل سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار شد، با اشاره به نرخ‌های بهره و سود سپرده گفت: طی ۵ روز گذشته جلساتی به صورت دائم برگزار و معضلات حاکم بر بازار به مسئولان مربوطه منتقل شد.

وی با بیان این که قبل از حادثه بالگرد رئیس جمهور، جلسه‌ای را در ستاد اقتصادی با حضور رئیس جمهور شهید و تیم اقتصادی برگزار و هشدارهای لازم نسبت به وضعیت فعلی بازار داده شد، تأکید کرد: در ادامه این جلسه، موضوعات مهم به صورت مکتوب ارائه و اعلام شد که با توجه به سال پایانی دولت سیزدهم، باید برخی از برنامه‌ها به مرحله اجرا برسند.

عشقی با اعتقاد بر این که بازار از پتانسیل لازم برای رشد برخوردار است اما این امر نیازمند اتخاذ برخی از تصمیمات اساسی خواهد بود، ادامه داد: اتفاقات رخ داده در چند روز اخیر باعث شد تا دولت در صدد اجرای برنامه‌های مدنظر خود به صورت فشرده و در برهه زمانی ۴۰ روزه باشد.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اعلام این که صبح روز گذشته جلسه‌ای در نهاد ریاست جمهوری برگزار شد و نکات مدنظر و تأثیرگذار بر بازار به صورت کامل مطرح شد، گفت: افزایش نرخ بهره به ۴۰ درصد، دریافت نرخ ارز نیمایی از شرکت‌ها و صدور برخی از دستورالعمل‌ها در حوزه‌هایی مانند پالایشگاه‌ها از جمله مسائلی است که در جلسه دیروز مورد بحث قرار گرفت.

وی اظهار داشت: در این جلسه، پیشنهاد خود را برای اتخاذ تصمیم فوری در این حوزه‌ها مطرح کردیم که امید می‌رود طی امروز یا فردا شاهد اقدامات لازم در خصوص این مسائل باشیم.

بند ۶ تبصره ۶ مشمول اصل ۷۵ قانون اساسی دارای بار مالی برای دولت است که در این زمینه از دولت درخواست کردیم تا در نامه‌ای به شورای نگهبان موافقت خود را با این بند اعلام کنند.

### نبود هماهنگی، چالش این روزهای بازار سرمایه

عشقی در ادامه ناهماهنگی در مسائل مختلف را به‌عنوان یکی از چالش‌های موجود در وضعیت فعلی بازار سرمایه برشمرد و گفت: اکنون نیازمند برخی از اقدامات فوری برای رفع معضلات موجود هستیم اما به دلیل وجود مشکلات انباشته، امکان رفع این مسائل در برهه زمانی کوتاه وجود ندارد.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار فضای فعلی را چالشی خواند و ادامه داد: امیدواریم از طریق پیگیری‌های انجام شده، بانک مرکزی را متقاعد به تجدیدنظر در زمینه سیاست‌های انقباضی کنیم.

وی اعلام کرد: اکنون به دلیل نگرانی از آینده، نقدینگی چندانی وارد این بازار نمی‌شود اما در صورت اتخاذ برخی تصمیمات و نیز اصلاح دستورالعمل‌ها به‌مرور شاهد هدایت نقدینگی به سمت بازار سرمایه خواهیم بود.

عشقی در ادامه به اجماع صورت گرفته در بحث جلوگیری از افزایش نرخ‌ها اشاره و عنوان کرد: عدم توانایی دولت در فروش اوراق و تحمیل هزینه‌های سنگین به تولید، چنین تصویری را ایجاد کرد که افزایش نرخ‌ها ضربه شدیدی را به تولید کشور وارد می‌کند. به گفته رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، امیدواریم از طریق اتخاذ برخی تصمیمات و نیز انجام اقدامات لازم، زمینه کاهش التهابات موجود در نرخ سود فراهم شود.

وی در ادامه به بررسی موضوع مربوط به بند «س تبصره ۶ قانون بودجه» در شورای نگهبان اشاره کرد و اظهار داشت: هم‌اکنون به‌صورت مداوم در حال پیگیری این اتفاق هستیم، بخش دوم

رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح کرد

## ظرفیت‌های قانون تأمین مالی تولید در بازار سرمایه



به این که همواره یکی از دغدغه‌های متقاضیان تأمین مالی از مسیر اوراق بدهی، تأمین ضمانت اوراق بوده، افزود: در این قانون، تأسیس صندوق‌های تضمین دولتی و خصوصی به‌منظور توسعه دامنه وثایق و تضامین مهیا شده است.

وی در پایان خاطر نشان کرد: یکی دیگر از اقدامات مهم در راستای کاهش هزینه‌های تأمین مالی انتشار اوراق بدهی بر اساس مفاد مندرج در تبصره ۴ ماده ۱۴ قانون مذکور، امکان انتشار اوراق بدهی در عرضه‌های خصوصی با سازوکار کوتاه‌تر و هزینه کمتر است.

### ۱۳ خردادماه رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی

سازمان بورس و اوراق بهادار، ظرفیت‌های قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها برای بازار اوراق بهادار بدهی را تشریح کرد.

مرتضی چشان، در گفتگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، بایان این که فصلی از قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها به موضوع تسهیل تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و از مسیر انتشار اوراق بدهی اختصاص یافته، اظهار کرد: یکی از موضوعاتی که سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای کاهش هزینه‌های تأمین مالی تولید از طریق انتشار اوراق بدهی مجدانه پیگیری آن بود، در نظر گرفتن مشوق‌های مالیاتی برای تأمین مالی تولید است.

چشان بایان این که این مهم در تبصره ۲ ماده ۱۴ این قانون قرار گرفته، ادامه داد: بر اساس این بند، هزینه‌های مالی که توسط شرکت‌های مادر تخصصی (هلدینگ) به‌صورت مستقیم یا از طریق شرکت تابعه مالک طرح (پروژه) بابت انتشار اوراق و کارمزد تخصصی یا پرداختی به شرکت‌های متعهد پذیرهنویسی و بازار گردانی اوراق و کارمزد سایر ارکان انتشار اوراق پرداخت می‌شود، به‌عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شود. رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی همچنین با اشاره

در نشست گروهی مدیران صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار با خبرنگاران مطرح شد

## بحث تضمین سود در هیچ صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابتی وجود ندارد



**۲۱ خردادماه** در جلسه روز دوشنبه ۲۱ خردادماه مدیران صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار با خبرنگاران، عملکرد مرکز نظارت بر صندوق های سرمایه گذاری این سازمان تشریح شد.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، سیلوش پرویزی نژاد، رئیس اداره امور صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسه گروهی با اصحاب رسانه درباره عملکرد مرکز نظارت بر صندوق های سرمایه گذاری، اظهار داشت: صندوق های سرمایه گذاری که از سال ۱۳۸۶ مجوز فعالیت دریافت کردند که دستورالعمل مدونی نداشتند و فعالیت ها بر اساس اساسنامه و امیدنامه و مصوبات هیئت مدیره انجام می گرفت، لذا همیشه این سؤال پیش می آمد که بر چه مبنایی مجوز ها صادر و معیارها و شاخص های مورد نظر چیست؟

### دستورالعمل تأسیس صندوق های سرمایه گذاری

وی افزود: به دنبال این موضوع، در سال ۱۴۰۱، برای نخستین بار دستورالعمل تأسیس صندوق های سرمایه گذاری ارائه و در اختیار نهادهای مالی قرار داده شد.

پرویزی نژاد عنوان کرد: در سال ۱۴۰۱، اساسنامه و آیین نامه صندوق های سرمایه گذاری مختلط با تضمین اصل مبلغ سرمایه گذاری ابلاغ شد و هم اکنون ۵ صندوق تضمین اصل سرمایه در بازار فعالیت دارند.

وی با اشاره به دلایل تأسیس صندوق تضمین اصل سرمایه در سال ۱۴۰۱ اظهار داشت: با توجه به شرایط موجود در بازار سرمایه، صندوقی باهدف تضمین اصل سرمایه برای سرمایه گذاران تأسیس شد. بر این اساس، برخی از صندوق های سرمایه گذاری تضمین اصل سرمایه با داشتن یک رکن ضامن، اصل سرمایه گذاران را تضمین می کند. در برخی دیگر از صندوق ها اما عده ای از سرمایه گذاران که دارندگان واحدهای ممتاز هستند در ازای کار مزد، واحدهای عادی را تضمین می کنند.

بخشی در بازار سرمایه فعالیت دارند.

پرویزی نژاد با بیان این که در سال ۱۴۰۱، در مجموع مجوز فعالیت ۶۱ صندوق صادر شد، گفت: یکی از اقدامات مرکز نظارت بر صندوق های سرمایه گذاری در سال ۱۴۰۲، ارائه ساختار کلی صندوق سرمایه گذاری تکمیلی بود. بر این اساس، دو اساسنامه و امیدنامه برای صندوق بازنشستگی تکمیلی از جمله ترکیب دارایی با سهام و همچنین ترکیب دارایی صندوق در صندوق سهامی تدوین شد.

رئیس اداره امور صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار افزود: در سال گذشته، دستورالعمل تأسیس صندوق های سرمایه گذاری تکمیل و دستورالعمل تأسیس و فعالیت صندوق سرمایه گذاری در اختیار متقاضیان قرار گرفت.

وی با بیان این که در سال گذشته اساسنامه و امیدنامه صندوق های بخشی اصلاح شد، افزود: بر این اساس هر کدام از صندوق های سرمایه گذاری بخشی می توانند در چندین صنعت سرمایه گذاری کنند و به ازای هر صنعت یک پذیرهنویسی و یک کد معاملاتی جداگانه دریافت و سرمایه گذاران به صورت جداگانه اقدام به خرید و فروش واحدهای صندوق ها کنند. علاوه بر این، یک صندوق می تواند تا ۸ صنعت را پوشش می دهد.

### مجوز فعالیت ۶۹ صندوق سرمایه گذاری در سال ۱۴۰۲

رئیس اداره امور صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس در ادامه عنوان کرد: در سال ۱۴۰۲، مجوز فعالیت ۶۹ صندوق سرمایه گذاری

### مجوز فعالیت ۶۱ صندوق در سال ۱۴۰۱

وی اضافه کرد: در سال ۱۴۰۱، اساسنامه و امیدنامه صندوق های بخشی تدوین، تصحیح و ابلاغ شد و در حال حاضر حدود ۱۵ صندوق

## عدم امکان تضمین سود برای صندوق های در اوراق بهادار با درآمد ثابت

در ادامه ابوالفضل کار گزار، رئیس اداره بازرسی صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در خصوص وضعیت صندوق های اوراق بهادار با درآمد ثابت گفت: طی چند روز اخیر مذاکراتی در خصوص نحوه تبلیغات صندوق های در اوراق بهادار با درآمد ثابت صورت گرفت. در مهر ۱۳۹۶ سازمان بورس و اوراق بهادار با ابلاغ نامه ای به صندوق ها تأکید کرد که هیچ صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابتی امکان تضمین سود را ندارد.

## تفاوت تعریف ضامن نقد شوندگی با جبران خسارت

کار گزار تصریح کرد: طی سال های گذشته، ابلاغیه های مختلف از سوی برخی نهادها به هر دلیلی منجر به تغییر نرخ بهره شد به طوری که نوسانات زیادی را در حوزه اوراق بهادار با درآمد ثابت این صندوق ها رقم زد. درست است که صندوق ها ضامن نقد شوندگی دارند اما تعریف ضامن نقد شوندگی با جبران خسارت بسیار متفاوت است و یکسری سوء تبلیغاتی اتفاق افتاده است.

رئیس اداره بازرسی صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار در ادامه بیان کرد: هم اکنون در سبد صندوق های در اوراق بهادار با درآمد ثابت حدود ۱۲ درصد سهام وجود دارد که همین موضوع باعث ایجاد نوسان می شود. صندوق های ضامن نقد شوندگی دارند، اما جبران خسارت در این صندوق های وجود ندارد.

## الزام صندوق های در اوراق بهادار با درآمد ثابت

کار گزار در ادامه افزود: تسهیلاتی برای صندوق های اوراق بهادار با درآمد ثابت لحاظ شده به طوری که صندوق های بهادار با درآمد ثابت ملزم هستند حداکثر ۴۰ درصد از دارایی خود را در سپرده های بانکی قرار داده و از طرفی حداقل ۲۵ درصد از دارایی های خود را به خرید اوراقی که توسط دولت منتشر می شود، اختصاص دهند. از این رو، فرصت ۶ ماهه ای داده شده که بتوانند تا ۱۰ درصد در حوزه سپرده بانکی امکان سپرده گذاری بیشتری داشته و همچنین نصاب سرمایه گذاری در اوراق منتشره توسط دولت به حداقل ۲۰ درصد کاهش یافت تا صندوق ها بتوانند با اقدامات سریع تر، با شرایط خود را وفق دهند. مهلت اتمام فرصت مزبور انتهای مرداد سال جاری بوده که در صورتی صندوق ها در مدت تعیین شده اقدامات ذکر شده را انجام ندهند، با آن ها برخورد خواهد شد.

صادر و در اختیار نهادهای مالی قرار گرفت و تعداد صندوق های سهامی در اختیار نهادهای مالی از صندوق های با درآمد ثابت پیشی گرفت.

## تدوین مقررات صندوق های بدهی خصوصی و پوششی

وی گفت: در سال جاری مرکز نظارت بر صندوق های سرمایه گذاری اقدام به تدوین مقررات صندوق های بدهی خصوصی و صندوق های سرمایه گذاری پوششی کرده تا مقررات این دو صندوق نیز ابلاغ شود. همچنین در سال جاری قرار است دستورالعمل تأسیس فعالیت صندوق های زمین و ساختمان اصلاح شود چرا که این دستورالعمل بسیار قدیمی است و یکسری تسهیلات در اساسنامه آن در نظر گرفته شده تا موجب توسعه کمی و کیفی این صندوق ها شود.

رئیس اداره امور صندوق های سرمایه گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار خاطر نشان کرد: دستورالعمل تأسیس فعالیت صندوق املاک و مستغلات اما همچنان نهایی نشده و در حال پیگیری است و بعد از نهایی شدن دستورالعمل به صورت شفاف و مشخص در اختیار متقاضیان و نهادهای مالی قرار می گیرد.

## مجوز سه صندوق املاک و مستغلات

پرویزی نژاد در بخش دیگری از صحبت هایش از صدور مجوز برای ۳ صندوق املاک و مستغلات خبر داد و اظهار کرد: این مجوزها به صندوق هایی ارائه می شود که برای واحدهای هلدینگ ارزش افزوده ایجاد کند.

وی، رقابت این صندوق ها با صندوق های با درآمد ثابت را از جمله چالش های این صندوق ها برشمرد و افزود: بازدهی این صندوق ها بین ۲۵ تا ۳۵ درصد همراه با تضمین است از این رو، به دنبال مکانیسمی هستیم تا نرخ بهره دچار چالش نشود و دست مدیران صندوق را باز بگذارد تا رقابت این صندوق ها با صندوق های درآمد ثابت کاهش پیدا کند.

وی در ادامه بیان کرد: چالش دیگر در صندوق های جسورانه و خصوصی به مدیریت این صندوق ها باز می گردد. منابع مورد نیاز این صندوق ها هر سال افزایش پیدا می کند و مدیریت این صندوق ها پیچیده است. همچنین یکی دیگر از چالش ها در این صندوق ها زمان بر بودن خروج سرمایه گذاران از این صندوق ها است. در این حوزه برای بهبود فرآیند موجود نامه ای به فرابورس و نهادهای مالی ارسال شده تا پیشنهادهای خود را برای اصلاحات این صندوق ها ارائه شود.

مدیرعامل بورس تهران مطرح کرد

## تشکیل صندوق تأمین مالی سرمایه در گردش در انتظار اخذ مجوز



**۲۲ خردادماه** مدیرعامل بورس تهران از ارائه پیشنهاد تشکیل صندوق تأمین مالی سرمایه در گردش خبر داد و اظهار داشت: تشکیل این صندوق در انتظار اخذ مجوزهای لازم است. به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، محمود گودرزی در شانزدهمین جلسه هیئت نمایندگان اتاق بازرگانی تهران، اظهار کرد: در حال حاضر تسهیلات بانکی حدود ۷۵۰۰ همت است، اما سهم اوراق بدهی، یعنی ابزاری که در بازار سرمایه برای تأمین مالی استفاده می‌شود، کمتر از ۱۰۰۰ همت است.

وی با بیان این که یکی از پنجره‌های تأمین مالی در اقتصاد ایران، بازار سرمایه است که به یمن سیاست‌گذاری‌های غلط وضعیت خوبی ندارد، گفت: بنابراین نقش بازار سرمایه در تأمین مالی ۱۰ تا ۱۱ درصد است. گودرزی با اشاره به هدف گذاری نرخ رشد اقتصادی هشت درصدی، تصریح کرد: اما رسیدن به این رشد اقتصادی با وضعیت فعلی سیستم بانکی و بازار سرمایه امکان‌پذیر نیست.

وی با اشاره به جریان پول سنگینی که به سمت رمزارزها سرازیر شده و همچنین قانون تولید و زیرساخت، تصریح کرد: در سال ۱۴۰۱ در جریان تشویق بنگاه‌های اقتصادی در شهرهای مختلف برای ورود به بورس، مشخص شد یکی از مشکلات اصلی این واحدها سرمایه در گردش است و با ۱۰۰ تا ۲۰۰ میلیارد تومان هم مشکل واحدهای کوچک و متوسط حل می‌شد. اما ساختار بازار سرمایه با رویه انتشار اوراق اجرایی با این مبالغ همخوانی ندارد و کار دشواری است. بنابراین بورس تهران پیشنهاد تشکیل صندوق تأمین مالی سرمایه در گردش را ارائه کرد که در وزارت امور داری و اقتصاد و سازمان بورس و اوراق بهادار مورد استقبال قرار گرفت. در حال حاضر در حال اخذ مجوز برای شروع به کار این صندوق هستیم. گودرزی، در ادامه با بیان این که در شرایط موجود یکی از مکانیزم‌های دیگر که می‌تواند به تأمین مالی کمک کند، استفاده از ظرفیت بازار رمز ارز است، گفت: برخی بورس‌های دنیا هم در حال استفاده از این ظرفیت هستند و در بورس تهران هم مدلی پیشنهاد کردیم. چراکه برخی از پلتفرم‌ها بیش از پنج میلیارد دلار در کیف پول‌های دیجیتال دارند و ترنورهای عجیبی در آن‌ها در جریان است. این وضعیت هم طبیعی است، چراکه مردم دغدغه دارند ارزش پول خود را حفظ کنند.

وی با بیان اینکه اقتصاد ایران می‌تواند از این ظرفیت برای تأمین مالی استفاده کند، تصریح کرد: پیشنهاد ما این است که صندوقی به نام صندوق تأمین مالی رمز ارز تأسیس شود که بتوانیم پروژه‌های متوسط را از این طریق تأمین مالی کنیم. بر این اساس روز گذشته جلسه‌ای در

ایدرو برگزار شد که برای پروژه دانش‌بنیان ۱۰ میلیون دلاری بتوانیم از این صندوق استفاده کنیم.

مدیر عامل بورس تهران تصریح کرد: هفته گذشته اقدامات لازم برای ورود یکی از پلتفرم‌های مجازی در حوزه حمل‌ونقل هوایی انجام شد اما از سال ۱۴۰۰ یک دغدغه بزرگ داشتیم که شرکت‌های دانش‌بنیان و اقتصاد دیجیتال وارد بورس شوند و اکنون فرصت خوبی است که اتاق بازرگانی این مطالبه را از کاندیدهای ریاست جمهوری هم داشته باشد چراکه ورود این پلتفرم‌ها به بازار سرمایه حداقل برای جوانان تحصیل کرده که در حال مهاجرت از کشور هستند، انگیزه قابل توجهی ایجاد می‌کند.

### امضای تفاهم‌نامه همکاری بین بورس تهران و اتاق بازرگانی تهران

همچنین مدیرعامل بورس تهران با اشاره به امضای تفاهم‌نامه همکاری بین بورس تهران و اتاق بازرگانی تهران گفت: در این تفاهم‌نامه موارد متعددی در زمینه‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی عام پروژه، برگزاری نشست‌های مشترک بین اتاق‌های کشورهای منطقه و بورس‌های منطقه، تسهیل و ایجاد مسیر سبز پذیرش و عرضه سهام شرکت‌های معرفی شده از سوی اتاق تهران و تسهیل صدور مجوز صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE) با هماهنگی اتاق تهران دیده شده است.

وی با اشاره به حضور پررنگ اتاق تهران در دو رویداد هم‌زمان در کیش اینوکس طی آبان سال جاری، افزود: تلاش ما در بورس تهران این است که بازار سرمایه ایران تعاملات بین‌المللی بیشتر داشته باشد و در همین رابطه تلاش می‌کنیم نشست هیئت مدیره فدراسیون بورس‌های اروپا آسیایی (FEAS) را هم‌زمان با برپایی رویداد نمایشگاه بین‌المللی بورس، بانک و بیمه در جزیره کیش طی آبان ماه امسال برگزار کنیم.



رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح کرد

## ۳ هدف مهم سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۴۰۳



**۲۴ خردادماه** حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، افزایش اثربخشی و کارایی حوزه نظارتی و تسهیلگری برای تأمین مالی و تشکیل سرمایه از اهداف مهم و اصلی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۴۰۳ می‌باشد.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، مجید عشقی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در نشست هم‌اندیشی معاونان هماهنگی امور اقتصادی استانداری‌های سراسر کشور با بیان اینکه تاکنون در ۵ تا ۶ استان کشور همایش تأمین مالی برگزار شده، گفت: این روند در استان‌های دیگر نیز به‌صورت مداوم پیگیری و اجرا خواهد شد.

ایشان تشکیل سرمایه، افزایش سهام شناور بنگاه‌های اقتصادی، عرضه‌های اولیه در حوزه بخش خصوصی و شرکت‌های دانش‌بنیان، تأمین منابع مالی از طریق انتشار صکوک و افزایش سرمایه‌ها و بحث تأمین مالی جمعی و شرکت‌های سهامی عام پروژه را به‌عنوان فرصت‌های مناسب بازار سرمایه ذکر کرد.

### ترویج سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، ترویج سرمایه‌گذاری غیرمستقیم را هدف مهم دیگر این سازمان برشمرد و تأکید کرد: مردم نباید به‌صورت مستقیم اقدام به خرید سهم کنند. زمانی که سهامداران از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری وارد بازار شوند رفتارهای هیجانی در این بازار نیز به‌شدت کنترل می‌شود.

### تأسیس ۳۰۰ نهاد مالی جدید

وی درباره اقدامات انجام‌شده در دو سال گذشته نیز تصریح کرد: باهدف کنترل هیجانات در بازار، نزدیک به ۳۰۰ نهاد مالی جدید تأسیس شده که واسطه بین مردم و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند.

ایشان تنوع و توسعه ابزارها را اقدام دیگر سازمان بورس و اوراق بهادار برشمرد و خاطر نشان کرد: تلاش ما در سازمان بورس و اوراق بهادار این است که برای هر سلیقه‌ای ابزار موردنیاز وجود داشته باشد.

### اصلاح سیاست‌گذاری‌ها

عشقی با بیان اینکه در سال ۱۴۰۲، نزدیک به ۹۰۰ همت تأمین مالی و ۵۰۰ همت افزایش سرمایه از طریق بازار سرمایه اتفاق افتاد، افزود:

### گفتمان سازی و آشنایی بنگاه‌ها با بازار سرمایه

ایشان گفتمان سازی و آشنایی بنگاه‌های اقتصادی استان‌ها با فضای بازار سرمایه را هدف برگزاری این همایش‌ها ذکر کرد و افزود: با برگزاری این همایش‌ها، شاهد پذیرش‌های جدید در بورس تهران و فرابورس ایران بودیم به طوری که نزدیک به ۱۵ تا ۲۰ پذیرش جدید در بورس و فرابورس اتفاق افتاد و همچنین تأمین مالی از طریق اوراق بوده که برخی عملیاتی شده و برخی نیز در حال انجام است.

### تأمین مالی بنگاه‌های بخش خصوصی و سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار از همه استان‌ها خواست تا برگزاری این همایش‌ها را در راستای تأمین مالی بنگاه‌های بخش خصوصی و سرمایه‌گذاری‌های زیرساختی جدی بگیرند.

### حمایت از حقوق سهامداران

عشقی در ادامه با اشاره به سه هدف اصلی سازمان بورس و اوراق بهادار اظهار داشت: حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، افزایش اثربخشی و کارایی حوزه نظارتی (نظارت بر بازار، نهاد‌های مالی و ناشران) و تسهیلگری برای تأمین مالی و تشکیل سرمایه از جمله اهداف سازمان در سال جاری است.

وی عنوان کرد: تشکیل سرمایه در بازار سرمایه طی سال‌های گذشته روند قابل توجهی نداشته به همین دلیل بحث تأمین مالی و تشکیل سرمایه از اهداف مهم این سازمان است.



برای سال ۱۴۰۳ رقم ۱۶۰۰ همت برای تأمین مالی برآورد شده که با رشد ۸۰ تا ۹۰ درصدی نسبت به سال گذشته روبرو خواهد شد، ایشان تحقق اهداف مورد نظر را در گرو اصلاح سیاست‌گذاری‌ها دانست.

### نرخ بهره بالا، چالش بازار سرمایه

وی مشکل عمده اقتصاد و به‌ویژه بازار سرمایه را نرخ بهره بالا عنوان کرد و افزود: نرخ بهره بالا باعث شده سرمایه‌گذاری در کشور توجیه‌پذیر نباشد. بی‌اعتمادی مردم نسبت به بازار به دلیل نوع تصمیم‌گیری‌ها و همچنین فشار بر بنگاه‌های اقتصادی از دیگر مشکلات این روزهای بازار سرمایه است.

### سکوهای تأمین مالی جمعی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در ادامه صحبت‌های خود به برنامه‌های آینده این سازمان اشاره کرد و گفت: در سال جاری برآورد شده تعداد ۱۰ شرکت سهامی عام پروژه پذیره‌نویسی شود. همچنین سکوهای تأمین مالی جمعی طی سه سال گذشته رشد چند برابری داشته که امید می‌رود این رشد ادامه داشته باشد. تأمین مالی جمعی برای پروژه‌های کوچک است که میزان آن طی هفته جاری به رقم ۵۰ میلیارد تومان رسیده است. وی همچنین از آمادگی سازمان بورس و اوراق بهادار برای برگزاری جلسات همایش تأمین مالی به تفکیک در استان‌ها خبر داد و گفت: این سازمان آمادگی لازم برای برگزاری کارگاه‌های آموزشی برای بنگاه‌های اقتصادی بخش خصوصی و دستگاه‌های دولتی را دارد.

### موضوع پیچیده سهام عدالت

عشقی در ادامه به موضوع سهام عدالت اشاره کرد و گفت: سهام عدالت یک موضوع پیچیده در فضای اقتصادی کشور است، به‌طوری‌که در حال حاضر اندازه سهام عدالت ۱۰ درصد بازار سرمایه است و نزدیک به حدود ۸۰۰ همت فقط دارایی‌های بورسی سهام عدالت است که بین ۵۰ میلیون نفر تقسیم شده است. وی تصریح کرد: حدود ۲۰ میلیون نفر به‌صورت مستقیم سهامدار سهام عدالت شده و مابقی در قالب شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی سهام‌دار هستند.

### به‌روزرسانی صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار عنوان کرد: یکی از معضلات

جدی شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به‌روز نبودن صورت‌های مالی و تشکیل نشدن مجامع است به‌طوری‌که هیئت مدیره این شرکت‌ها هنوز به‌روز نشده است. به همین دلیل شورای عالی بورس اختیارات آنها را گرفته و هیچ امکان دخل و تصرف در پرتفوی سهام و دارایی‌هایشان ندارند.

وی اظهار داشت: طبق مصوبه شورای عالی بورس، نخستین قدم این است که صورت‌های مالی آنها به‌روز، مجامع آنها تشکیل و هیئت مدیره انتخاب و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تأیید صلاحیت شود.

### نقش ویژه شرکت‌های تعاونی استانی

عشقی به پتانسیل بالای شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی اشاره کرد و گفت: با توجه به سود سالانه ۹۰ همتی سهام عدالت، اگر این رقم بین ۳۰ استان تقسیم شود، سودی مساوی نصیب هر کدام از این شرکت‌ها خواهد شد که عدد قابل توجهی بوده و می‌تواند حرکت‌های خوبی را با توجه به اهرم‌های موجود در آن استان ایجاد کند.

ایشان گفت: هدف اصلی این است که سود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی، بخشی بین سهامداران توزیع و بخشی نیز به‌صورت مجدد داخل شرکت‌ها وارد شود تا دارایی‌ها گردش پیدا کرده و سرمایه‌گذاری در استان‌ها صورت گیرد. لذا اولین اقدام انتخاب هیئت مدیره آنها می‌باشد و استان‌ها نیز باید به برگزاری مجامع شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی کمک کنند.

### فعالیت اقتصادی مستمر و جریان نقدی دائمی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار خاطر نشان کرد: نقش ویژه‌ای به شرکت‌های تعاونی استانی داده شده به‌طوری‌که ساماندهی سهامداران عدالت شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی در قالب شرکت‌های تعاونی ساماندهی شده تا مجامع شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی توسط آنها برگزار شود. بنابراین، در صورت ساماندهی سهام عدالت، فعالیت اقتصادی مستمر و جریان نقدی دائمی در داخل استان‌ها به حرکت درآمده و منشأ خوبی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید در استان‌ها خواهد شد.

عشقی افزود: شورای عالی بورس این آمادگی را دارد که به‌تدریج و با افزایش توانمندی اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها و ساختارمند شدن آنها، امکان نقد شدن دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری مجدد منابع آنها فراهم شود.

## رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار خبر داد موافقت اصولی، اولین اوراق وکالت صادر شد



پذیرهنویسی و بازار گردانی اوراق و کارمزد سایر ارکان انتشار اوراق پرداخت می‌شود، به‌عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شود.

### کاهش هزینه و زمان تأمین مالی شرکت‌ها

رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به سایر مزایای اوراق وکالت، بیان کرد: اوراق وکالت هزینه و زمان تأمین مالی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد، چراکه شرکت‌های هلدینگ به‌عنوان بانی انتشار اوراق، به نیابت از شرکت‌های زیرمجموعه خود که قصد تأمین مالی دارند، یکبار مسیر تأمین مالی از جمله ارائه مدارک و مستندات انتشار اوراق، حسابرسی بیانیته ثبت، انعقاد قراردادها با ارکان راطی کرده و هزینه‌های مربوط به تأمین مالی را پرداخت می‌کند. چشمان گفت: اوراق وکالت یکی از ابزارهای بدهی باهدف تأمین مالی طیف گسترده‌ای از متقاضیان تأمین مالی شامل شرکت‌های هلدینگ، سرمایه‌گذاری و... با استفاده از ترکیب عقود اسلامی مختلف طراحی شده است. استفاده از این ابزار می‌تواند با تأمین مالی چندین پروژه به‌صورت ترکیبی و در قالب یک اوراق با کاهش هزینه تأمین مالی و تسریع در فرآیندهای تأمین مالی، سرمایه‌های خرد را به سمت چرخه‌های تولید کشور هدایت کند.

وی در پایان با تأکید بر این که سازمان بورس و اوراق بهادار با طراحی و توسعه ابزارهای مختلف تأمین مالی درصدد پوشش انواع نیازهای مالی متقاضیان و جذب منابع مالی خرد به سمت چرخه‌های تولید و ایجاد رونق اقتصادی است، افزود: به نظر می‌رسد متقاضیان بتوانند در راستای توسعه و گسترش فعالیت خود با بهره‌گیری از این ابزار مشکلات نقدینگی و به‌تبع آن تولید خود را برطرف کنند.

**۲ تیرماه** رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار از صدور موافقت اصولی اولین اوراق وکالت جهت تأمین مالی شرکت گروه توسعه مالی مهر آیندگان (سهامی عام) با استفاده از ترکیب چند عقد اسلامی خبر داد.

مرتضی چشان، در گفتگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، در رابطه با ماهیت اوراق وکالت، اظهار کرد: اوراق وکالت یکی از انواع ابزارهای تأمین مالی است که بر مبنای ضوابط عقد وکالت استوار است. در این نوع اوراق، سرمایه‌گذاران منابع مالی خود را در قالب عقد وکالت در اختیار بانی قرار می‌دهند و بانی به‌عنوان وکیل دارندگان اوراق، منابع حاصل از انتشار اوراق را برای انجام فعالیت‌های اقتصادی متنوع که در زمان انتشار از طریق بیانیته ثبت به اطلاع خریداران اوراق می‌رساند سرمایه‌گذاری می‌کند.

### فرصت جدیدی برای تأمین مالی هلدینگ‌ها

رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار تأکید کرد: اوراق وکالت فرصت جدیدی برای تأمین مالی هلدینگ‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به حساب می‌آید و شرکت‌های مذکور به‌عنوان بانی انتشار اوراق، از این طریق می‌توانند در راستای تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه و شرکت‌های پروژه تابعه که بر اساس دستورالعمل‌های موجود، شرایط تأمین مالی از بازار سرمایه را ندارند به‌منظور ایفای طرح‌های توسعه‌ای خود اقدام کنند.

چشان همچنین بابیان این مطلب که پیش از اجرایی شدن قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، در صورت انتشار اوراق وکالت و تزریق منابع آن به شرکت‌های تابعه توسط شرکت‌های هلدینگ، هزینه‌های مالی انتشار اوراق جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی محسوب نمی‌شود، اظهار کرد: یکی از موضوعاتی که سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای کاهش هزینه‌های تأمین مالی تولید از طریق انتشار اوراق بدهی مجدانه پیگیری آن بود، در نظر گرفتن مشوق‌های مالیاتی برای تأمین مالی تولید است که این مهم در تبصره ۲ ماده ۱۴ این قانون متبلور شده است. بر اساس این بند، هزینه‌های مالی که توسط شرکت‌های مادر تخصصی (هلدینگ) به‌صورت مستقیم یا از طریق شرکت تابعه مالک طرح (پروژه) بابت انتشار اوراق و کارمزد تخصیصی یا پرداختی به شرکت‌های متعهد

در گفتگو «سنا» با مدیران عامل کارگزاری‌ها مطرح شد

## حمایت از بازار سرمایه، زمینه‌ساز رونق اقتصادی



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

نقش جهان نیز بازار سهام را بهترین محل برای هدایت نقدینگی به سمت تولید برشمرد و به سنا گفت: بازار سرمایه یک ابزار برتر برای تأمین مالی است، بنابراین، دولت جدید می‌بایست از این فرصت جهت افزایش بهروری و تأمین مالی شرکت‌ها برای تقویت بازار سهام بهره‌ببرد.

### قانون تأمین مالی تولید

مرتضی پور با تأکید بر اینکه با اجرای قانون تأمین مالی تولید به‌طور مسلم شرایط خاص و ویژه‌ای برای شرکت‌های تولیدی ایجاد می‌شود، اظهار داشت: بهترین راهکار برای بهبود وضعیت تولید، تقویت بازار سرمایه و ورود سرمایه‌های مردم به این بازار به جای سرمایه‌گذاری در بازارهای غیر مولد است.

عضو هیئت مدیره کارگزاری آرمان تدبیر نقش جهان تصریح کرد: مسلماً زمانی که شرایط برای جذب سرمایه‌گذاری به‌منظور تأمین مالی شرکت‌های تولیدی فراهم شود، اکثر سرمایه‌گذاران با طرح‌های تولیدی بیش‌ازپیش آشنا شده و با سرمایه‌های اندک خود می‌توانند به تأمین مالی شرکت‌های تولیدی کمک کنند.

مرتضی پور بابیان این که تأمین مالی شرکت‌های تولیدی باید یکی از مهم‌ترین اهداف دولت جدید باشد، افزود: اجرای درست قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها علاوه بر جذب سرمایه‌گذاران، مشارکت آنها برای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تولید را افزایش می‌دهد.

### افزایش اعتماد عمومی

در ادامه، سید علی اصغر خبیری، مدیرعامل کارگزاری ایساتیس پویا، پیش‌بینی پذیرای اقتصاد را یکی از مهم‌ترین فرآیندهای اعتمادسازی

۷ تیر ماه مدیران عامل کارگزاری‌ها، با اشاره به نقش مهم بازار سرمایه در رونق اقتصادی و جهش تولید، راهکارهای حمایت از بورس در دولت چهاردهم را تشریح کردند.

به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، تعدادی از مدیران عامل کارگزاری‌ها، با اشاره به نقش مهم بازار سرمایه در رونق اقتصادی و جهش تولید، راهکارهای موردنظر برای رشد بورس و بازگشت اعتماد به بازار در دولت جدید را تشریح کردند.

### نقش بازار سهام در حفظ و کنترل تورم

محمدامین ضیاءالملکی، مدیرعامل کارگزاری برهان سهند بابیان اینکه بازار سرمایه می‌تواند در حفظ و کنترل تورم و نیز تأمین مالی برای بنگاه‌ها کمک‌کننده باشد، اظهار داشت: حمایت از بازار سرمایه و بازگشت اعتماد به سهامداران، زمینه‌ساز رونق اقتصادی است.

وی با اشاره به اتفاقات سال ۱۳۹۹ و ریزش بازار سهام به دلیل برخی تصمیمات خلق‌الساعه و ورود هیجانی مردم به بازار سرمایه، افزود: دولت با حمایت همه‌جانبه از بازار سرمایه می‌بایست زمینه را برای پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد فراهم‌تر کرده و رونق را به بازار سرمایه بازگرداند.

### تنوع ابزارهای معاملاتی

ضیاءالملکی بازار سهام را بهترین گزینه برای سرمایه‌گذاری ذکر کرد و افزود: این بازار به واسطه تنوع ابزارهای معاملاتی و شفافیت می‌تواند کمک قابل توجهی به جذب سرمایه‌ها و ورود آنها به بخش مولد داشته باشد. وی در ادامه به کمک بازار سرمایه در حوزه تولید اشاره کرد و اظهار داشت: واحدهای تولیدی برای افزایش تولید و اشتغال‌نیازمند تأمین نقدینگی هستند از این رو، بازار سرمایه می‌تواند کمک‌کننده به واحدهای تولیدی باشد، اما این اتفاق نیازمند سیاست‌های کلان اقتصادی از سوی دولت، حمایت بیش‌ازپیش از بازار سرمایه و جلوگیری از اتخاذ تصمیمات خلق‌الساعه است. مدیرعامل کارگزاری برهان سهند، حمایت از بازار سرمایه، اتخاذ تصمیمات درست و بازگشت اعتماد به سهامداران را برای تقویت بورس ضروری خواند.

### ابزاری برتر برای تأمین مالی

در ادامه، مهناز مرتضی پور، عضو هیئت مدیره کارگزاری آرمان تدبیر

نظارتی برای اجرای بهتر حاکمیت شرکتی تلاش کنند و هم‌راستا با این موضوع درک عمومی از فرهنگ سرمایه‌گذاری را تغییر دهند. خبیری در ادامه با تأکید بر اینکه باید نهادهای مالی شروع به اعتمادسازی و فرهنگ‌سازی کنند، به سنا گفت: یکی از راه‌های نهادینه کردن بازار سرمایه، افزایش شفافیت و ایجاد بستری امن‌تر برای تصمیم‌گیری آنها است.

### هدایت نقدینگی به سمت بازار سهام

وی، تجمیع وجوه و نقدینگی موجود در جامعه و هدایت آن به سمت بازار سرمایه را کمک به رونق تولید صنایع ذکر کرد و اظهار داشت: هدایت نظام‌مند کسب و کارهای کوچک به سمت بازار سرمایه و تبدیل آن‌ها به سرمایه‌گذاری‌های بزرگ از جمله توانمندی‌هایی است که در سال‌های اخیر توجه زیادی به آن شده و نیاز است بیش‌ازپیش مورد توجه قرار گیرد.

در بازار سرمایه ذکر کرد و به سنا گفت: به‌طور قطع، تصمیمات ناگهانی و لحظه‌ای، اقتصاد را برای مردم غیرقابل‌پیش‌بینی کرده و اعتمادسازی را از بین می‌برد لذا سیاست‌گذاران باید در جهت بهبود شرایط و رونق بازار سرمایه و حمایت از آن بیش‌ازپیش تلاش کنند. وی بایان این که تغییرات ناگهانی قوانین جاری و تصمیمات یک‌شبه آسب‌های جبران‌ناپذیری به بدنه اقتصاد خواهد زد، افزود: با اتخاذ تصمیمات مناسب در دولت جدید به‌طور حتم بازار سرمایه به فضای باثبات‌تری دست می‌یابد.

### بهبود حاکمیت شرکتی

وی با مهم شمردن قوانین و قواعد کلان حاکم بر فضای سرمایه‌گذاری، عنوان کرد: این مسئله که قوانین و مقررات به اقتضای شرایط روز تغییر کند موضوعی است که به‌تنهایی می‌تواند سرمایه‌گذاران را دل‌سرد و برای سال‌ها اعتماد را از بازار سلب کند. از این رو، ضرورت دارد نهادهای

### رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد

## بازنویسی کدال، در دستور کار است



**۱۰ تیرماه** رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به بازنویسی سامانه کدال اعلام کرد: سازمان بورس و اوراق بهادار از آمادگی لازم برای سرمایه‌گذاری در زمینه توسعه نرم‌افزارهای حسابرسی برخوردار است.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، روز گذشته جلسه مشترکی فی‌مابین سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی ایران برگزار شد که در این دیدار مجید عشقی و رضا عیوض‌لو به نمایندگی از سازمان بورس و اوراق بهادار، محمد جلیلی به نمایندگی از سازمان حسابرسی، فرهاد پناهی به‌عنوان دبیر کل جامعه حسابداران رسمی ایران و اعضای هیئت همکار سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابداری و حسابرسی به بیان دیدگاه‌ها و دغدغه‌های خود پرداختند.

در ابتدای این مراسم مجید عشقی اعلام کرد: گزارش و بررسی حسابرسی از جمله مقوله‌هایی است که به‌عنوان پایه و اساس تصمیمات سازمان بورس و اوراق بهادار، ارکان بازار

سرمایه، سرمایه‌گذاران، هیئت پذیرش و هیئت رسیدگی به تخلفات تلقی می‌شوند.

وی به تداوم همکاری‌ها برای افزایش کیفیت گزارشات حسابرسی، پیشنهاد اصلاح استانداردها و رویه‌های حسابرسی اشاره کرد و گفت: باید از این طریق بتوان مبنای درستی از قضاوت سرمایه‌گذاران، ارکان بازار سرمایه، نهاد ناظر، بحث‌های تخلفاتی و قضایی موجود بین فعالان بازار سرمایه را فراهم کرد.

عشقی اظهار داشت: درصدد هستیم تا از طریق هیئت همکاری، باعث افزایش کیفیت گزارش حسابرسی و کمک به ارکان مختلف برای اتخاذ تصمیمات حرفه‌ای شویم.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، ارتباط بازار سرمایه با حرفه حسابرسی را فراتر از همکاری بین دستگاهی دانست و گفت: موضوع مهم حسابرسی و نظارت بر مؤسسات حسابرسی بسیار با بازار سرمایه عجین شده و تاکنون شاهد پیشروی سطح این همکاری‌ها به صورت مثبت بوده‌ایم.

وی ادامه داد: درصدد هستیم تا ارتباطات ایجاد شده در سطح جامعه و سازمان حسابرسی را از طریق همکاری‌های مشترک توسعه دهیم.

### آخرین وضعیت رسیدگی به قانون تجارت

عشقی به بررسی قانون تجارت در شورای نگهبان و نیز مجمع تشخیص مصلحت نظام اشاره کرد و افزود: این قانون دارای بالغ بر یک هزار و ۳۰۰ ماده است که به شورای نگهبان ارجاع داده شده و با سرعت بالایی در حال بررسی است اما با توجه به اثر زیاد این قانون در کسبوکار، بررسی آن نیازمند مدت زمان زیادی است.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اعلام اینکه قانون تجارت نیازمند همفکری برای اصلاح موارد جزئی و کلی است، گفت: باید هرچه سریع‌تر دغدغه‌های حرفه‌ای به شورای نگهبان و مجمع تشخیص مصلحت نظام منعکس شود.

وی در ادامه با تأکید بر اهمیت طرح سازمان حسابرسی اعلام کرد: پیشنهاد ما به مجلس این است که این طرح به صورت لایحه درآید و ما نیز به عنوان یکی از ذینفعان اصلی آن تلاش کنیم تا تغییرات لازم اعمال و در نهایت از طریق دولت به مجلس ارائه شود.

### رایزنی‌های سازمان بورس و اوراق بهادار با شورای نگهبان و مجمع تشخیص مصلحت نظام

وی به رایزنی‌های انجام شده با شورای نگهبان و مجمع تشخیص مصلحت نظام در زمینه برنامه هفتم توسعه، لایحه بودجه ۱۴۰۳ و قانون بانکداری اشاره کرد و اظهار داشت: باید تلاش کنیم در بازه زمانی کوتاهی نیز دستاوردهایی را در توسعه ظرفیت‌های قانونی حوزه حسابرسی داشته باشیم تا از این طریق، زمینه

اثرگذاری مناسب بر حرفه حسابرسی فراهم شود.

عشقی در ادامه با تأکید بر اهمیت توسعه زیرساخت‌ها و ابزارهای فنی اعلام کرد: سازمان بورس و اوراق بهادار از جمله سازمان‌هایی است که حجم عظیمی از دیتای حسابرسی و حسابداری را به خود اختصاص داده و مسلماً با به‌کارگیری ابزارهای هوشمند می‌تواند عرصه جدیدی بر حرفه حسابرسی گشوده شود.

### آمدگی سازمان بورس و اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاری در توسعه نرم‌افزارهای حسابرسی

وی به آمدگی سازمان بورس و اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاری در توسعه نرم‌افزارهای مورد نیاز حرفه حسابرسی اشاره کرد و گفت: با توجه به اثر چشمگیر این نرم‌افزارها در زمینه رسیدگی و ایجاد شفافیت در بازار سرمایه، از امکان سرمایه‌گذاری در حوزه زیرساخت‌ها برخورداریم و اکنون در انتظار پیشنهادات لازم در این زمینه هستیم.

عشقی خاطر نشان کرد: اکنون در حال بازنویسی کدال هستیم و در ادامه آن می‌توان افزونه‌هایی را برای فراهم شدن دیتای مورد نیاز صنعت حسابرسی در نظر بگیریم.

رئیس سازمان بورس با بیان اینکه سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر دچار عقب‌ماندگی از برخی صنایع مانند صنعت مالی شده، افزود: اگر نتوانیم زمینه توسعه ابزارهای حاضر در بازار سرمایه را همسو با دیگر صنایع فراهم کنیم، به‌طور حتم با چالش‌هایی در حوزه شفافیت روبرو می‌شویم که دیگر نمی‌توان پاسخگوی سرمایه‌گذاران بود.

### بازار سرمایه، نماد شفافیت

عشقی، بازار سرمایه را نماد شفافیت خواند و افزود: فعالیت کمیته‌ها باید شفاف باشد، تصمیمات اتخاذ شده بر اساس موارد مشخص است و به صورت سلیقه‌ای نیست.

رئیس سازمان بورس با بیان اینکه برنامه عملیاتی هیئت حسابرسی باید نهایی و ارسال سند به جامعه و سازمان حسابرسی به صورت رسمی انجام شود، اظهار داشت: انتظار ما این است که هیئت همکاری حسابرسی به صورت هدفمند و مبتنی بر خروجی برنامه‌ریزی کرده و در کوتاه‌مدت نیز دستاوردهای ملموسی را ارائه کند.



رئیس کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص مصلحت نظام در گفتگو با سنا

## دولت جدید طبق قانون برنامه هفتم ملزم به حذف قیمت‌گذاری دستوری است



کالاها که شامل قیمت‌گذاری می‌شوند، حق ندارد نسبت به قیمت‌گذاری دستوری دیگر کالاها اقدام کند.

رئیس کمیسیون اقتصادی ادوار مجلس شورای اسلامی ادامه داد: نخستین دسته از کالاها شامل قیمت‌گذاری دستوری، کالاها اساسی است که از یارانه و ارز ترجیحی همانند ارز ۲۸۵۰۰ تومانی استفاده می‌کنند.

وی گفت: به این کالاها ارز ترجیحی اختصاص می‌یابد و شامل قیمت‌گذاری دستوری می‌شوند، بر این اساس دولت متناسب با یارانه ریالی و ارزی که در اختیار آنها قرار می‌دهد، اقدام به تعیین قیمت می‌کند.

پور ابراهیمی اظهار داشت: دسته دوم، شامل خدمات دولتی می‌شود که دولت تعیین‌کننده قیمت این خدمات خواهد بود.

عضو هیئت علمی دانشگاه تهران به قیمت‌گذاری کالاها انحصاری اشاره کرد و اظهار داشت: اگر کالایی به تشخیص شورای رقابت انحصاری باشد و انحصار آن در آیین‌نامه مشخص شده باشد، مشمول قیمت‌گذاری دستوری می‌شود.

وی ادامه داد: کالاها انحصاری، خدمات دولتی و یارانه‌ای که از ارز ترجیحی استفاده می‌کنند شامل قیمت‌گذاری دستوری می‌شوند و به‌غیر از این گروه از کالاها، دولت حق هیچ‌گونه اقدامی در خصوص قیمت‌گذاری دستوری ندارد.

پور ابراهیمی گفت: این موضوع یکی از مهم‌ترین مصوبات مجلس در حوزه برنامه هفتم توسعه است که پس از ابلاغ به‌صورت قانون درآمد و اکنون در مرحله اجرا قرار دارد.

۱۲ تیرماه رئیس کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص

مصلحت نظام با تأکید بر اینکه دولت جدید طبق قانون برنامه هفتم ملزم به حذف قیمت‌گذاری دستوری است، گفت: کالاها انحصاری، خدمات دولتی و یارانه‌ای که از ارز ترجیحی استفاده می‌کنند شامل قیمت‌گذاری دستوری می‌شوند و به‌غیر از این گروه از کالاها، دولت حق هیچ‌گونه اقدامی در خصوص قیمت‌گذاری دستوری ندارد.

محمدرضا پور ابراهیمی در گفتگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، با تأکید بر الزام حذف قیمت‌گذاری دستوری در برنامه هفتم توسعه اعلام کرد: هر دولتی که روی کار آید ملزم به رعایت قانون برنامه هفتم توسعه خواهد بود، از هفته آینده دولت جدید آماده به کار می‌شود و از یک فرصت چهارساله برای اجرای کامل این برنامه برخوردار است.

وی اظهار داشت: قیمت‌گذاری دستوری یکی از موارد مخل نظام اقتصادی است که آثار مخرب آن در حوزه‌هایی همانند بخش تولید، مصرف و چرخه فعالیت‌های مختلف مشهود است.

پور ابراهیمی خاطر نشان کرد: تاکنون به کرات بررسی مسئله قیمت‌گذاری دستوری در دستور کار مشترک دولت و مجلس بوده و در نهایت پس از بررسی‌های میدانی مشخص شد که قیمت‌گذاری دستوری نتیجه‌ای جز رانت و فساد در اقتصاد به همراه نداشته و باعث ضرر و زیان هم‌زمان تولیدکننده و مصرف‌کننده شده است.

رئیس کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص مصلحت نظام ادامه داد: پیشنهاد مربوط به حذف قیمت‌گذاری دستوری در مجلس یازدهم و کمیته اقتصادی برنامه هفتم مجلس ارائه شد و در نهایت «بند ج ماده ۴۸» قانون برنامه هفتم توسعه در صحن مجلس به تصویب رسید.

### تصویب حذف قیمت‌گذاری دستوری

وی گفت: موضوع حذف قیمت‌گذاری دستوری پس از انجام اقدامات علمی و تخصصی، از سوی کمیسیون اقتصادی مجلس یازدهم در دستور کار قرار گرفت که در نهایت در مجلس تصویب شد.

پور ابراهیمی به جزئیات «بند ج ماده ۴۸» قانون برنامه هفتم توسعه اشاره کرد و گفت: در این بند اعلام شده که دولت به‌غیر از سه دسته از

## دولت جدید مکلف بر اجرای کامل احکام قانونی و اقتصادی برنامه هفتم توسعه

رئیس کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص مصلحت نظام با اعلام اینکه دولت جدید مکلف بر اجرای کامل احکام قانونی و اقتصادی برنامه هفتم است، گفت: حذف قیمت‌گذاری دستوری از جمله احکام مهمی است که به دلیل اخلاص در فعالیت‌های اقتصادی به ویژه بازار سرمایه در برنامه هفتم لحاظ و باعث رفع ایجاد چالش جدی در نظام اقتصادی کشور شد. عضو هیئت علمی دانشگاه تهران به پیگیری کامل و جامع برنامه رصد اجرای قوانین ذیل سیاست ابلاغی رهبری اشاره کرد و افزود: دولت جدید فارغ از هرگونه گرایش سیاسی، مکلف به اجرای کامل قانون است و کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص مصلحت گزارش‌های نظارتی فصلی را در دستور کار قرار داده است.

رئیس کمیسیون اقتصادی دبیرخانه مجمع تشخیص مصلحت نظام گفت: یکی از وظایف مجمع تشخیص مصلحت نظام و کمیسیون‌های تخصصی آن، نظارت بر حسن اجرای سیاست‌های ابلاغی مقام معظم رهبری به‌ویژه سیاست‌های ابلاغی برنامه هفتم توسعه است.

وی به شکل‌گیری برنامه هفتم توسعه بر اساس سیاست‌های ابلاغی رهبر معظم انقلاب اشاره کرد و اظهار داشت: این لایحه پس از تصویب مجلس و تأیید شورای نگهبان و مجمع، نهایی و اکنون به‌صورت قانون در آمده است.

پور ابراهیمی تأکید کرد: اکنون علاوه بر نظارت مجلس بر حسن اجرای قانون، مجمع تشخیص مصلحت نظام هم نظارت دقیقی را بر اجرای درست و کامل قوانین مرتبط با سیاست‌های برنامه هفتم توسعه خواهد داشت.

## مجمع عمومی عادی سالانه بورس تهران برگزار شد

### ترکیب جدید هیئت مدیره بورس تهران انتخاب شدند

همچنین در مجمع عمومی عادی سالیانه بورس تهران روزنامه اطلاعات به‌عنوان روزنامه کثیرالانتشار و موسسه حسابرسی «تدوین و همکاران» به‌عنوان حسابرس مستقل و بازرس قانونی اصلی، موسسه حسابرسی «هوشیار ممیز» نیز به‌عنوان بازرس قانونی علی‌البدل انتخاب شدند. گفتنی است حق‌الزحمه حسابرس و بازرس قانونی برای سال ۱۴۰۳ مبلغ ۶۶۱۵ میلیون ریال در نظر گرفته شد و پاداش اعضای هیئت مدیره برای سال مالی منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ مبلغ ۹۱۰۰ میلیون ریال تعیین و با اکثریت آراء تصویب شد.

## انتخاب اعضای جدید هیئت مدیره بورس تهران

در ادامه پس از رأی‌گیری از سهامداران، اعضای جدید هیئت مدیره بورس تهران تعیین شدند. شرکت‌های گروه سرمایه‌گذاری تدبیر، کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری اهداف، صندوق بازنشستگی وظیفه، از کارافتادگی و پس‌انداز کارکنان بانک‌های ملی و ادغام‌شده، گروه مالی نماد غدیر، سرمایه‌گذاری توسعه ملی، و گروه مالی صبا تأمین به‌عنوان اعضای حقوقی هیئت مدیره بورس تهران انتخاب شدند. در ضمن به ترتیب شرکت‌های سرمایه‌گذاری کوثر بهمن، توسعه و مدیریت سرمایه صبا و کارگزاری ایساتیس پویا به‌عنوان اعضای علی‌البدل هیئت مدیره نیز انتخاب شدند.

**۱۶ تیرماه** روز شنبه ۱۶ تیرماه ۱۴۰۳ رأس ساعت ۱۴، مجمع عمومی عادی سالیانه بورس تهران با حضور بیش از ۷۴ درصد از سهامداران تشکیل شد.

به گزارش روابط عمومی و امور بین‌الملل بورس تهران، در ابتدای جلسه رحیم اسماعیلی دانا به‌عنوان رئیس مجمع، رسمیت جلسه مجمع عمومی عادی سالیانه بورس اوراق بهادار تهران را با حضور ۸۷ / ۷۴ درصد سهامداران اعلام کرد.

در ادامه رئیس جلسه از حسین مقدم نماینده بانک تجارت و محسن ملایی نماینده کارگزاری بورس اوراق بهادار رضوی به‌عنوان ناظرین جلسه، محمود گودرزی به‌عنوان دبیر جلسه، حسن‌زاده به‌عنوان نماینده سازمان بورس و اوراق بهادار برای حضور در جایگاه دعوت کرد.

حمیدرضا اسمعیلی گیوی معاونت اجرایی و علی‌رضا عطوفی نماینده حسابرس و بازرس قانونی از موسسه حسابرسی ایران مشهود نیز در جایگاه حضور یافتند.

محمود گودرزی مدیرعامل بورس تهران ضمن تشکر از سهامداران برای حضور در مجمع، گزارش هیئت مدیره به مجمع را برای سهامداران بورس تهران ارائه کرد. بر اساس این گزارش در مجمع بورس تهران صورت‌های مالی منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ بررسی و تصویب شد. در ضمن با موافقت سهامداران شرکت بورس تهران، پرداخت ۵۰ ریال سود نقدی به ازای هر سهم به تصویب رسید.

## هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری برگزار کرد نشست تخصصی سازوکارهای ارتقای اثربخشی کمیته‌های حسابرسی



«کمیته حسابرسی» سپری شده، بررسی اثربخشی کمیته‌های حسابرسی و ارائه راهکارهای بهبود و حسب ضرورت، اصلاح ضوابط مربوطه در دستور کار این هیئت قرار دارد.

در ادامه جلسه هر یک از صاحب‌نظران به بیان دیدگاه‌های خود پرداختند و به مواردی نظیر التزام، آگاهی و حمایت هیئت مدیره در راستای اثربخشی کمیته حسابرسی، حسابرسی داخلی و کنترل‌های داخلی، نحوه ایفای مسئولیت کمیته حسابرسی در خصوص الزامات مرتبط با معاملات با اشخاص وابسته، لزوم تقویت اثربخشی حسابرسی داخلی، لزوم تقویت استقلال کمیته حسابرسی، بهبود ارتباط کمیته حسابرسی با سایر ارکان راهبری شرکتی، تبیین نقش کمیته‌های حسابرسی در پیشگیری و کشف تقلب، رفع محدودیت‌های دسترسی حسابرس داخلی و کمیته‌های حسابرسی به سامانه‌های اطلاعاتی شرکت و فراهم کردن منابع لازم برای ایفای مؤثر مسئولیت کمیته حسابرسی، ضرورت ارزیابی عملکرد شامل خودارزیابی کمیته‌های حسابرسی و ارزیابی مستقل، ترکیب اعضای کمیته، نحوه تشکیل جلسات و جبران خدمات اعضا اشاره کردند.

بر این اساس، در این نشست پس از بررسی موضوعات مورد بحث پیشنهادهایی در خصوص اصلاح منشور کمیته حسابرسی نیز ارائه و در بازنگری منشور مدنظر قرار خواهد گرفت.

گفتنی است؛ جلسه نشست تحلیل و آسیب‌شناسی با حضور نمایندگان سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی، رئیس اداره نظارت بر حسابرسان معتمد و گزارشگری مالی و بیش از ۲۰ نفر از صاحب‌نظران این حوزه باهدف بررسی و ارائه پیشنهادها و اصلاحی در خصوص منشور کمیته حسابرسی و شناسایی نقاط قابل بهبود و ارتقای اثربخشی کمیته‌های حسابرسی برگزار شد.

**۲۲ تیرماه** نشست تخصصی سازوکارهای ارتقای اثربخشی کمیته‌های حسابرسی باهدف هم‌اندیشی برای عارضه‌یابی و ارتقای نقش کمیته‌های حسابرسی از سوی هیئت همکاری سازمان بورس با حرفه حسابرسی و حسابداری برگزار شد.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، «هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری» در راستای ارتقای شفافیت در بازار سرمایه و باهدف هم‌اندیشی جهت عارضه‌یابی و ارتقای نقش کمیته‌های حسابرسی به‌عنوان یکی از عوامل مهم در زنجیره گزارشگری و اطمینان‌بخشی، نشست تخصصی با برخی صاحب‌نظران حوزه کنترل‌های داخلی و کمیته‌های حسابرسی برگزار کرد که در این دیدار صاحب‌نظران این حوزه به بحث و تبادل نظر و بیان دیدگاه‌های خود در ارتباط با چالش‌ها و سازوکارهای ارتقای اثربخشی کمیته‌های حسابرسی پرداختند.

در ابتدای این نشست آزاده مداحی، دبیر هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری اعلام کرد: سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ارتقای کیفیت گزارشگری مالی و شفافیت اطلاعاتی و ارتقای کیفیت حسابرسی در بازار سرمایه، اقدام به تشکیل «هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرداری و حسابرسی» کرده تا این هیئت با اتخاذ رویکرد «مسئله محوری»، «تحول آفرینی» و «مشارکت محوری»، به آسیب‌شناسی، و ارائه و پیگیری راهکارهای رفع چالش‌ها و بهره‌گیری از فرصت‌ها بپردازد؛ و به‌صورت «یکپارچه» تقویت مجموعه عوامل مؤثر در زنجیره گزارشگری و اطمینان‌بخشی را در دستور کار قرار داده است.

### تدوین سند تحول حسابرسی در بازار سرمایه

وی اظهار داشت: از آنجا که ارتقای شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه، مستلزم رفع چالش‌های دیرینه حرفه حسابرسی و حسابداری، و نیز تحول در سازوکارهای موجود است، بر این اساس «سند تحول حسابرسی در بازار سرمایه» باهدف بهبود و ارتقای زنجیره گزارشگری مالی تدوین شده و در صدد هستیم تا با تعامل و مشارکت هر سه نهاد شامل سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی به اجرایی کردن آن بپردازیم.

در این راستا با توجه به اینکه طبق «دستورالعمل کنترل‌های داخلی» و «منشور کمیته حسابرسی» حدود یک دهه از الزام ناشران به تشکیل



مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار خبر داد

## بازارگردانی برای شرکت‌های کارگزاری به زودی اجرایی می‌شود، همچنین رتبه‌بندی بازارگردان‌ها در کمیته تدوین در حال بررسی است



**۲۳ تیرماه** مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار در نشست «بررسی مدیریت سفارش کارگزاران» با بیان این که بازارگردانی برای شرکت‌های کارگزاری به زودی اجرایی می‌شود، اظهار داشت: موضوع رتبه‌بندی بازارگردان‌ها در کمیته تدوین در حال بررسی است.

به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) به نقل از کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، نشست «بررسی مدیریت سفارش کارگزاران» با حضور مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار، دبیر کل کانون کارگزاران بورس و برخی از اعضای این کانون روز شنبه ۲۳ تیرماه برگزار شد.

در این نشست علاوه بر بیان چالش‌های کارگزاران، پیرامون موضوعات مختلفی مانند انعطاف قوانین در شرایط مختلف بازار، جایگاه شرکت‌های کارگزاری در نظارت بر معاملات مشتریان، کارمزد معاملات، یکپارچگی نهادهای نظارتی متعدد ارکان بازار سرمایه و پاسخگویی کارگزاران، نحوه ابطال برخی معاملات و... بحث و تبادل نظر شد.

چالش‌های صنعت کارگزاری

عظیم ثابت، دبیر کل کانون کارگزاران بورس در این نشست بابیان اینکه صنعت کارگزاری در حال حاضر متحمل مشکلات زیادی شده، گفت: طی ده سال گذشته فشار بر کاهش کارمزد بسیار زیاد بوده، به طوری که در این مدت نه تنها با افزایش کارمزد روبه‌رو نبودیم، بلکه با کاهش ۳۰ درصدی کارمزدها مواجه شدیم. بر این اساس، قرار بر این شد مدیریت امور کارگزاران سازمان بورس و اوراق بهادار در کنار کارمزدهای معاملات توسط کارگزاران، برای دیگر خدمات نیز مانند اعتبار، الگوریتم و... کارمزد تعریف کند.

یکپارچگی نهادهای نظارتی

در ادامه نشست، قادر معصومی خانقاه، مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار در پاسخ به موضوعات مطرح شده در خصوص یکپارچگی نهادهای نظارتی از طرف ارکان بر کارگزاران گفت: در کشور ترکیه روشی وجود دارد که در حال حاضر هم عملی شده؛ بر این اساس، از طرف کانون درخواست می‌کنم در این رابطه مطالعاتی انجام داده و پیشنهادهای را به این سازمان ارائه کند تا بتوانیم اقدامات مناسبی را جهت تسهیل فرآیند داشته باشیم.

وی ادامه داد: در حال حاضر، موضوع کارگزار - معامله‌گر و دستورالعمل تأسیس شرکت‌های کارگزاری نیز در حال تدوین است و در این میان ۵ گام برای بازارگردانی تعریف شده؛ بنابراین موضوع بازارگردانی برای شرکت‌های کارگزاری جزو برنامه‌هایی است که به زودی اجرایی خواهد شد.

معصومی خانقاه افزود: موضوع رتبه‌بندی بازارگردان‌ها نیز در کمیته تدوین در حال بررسی است. بر این اساس، بازارگردان‌ها بر اساس عملکردشان رتبه‌بندی خواهند شد تا اگر قرار است تخفیف و کمکی به این نهادها داده شود، بر اساس «عملکرد» آنها انجام پذیرد.

وی در ادامه تأکید کرد: باید تلاش شود به جای شاخص بورس، میزان حجم معامله و سرمایه‌گذار جدید و شاخص‌های ارزیابی عملکرد در بازار سرمایه مورد توجه قرار بگیرد و این موضوع جزو سیاست‌های اصلی بازار قرار بگیرد.

مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار بیان کرد: بهتر است هر کارگزاری، خود دارای ابزار کنترلی بوده و بتواند نقش کنترلی داشته باشد، بنابراین، می‌بایست این موضوع نیز از سمت کانون بررسی و به سازمان پیشنهاد شود تا بتوانیم چنین ابزاری را در اختیار شرکت‌های کارگزاری بگذاریم.

معصومی خانقاه در خصوص فرآیند ابطال معاملات نیز گفت: در دستورالعمل موجود در این خصوص، بندی گنجانده شده تا نحوه اجرای فرآیند ابطال معاملات به تأیید هیئت مدیره بورس‌ها برسد و حداقل یک فرآیند اجرایی تنظیم شود تا توسط هیئت مدیره بورس‌ها چکش کاری و یک وحدت رویه در این رابطه داشته باشیم.

## پذیرش ستاره خلیج فارس مدرن ترین پالایشگاه خاورمیانه در بورس تهران



سوخت جت و انواع حلال‌ها را تولید می‌کند. مدیرعامل بورس تهران به تولید یک‌سوم بنزین کشور توسط ستاره خلیج فارس اشاره کرد و گفت: این پالایشگاه در سال رونق تولید و پس از افتتاح فاز سوم پالایشگاه ستاره خلیج فارس و تثبیت تولید ۴۱ میلیون لیتر بنزین در روز، بالغ‌بر یک‌سوم از بنزین مصرفی کشور را تأمین می‌کند. گودرزی در پایان تصریح کرد: با توجه به اندازه ستاره خلیج فارس، این شرکت جزو ۵ شرکت اول بورس تهران از نظر ارزش بازار و میزان فروش خواهد بود.

**۲۳ تیرماه** ستاره خلیج فارس به‌عنوان بزرگ‌ترین پالایشگاه

میعانات گازی جهان در بورس تهران پذیرش شد. به گزارش روابط عمومی و امور بین‌الملل بورس تهران محمود گودرزی مدیرعامل شرکت بورس تهران با اعلام خبر فوق گفت: این پالایشگاه مدرن‌ترین پالایشگاه خاورمیانه است که با مساحتی حدود ۷۳۰ هکتار در ۲۵ کیلومتری غرب بندرعباس واقع شده است.

گودرزی ستاره خلیج فارس را دارای جایگاه استراتژیک در توازن انرژی کشور عنوان کرد و اظهار داشت: ستاره خلیج فارس به‌عنوان بزرگ‌ترین پالایشگاه میعانات گازی جهان هم‌اکنون جایگاهی استراتژیک در توازن انرژی کشور و منطقه ایفا می‌کند و توانسته است ایران را از واردکننده بنزین به صادرکننده بالقوه این محصول استراتژیک تبدیل کند.

وی با تأکید بر لزوم حفاظت از محیط زیست توسط ناشران بورسی افزود: ابر پالایشگاه ستاره خلیج فارس به‌منظور حفظ و استمرار عملیات برداشت گاز از میدان مشترک پارس جنوبی و کاهش آلاینده‌های زیست‌محیطی و تضمین خودکفایی کشور در تأمین فرآورده‌های استراتژیک انرژی مانند بنزین، نفت و گاز ایجاد شده و فرآورده‌هایی همچون گاز مایع، هیدروژن، گوگرد،

بورس تهران برگزار می‌کند

## سمینار آموزشی استقرار حاکمیت شرکتی در ناشران بورسی

از قبیل دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس تهران، منشور نمونه کمیته‌های حسابرسی، ریسک، انتصابات و... برای بهبود عملکرد و نظارت بیشتر در این زمینه مصوب شده است. تصویب این مقررات باهدف صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران، به‌ویژه سرمایه‌گذاران خرد، پیشگیری از وقوع تخلفات و نیز ساماندهی و توسعه بازار شفاف و منصفانه اوراق بهادار لازم‌الاجرا شده‌اند.

**۲۷ تیرماه** سمینار آموزشی «استقرار حاکمیت شرکتی در

ناشران بورسی، مدیریت ریسک فناوری اطلاعات و حسابرسی فناوری اطلاعات» یکشنبه ۳۱ تیرماه به همت بورس تهران و انجمن علمی حسابرسی فناوری اطلاعات ایران برگزار می‌شود. محمود گودرزی، مدیرعامل بورس تهران در گفتگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، با اشاره به اهداف برگزاری سمینار آموزشی «استقرار حاکمیت شرکتی در ناشران بورسی، مدیریت ریسک فناوری اطلاعات و حسابرسی فناوری اطلاعات» گفت: به دلیل اهمیت موضوع حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه، مقررات و دستورالعمل‌های متعددی



حسابرسی داخلی با حسابرسی فناوری اطلاعات، آشنایی اعضای کمیته ریسک و واحد مدیریت ریسک با شناسایی و مدیریت ریسک‌های فناوری اطلاعات و امنیت می‌پردازد. همچنین کمک به تشکیل کارگروه‌های مدیریت ریسک فناوری اطلاعات، حسابرسی فناوری اطلاعات و تبادل دانش و تجربه بین اعضای کمیته‌های حسابرسی و ریسک، واحدهای حسابرسی داخلی و مدیریت ریسک در صنایع مختلف از دیگر اهداف برگزاری این همایش است.

وی بایان این که این همایش باهدف تبیین دو حوزه تخصصی از الزامات مذکور یعنی مدیریت ریسک فناوری اطلاعات و حسابرسی فناوری اطلاعات برگزار می‌شود، افزود: این همایش با حضور اعضای کمیته حسابرسی ریسک ناشران، مدیران و کارشناسان واحدهای حسابرسی داخلی، حسابرسان معتمد بورس، مشاوران پذیرش و عرضه، مدیران و کارشناسان امور ناشران و مدیریت فناوری ارکان بازار سرمایه، اعضای هیئت علمی و دانشجویان تحصیلات تکمیلی برگزار می‌شود.

شایان ذکر است؛ در تیرماه سال گذشته و پس از ابلاغ دستورالعمل راهبری شرکتی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، همایش «چشم‌انداز حاکمیت شرکتی، الزامات و چالش‌ها» توسط بورس تهران در سالن اجتماعات این شرکت برگزار شد.

## استقرار سازوکارهای مناسب برای مدیریت ریسک

وی بایان این که مطابق ماده ۸ دستورالعمل حاکمیت شرکتی هیئت مدیره باید اقدامات لازم را جهت استقرار سازوکارهای کنترل داخلی اثربخش به منظور اطمینان بخشی معقول برقرار کند، افزود: یکی از سازوکارهای کنترل داخلی مربوط به حوزه سیستم‌های اطلاعاتی و فناوری اطلاعات است و این اطمینان بخشی از طریق حسابرسی داخلی محقق می‌شود. علاوه بر این، یکی از موضوعات مهم در حوزه حاکمیت شرکتی که در قالب وظایف هیئت مدیره به آن پرداخته می‌شود، استقرار سازوکارهای مناسب برای مدیریت ریسک و کسب اطمینان از این امر است. تشکیل کمیته ریسک از جمله الزامات اصلی است که مطابق مقررات مربوط باید در کنار سایر کمیته‌های تخصصی هیئت مدیره تشکیل و وظایف مهمی از قبیل پیشنهاد رویکردها، راهبردها و سیاست‌های مدیریت ریسک به هیئت مدیره شرکت، بررسی وضعیت ریسک‌های شرکت و اثربخشی سیستم مدیریت ریسک و... را بر عهده دارد.

## ریسک عملیاتی

مدیر عامل بورس تهران با اشاره به اینکه ریسک عملیاتی از جمله ریسک‌هایی است که در هر سازمان و شرکتی باید به آن پرداخته شده و مورد توجه قرار گیرد، بیان داشت: یکی از انواع ریسک‌های عملیاتی نیز، ریسک فناوری اطلاعات است. ریسک فناوری اطلاعات در کنار ریسک قوانین، ریسک امنیت، ریسک عدم انطباق و ریسک کنترل عملیات از انواع ریسک‌های عملیاتی بوده و به هرگونه تهدید ناشی از نارسایی سخت‌افزاری و نرم‌افزاری، خطاهای انسانی، حملات به امنیت داده و اطلاعات و از این قبیل موارد گفته می‌شود که داده‌های کسب و کار، سیستم‌های حیاتی و فرآیندهای کسب و کار را به خطر می‌اندازد.

## ترویج استقرار و بهبود حاکمیت شرکتی ناشران

گودرزی با اشاره به اهداف برگزاری این همایش اظهار داشت: این همایش به ترویج استقرار و بهبود حاکمیت شرکتی ناشران، آشنایی اعضای کمیته حسابرسی و واحد

# رو در رو





در گفت‌وگوی ویژه ماهنامه «بورس» مطرح شد

## روانشناسی مالی در بازار سرمایه

می‌توانند در راستای ارتقای سطح رفتارهای خود در بازارهای مالی به صورت هدفمندتری عمل کنند.

آنچه می‌خوانید گفتگوی «ویژه» ماهنامه «بورس» با جناب آقای دکتر عادل افخمی، فارغ‌التحصیل دکترای مدیریت مالی از دانشگاه علامه طباطبائی، محقق حوزه‌ی روانشناسی سرمایه‌گذاری و مالی رفتاری، همچنین مؤلف کتاب «روانشناسی سرمایه‌گذاری» است. این ماهنامه تلاش کرده است تا در خلال یک گفتگوی تخصصی، ضمن معرفی اجمالی حوزه روانشناسی سرمایه‌گذاری، مبنای مناسبی برای ارتقای این دانش در بازارها ایجاد کند. در ادامه مشروح این گفتگوی «ویژه» آورده می‌شود.

مریم نئی‌پور  
عضو هیئت تحریریه



«روانشناسی مالی» به معنای به‌کارگیری نتایج و آموزه‌های علم روانشناسی در مفاهیم مالی است که طی سال‌های اخیر کم‌وبیش به گوش عمده افراد فعال در بازارهای مالی رسیده است. مباحث جذاب مربوط به این حوزه با بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیمات مالی افراد، به دنبال آن هستند که دلایل بسیاری از تصمیماتی که هر فرد در زمینه‌های مختلف اتخاذ می‌کند را توضیح دهند و اشخاص را با ابعاد دیگری از تصمیمات غیرارادی خود آشنا سازند. در چنین شرایطی افراد

## ماهنامه «بورس»: ابتدا مختصری از موضوع «روانشناسی مالی» برایمان بگویید.

**دکتر عادل افخمی:** موضوع «روانشناسی سرمایه‌گذاری و مالی رفتاری» موضوعی جدید در ایران و البته دنیا است و عمر عمیق‌تر مطرح شدن آن شاید به نهایتاً ۲۰ تا ۳۰ سال برسد. این موضوع در کشور ما هم مشابه تمام کشورهایی که بازارهای مالی فعالی دارند، جذاب بوده و مخاطب‌های بسیار زیادی دارد. امیدوارم بتوانیم روانشناسی سرمایه‌گذاری و مالی رفتاری را همپای کشورهای دیگر و فعالان بازارهای آنها، هر چه سریع‌تر و با عمق بیشتری در کشور نهادینه کنیم.

## ماهنامه «بورس»: اندکی هم از فعالیت‌های خود در این حوزه‌ی نسبتاً نوپا فرمایید.

**دکتر عادل افخمی:** بنده فارغ‌التحصیل دکترای مدیریت مالی از دانشگاه علامه طباطبایی و مؤلف کتاب «روانشناسی سرمایه‌گذاری» هستم که در این زمینه تحقیقات و پژوهش‌هایی نیز داشته‌ام. همچنین همواره در این مسیر تلاش کرده‌ام در قالب برگزاری همایش‌ها، نشست‌ها و جلسات مختلف، این موضوع را به‌نوبه خود راهبری کنم.

## ماهنامه «بورس»: بفرمایید که فرآیند کلی تصمیم‌گیری در مغز انسان چگونه است و چه سازوکاری دارد؟

**دکتر عادل افخمی:** در رابطه با تاریخچه مغز انسان گفته می‌شود که انسان «راست‌قامت» (به شکل فعلی)، حدود دو میلیون سال قدمت دارد و عمر انسان «خردمند» (زمانی که مغز تصمیم‌گیر انسان تشکیل می‌شود و آن را از سایر حیوانات جدا می‌کند) بر اساس مباحث تاریخی شاید به حدود ۲۰۰ هزار سال پیش برمی‌گردد. حال فرآیند تصمیم‌گیری در این مغز، طی زمان سعی کرده است بر اساس اتفاقات محیطی تصمیمات مقتضی را اتخاذ کند، مثلاً یک انسان در ۱۰۰ یا ۲۰۰ هزار سال پیش، معمولاً در فرآیند اصطلاحاً «جنگ یا فرار» بوده است؛ یعنی مغز وی در مواجهه با شرایط محیطی که اکثراً ریسکی بوده‌اند (مواردی همچون حمله حیوانات و یا بلایای طبیعی و ...) سعی کرده است با تلاش برای بقا، به‌نوعی با شرایط جدید سازگار شده و زنده بماند. بنابراین می‌توانیم بگوییم مغز ما طی زمان به‌عنوان یک فرمانده برای ایجاد بقا عمل کرده است.

بر همین اساس، هدف بخش‌های مختلف مغز از جمله بخش‌هایی مثل قشر مغز و هیپوکامپوس (Hippocampus) در سیستم لیمبیک و ... که اکثراً در بحث‌های مالی رفتاری مطرح می‌شود حفظ بقا بوده و مغز سعی کرده است فرآیند تصمیم‌گیری را در دو بخش ایجاد کند. یکی از این بخش‌ها، مربوط به بحث‌های سنگینی بوده که راجع به بقا وجود داشته و دیگری بحث‌هایی که بتواند به‌واسطه آنها به آرامی

تکامل پیدا کند و با ریتمی آرام به زندگی اجتماعی برسد تا تصمیماتی متناسب با اجتماع اتخاذ کند. پس ما به‌صورت بنیادی در مغزمان با یک ساختار شکل‌یافته جهت حفظ بقا روبرو هستیم. از آنجاکه شرایط جدید مغز ما طی ۲۰۰ هزار سال ایجاد شده و از طرفی یک سری از تصمیماتی که در دنیای مدرن نیاز است گرفته شود، مربوط به قرن جاری هستند در نتیجه مغز ما هنوز پذیرش نحوه‌ی مواجهه با این موضوعات را ندارد؛ بنابراین اگرچه مغز در تلاش بوده تا نسبت به موضوعات، تصمیماتی بهینه اتخاذ کند و به نظر می‌رسد که تکامل بسیاری هم پیدا کرده، اما در رابطه با بسیاری از موضوعات مدرن، در شرایطی بسیار ابتدایی قرار دارد.

## ماهنامه «بورس»: ما می‌دانیم که انسان بر اساس عملکرد مغز خود دو مدل تصمیم‌گیری دارد که تصمیم‌گیری ارادی و غیرارادی نامیده می‌شوند. بفرمایید که تفاوت این دو نوع تصمیم‌گیری چیست؟

**دکتر عادل افخمی:** دلیل کانمن (Daniel Kahneman) تصمیمات غیرارادی و ارادی را اصطلاحاً S1 و S2 نامیده است. تصمیمات غیرارادی (S1) شاید ۹۵ درصد از تصمیمات روزمره ما را شکل می‌دهند و ما اصلاً حواسمان به انجام آنها نیست؛ مثل همین لحظه که برای حرف زدن کلمات را پشت هم می‌چینیم. منظور از تصمیمات ارادی (S2) نیز آن دست از تصمیمات است که برای اتخاذ آنها لازم است انرژی زیادی توسط مغز صرف شود. مثلاً در مقوله رانندگی مادامی که در حال آموزش دیدن هستید، تصمیمات شما در این زمینه با سیستم S2 اتخاذ می‌شوند؛ به این معنی که شما به شکل ارادی در حال پاسخ به این سؤال هستید که دنده، ترمز و ... در خودرو کجاست؟ اگرچه این موضوع اندکی دشوار است اما بعد از مدتی در گروه تصمیمات S1 قرار می‌گیرد و به همین دلیل است که شما می‌توانید مادامی که در حال صحبت کردن هستید، دنده خودرو را عوض کنید و یا ترمز بگیرید.

## ماهنامه «بورس»: با این تفاسیر، سیستم‌های تصمیم‌گیری چگونه انتخاب‌های مادر بازارهای مالی را متأثر خواهند کرد؟

**دکتر عادل افخمی:** همان‌طور که توضیح دادیم، در مغز ما دو سیستم تصمیم‌گیری وجود دارد. حال در رابطه با آن دست از تصمیماتی که بر مبنای سیستم S1 که تصمیمات غیرارادی اشخاص را شامل می‌شود اتخاذ می‌شوند، این احتمال وجود دارد که به خطا منجر شوند. در واقع اشخاص عموماً در اتخاذ تصمیمات ارادی یا سیستم S2 بر اساس تحلیلی که انجام داده‌اند، تصمیم‌گیری

میزان عدم مطلوبیت ناشی از فقدان در افراد، احتمالاً تا معادل دو برابر میزان مطلوبیت ناشی از منفعتی است که کسب می‌کند.

## ماهنامه «بورس»: از آنجا که ما دائماً مجبور به تصمیم‌گیری در حوزه‌های مختلف و به‌ویژه در حوزه سرمایه‌گذاری هستیم، از نظر شما، برای اینکه بتوانیم در حوزه سرمایه‌گذاری، تصمیمات بهتری اتخاذ کنیم، باید چگونه عمل کنیم؟

**دکتر عادل افخمی:** همانطور که پیش‌ازین مطرح کردم ما عموماً در تلاشیم تا از سیستم S1 یا سیستم غیرارادی فاصله بگیریم؛ چراکه خطاهای رفتاری عموماً نتیجه‌ی این سیستم تصمیم‌گیری است. در نتیجه تمام تلاش ما بر این است که از این سیستم فاصله گرفته و تصمیم‌هایی ارادی و تحلیلی‌تر بگیریم. در واقع هر اندازه تصمیم‌هایمان را تحلیل کنیم، به همان اندازه اثرات این دست خطاها در آنها کمتر دیده می‌شود. برای مثال در رابطه با رانندگی، اگر روزهای ابتدایی رانندگی را با زمانی که در آن متبحر شده‌اید مقایسه کنید متوجه می‌شوید، برای مثال در جاده‌های دوطرفه دیگر مثل گذشته خودرویی که روبروی شما در حرکت است برایتان ترسناک نیست و یا به راحتی قادر به سبقت گرفتن از خودروی کناری هستید. در فضای سرمایه‌گذاری هم این موضوع صدق می‌کند. در واقع شما باید در فضای سرمایه‌گذاری به آرامی سیستم S1 را در تصمیم‌گیری‌هایتان کمتر دخالت دهید، S1 یا سیستم غیر آگاهانه، خود منشأ این خطاها است. در واقع در تصمیماتی که مبتنی بر سیستم S1 است، تمام احساسات و هیجانات افراد در فضاهای اجتماعی، دخیل می‌شوند و هر قدر افراد بتوانند شبیه همان موضوع رانندگی، در شرایطی که در حال سبقت گرفتن هستند سیستم S1 را به کمترین دخالت در تصمیمات عادت دهند می‌توانند در سرمایه‌گذاری‌های خود موفق‌تر عمل کنند. البته این موضوع هم نیاز به منتورینگ و انجام یک سری اقدامات دارد، یعنی با مطالعه‌ی یک سری خطاها و صرفاً به صورت تئوریک نمی‌شود به نتایجی عملی در این خصوص رسید و این موضوع، با منتورینگ و افزایش اطلاعات، به تدریج مثل همان رانندگی در مغز انسان نهادینه می‌شود.

## ماهنامه «بورس»: به عنوان سخن پایانی، اگر سخنی با مخاطبین ماهنامه دارید بفرمایید.

**دکتر عادل افخمی:** بنده از ماهنامه «بورس» بابت زمان ارزشمندی که در اختیار بنده قرار گرفت تشکر می‌کنم. امیدوارم شرایطی فراهم شود تا بتوانیم در باب مسائلی جزئی‌تر در حوزه روانشناسی مالی اطلاع‌رسانی کنیم.

می‌کنند؛ اما ممکن است تصمیمات مربوط به سیستم S1، یا همان تصمیمات غیرارادی، منجر به یک سری خطاها شوند که آنها را در اصطلاح Bias می‌نامند. برای مثال شما ممکن است به صورت عمومی و نه حتی صرفاً در فضای سرمایه‌گذاری، از یک ریسک، مثلاً از یک صدای بلند بدون اینکه متوجه باشید، فرار کنید. این در واقع سیستم S1 است که به صورت ناخودآگاه شما را از آن فضا جدا می‌کند. حال این امکان وجود دارد صدایی که شنیده‌اید، صدای ترسناکی نبوده باشد که برای شما مخاطره‌ای ایجاد کند اما با وجود این، شما این عمل را به صورت ناخودآگاه انجام داده‌اید. در نتیجه ممکن است این دست تصمیمات، یعنی تصمیماتی که بر مبنای سیستم S1 و به صورت غیرارادی گرفته می‌شوند، به یک سری خطا منجر شوند که این خطاها را سوگیری Bias می‌نامیم.

## ماهنامه «بورس»: حال اگر این سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌های مادر خصوص معاملاتمان در بازار سرمایه رخ بدهند، ممکن است منجر به ضررهایی هنگفت شوند که به راحتی قابل جبران نباشند. در همین رابطه مهم‌ترین سوگیری‌هایی که احتمال می‌رود در سرمایه‌گذاری‌های افراد رخ بدهد کدام‌اند؟

**دکتر عادل افخمی:** ابتدا باید این نکته را یادآور شوم که آموزه‌های حوزه مالی رفتاری عمدتاً و به طور کلی به سمت وسوی شناخت این سوگیری‌ها می‌روند؛ یعنی این حوزه، بررسی می‌کند که خطاهایی از این قبیل، چرا به وجود می‌آیند؟ و چگونه می‌توان با آنها مواجهه کرده و اثراتشان را کمتر کرد؟ البته به این نکته هم اشاره کنم که تصمیم‌گیری غیر ارادی و بر اساس سوگیری، لزوماً موجب زیان نمی‌شود و چه بسا در موقعیت‌هایی ممکن است حتی سودده هم باشد اما بحث کلی ما این است که بهتر است تصمیمات، آگاهانه و با تحلیل منطقی نتایج صورت گیرد. تجربه هم نشان داده است که تصمیمات آگاهانه معمولاً به نتایج بهتری در بازارهای مالی ختم می‌شوند.

مثلاً «ریسک‌گریزی» را به عنوان یکی از سوگیری‌های خطاهای مطرح می‌شناسیم، یعنی یکی از پایه‌های ترین خطاهای رفتاری در بازارهای مالی ریسک‌گریزی است. به عنوان یک مثال ساده، ما زمانی که مبلغ مشخصی را از دست می‌دهیم عدم مطلوبیت ناشی از فقدان آن مبلغ برای ما بسیار بیشتر از میزان خوشنودی و مطلوبیتی است که اگر همان مبلغ را به دست بیاوریم احساس خواهیم کرد و زیان کردن برایمان سنگین‌تر است. به بیانی دیگر، میزان عدم مطلوبیت فردی که فرضاً در بازارهای مالی مبلغی معادل یک میلیون تومان از دست داده، بیشتر از میزان مطلوبیتی است که وقتی یک میلیون تومان اکتساب کند احساس خواهد کرد؛ بنابراین در مباحث علمی گفته می‌شود که

# تحليل صنعت





# بررسی و تحلیل صنعت پالایش



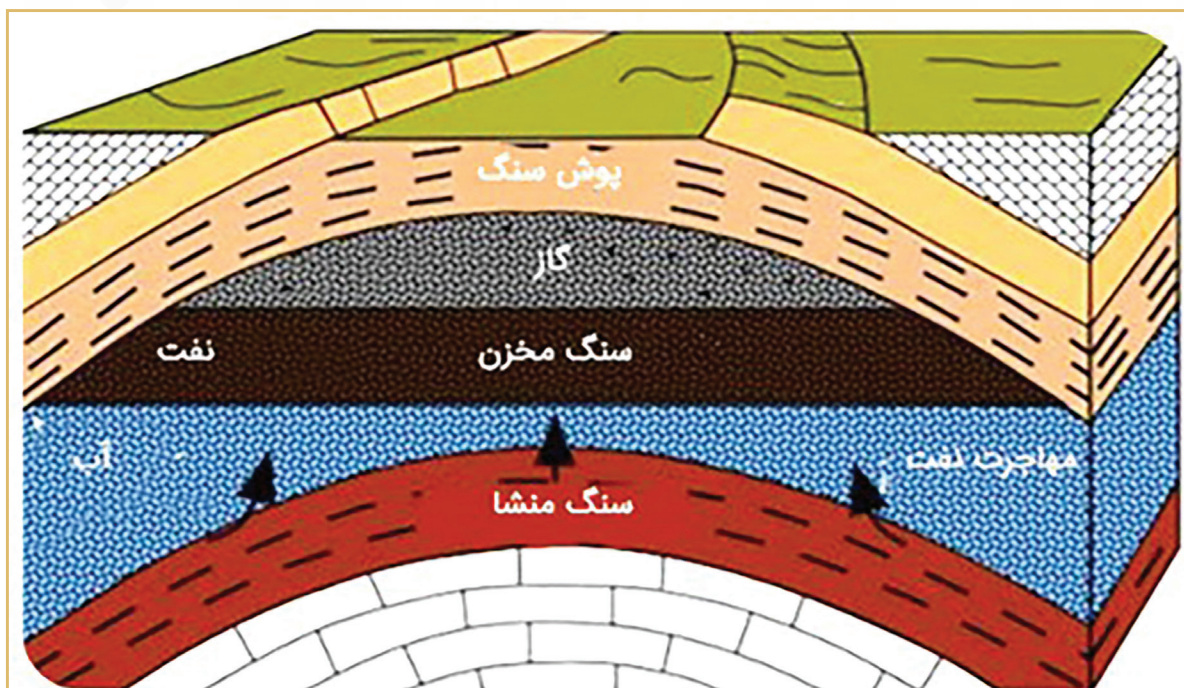
سارا جلیان  
کارشناس واحد تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن



علی اسکینی  
مدیر تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

هیدروکربورهاست و به اعتبار ترکیبات هیدروکربوری و میزان گوگرد آن، به نفت خام سبک و سنگین یا نفت خام ترش و شیرین طبقه‌بندی می‌شود. فرآیند استخراج نفت و گاز در تصویر ذیل نمایش داده شده است.

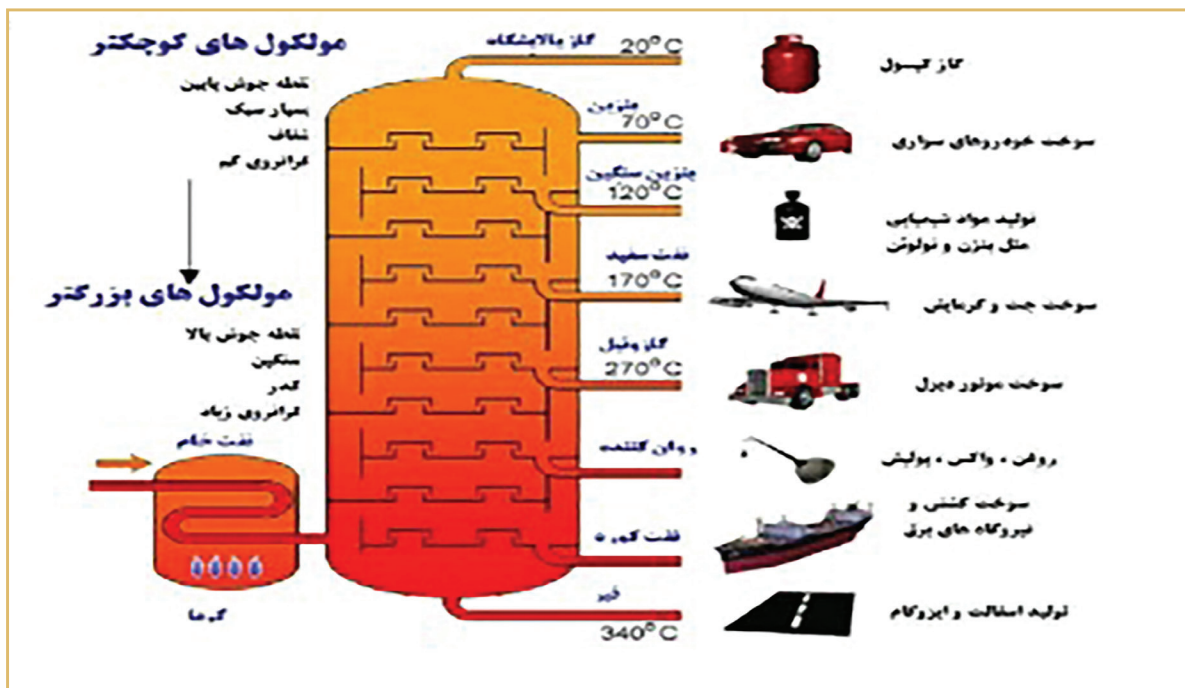
صنعت نفت و گاز جزو صنایع مادر برای کشور محسوب شده و هرگونه تحول در این صنعت بر روی سایر صنایع نیز تأثیرگذار است. پترولیوم به معنی روغنی است که از دل سنگ خارج می‌شود. نفت خام از عناصر کربن و هیدروژن تشکیل شده که یکی از انواع



نمودار ۱- استخراج نفت و گاز

از محصولات، برش‌های نفتی مختلف از یکدیگر جدا می‌شوند. دما در بالای برج تقطیر ۲۰ درجه و در قسمت پایین ۳۴۰ درجه سانتی‌گراد می‌باشد. برش‌های سبک‌تر نفتی از قسمت‌های بالایی برج و برش‌های سنگین‌تر از قسمت پایین برج خارج می‌شوند. تصویری از برج تقطیر در ذیل نمایش داده شده است.

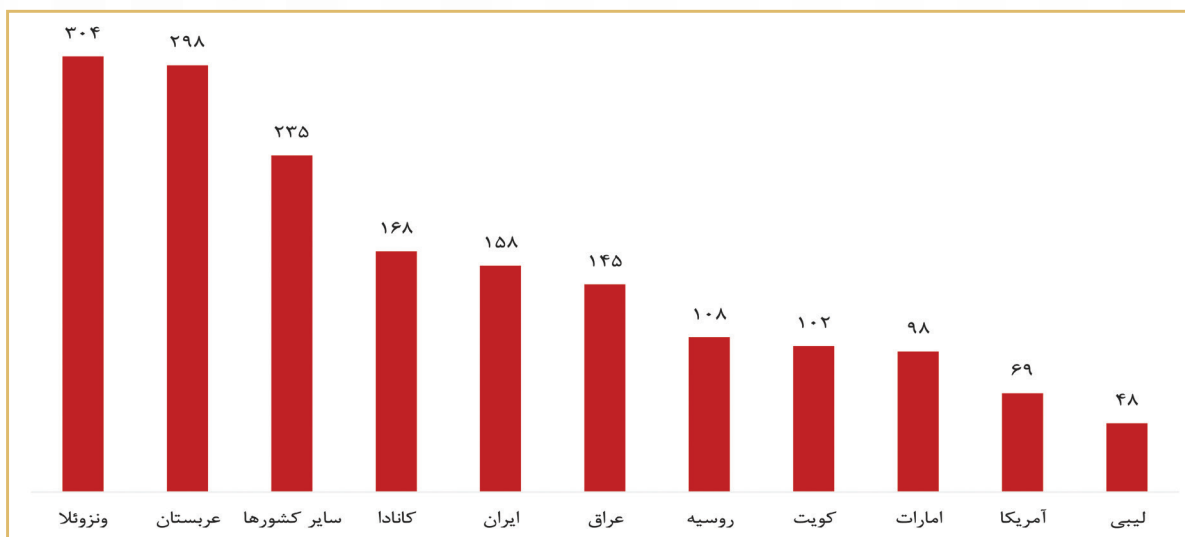
پس از استخراج نفت و گاز از زمین، به دلیل وجود ناخالصی در این مواد، برای انجام پالایش باید خالص‌سازی شوند. بعد از خالص‌سازی، نفت خام سبک وارد خطوط لوله شرکت‌های پالایشی می‌شود. پس از گرمایش نفت تا ۳۴۰ درجه سانتی‌گراد، نفت به صورت دوفاز درآمده و وارد برج تقطیر می‌شود و متناسب با نقطه جوش هر یک



نمودار ۲- برج تقطیر در پالایشگاه

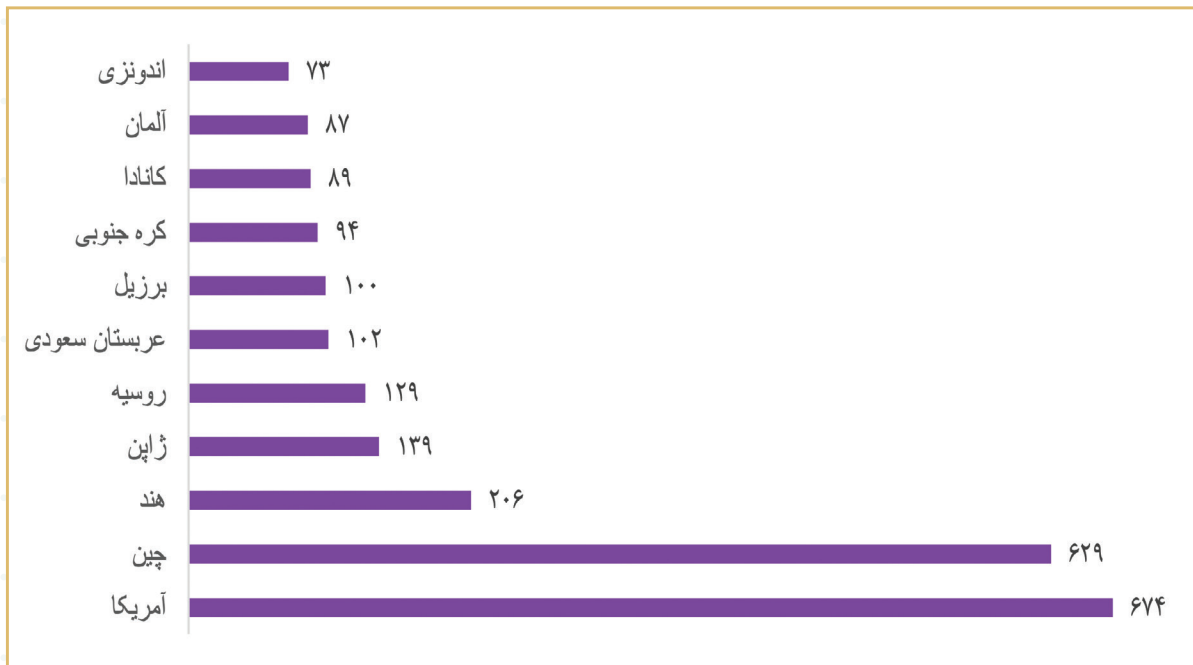
ونزوئلا قرار دارد. میزان ذخایر نفت کشورهای مختلف در سال ۲۰۲۰ در نمودار ذیل نمایش داده شده است.

دارا بودن ذخایر نفت، مهم‌ترین بازیگران این صنعت را مشخص می‌کند. بیشترین ذخیره نفت با حدود ۳۰۰ میلیارد بشکه، در اختیار

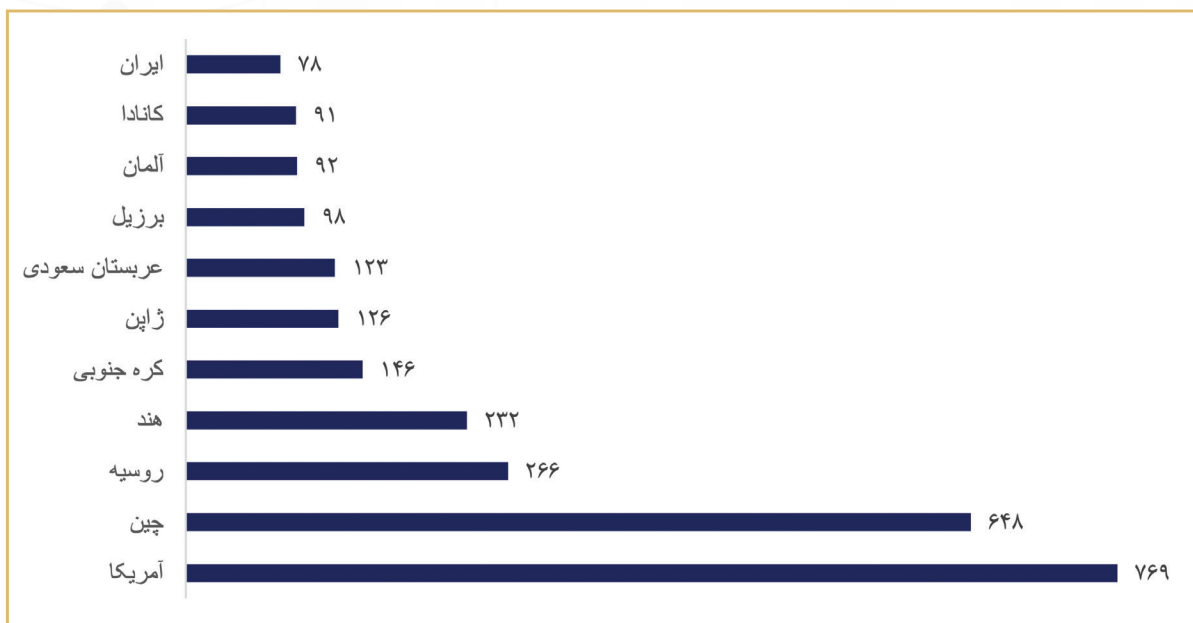


نمودار ۳- میزان ذخایر نفت در دنیا (بر حسب میلیارد بشکه)

در بین کشورهای جهان، آمریکا بزرگ‌ترین تولیدکننده و مصرف‌کننده نفت است. در نمودار ذیل، بزرگ‌ترین بازیگران این صنعت نمایش داده شده است.



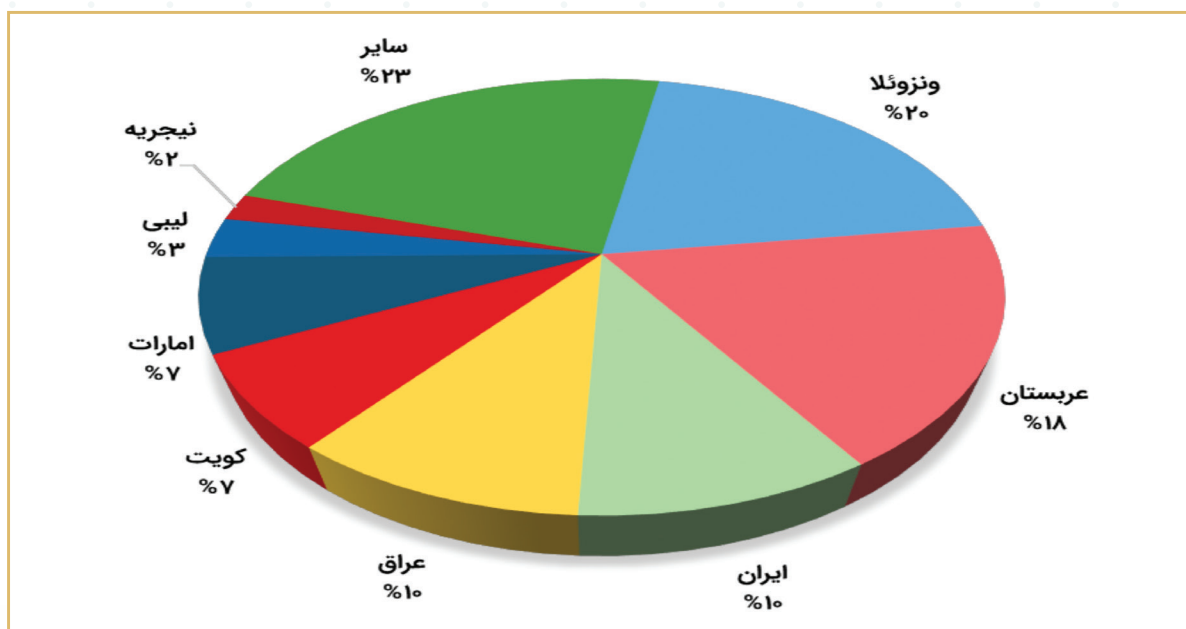
نمودار ۴- بزرگ‌ترین مصرف‌کنندگان نفت (بر حسب میلیون تن در سال)



نمودار ۵- بزرگ‌ترین تولیدکنندگان نفت (بر حسب میلیون تن در سال)

درصد تولید نفت دنیا را در اختیار دارند. سهم اعضای اوپک از تولید نفت در نمودار ذیل نمایش داده شده است.

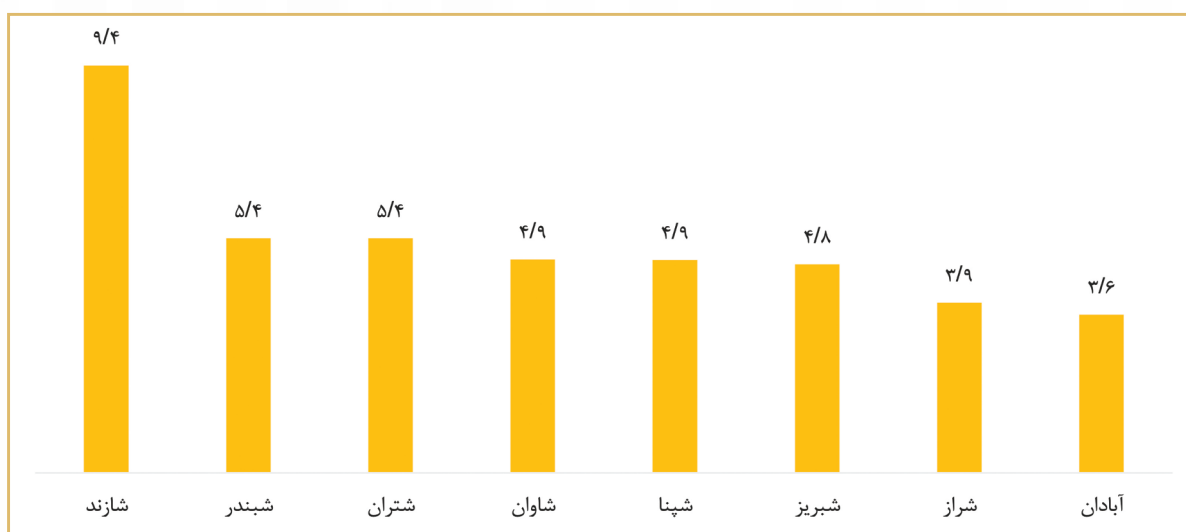
اوپک به عنوان یک سازمان مهم در حوزه نفت شناخته می شود و کشورهای عضو این سازمان از مهم ترین صادر کنندگان نفت هستند که حدوداً ۷۹



#### نمودار ۶- سهم اعضای اوپک از تولید نفت

ارزش افزوده پالایشگاه ارتقا می یابد. شاخص پیچیدگی نلسون (NCI) در مقیاس ۱ تا ۲۰ اندازه گیری می شود. هر چه مقدار این شاخص بالاتر باشد، پالایشگاه می تواند محصولات با ارزش تر که نیازمند تکنولوژی بالاتری هستند تولید کند. متوسط این شاخص در ایران ۵/۷۵ است که فاصله قابل تأملی با میانگین شاخص ۱۴ در جهان دارد. ضریب پیچیدگی پالایشگاه های ایران در نمودار ذیل نمایش داده شده است.

پالایشگاه ها در دنیا، مهم ترین فرآورده های نفتی را تولید می کنند و اصلی ترین تفاوتی که پالایشگاه های ایران و جهان با یکدیگر دارند، قدمت و ضریب پیچیدگی است. ضریب پیچیدگی، نحوه عملکرد پالایشگاه را از نظر قابلیت تولید فرآورده های با ارزش افزوده بیشتر نشان می دهد. در واقع هر اندازه پیچیدگی پالایشگاه بیشتر باشد، توان تبدیل خوراک سنگین نفتی به محصولات سبک تر، با کیفیت تر و با ارزش تر بیشتر شده و ایجاد



#### نمودار ۷- ضریب پیچیدگی پالایشگاه ها در کشور

## موقعیت مکانی پالایشگاه‌های ایران در نقشه‌ی ذیل نمایش داده شده است.



نمودار ۸- موقعیت مکانی پالایشگاه‌ها در کشور

ستاره نفت خلیج فارس، بزرگ‌ترین پالایشگاه میعانات گازی خاورمیانه و ایران است. ظرفیت تولید پالایشگاه‌های ایران در جدول ذیل ارائه شده است.

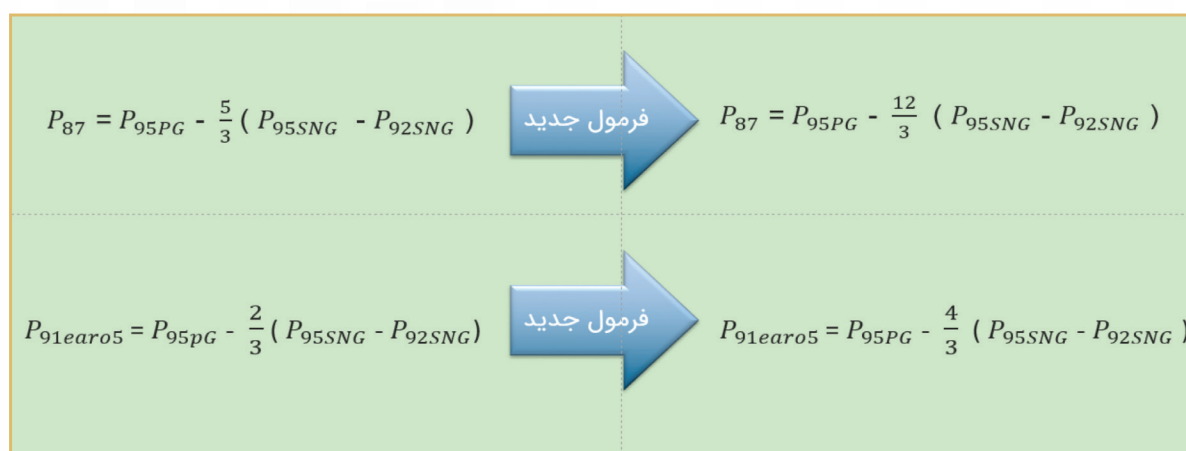
جدول ۱- ظرفیت پالایشگاه‌ها در کشور		
نام نماد	ظرفیت عملیاتی ( بشکه در روز)	سهم از کل ظرفیت
آبادان	۳۹۰.۰۰۰	۱۸ درصد
شپنا	۳۷۰.۰۰۰	۱۷ درصد
ستاره خلیج فارس	<b>۳۶۰.۰۰۰ (میعانات گازی)</b>	۱۶ درصد
شبندر	۳۵۰.۰۰۰	۱۶ درصد
شتران	۲۵۰.۰۰۰	۱۱ درصد
اراک	۲۵۰.۰۰۰	۱۱ درصد
شبریز	۱۱۰.۰۰۰	۵ درصد
شاوان	۶۰.۰۰۰	۳ درصد
شراز	۶۰.۰۰۰	۳ درصد
کرمانشاه	۲۵.۰۰۰	۱ درصد
مجموع	۲.۲۲۵.۰۰۰	۱۰۰ درصد

ترکیب تولید فرآورده‌های اصلی در پالایشگاه‌های ایران متفاوت است. در جدول زیر، سهم هر پالایشگاه از تولید فرآورده‌ها نمایش داده شده است.

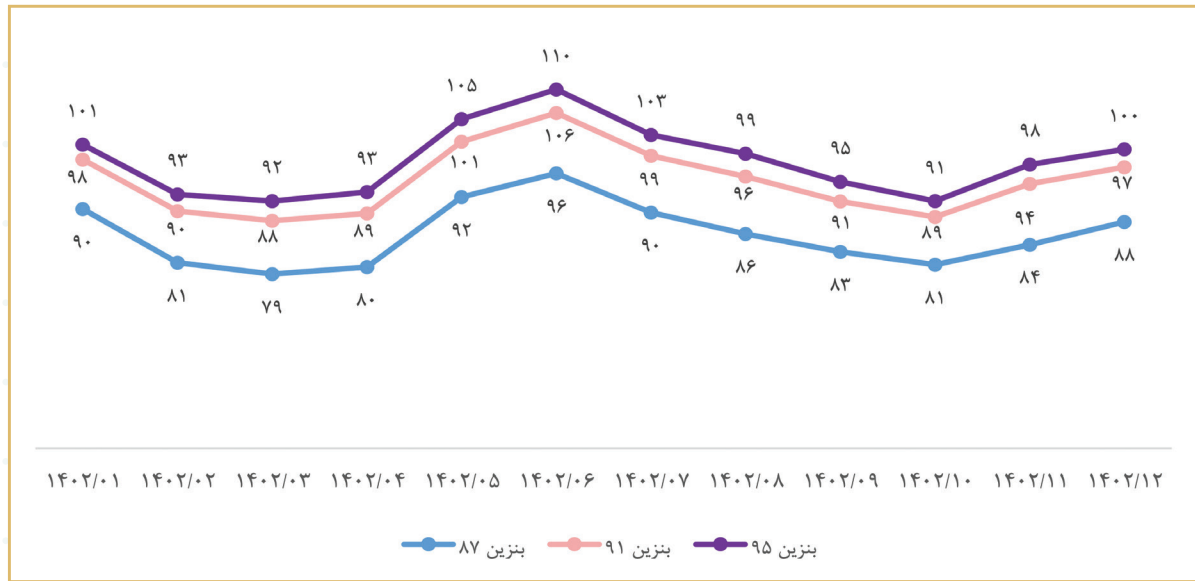
جدول ۲- سهم هر پالایشگاه از تولید فرآورده‌ها در کشور							
سهم هر یک از شرکت‌ها در تولید فرآورده‌ها	واحد	شبندر	شپنا	شتران	شبریز	شاوان	شراز
بنزین	%	۳۳	۳۱	۱۶	۱۰	۵	۴
نفت گاز	%	۲۶	۳۴	۲۰	۱۱	۴	۵
نفت کوره	%	۳۷	۲۳	۱۹	۱۳	۵	۴
نفت سفید	%	۵۹	۲۷	۱۰	۰	۰	۴
سوخت جت	%	۱۷	۱۶	۶۰	۳	۰	۳
گاز مایع	%	۱۸	۳۷	۲۶	۱۳	۳	۴
نفتا	%	۵	۱۷	۲۴	۴	۳۶	۱۴
وکیوم باتوم	%	۳۳	۳۴	۱۹	۸	۰	۷
روغن خام	%	۲۵	۲۹	۴۴	۲	۰	۰
آیزوریسایکل	%	۲۲	۶۴	۰	۱	۰	۱۴

شرکت‌ها است، در سهام آنها سرمایه‌گذاری می‌کند. این صنعت همیشه تحت تأثیر قیمت‌گذاری دستوری قرار دارد که ریسک بزرگی برای شرکت‌های این گروه محسوب می‌شود. طبق آخرین ابلاغیه به شرکت‌های پالایشی در دی‌ماه ۱۴۰۲، فرمول محاسبه بنزین دچار تغییراتی شد که منجر به کاهش قیمت این محصول و البته کرک اسپرد شرکت‌ها شده است. تغییرات فرمول محاسباتی بنزین و کرک‌ها در ذیل نشان داده شده است.

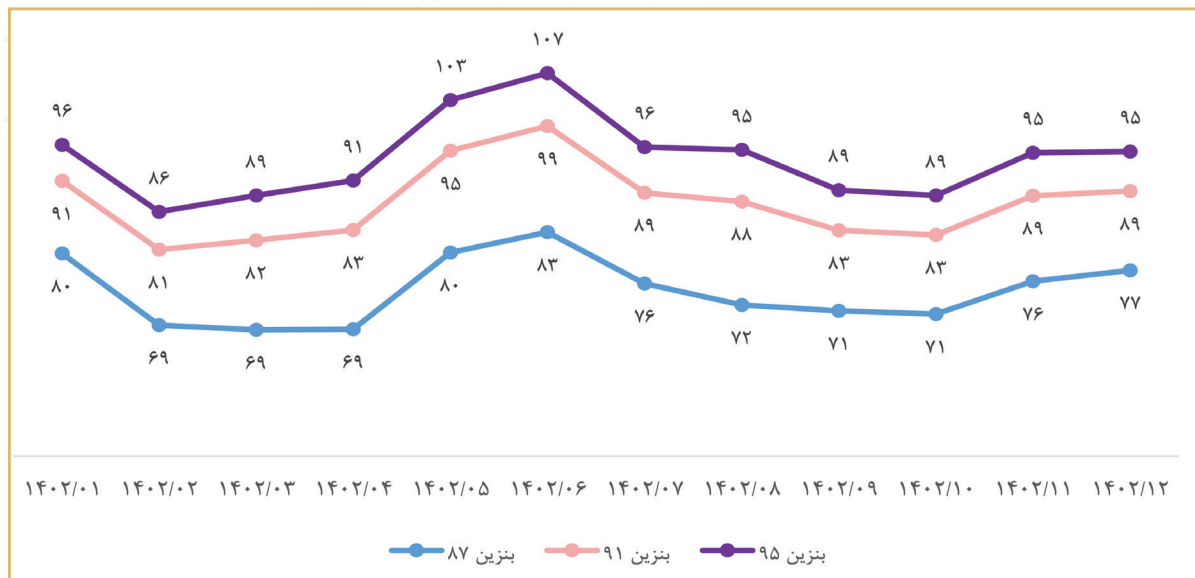
یکی از مهم‌ترین مفاهیم در پالایشگاه‌ها، بحث کرک اسپرد است. کرک اسپرد از اختلاف بین قیمت یک بشکه نفت خام و قیمت یک بشکه فرآورده به‌دست می‌آید. ممکن است در مقطعی که قیمت نفت رشد می‌کند، میزان رشد قیمت فرآورده بیشتر یا کمتر از تغییر قیمت نفت باشد و یا برعکس. بنابراین نمی‌توان با افزایش یا کاهش قیمت نفت، حکم به تعدیل مثبت یا منفی سود شرکت‌های پالایشی داد، با این حال بازار سهام با چنین نگرشی که رشد قیمت نفت به نفع این



با تغییر فرمول محاسباتی بنزین، قیمت این محصول کاهش یافته است. قیمت محاسباتی بنزین قبل و بعد از این تغییرات، در نمودارهای زیر نشان داده شده است.



نمودار ۹- قیمت بنزین در فرمول قبل (بر حسب دلار به ازای هر بشکه)



نمودار ۱۰- قیمت بنزین در فرمول جدید (بر حسب دلار به ازای هر بشکه)

تولیدی کمتر باشد، کاهش قیمت آن بیشتر است و بالعکس. در جدول ۳ در صفحه بعد، جزئیات کامل تر کاهش قیمت این محصول گزارش شده است.

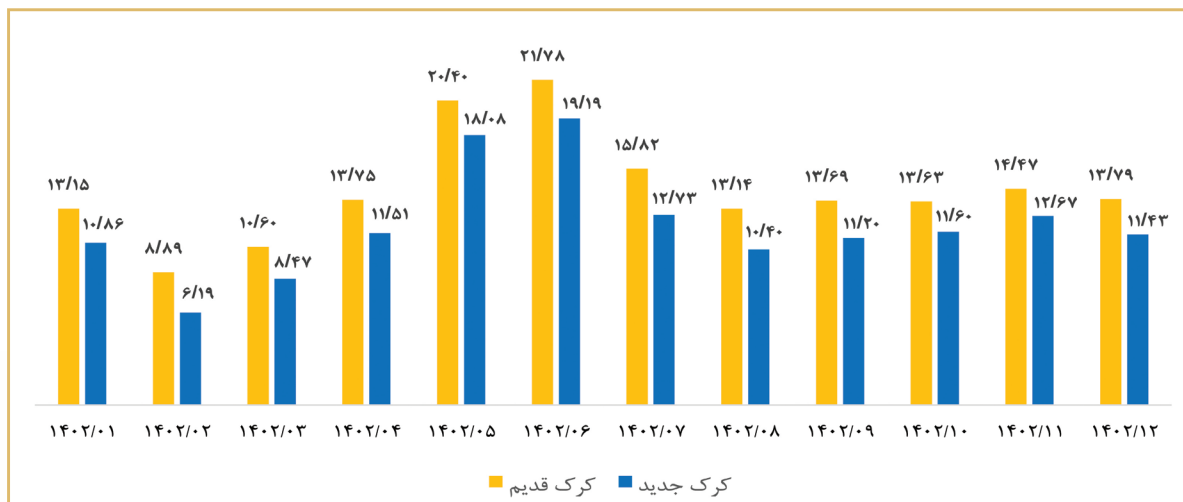
همانطور که از فرمول و نمودارهای بالا استنباط می شود، قیمت بنزین تولیدی پالایشگاهها حدوداً از ۴ تا ۱۱ دلار بسته به از کیفیت محصول، کاهش یافته است. هرچه کیفیت بنزین

### جدول ۳ - قیمت بنزین (بر حسب دلار به ازای هر بشکه)

کاهش نرخ	فرمول جدید	فرمول قدیم	میانگین قیمت ۱۴۰۲
۱۱/۴	۷۴/۵	۸۵/۹	اکتان ۸۷
۷/۴	۸۷/۶	۹۵/۰	اکتان ۹۱ یورو ۵
۴/۲	۹۴/۱	۹۸/۳	اکتان ۹۵ یورو ۵

«عطف به ماسبق» بودن این ابلاغیه، کرک کلی از حدود ۱۴ دلار به ۱۲ دلار کاهش پیدا می‌کند که در نمودار زیر قابل مشاهده است.

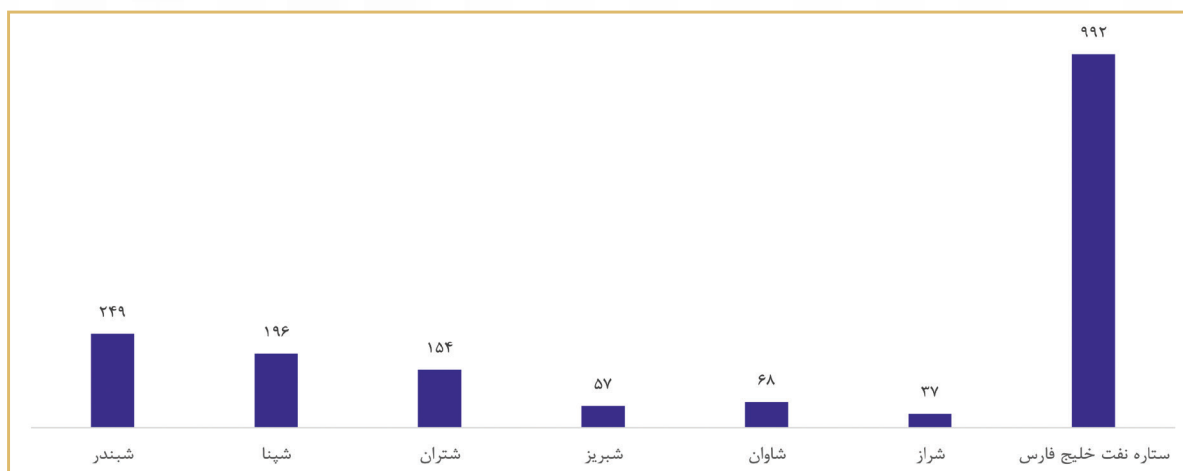
با توجه به اینکه بنزین جزو فرآورده‌های اصلی پالایشگاه‌ها است، کاهش قیمت این محصول منجر به کاهش کرک کلی خواهد شد. طبق ابلاغیه دی‌ماه ۱۴۰۲ و با توجه به



### نمودار ۱۱ - کرک فرآورده‌های اصلی با فرمول قدیم و جدید (بر حسب دلار)

لذا به نظر می‌رسد مجموع سود شرکت‌های پالایشی به‌طور میانگین حدوداً ۱/۵ تا ۲ میلیارد دلار کاهش خواهد یافت که این عدد با توجه به تغییرات قیمت نفت و سایر شرایط می‌تواند تا حدودی متغیر باشد. در نمودار زیر، میزان کاهش سود سالانه برای هر یک از پالایشگاه‌های کشور نشان داده شده است.

پس از اعتراضاتی که از سمت شرکت‌های تولیدکننده به فرمول محاسباتی و غیرقانونی بودن این بند که فرمول جدید «عطف به ماسبق» است، انجام شد، در تیرماه ۱۴۰۳ اصلاحاتی توسط دولت مبنی بر حذف بند «عطف به ماسبق» بودن این فرمول صورت گرفت. به این معنی که اثرات فرمول جدید فقط برای دو ماه پایانی سال ۱۴۰۲ و طبیعتاً سال‌های بعد می‌باشد.



### نمودار ۱۲ - کاهش سود پالایشگاه‌ها ناشی از کاهش قیمت بنزین (بر حسب میلیون دلار)



۱۳۹۸ به صورت دلاری حدوداً ۱۰ برابر شده و به ۴۶۱ میلیون دلار در سال ۱۴۰۲ رسیده است. روند تغییرات هزینه انرژی در شرکت‌های پالایشی در جدول ۴ گزارش شده است.

علاوه بر اعلام فرمول جدید قیمت‌گذاری فرآورده‌های پالایشی، هزینه انرژی و رشد چشمگیر آن طی سال‌های گذشته، از دیگر چالش‌های مهم این صنعت می‌باشد. مجموع هزینه انرژی در شرکت‌های پالایشی از سال

جدول ۴- روند تغییرات هزینه انرژی					
میلیارد تومان	۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸
شتران	۴.۱۸۶	۲.۴۶۷	۱.۴۸۵	۱۱۱	۱۰۰
شپنا	۵.۸۹۴	۲.۶۶۳	۱.۸۲۴	۱۵۹	۱۵۶
شبندر	۴.۴۸۷	۲.۳۴۳	۱.۷۹۲	۲۰۰	۱۵۱
شبریز	۲.۱۶۶	۱.۰۲۴	۷۴۳	۵۱	۴۹
شراز	۸۹۹	۵۲۹	۳۲۵	۲۸	۲۸
مجموع	۱۷.۶۳۳	۹.۰۲۶	۶.۱۶۹	۵۴۸	۴۸۴

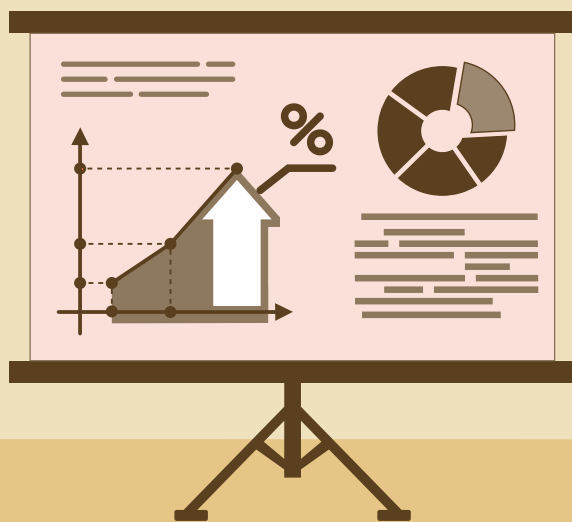
پرتفوی سهامداران عدالت دارد و هرگونه تغییری در سود این شرکت‌ها، موجب آسیب دیدن دارایی حدود ۴۹ میلیون سهامدار می‌شود. لذا به نظر می‌رسد بهتر است سیاست‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در مورد این صنعت توجه بیشتری داشته باشند. در پایان می‌توان مهم‌ترین چالش‌های این صنعت را به صورت زیر خلاصه کرد:

**نتیجه‌گیری**  
صنعت پالایش به‌عنوان یک صنعت استراتژیک و بزرگ در کشور شناخته می‌شود. ارزش بازار شرکت‌های بورسی این صنعت حدود ۵۰۰ همت است که معادل ۷ درصد ارزش بازار بورس تهران می‌باشد. علاوه بر این، صنعت پالایش وزن قابل توجهی در

- بحث رگولاتوری و جایگاه تصمیم دولت با وجود ۴۹ میلیون سهامدار
- اجبار شرکت‌های پالایشی برای تولید محصولات با ارزش افزوده پایین‌تر به دلیل ناترازی‌های انرژی در کشور و متضرر شدن شرکت‌های تولیدکننده
- عدم انتشار به موقع قیمت‌ها و سردرگمی سهامداران از وضعیت سودآوری صنعت
- مطالبات سنگین تولیدکننده‌ها از دولت
- عدم دریافت خوراک با کیفیت مناسب
- تصمیمات خلق الساعه برای گروه (ابلاغیه آخر مبنی بر تغییر فرمول قیمت بنزین)



# خلاصه عملکرد صندوقها



# عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در خردادماه ۱۴۰۳

منبع

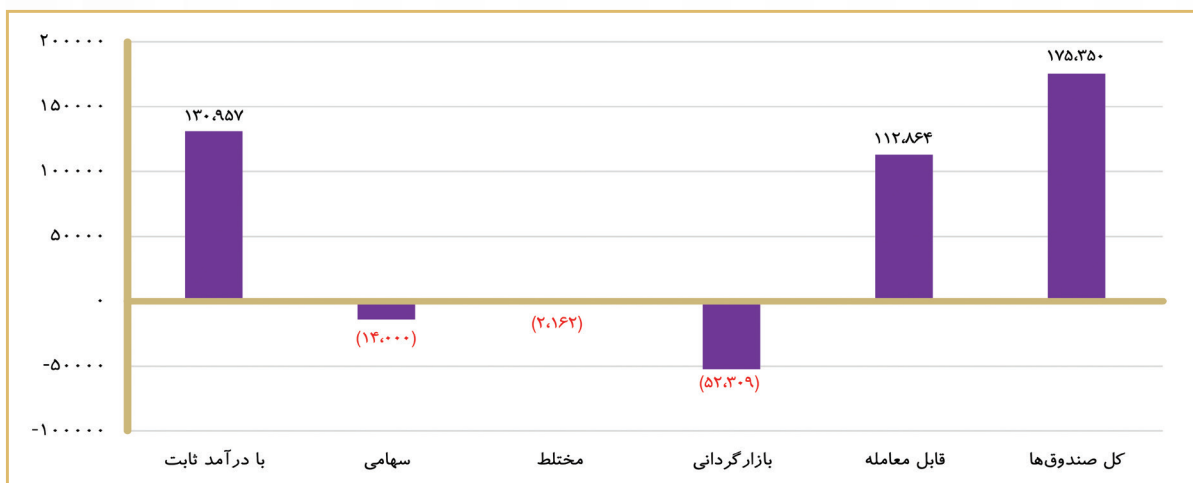
شرکت مشاوره و پردازش اطلاعات مالی پارت

بازارهای مالی مکان مناسبی برای سرمایه‌گذاری هستند و بیشتر افراد جامعه تمایل دارند پس‌اندازها و ثروت خود را در این بازارها سرمایه‌گذاری کنند؛ اما مسئله اساسی، عدم آشنایی همه اقشار جامعه با این بازارها است و در شرایطی که به صورت شخصی اقدام به سرمایه‌گذاری کنند و از مشاوران مالی کمک نگیرند، متحمل زیان‌های جبران‌ناپذیری خواهند شد. البته به دلیل هزینه‌های نسبتاً بالا، استفاده از خدمات مشاوران مالی برای مبالغ جزئی مقرون به‌صرفه نخواهد بود. در این شرایط بهترین راه حل استفاده از واسطه‌های مالی است که آنها منابع مالی خرد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و بعد از یک کاسه کردن آن به منابع مالی هنگفتی دست پیدا می‌کنند و با استفاده از تخصص افراد حرفه‌ای و با تجربه در زمینه سرمایه‌گذاری، این منابع را به سمت بازارهای مالی هدایت می‌کنند و بهترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران خود انتخاب و سود حاصله را به نسبت آورده سرمایه‌گذاران بین آنها تقسیم می‌کنند. یکی از این نهادها مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری انواع مختلفی دارند که این تنوع می‌تواند انواع سلیقه‌های سرمایه‌گذاری را با انواع ریسک‌پذیری و بازده مورد انتظار پوشش دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس ترکیب دارایی در سه گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی، با درآمد ثابت و مختلط قرار می‌گیرند که از نظر الزامات سرمایه‌گذاری که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شده، با یکدیگر تفاوت دارند. همچنین از نظر نوع سرمایه‌گذاری به دو دسته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله تقسیم‌بندی می‌شوند. علاوه بر صندوق‌های یادشده، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی نیز در بازار سرمایه ایران مشغول فعالیت هستند. در این گزارش، با استفاده از داده‌ها و اطلاعات سامانه رسام، به ارائه وضعیت و عملکرد این صندوق‌ها که در بازار سرمایه ایران فعال هستند، پرداخته شده است.

## ترکیب و ارزش دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در خردادماه

۱۳۱ هزار میلیارد ریال معادل ۳/۴ درصد افزایش یافته است. صندوق‌های بازارگردانی نیز تقریباً با ۵۲ هزار میلیارد ریال کاهش معادل منفی ۳/۲ درصد، بیشترین کاهش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها را در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت کرده‌اند.

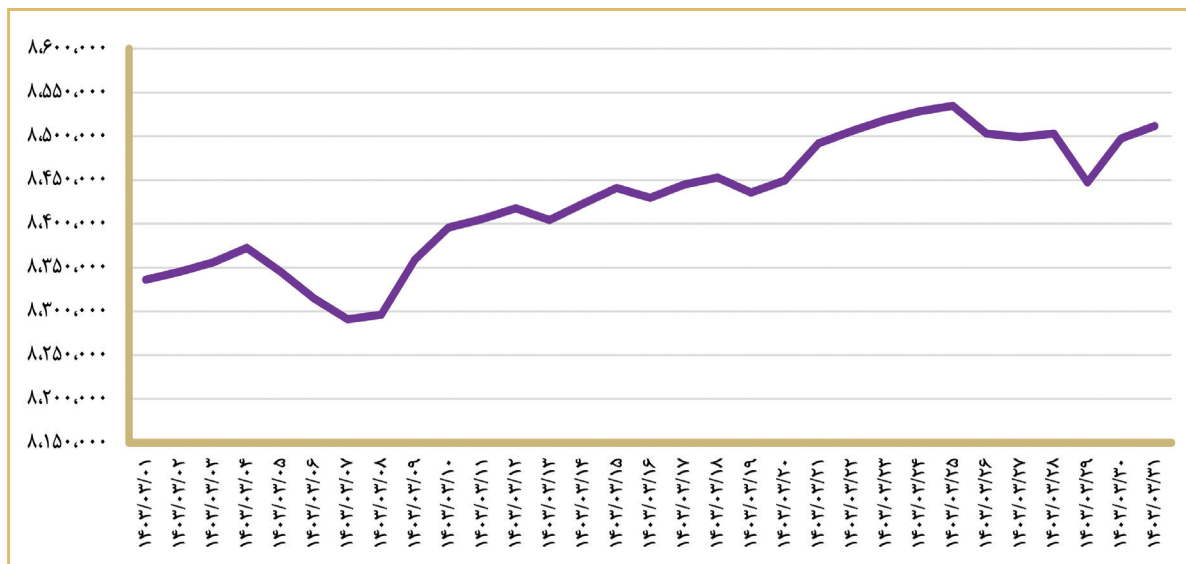
طی خردادماه ۱۴۰۳، کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً با ۱۷۵ هزار میلیارد ریال افزایش، به مبلغ ۸،۵۱۲ هزار میلیارد ریال رسید. بیشترین افزایش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت بوده که نسبت به ابتدای ماه، حدود



نمودار ۱. تغییر ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها به تفکیک نوع صندوق (میلیارد ریال) تا ابتدای تیرماه ۱۴۰۳

می‌دهد. نتایج نشان‌دهنده افزایش ۲/۱ درصدی در مجموع ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها در این ماه است.

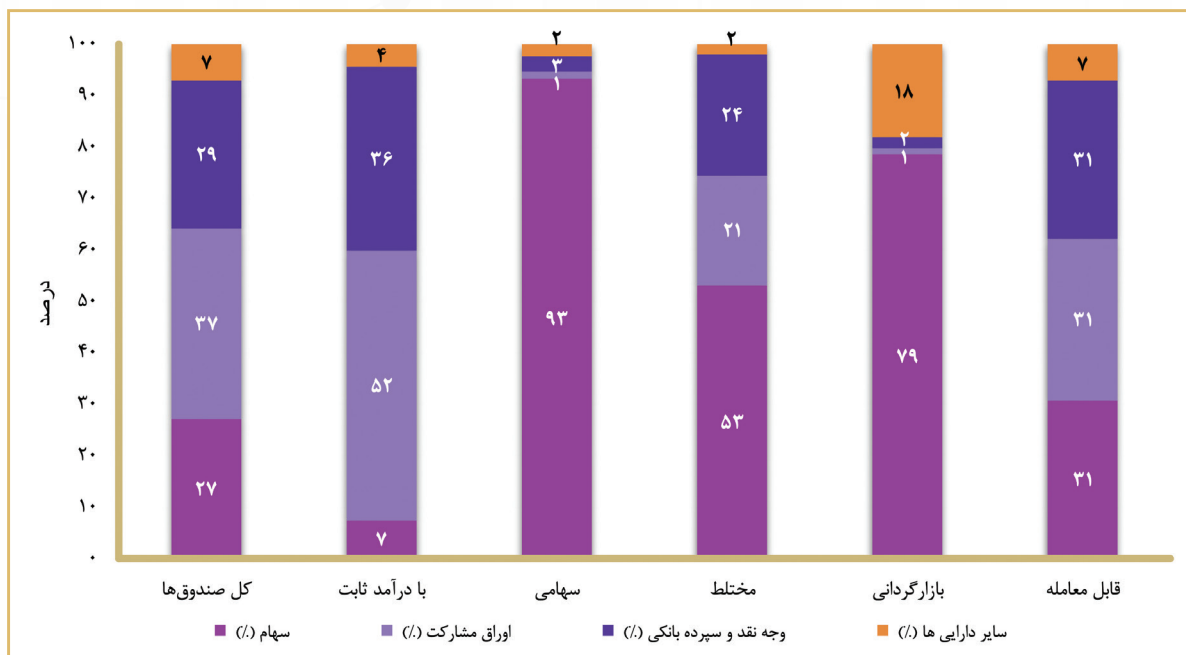
نمودار ۲، روند تغییرات کل ارزش خالص دارایی‌های همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول خردادماه ۱۴۰۳ بر حسب میلیارد ریال نشان



نمودار ۲. ارزش خالص دارایی‌های تمامی صندوق‌ها (میلیارد ریال) تا ابتدای تیرماه ۱۴۰۳

سایر دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری کرده‌اند. در نمودار ۳، ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان داده شده است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعاً ۲۷ درصد از منابع مالی خود را در سهام، ۳۷ درصد را در اوراق مشارکت، ۲۹ درصد را در سپرده‌های بانکی و وجه نقد و حدود ۷ درصد را در



نمودار ۳. ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (درصد) تا ابتدای تیرماه ۱۴۰۳

## بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

در جدول‌های ۱ تا ۴، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بیشترین بازدهی در هر گروه از صندوق‌های با درآمد ثابت، سهامی، مختلط و قابل معامله در بورس ارائه شده است. از بین صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق

«مشترک صبای هدف» با ۲/۸ درصد، بیشترین بازدهی را کسب کرده است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۲۲/۹ درصد بوده است.

جدول ۱: پربازده‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت			
ردیف	نام صندوق	بازده خرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ خرداد (درصد)
۱	مشترک صبای هدف	۲/۸	۲۲/۹
۲	روند پایدارآبان	۲/۴	*
۳	مشترک افق کارگزاری بانک خاورمیانه	۲/۴	۲۷/۳

صندوق سرمایه‌گذاری «حفظ ارزش دماوند» با ۲/۴ درصد، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های سهامی کسب کرده است. صندوق سرمایه‌گذاری «اعتبار سهام ایرانیان» با فاصله اندک، در رتبه دوم قرار دارد.

صندوق سرمایه‌گذاری «حفظ ارزش دماوند» با ۲/۴ درصد، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های سهامی کسب کرده است. صندوق

جدول ۲: پربازده‌ترین صندوق‌های سهامی			
ردیف	نام صندوق	بازده خرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ خرداد (درصد)
۱	حفظ ارزش دماوند	۲/۴	*
۲	اعتبار سهام ایرانیان	۲/۴	۵/۲
۳	باران کارگزاری بانک کشاورزی	-۵/۶	-۱۵/۸

در خردادماه ۱۴۰۳، صندوق «ارمغان یکم ملل» با بازدهی ۱/۶ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۵/۵ درصد بوده است.

در خردادماه ۱۴۰۳، صندوق «ارمغان یکم ملل» با بازدهی ۱/۶ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۵/۵ درصد بوده است.

جدول ۳: پربازده‌ترین صندوق‌های مختلط			
ردیف	نام صندوق	بازده خرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ خرداد (درصد)
۱	ارمغان یکم ملل	۱/۶	۵/۵
۲	اعتماد تمدن	۵/۵	۲/۱
۳	مشترک نیکی گستران	۵/۴	۵/۷

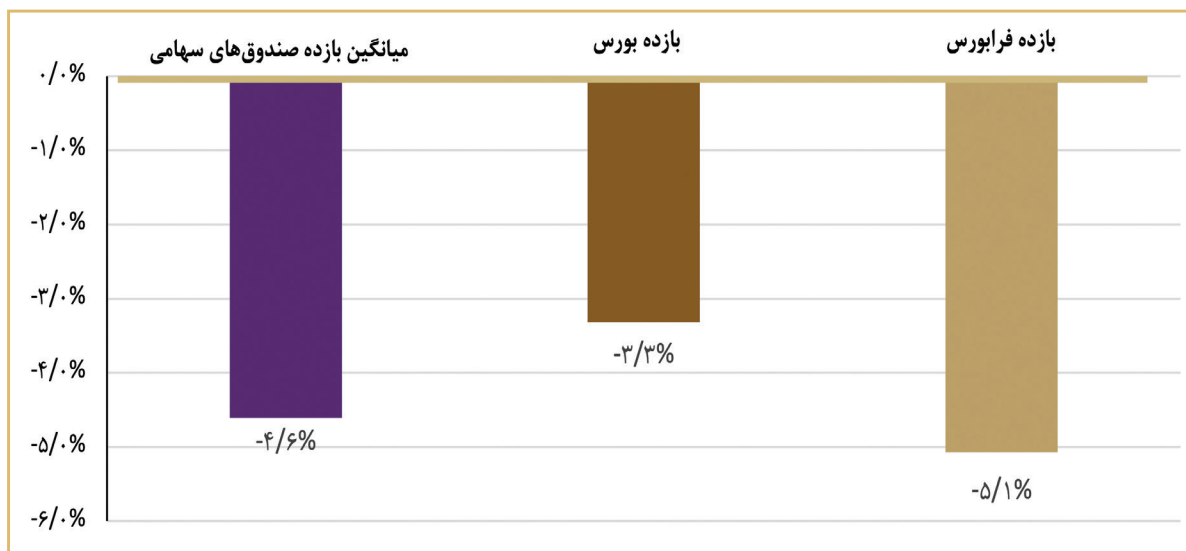
صندوق «واسطه‌گری مالی یکم» با بازدهی ۷/۹ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های قابل معامله در بورس طی خردادماه ۱۴۰۳ داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق منفی ۱۳/۰ درصد بوده است.

صندوق «واسطه‌گری مالی یکم» با بازدهی ۷/۹ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های قابل معامله در بورس طی خردادماه ۱۴۰۳ داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق منفی ۱۳/۰ درصد بوده است.

جدول ۴: پربازده‌ترین صندوق‌های قابل معامله در بورس			
ردیف	نام صندوق	بازده خرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ خرداد (درصد)
۱	واسطه‌گری مالی یکم	۷/۹	-۱۳/۰
۲	بازده پایا	۴/۶	۲۸/۲
۳	در اوراق بهادار با درآمد ثابت کیان	۴/۱	۲۶/۴

صندوق‌های سهامی در مقایسه با شاخص کل بورس، عملکرد ضعیف‌تر و در مقایسه با شاخص کل فرابورس، عملکرد بهتری داشته‌اند.

در بخش بعدی، میانگین بازده صندوق‌های سهامی با بازده شاخص کل بورس و شاخص کل فرابورس طی خردادماه ۱۴۰۳ مقایسه شده است. همانطور که در نمودار ۴ مشاهده می‌شود،

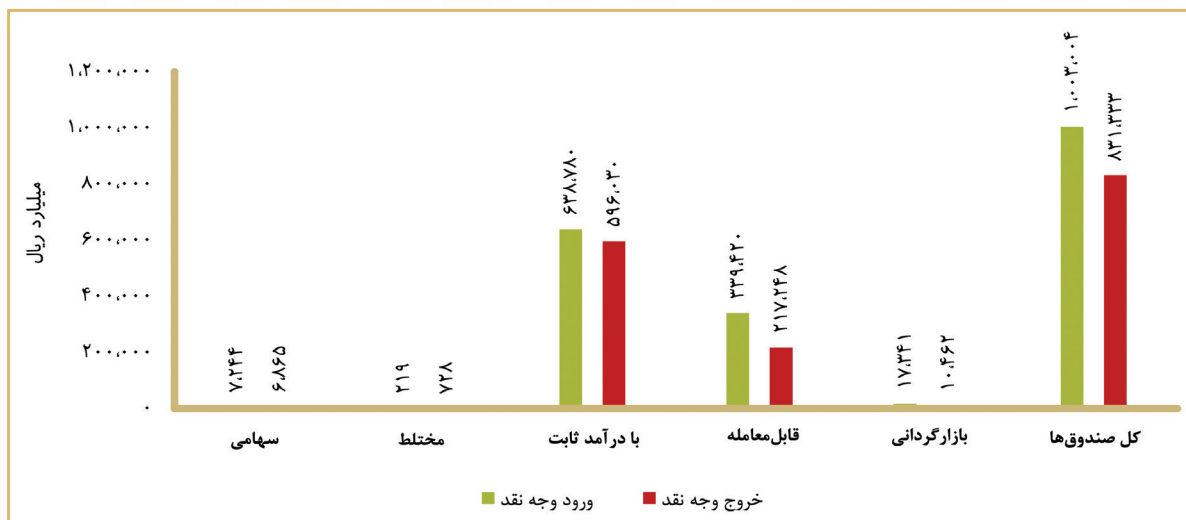


نمودار ۴. مقایسه بازده صندوق‌های سهامی با بازده بورس و فرابورس (درصد) تا ابتدای تیرماه ۱۴۰۳

### وضعیت ورود و خروج نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۱۲۲ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های قابل معامله در بورس و بیشترین خالص خروج پول از صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۵۰۹ میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های مختلط بوده است. نمودار ۵، ورود پول به کل صندوق‌ها و خروج پول از آنها را به‌واسطه صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری طی خردادماه ۱۴۰۳ نشان می‌دهد.

طی خردادماه ۱۴۰۳، ورود پول به کل صندوق‌ها (به‌واسطه صدور واحدهای سرمایه‌گذاری) حدود ۱,۰۰۳ هزار میلیارد ریال و خروج پول از آنها (به‌واسطه ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری) نیز تقریباً ۸۳۱ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین، خالص ورود سرمایه به کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۱۷۲ هزار میلیارد ریال بوده است. بیشترین خالص ورود پول به



نمودار ۵. نمودار میله‌ای ورود و خروج جریان نقد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری (میلیارد ریال) تا ابتدای تیرماه ۱۴۰۳

# عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تیرماه ۱۴۰۳

منبع

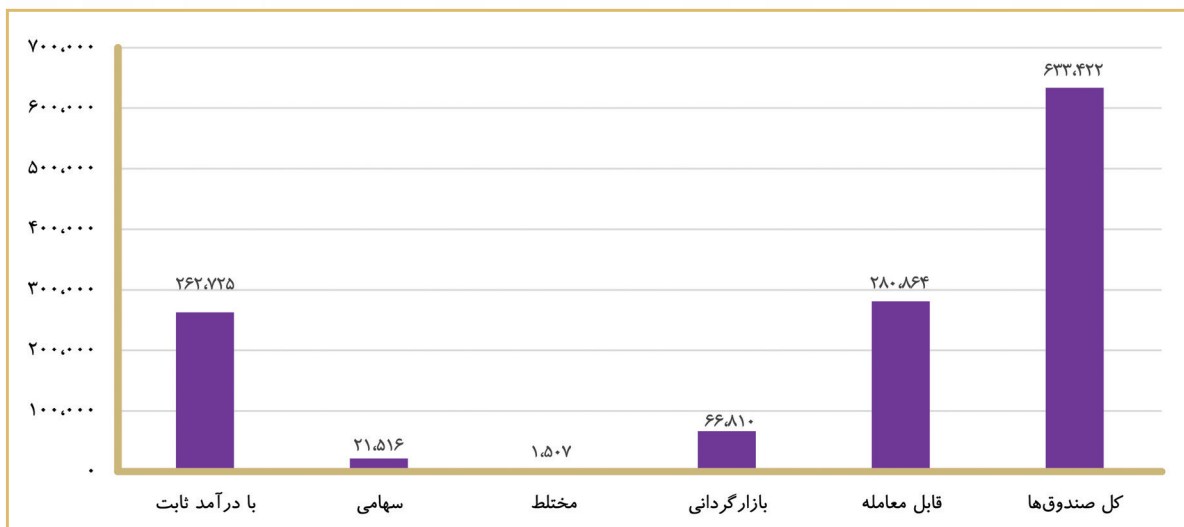
شرکت مشاوره و پردازش اطلاعات مالی پارت

بازارهای مالی مکان مناسبی برای سرمایه‌گذاری هستند و بیشتر افراد جامعه تمایل دارند پس‌اندازها و ثروت خود را در این بازارها سرمایه‌گذاری کنند؛ اما مسئله اساسی، عدم آشنایی همه اقشار جامعه با این بازارها است و در شرایطی که به صورت شخصی اقدام به سرمایه‌گذاری کنند و از مشاوران مالی کمک نگیرند، متحمل زیان‌های جبران‌ناپذیری خواهند شد. البته به دلیل هزینه‌های نسبتاً بالا، استفاده از خدمات مشاوران مالی برای مبالغ جزئی مقرون به صرفه نخواهد بود. در این شرایط بهترین راه حل استفاده از واسطه‌های مالی است که آنها منابع مالی خرد سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و بعد از یک کاسه کردن آن به منابع مالی هنگفتی دست پیدا می‌کنند و با استفاده از تخصص افراد حرفه‌ای و با تجربه در زمینه سرمایه‌گذاری، این منابع را به سمت بازارهای مالی هدایت می‌کنند و بهترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران خود انتخاب و سود حاصله را به نسبت آورده سرمایه‌گذاران بین آنها تقسیم می‌کنند. یکی از این نهادها مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری انواع مختلفی دارند که این تنوع می‌تواند انواع سلیقه‌های سرمایه‌گذاری را با انواع ریسک‌پذیری و بازده مورد انتظار پوشش دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر اساس ترکیب دارایی در سه گروه صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی، با درآمد ثابت و مختلط قرار می‌گیرند که از نظر الزامات سرمایه‌گذاری که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شده، با یکدیگر تفاوت دارند. همچنین از نظر نوع سرمایه‌گذاری به دو دسته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله تقسیم‌بندی می‌شوند. علاوه بر صندوق‌های یادشده، صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی نیز در بازار سرمایه ایران مشغول فعالیت هستند. در این گزارش، با استفاده از داده‌ها و اطلاعات سامانه رسام، به ارائه وضعیت و عملکرد این صندوق‌ها که در بازار سرمایه ایران فعال هستند، پرداخته شده است.

## ترکیب و ارزش دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در تیرماه

قابل معامله بوده که نسبت به ابتدای ماه، حدود ۲۸۱ هزار میلیارد ریال معادل ۱۰/۹ درصد بوده است. صندوق‌های با درآمد ثابت نیز تقریباً با ۲۶۳ هزار میلیارد ریال، افزایش ۶/۶ درصدی در ارزش خالص دارایی‌ها را ثبت کرده‌اند.

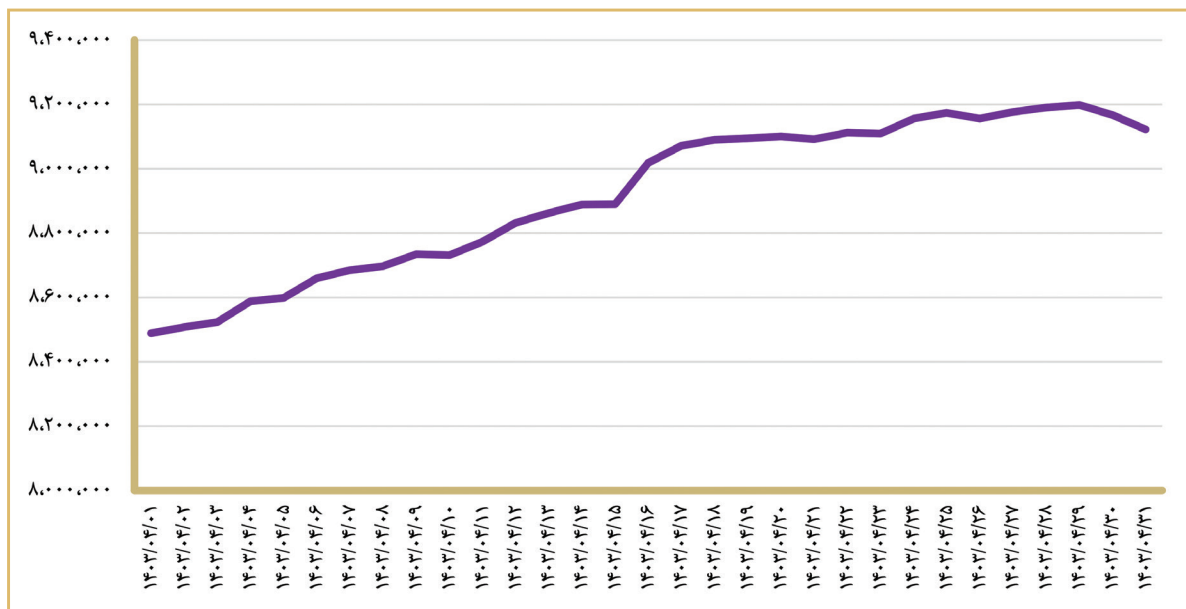
طی تیرماه ۱۴۰۳، کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً با ۶۳۳ هزار میلیارد ریال افزایش، به مبلغ ۹،۱۲۲ هزار میلیارد ریال رسید. بیشترین افزایش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها مربوط به صندوق‌های



نمودار ۱. تغییر ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها به تفکیک نوع صندوق (میلیارد ریال) تا ابتدای مردادماه ۱۴۰۳

می‌دهد. نتایج نشان‌دهنده افزایش در مجموع ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌ها در این ماه است.

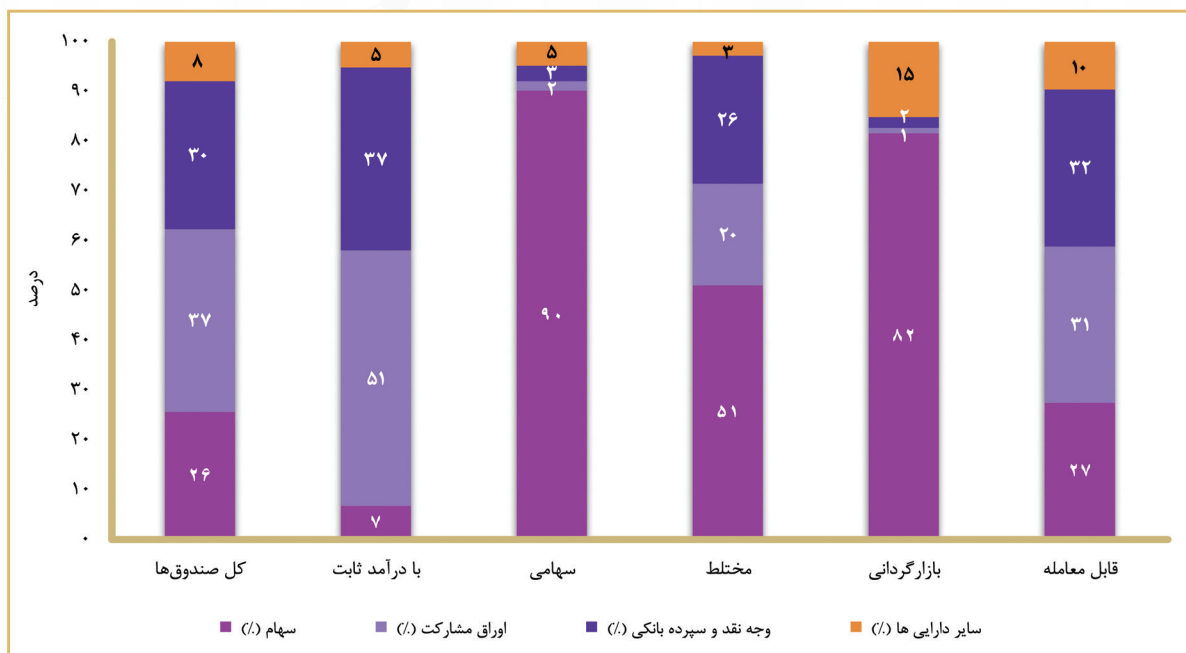
نمودار ۲، روند تغییرات کل ارزش خالص دارایی‌های همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول تیرماه ۱۴۰۳ بر حسب میلیارد ریال نشان



نمودار ۲. ارزش خالص دارایی‌های تمامی صندوق‌ها (میلیارد ریال) تا ابتدای مردادماه ۱۴۰۳

سایر دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری کرده‌اند. در نمودار ۳، ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان داده شده است.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعاً ۲۶ درصد از منابع مالی خود را در سهام، ۳۷ درصد را در اوراق مشارکت، ۳۰ درصد را در سپرده‌های بانکی و وجه نقد و حدود ۸ درصد را در



نمودار ۳. ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (درصد) تا ابتدای مردادماه ۱۴۰۳



## بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

«مشترک گنجینه آوا نوین» با ۴/۷ درصد، بیشترین بازدهی را کسب کرده است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۲۰/۶ درصد بوده است.

در جدول‌های ۱ تا ۴، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بیشترین بازدهی در هر گروه از صندوق‌های با درآمد ثابت، سهامی، مختلط و قابل معامله در بورس ارائه شده است. از بین صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق

جدول ۱: پربازده‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت			
ردیف	نام صندوق	بازده تیر (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ تیر (درصد)
۱	مشترک گنجینه آوا نوین	۴/۷	۲۰/۶
۲	امین ملت	۲/۵	۲۱/۳
۳	مشترک افق کارگزاری بانک خاورمیانه	۲/۴	۲۷/۶

است. بازدهی این صندوق در یک سال گذشته منفی ۲/۱ درصد بوده است.

صندوق سرمایه‌گذاری «مشترک کاریزما» با ۱۰/۸۲ درصد، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های سهامی کسب کرده

جدول ۲: پربازده‌ترین صندوق‌های سهامی			
ردیف	نام صندوق	بازده تیر (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ تیر (درصد)
۱	مشترک کاریزما	۱۰/۸۲	-۲/۱
۲	مشترک ستاره خاورمیانه	۱۰/۶۷	۲۱/۹
۳	مشترک دماسنج	۱۰/۶۵	۲۰/۵

مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۲/۳ درصد بوده است.

در تیرماه ۱۴۰۳، صندوق «با تضمین اصل سرمایه کیان» با بازدهی ۶/۸ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های

جدول ۳: پربازده‌ترین صندوق‌های مختلط			
ردیف	نام صندوق	بازده تیر (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ تیر (درصد)
۱	با تضمین اصل سرمایه کیان	۶/۸	۲/۳
۲	تضمین اصل مبلغ سرمایه خلیج فارس	۶/۷	*
۳	تضمین اصل سرمایه کاریزما	۵/۵	۱۳/۷

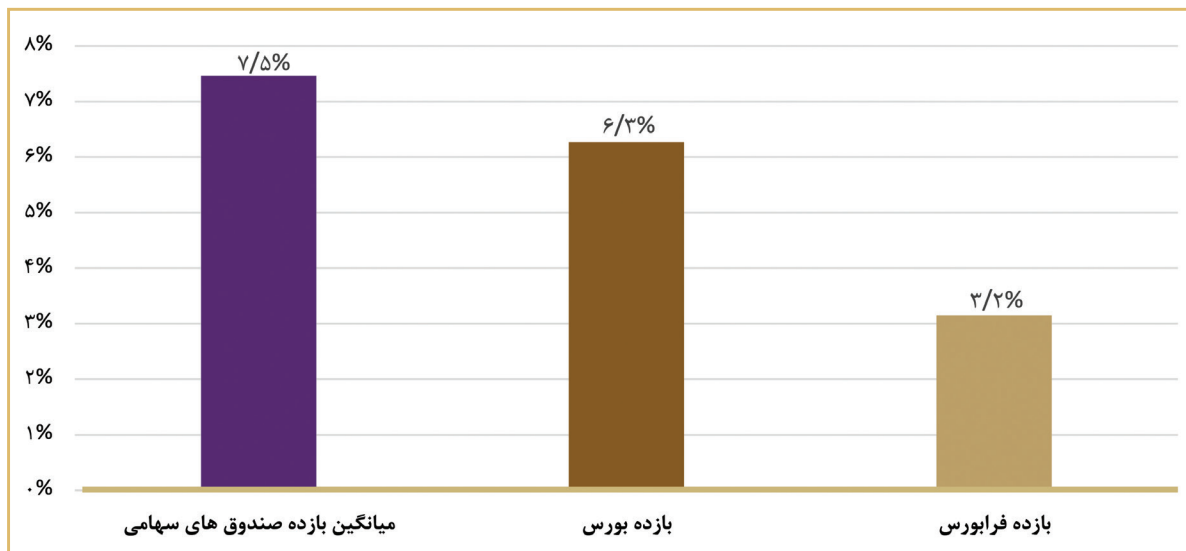
بورس داشته است. صندوق «سهامی اهرمی شتاب آگاه» نیز با ۱۶/۸ درصد بازدهی، رتبه دوم را کسب نموده است.

صندوق تازه تأسیس «سهامی اهرمی موج فیروزه» با بازدهی ۲۱/۸ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های قابل معامله در

جدول ۴: پربازده‌ترین صندوق‌های قابل معامله در بورس			
ردیف	نام صندوق	بازده تیر (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ تیر (درصد)
۱	سهامی اهرمی موج فیروزه	۲۱/۸	*
۲	سهامی اهرمی شتاب آگاه	۱۶/۸	۱/۲
۳	سهامی اهرمی جهش فارابی	۱۲/۲	-۵/۲

همانطور که در نمودار ۴ مشاهده می‌شود، عملکرد صندوق‌های سهامی از عملکرد شاخص کل بورس و شاخص کل فرابورس بهتر بوده است.

در بخش بعدی، میانگین بازده صندوق‌های سهامی با بازده شاخص کل بورس و شاخص کل فرابورس طی تیرماه ۱۴۰۳ مقایسه شده است.

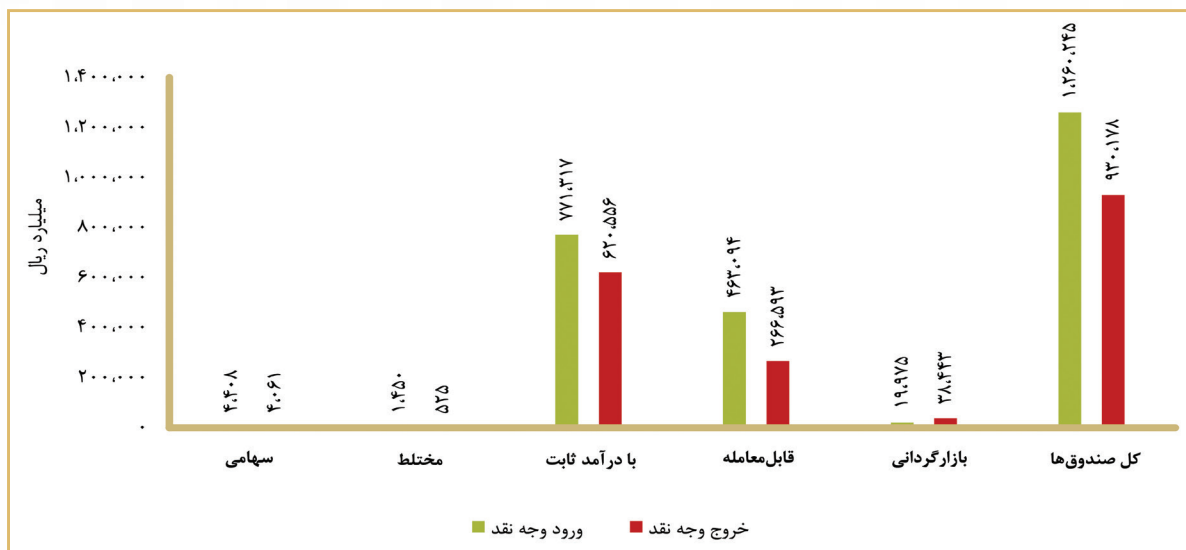


نمودار ۴. مقایسه بازده صندوق‌های سهامی با بازده بورس و فرابورس (درصد) تا ابتدای مردادماه ۱۴۰۳

### وضعیت ورود و خروج نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۱۹۷ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های قابل معامله و بیشترین خالص خروج پول از آنها حدود ۱۸ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های بازارگردانی بوده است. نمودار ۵، ورود پول به کل صندوق‌ها و خروج پول از آنها را به‌واسطه صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری طی تیرماه ۱۴۰۳ نشان می‌دهد.

طی تیرماه ۱۴۰۳، ورود پول به کل صندوق‌ها (به‌واسطه صدور واحدهای سرمایه‌گذاری) حدود ۱,۲۶۰ هزار میلیارد ریال و خروج پول از آنها (به‌واسطه ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری) نیز تقریباً ۹۳۰ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین، خالص ورود سرمایه به کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در این ماه حدود ۳۳۰ هزار میلیارد ریال بوده است. بیشترین خالص ورود پول به



نمودار ۵. نمودار میلیه‌ای ورود و خروج جریان نقد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری (میلیارد ریال) تا ابتدای مردادماه ۱۴۰۳



امام خمینی (رحمة الله عليه) یک حقیقت  
همیشه زنده است. نام او پرچم این انقلاب،  
راه او راه این انقلاب و اهداف او اهداف این  
انقلاب است. راه او راه ما، هدف او هدف  
ما و رهنمود او مشعل فروزنده ماست.

مقام معظم رهبری (مدظله العالی)

# روح الله المصوبی انخمینی

روح الله المصوبی  
انخمینی



## نشان بورس تهران

لوگوی بورس تهران برگرفته از یک نشان برنجی مربوط به دوره هخامنشیان است که در استان لرستان کشف شده است. در این لوگو چهار انسان دست در دست یکدیگر (اتحاد و همکاری) در درون دایره‌ای قرار دارند که نشان گر دنیا است. دنیایی که براساس افسانه‌های قدیمی ایران بر روی شاخ دو گاو قرار دارد؛ که خود نشانه ثروت و بهره‌وری هستند. این نشان هم اکنون در موزه لوور پاریس نگهداری می‌شود.



# مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه





## سازوکار صدور، ابطال و بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله سهامی در بورس‌های اوراق بهادار

در دهه‌ی گذشته در عرصه جهانی و همچنین عرصه داخلی، تعداد، انواع و میزان سرمایه

تحت مدیریت صندوق‌های قابل معامله رشد چشمگیری داشته است. علل متعددی برای

این رشد بیان شده که از جمله آنها می‌توان به مزایای صندوق‌ها همچون بر خورداری از تنوع زیاد (صندوق‌های شاخصی، بخشی، کالایی، اهرمی، معکوس و مانند آن)، کارمزد معاملاتی اندک، امکان معامله طی نشست معاملاتی، دسترسی به سرمایه‌گذاری متنوع با سرمایه‌ی اندک و مقاومت مناسب آنها در شرایط پر تلاطم بازار اشاره کرد. وجود چنین مزایایی، منجر به این شده که علاوه بر سرمایه‌گذاران خرد، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و حقوقی نیز بیش از گذشته از صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله استقبال کنند و بر محبوبیت این صندوق‌ها در بین فعالان بازار بیفزایند. رشد و توسعه این صندوق‌ها دارای نیازمندی‌هایی است که از مهم‌ترین آنها داشتن نقدشوندگی مناسب در بازار است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که بورس‌های اوراق بهادار از سازوکاری شبیه به یکدیگر برای بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله استفاده می‌کنند. از آنجاکه توسعه این صندوق‌ها برای بورس تهران نیز بسیار با اهمیت است، در این گزارش سازوکار صدور، ابطال و انجام معاملات صندوق‌های قابل معامله در بورس‌های اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته است.



دکتر حمید اسکندری  
کارشناس مسئول واحد تحقیق و توسعه بورس تهران

## ۱- کلیات سازوکار بهبود نقدشوندگی صندوق‌های قابل معامله

در ادبیات مالی برای صندوق‌های قابل معامله دو بازار با نام‌های بازار اولیه<sup>۱</sup> و ثانویه<sup>۲</sup> تعریف می‌شود. صدور<sup>۳</sup> و ابطال<sup>۴</sup> واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در بازار اولیه انجام می‌شود و در بازار ثانویه این واحدها قابلیت معامله پیدا می‌کنند. در بازار اولیه تمام سرمایه‌گذاران نمی‌توانند در خواست صدور یا ابطال بدهند و تنها گروه خاصی از سرمایه‌گذاران مجاز به ثبت چنین درخواست‌هایی هستند که در بسیاری از بورس‌های اوراق بهادار با نام سرمایه‌گذار مجاز<sup>۵</sup> شناخته می‌شوند. سرمایه‌گذاران مجاز معمولاً از سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی)<sup>۶</sup> بزرگ مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت‌های کارگزار-معامله‌گر انتخاب می‌شوند و می‌توانند درخواست صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را به قیمتی برابر خالص ارزش دارایی هر واحد به صندوق بدهند. ارسال درخواست صدور و ابطال واحدها به هر تعداد امکان‌پذیر نیست و برای آن محدودیت حجمی وجود دارد؛ یعنی سرمایه‌گذاران مجاز فقط می‌توانند در ضرایب بزرگ و معینی (مثلاً ضریبی از ۲۵ هزار واحد) درخواست صدور یا ابطال دهند. در درخواست‌های صدور این ضریب با عنوان واحد صدور و در درخواست‌های ابطال، این ضریب با عنوان واحد ابطال<sup>۷</sup> شناخته می‌شود. سرمایه‌گذاران مجاز برای فعالیت در بازار اولیه قراردادی<sup>۸</sup> با صندوق دارند که اندازه واحد صدور و ابطال در آن تعیین می‌شود. سرمایه‌گذاران مجاز بر اساس شرایط درج‌شده در این قرارداد، می‌توانند درخواست‌های صدور یا ابطال خود را به صندوق بدهند. این سرمایه‌گذاران می‌توانند تمام یا بخشی از واحدهای سرمایه‌گذاری دریافت‌شده را در بورس به سایر سرمایه‌گذاران بفروشند یا اینکه اقدام به نگهداری آنها کنند. علاوه بر این سرمایه‌گذاران مجاز معمولاً می‌توانند درخواست‌های صدور یا ابطال را از سایر سرمایه‌گذاران دریافت کرده و آنها را به صندوق ارسال کنند. بدین منظور سرمایه‌گذاران برای ارسال درخواست صدور یا ابطال خود باید محدودیت حجمی را رعایت کنند. البته باید به این نکته توجه کرد که واحدهای صدور یا ابطال دارای ضرایب بزرگی هستند، بنابراین در عمل، سرمایه‌گذاران خرد امکان ارسال چنین درخواست‌هایی را به سرمایه‌گذار مجاز ندارند و تنها اشخاصی که دارای واحدهای سرمایه‌گذاری بیش از اندازه واحد صدور یا ابطال هستند، می‌توانند چنین درخواست‌هایی را به سرمایه‌گذاران مجاز ارسال کنند.

برای صدور واحدهای جدید، معمولاً سرمایه‌گذار مجازی که درخواست صدور واحد را به صندوق می‌دهد، ابتدا سبدي از اوراق بهادار و وجه نقد

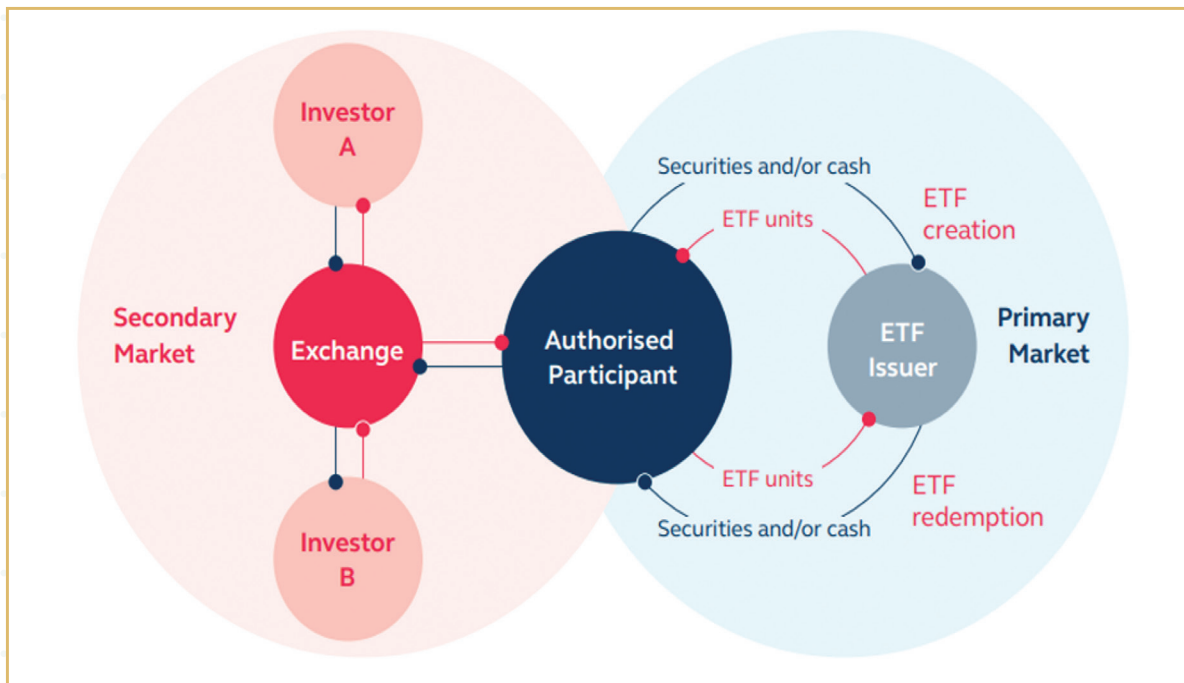
و یا سایر دارایی‌هایی که صندوق در آن روز تعیین کرده را نزد صندوق سپرده می‌کند و پس از آن، در ازای آنها، واحدهای سرمایه‌گذاری صادرشده را دریافت می‌کند. سبد تحویل‌شده معمولاً نشان‌دهنده دارایی‌های صندوق است و ترکیب این سبد توسط صندوق در همان روز پیش از شروع جلسه معاملاتی تعیین می‌شود؛ یعنی چنانچه سرمایه‌گذار مجاز درخواست صدور داشته باشد، به وی اعلام می‌شود چه ترکیبی از سهام و وجه نقد باید تحویل دهد تا واحدها را دریافت کند و برعکس چنانچه درخواست ابطال داشته باشد، به وی اعلام می‌شود که چه ترکیبی به وی تحویل داده خواهد شد. برای تعیین ترکیب این سبد، دو روش استاندارد و سفارشی<sup>۱۰</sup> مورد استفاده قرار می‌گیرد. در حالت استاندارد ترکیب سبد نشان‌دهنده همان ترکیب دارایی‌های صندوق است. اما در حالت سفارشی ترکیب سبد (سبد سفارشی<sup>۱۱</sup>) به صورت مذاکره‌ای بین مدیر صندوق و سرمایه‌گذار مجاز تعیین می‌شود. سبد سفارشی معمولاً شامل اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده ترکیب دارایی‌های صندوق نیستند. به عنوان نمونه، ممکن است در حالتی که سرمایه‌گذار مجاز درخواست صدور واحد می‌دهد، مدیر صندوق به وی سهام‌هایی را اعلام کند که قصد خرید آنها از بورس را دارد. فرآیند ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری نیز مشابه فرآیند صدور است، یعنی زمانی که یک سرمایه‌گذار مجاز درخواست ابطال واحدهای خود را به صندوق می‌دهد، در ازای واگذاری واحدها، ترکیب مشخصی از اوراق بهادار و وجه نقد را دریافت می‌کند. همچنین در حالتی که سرمایه‌گذار قصد ابطال دارد، ممکن است مدیر صندوق به وی سهام‌هایی از صندوق را بدهد که قصد فروش آن سهام‌ها را در بازار دارد. استفاده از چنین سازوکاری هزینه‌ی معاملات صندوق را کاهش داده و نهایتاً سود بیشتری را عاید دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌کند.

بر خلاف بازار اولیه که دارای محدودیت فعالیت برای فعالان بازار است، در بازار ثانویه امکان انجام معاملات برای تمام سرمایه‌گذاران از جمله سرمایه‌گذاران حقیقی (خرد<sup>۱۲</sup>) وجود دارد؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران خرد گزینه‌ای به جز خرید و فروش واحدها در بورس یا همان بازار ثانویه به قیمت تعیین‌شده در بازار ندارند. معاملات این واحدها برای معامله‌گران در این بازار همانند معاملات سهام است. بدین معنا که برای معامله‌ی واحدهای صندوق یک خریدار و یک فروشنده باید سفارش قابل انطباق را به سامانه معاملات ارسال کنند و در نتیجه آن یک معامله انجام می‌شود. قیمت معاملاتی هر واحد صندوق در بازار ثانویه بر اساس میزان عرضه و تقاضا مشخص می‌شود و ممکن است قیمت معاملاتی بیشتر یا کمتر از خالص ارزش دارایی هر واحد<sup>۱۳</sup> صندوق باشد. از جمله عواملی که ممکن است منجر به بروز این اختلاف شود می‌توان به روند شدید صعودی



یا نزولی در بازار، نوسان دارایی‌های پایه صندوق و عرضه یا تقاضای زیاد واحدهای سرمایه‌گذاری اشاره کرد. برای درک بهتر چگونگی

ارتباط بین بازار اول و دوم، شکل ۱ نمای کلی از عملکرد این دو بازار را نشان داده است.



**شکل ۱: فرآیند صدور و ابطال و نحوه انجام معاملات واحدهای صندوق‌های قابل معامله در بازار اولیه و ثانویه**

سرمایه‌گذاران مجاز پاداش یا کارمزدی از صندوق دریافت نمی‌کنند و درآمد آنها ناشی از فعالیت آربیتراژی در بازار است. در این راستا چنانچه قیمت معامله‌ی هر واحد صندوق در بازار بیشتر از خالص ارزش دارایی هر واحد باشد، سرمایه‌گذار مجاز از این فرصت آربیتراژی استفاده کرده و با خرید ترکیب سبد صندوق و تحویل آن به صندوق، واحدهای جدید را با همان قیمت خالص ارزش دارایی هر واحد که کمتر از قیمت معامله در بازار است، دریافت می‌کند و آنها را در بازار به فروش می‌رساند. پس سرمایه‌گذار مجاز از محل اختلاف قیمت صدور و فروش واحدها در بازار کسب سود می‌کند. سرمایه‌گذار مجاز با خرید دارایی پایه ممکن است به افزایش قیمت دارایی‌های صندوق کمک کند که نهایتاً نتیجه‌اش، رشد خالص ارزش دارایی صندوق و نزدیک شدن قیمت معاملاتی به خالص ارزش هر واحد دارایی صندوق است. علاوه بر این با فروش واحدهای صندوق در بازار به افزایش عرضه در بازار کمک کرده که ممکن است به کاهش قیمت هر واحد صندوق در بازار منجر شود. بدین‌وسیله نیز سرمایه‌گذار مجاز به نزدیک‌تر شدن قیمت بازار و خالص ارزش دارایی هر واحد صندوق و از بین رفتن فرصت آربیتراژی کمک می‌کند. در حالت عکس یعنی در وضعیتی که قیمت معامله هر واحد صندوق در بازار کمتر از خالص ارزش دارایی

هر واحد باشد نیز فرصت آربیتراژی برای سرمایه‌گذاران مجاز به وجود می‌آید. در این حالت سرمایه‌گذار مجاز واحدهای صندوق را در بازار خریداری کرده و با تحویل آنها به صندوق، بخشی از سبد صندوق را دریافت می‌کند و با فروش آن در بازار کسب منفعت می‌کند. به عبارتی سرمایه‌گذاران مجاز با استفاده از فرصت‌های آربیتراژی در بازار علاوه بر کسب سود، منجر به کاهش فاصله قیمت معاملاتی هر واحد صندوق در بازار از خالص ارزش دارایی هر واحد می‌شوند. در اکوسیستم صندوق‌های قابل معامله، بازارگردان‌ها دارای نقشی متفاوت از سرمایه‌گذاران مجاز هستند و حضور هم‌زمان بازارگردان‌ها و سرمایه‌گذاران مجاز برای عملکرد صحیح صندوق‌ها الزامی است. بازارگردان‌ها معمولاً کارگزار - معامله‌گرانی در بازار ثانویه هستند که وظیفه حفظ نقدشوندگی واحدهای صندوق را بر عهده دارند. آنها با ایفای تعهدات خود از جمله مظنه‌گذاری دوطرفه، حضور در بازار به میزان معین و رعایت حداقل اندازه سفارش انباشته به بهبود نقدشوندگی بازار ثانویه کمک می‌کنند. در بیشتر موارد بازارگردان‌ها دارای قراردادی با صندوق هستند که به آنها اجازه می‌دهد نقش سرمایه‌گذار مجاز را نیز ایفا کنند. البته این بدین معنا نیست که بازارگردان‌ها موظف هستند، نقش سرمایه‌گذار مجاز را ایفا کنند و همین‌طور سرمایه‌گذاران مجاز

۲۵ دلار است و مطابق آخرین وضعیت، صندوق دارای ۵۰ هزار واحد است. صندوق قابل معامله پادشده از نوع صندوق‌های شاخصی است و شاخص ردگیری شونده دارای چهار سهم A, B, C, D است. هر یک از این سهم‌ها در این شاخص دارای وزن یکسانی هستند. اندازه واحد صدور این صندوق ۵۰ هزار واحد است؛ بنابراین سرمایه‌گذار مجاز برای ثبت درخواست صدور، باید ضربی از ۵۰ هزار واحد را ثبت کند. برای درک بهتر شرایط صندوق، جدول ۱ خلاصه‌ای از دارایی‌های آن را ارائه کرده است. همان‌طور که مشخص است هر سهم در این صندوق دارای ارزش بازاری برابر با سایرین است.

موظف به قبول وظایف بازارگردانی نیستند. بلکه به علت جذابیت هر دو فعالیت، تقاضا برای این مسئله وجود دارد. برای درک بهتر سازوکار صدور و ابطال واحدها توسط سرمایه‌گذار مجاز و نحوه‌ی کسب درآمد وی به دو مثال زیر توجه کنید. مثال (۱): یک سرمایه‌گذار قصد دارد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق قابل معامله XYZ را معامله کند. فرآیند دقیق خرید و فروش این واحدها در شش گام به شرح زیر است. گام اول: فرض می‌شود، قیمت آخرین معامله واحدهای این صندوق در بورس

### جدول ۱: ترکیب دارایی‌های صندوق به همراه ارزش بازاری هر یک از اجزای آن

Underlying holding	Price	Shares Owned	Market value
A	\$100	3,125	\$312,500
B	\$50	6,250	\$312,500
C	\$125	2,500	\$312,500
D	\$25	12,000	\$312,500
			\$1,250,000 (AUM)
<b>Creation Units Outstanding</b>			<b>1</b>
<b>ETF shares Outstanding</b>			<b>50,000</b>
<b>NAV (Total Net Asset Value/ shares outstanding)</b>			<b>\$25</b>
<b>Market Price/ share</b>			<b>\$25</b>

### گام سوم:

سرمایه‌گذار با کارگزار خود صحبت می‌کند، زیرا ممکن است کارگزار وی نیز یکی از سرمایه‌گذاران مجاز باشد. در صورتی که کارگزار وی سرمایه‌گذار مجاز نباشد، به نمایندگی از وی با یک سرمایه‌گذار مجاز تماس برقرار می‌کند. در این تماس، کارگزار بیان می‌کند که قصد خرید ۱۰ میلیون دلار از واحدهای صندوق XYZ را دارد. سرمایه‌گذار مجاز با دانستن اندازه واحد صدور محاسبه می‌کند که باید به چه تعدادی درخواست صدور واحد بدهد. بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۱، قیمت آخرین معامله ۲۵ دلار است و اندازه واحد صدور ۵۰ هزار واحد است، وی با ضرب ۵۰ هزار واحد در قیمت آن یعنی ۲۵ دلار متوجه می‌شود که ارزش هر واحد صدور ۱/۲۵ میلیون دلار است. پس درخواست صدور باید ضربی از ۱/۲۵ میلیون دلار باشد. آنگاه ۱۰ میلیون دلار سرمایه را به ۱/۲۵ میلیون دلار تقسیم می‌کند

### گام دوم:

در بازار ثانویه (بورس) به صورت میانگین روزانه ۲۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری این صندوق مورد معامله قرار می‌گیرد. اگر قیمت آخرین معامله را در نظر بگیریم، این صندوق به‌طور متوسط روزانه ۵۰ هزار دلار معامله می‌شود و ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق ۱/۲۵ میلیون دلار است. در این وضعیت، سرمایه‌گذار جدیدی تصمیم به خرید ۱۰ میلیون دلار از واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق می‌گیرد. با در نظر گرفتن تعداد واحدهای این صندوق، بدیهی است که امکان انجام چنین معامله‌ای غیرممکن است. به عبارت دیگر در بازار ثانویه تعداد واحد مورد نیاز سرمایه‌گذار وجود ندارد و وی نمی‌تواند چنین خریدی انجام دهد، بنابراین چاره‌ای جز استفاده از بازار اولیه برای سرمایه‌گذاری ندارد.

کند. برای خرید سهم‌ها، در نخستین مرحله باید معاملات بازاری هر یک از سهم‌های موجود در صندوق را بررسی و با میزان خرید مورد نظر خود مقایسه کنید تا اثر بازاری خریدهای خود را ارزیابی کنید. جدول ۲ نتیجه اطلاعات گردآوری شده توسط سرمایه‌گذار مجاز در این مرحله است.

و نتیجه برابر عدد ۸ می‌شود؛ یعنی سرمایه‌گذار مجاز در خواست صدور ۸ واحد که برابر ۴۰۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری است را ثبت می‌کند. اکنون سرمایه‌گذار مجاز باید ۸ برابر هر سهم موجود در واحد صدور را خریداری کند و با تحویل آن به صندوق، واحدهای سرمایه‌گذاری جدید دریافت

### جدول ۲: آمار مربوط به نقدشوندگی سهم‌های موجود در صندوق قابل معامله

Underlying holding	Price	Holding shares Per creation unit	Holding Value Per creation unit	Desired shares <sup>1</sup>	Average Daily Volume(ADV) (Shares)	Percent of ADV <sup>2</sup>
A	\$100	3.125	\$312.500	25.000	2.305.911	1.08
B	\$50	6.250	\$312.500	50.000	3.815.225	1.31
C	\$125	2.500	\$312.500	20.000	1.275.888	1.57
D	\$25	12.500	\$312.500	100.000	13.407.891	0.75
			\$1.250.000			

<sup>1</sup> Creation Unit Size times 8

<sup>2</sup> Desired shares divided by the underlying holding ADV

دارد، قیمت هر واحد ۲۵ دلار را پیشنهاد می‌دهد. پس از توافق، سرمایه‌گذار مجاز اقدام به خرید سبد سهام از بازار می‌کند. اکنون سرمایه‌گذار مجاز با هماهنگی صندوق، فرآیند صدور و ابطال را انجام می‌دهد. در انتهای این فرآیند، صندوق تعداد ۴۰۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذار مجاز می‌دهد و در ازای آن سبد سهام را دریافت می‌کند و به محض انجام این معامله، سرمایه‌گذار مالک این واحدهای سرمایه‌گذاری می‌شود. در این مثال از سود سرمایه‌گذار مجاز چشم‌پوشی شده است. سود سرمایه‌گذار مجاز بر اساس توافق با خریدار تعیین می‌شود. ممکن است وی هر واحد را با قیمتی بالاتر به خریدار بفروشد یا اینکه مبلغ معینی را به عنوان کارمزد دریافت کند. در نهایت پس از این معامله، خلاصه‌داری‌های صندوق به شرح جدول ۳ است.

### گام چهارم:

با در نظر گرفتن این نکته که امکان خرید واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه وجود ندارد، کارگزار اقدام به تکمیل جدول ۲ می‌کند. آمار ارائه شده در این جدول نشان می‌دهد که سرمایه‌گذار مجاز بدون اینکه اثر زیادی بر حجم معاملات در بازار سهام بگذارد، می‌تواند سهام مورد نیاز خود برای صدور واحدهای جدید را به صورت کامل خریداری کند (بر اساس این اطلاعات در سخت‌ترین حالت تنها ۱/۵۷ درصد از متوسط حجم معاملات روزانه سهم، معامله نیاز است).

### گام پنجم:

کارگزار به سرمایه‌گذاری که تقاضای خرید ۴۰۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری

### جدول ۳: ترکیب دارایی‌های صندوق قابل معامله پس از صدور واحدهای سرمایه‌گذاری جدید

Underlying holding	Price	Shares Owned	Market value
A	\$100	28.125	\$2.812.500
B	\$50	56.250	\$2.812.500
C	\$125	22.500	\$2.812.500
D	\$25	112.500	\$2.812.500
			\$11.250.000(AUM)
Creation Units Outstanding			9
ETF shares Outstanding			450.000
NAV (Total Net Asset Value/ shares outstanding)			\$25
Market Price/ share			\$25

## گام ششم:

معاملاتی آن در بازار همچنان ۱۰۰ دلار باشد، سرمایه‌گذار مجاز قادر است از این محل کسب سود کند. به عبارت بهتر، سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند دارایی پایه صندوق را به قیمت ۹۹ دلار خریداری کند و آن را به ناشر صندوق تحویل دهد و در ازای آن واحدهای سرمایه‌گذاری جدید دریافت کند. سپس با فروش واحدهای سرمایه‌گذاری جدید در بازار می‌تواند از محل اختلاف قیمت خرید و فروش سهام و واحدهای سرمایه‌گذاری کسب سود کند. نتیجه این فرآیند کسب سود یک دلاری به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری صادر شده می‌شود.

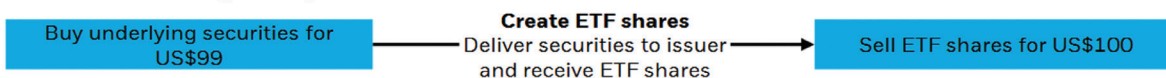
به همین ترتیب، اگر قیمت معامله هر واحد سرمایه‌گذاری در بازار به ۹۹ دلار کاهش یابد و خالص ارزش دارایی هر واحد سرمایه‌گذاری همچنان ۱۰۰ دلار باقی بماند، سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند اقدام به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق از بازار کرده و آنها را به ناشر صندوق تحویل دهد. در ازای واحدهای سرمایه‌گذاری تحویل داده شده، دارایی پایه معادل آنها را دریافت کرده و مجدداً نتیجه این فرآیند کسب سود یک دلاری به ازای هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق است. به صورت کلی با افزایش تقاضا برای دارایی‌های پایه صندوق، قیمت آنها افزایش می‌یابد و همچنین با فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، قیمت این واحدها نیز کاهش می‌یابد. در نتیجه این معاملات، قیمت معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق و خالص ارزش دارایی‌های هر واحد سرمایه‌گذاری صندوق با کمک این سازوکار به یکدیگر همگرا می‌شود. به عبارتی استفاده از این سازوکار آربیتراژی منجر به نزدیک شدن قیمت معاملات واحدهای صندوق به ارزش دارایی‌های هر واحد می‌شود. برای درک بهتر این سازوکار به فرآیند زیر توجه کنید.

اکنون فرض می‌شود که با گذشت زمان، همچنان هر واحد صندوق دارای قیمت ۲۵ دلار است و این سرمایه‌گذار قصد دارد تمام واحدهای خود را به فروش برساند؛ یعنی وی همچنان مالک ۴۰۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری از ۴۵۰ هزار واحد صندوق است. معامله این تعداد از واحدهای صندوق یعنی فروش حدود ۹۰ درصد از واحدهای سرمایه‌گذار مجاز می‌رود و سرمایه‌گذار مجاز هم‌زمان با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری، اقدام به فروش سبد سهام معادل آن در بازار می‌کند. برای انجام این فرآیند، سرمایه‌گذار مجاز واحدهای سرمایه‌گذاری خریداری شده را به صندوق عودت داده و پس از ابطال واحدها در ازای آنها سبد سهام معادل آن را دریافت می‌کند (شایان ذکر است در برخی موارد ممکن است پیش از عودت واحدها به ناشر، سرمایه‌گذار مجاز اقدام به فروش استقراری سهام در بازار کرده و پس از دریافت سهام، موقعیت خود را ببندد). پس از انجام این فرآیند، تعداد کل واحدهای صندوق به ۵۰ هزار عدد کاهش پیدا می‌کند.

در این مثال برای سهولت درک فرآیند خرید و فروش سهامدار مجاز به نحوی کسب درآمد وی اشاره نشد. در مثال بعدی این موضوع شرح داده شده است.

مثال (۲): فرض می‌شود پس از آغاز معاملات در بورس، قیمت معاملات هر واحد صندوق قابل معامله برابر ۱۰۰ دلار است. همچنین خالص ارزش دارایی‌های هر واحد صندوق نیز همان ۱۰۰ دلار است. حال اگر خالص ارزش هر واحد صندوق به ۹۹ دلار کاهش پیدا کند و قیمت

### Exhibit 1: ETF Arbitrage Example – ETF Premium



### Exhibit 2: ETF Arbitrage Example – ETF Discount



قابل معامله، آیسکو در سال ۲۰۲۲ گزارش جامعی در این ارتباط منتشر کرد. این گزارش ابتدا سازوکارهای اجرایی متعارف صندوق‌های قابل معامله را شرح داده و پس از آن برای مدیریت بهتر به قانون‌گذاران و متولیان بازارهای مالی مجموعه‌ای از توصیه‌ها ارائه کرده است. توصیه‌های آیسکو برای نهادهای ناظر و بورس‌های اوراق بهادار به شرح زیر است.

#### ۱-۲- تسهیل شرایط استفاده از فرصت آربیتراژ

بررسی بورس‌های اوراق بهادار توسط آیسکو حاکی از این است که بازارهای سرمایه، افشای اطلاعات ترکیب دارایی‌های صندوق و سبد مورد نیاز برای صدور

علاوه بر سرمایه‌گذاران مجاز در بازار ثانویه، بازارگردان‌ها نیز به افزایش میزان نقدشوندگی کمک می‌کنند. بدین منظور بر اساس قرارداد بازارگردانی به صورت پیوسته اقدام به مظنه‌گذاری دوطرفه در بازار می‌کنند. باید به این نکته توجه کرد که بر اساس شرایط ممکن است که بازارگردان نقش سرمایه‌گذار مجاز را نیز ایفا کند.

## ۲- توصیه‌های سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو)<sup>(۱۴)</sup>

با توجه به میزان اثر وجود بستر قانونی مناسب برای رشد و توسعه صندوق‌های

یا ابطال را الزامی کرده‌اند. چنین الزامی منجر به این می‌شود که سرمایه‌گذاران و سایر فعالان بازار اطلاعات کافی برای ارزش‌گذاری صندوق‌های قابل معامله را در زمان مناسب و با دقت کافی داشته باشند و بتوانند از وجود فرصت آربیتراژی مطلع شوند. در این راستا انتشار روزانه اطلاعات کامل سبد دارایی‌ها، معمولاً منجر به ایجاد فرصت‌های آربیتراژی می‌شود. چنین فرصتی منجر به کاهش انحراف قیمت معاملاتی واحدها از خالص ارزش دارایی آنها شده و از سوی دیگر علاوه بر افزایش نقدشوندگی منجر به کاهش دامنه‌ی مظنه‌ها نیز می‌شود؛ بنابراین بورس‌های بسیاری از کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا، استرالیا، سوئیس، هنگ کنگ، ایرلند، لوکزامبورگ و پرتغال انتشار اطلاعات سبد دارایی‌های صندوق‌های قابل معامله را الزامی کرده‌اند. البته بورس‌ها بر اساس شرایط خاص خود، مقررات متفاوتی برای چگونگی انتشار اطلاعات در نظر گرفته‌اند. بورس‌ها دلایل مختلفی را برای اعمال این مقررات متفاوت به شرح زیر بیان کرده‌اند:

■ توانایی سرمایه‌گذاران خرد (حقیقی) و سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی) در چگونگی استفاده از اطلاعات منتشره بسیار متفاوت است و ممکن است سرمایه‌گذاران خرد نتوانند به‌درستی از چنین اطلاعاتی استفاده کنند؛

■ برخی از صندوق‌ها همچون صندوق‌های با مدیریت فعال، برای حفظ محرمانگی استراتژی سرمایه‌گذاری و منافع سرمایه‌گذاران خود نیازمند عدم انتشار اطلاعات یادشده هستند؛

■ دسترسی به اطلاعاتی لحظه‌ای همچون خالص ارزش دارایی، شاخص ردگیری‌شونده و امثال آن ممکن است بتواند به سرمایه‌گذاران مجاز و بازارگردانان که قصد ارزشیابی لحظه‌ای دارند، کمک کند.

با در نظر گرفتن ملاحظات بالا است که بورس‌ها الزامات افشای اطلاعات متفاوتی برای صندوق‌ها در نظر گرفته‌اند. برخی از بورس‌ها مانند بورس کشورهای ایالات متحده آمریکا، ژاپن، اسپانیا، استرالیا، برزیل، ایرلند، کره جنوبی و آفریقای جنوبی، افشای کامل سبد دارایی به عموم را به‌صورت روزانه الزامی کرده‌اند. در مقابل برخی دیگر از بورس‌ها همچون فرانسه، کانادا،

هنگ کنگ، لوکزامبورگ، هلند و سنگاپور به صندوق امکان انتشار اطلاعات با تأخیر را می‌دهند و یا اینکه پیش از این که ترکیب صندوق در دسترس عموم قرار گیرد، به‌صورت روزانه این ترکیب برای بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز ارسال می‌شود و در واقع این فرصت برای آنها ایجاد می‌شود که بتوانند از فرصت آربیتراژی استفاده کنند یا بدین وسیله وظایف مربوط به بازارگردانی خود را ایفا کنند. در ارتباط با صندوق‌های مدیریت فعال ممکن است از اطلاعات جایگزین استفاده شود. به‌عنوان مثال ممکن است به جای ارائه دقیق جزئیات سبد، ترکیبی کلی از آن نمایش داده شود. همچنین در بورس کشورهایمانند بلژیک، فرانسه، ایرلند، لوکزامبورگ، هنگ کنگ و هلند ممکن است بورس از صندوق بخواهد نحوه‌ی محاسبه و ترکیب شاخص ردگیری‌شونده را منتشر کند که با استفاده از آن اطلاعات، سرمایه‌گذاران بتوانند به ترکیب دارایی صندوق دسترسی پیدا کنند. علاوه بر افشای عمومی ترکیب دارایی‌های صندوق، افشای روزانه ترکیب سبد موردنیاز برای صدور یا ابطال صندوق به عموم نیز منجر به تسهیل استفاده از فرصت‌های آربیتراژی توسط سرمایه‌گذارانی به‌غیر از سرمایه‌گذاران مجاز می‌شود. آنها می‌توانند با ارسال درخواست صدور و ابطال خود به سرمایه‌گذار مجاز از فرصت آربیتراژی بهره‌برند. بدین منظور صندوق نیز باید هزینه‌ی دقیق تحویل سبد و دریافت واحدهای صندوق و یا برعکس را مشخص می‌کند. بر اساس نوع صندوق و مقررات حاکم بر صندوق‌ها، سبد صدور یا ابطال ممکن است نوعی از سبد سفارشی باشد که در آن ترکیب سبد به‌صورت مذاکرات دوجانبه بین مدیر صندوق و سرمایه‌گذار مجاز تعیین می‌شود. در صورتی که افشای روزانه ترکیب دقیق دارایی‌های صندوق وجود نداشته باشد، افشای روزانه سبد صدور و ابطال اهمیت زیادی پیدا می‌کند؛ زیرا این افشا به بازارگردان و سرمایه‌گذار مجاز کمک می‌کند تا بدون دانستن ترکیب دقیق دارایی‌های صندوق بتوانند از فرصت آربیتراژی بهره‌برند. در کل الزامات قانونی موردنیاز برای افشای اطلاعات ترکیب دارایی‌های صندوق و همچنین اطلاعات سبد صدور و ابطال متفاوت است و ممکن است یکی از موارد ارائه‌شده در جدول ۴ یا ترکیبی از موارد ارائه‌شده در آن باشد.

**جدول ۴: گزیده‌ای از چگونگی افشای اطلاعات ترکیب دارایی‌های صندوق و سبد صدور و ابطال در بورس‌های اوراق بهادار**

ملاحظات	مزایا	کشورها	نحوه افشای ترکیب دارایی‌های صندوق
<p>■ با توجه به حفاظت از محرمانگی استراتژی معاملاتی صندوق‌های قابل معامله با مدیریت فعال و همچنین حفظ حقوق مالکیت معنوی آنها، ممکن است این روش افشای برای آنها مناسب نباشد؛</p> <p>■ ممکن است منجر به انجام معاملاتی همچون معاملات پیش‌دستانه<sup>۱۰</sup> و سواری مجانی<sup>۱۱</sup> توسط سایر فعالان بازار شود؛</p> <p>■ درحالی‌که این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران نهادی مانند بازارگردانان مفید است، ممکن است کاربرد محدود یا اندکی برای سرمایه‌گذاران خرد داشته باشد.</p>	<p>■ دسترسی تمام سرمایه‌گذاران به اطلاعات یکسان؛</p> <p>■ اثربخشی زیاد در تسهیل سازوکار آربیتراژ.</p>	<p>■ ایالات متحده آمریکا؛</p> <p>■ استرالیا؛</p> <p>■ برزیل؛</p> <p>■ ایرلند؛</p> <p>■ ژاپن؛</p> <p>■ کره جنوبی؛</p> <p>■ آفریقای جنوبی؛</p> <p>■ اسپانیا.</p>	<p>افشای کامل اطلاعات ترکیب دارایی‌های صندوق به‌عموم به‌صورت روزانه</p>

<p>کشورهای مختلف با داشتن مقررات متفاوت، سطح دسترسی متفاوتی از اطلاعات را برای گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران در نظر گرفته‌اند؛</p> <p>برای تسهیل و انجام به موقع آربیتراژ ممکن است نیاز به اطلاعات تکمیلی سبد صندوق وجود داشته باشد.</p>	<p>ممکن است به صندوق‌های مدیریت فعال در حفظ حقوق مالکیت معنوی یا حفظ محرمانگی استراتژی‌های معاملاتی مورد استفاده کمک‌کند؛</p> <p>احتمال کمتری دارد که منجر به مشکلات مربوط به فرانت رانینگ شود.</p>	<p>استرالیا (برای برخی از صندوق‌های قابل معامله بامدیريت فعال)؛</p> <p>بلژیک؛</p> <p>کانادا؛</p> <p>فرانسه؛</p> <p>هنگ‌کنگ؛</p> <p>هند؛</p> <p>فلسطین اشغالی؛</p> <p>لوکزامبورگ؛</p> <p>هلند؛</p> <p>روسیه؛</p> <p>سنگاپور؛</p> <p>آفریقای جنوبی</p> <p>سوئیس (برای صندوق‌های بامدیريت فعال)؛</p> <p>ایالات متحده آمریکا (برای برخی از صندوق‌های قابل معامله بامدیريت فعال).</p>	<p>امکان افشای با تاخیر اطلاعات کامل ترکیب دارایی‌های صندوق به عموم سرمایه‌گذاران (معمولاً با یک ماه وقفه)</p>
<p>درحالی‌که این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران نهادی مانند بازارگردانان مفید است، ممکن است کاربرد محدود یا اندکی برای سرمایه‌گذاران خرد داشته باشد.</p>	<p>دسترسی تمام سرمایه‌گذاران به اطلاعات یکسان.</p>	<p>استرالیا؛</p> <p>برزیل؛</p> <p>ژاپن؛</p> <p>آفریقای جنوبی؛</p> <p>اسپانیا؛</p> <p>ایالات متحده آمریکا (برای برخی از صندوق‌های قابل معامله بامدیريت فعال)</p>	<p>افشای کامل اطلاعات ترکیب واحد صدور و ابطال به عموم سرمایه‌گذاران به صورت روزانه</p>
<p>گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران به اطلاعات متفاوتی دسترسی دارند؛</p> <p>فعالان بازار به جز بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز ممکن است اطلاعات کافی برای انجام آربیتراژ را نداشته باشند.</p>	<p>بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز قادر به پوشش ریسک و همچنین سفارش‌گذاری در دامنه مظنه قابل قبول هستند؛</p> <p>امکان استفاده از فرصت فرانت رانینگ کاهش می‌یابد؛</p> <p>حفاظت از حقوق مالکیت معنوی و محرمانگی استراتژی‌های معاملاتی صندوق‌ها بهبود می‌یابد.</p>	<p>کانادا؛</p> <p>هنگ‌کنگ؛</p> <p>سنگاپور؛</p> <p>سوئیس.</p>	<p>امکان افشای روزانه اطلاعات ترکیب دارایی‌های صندوق و واحد صدور و ابطال به بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز پیش از افشای به عموم</p>

## ۲-۲- انتخاب بازارگردان و سرمایه‌گذار مجاز و نظارت بر آنها

اثربخشی سازوکار آربیتراژ و بهبود نقدشوندگی به میزان زیادی به مشارکت فعال بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز وابسته است؛ بنابراین در نظر گرفتن فرآیند مناسب برای حمایت از بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز برای ایفای صحیح نقش خود در بازار، از اهمیت بالایی برخوردار است.

زمانی که یک شرکت توسط صندوق به‌عنوان سرمایه‌گذار مجاز انتخاب می‌شود، نقش وی در قرارداد مکتوب<sup>۱۷</sup> بین صندوق و سرمایه‌گذار مجاز تعیین می‌شود. این در حالی است که اگر یک شرکت بخواهد بازارگردانی یک صندوق را بر عهده بگیرد، بورس باید برای این موضوع تصمیم‌گیری کند. البته در بورس کشورهایی مانند کانادا، ایرلند، اسپانیا و آفریقای جنوبی علاوه بر الزامات بورس، بازارگردان دارای قراردادی با صندوق نیز می‌باشد؛ یعنی در چنین بورس‌هایی بازارگردان علاوه بر رعایت الزامات بازارگردانی در بورس باید به تعهدات موجود در قرارداد با صندوق نیز عمل کند. در نتیجه در چنین بورس‌هایی مدیر صندوق با انتخاب سرمایه‌گذار مجاز و بازارگردانان و نظارت بر ایفای صحیح وظایف آنها، دارای نقش بسیار مهمی است. بررسی‌های میدانی آیسکو نشان می‌دهد که معمولاً مدیران صندوق‌ها برای اطمینان از ایفای تعهدات بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز با به‌کارگیری رویه‌هایی دقیق، اقدام به نظارت بر عملکرد آنها می‌کنند. به‌عنوان مثال برخی مدیران صندوق‌ها اعلام کرده‌اند دارای تیم نظارتی هستند که به‌صورت پیوسته فعالیت آنها در بازار ثانویه (مانند دامنه‌ی مظنه، حجم معاملات، میزان انحراف قیمت معامله واحدهای صندوق از خالص ارزش دارایی) را رصد می‌کنند. برخی صندوق‌ها مشوق‌هایی نیز برای بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز در نظر می‌گیرند تا از ایفای صحیح وظایف آنها اطمینان حاصل کنند.

سازوکار صدور و ابطال واحدها در بازار اولیه به همراه انجام معاملات در بازار ثانویه، فرصت آربیتراژی را ایجاد می‌کند که از فاصله گرفتن قیمت معاملاتی واحدها از خالص ارزش دارایی صندوق جلوگیری می‌کند. برای مثال چنانچه واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بورس با قیمتی کمتر از خالص ارزش دارایی صندوق معامله شوند، سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند این واحدها را در بورس خریداری کرده، سپس واحدها را به صندوق بازگردانده و سبد سهام معادل را دریافت کند، با فروش اوراق بهادار موجود در این سبد در بازار ثانویه سود کسب کند. با خرید واحدهای صندوق در بازار توسط سرمایه‌گذار مجاز و عرضه‌ی سهم‌های موجود در صندوق، احتمال نزدیک‌تر شدن قیمت بازار واحدهای صندوق به ارزش دارایی هر واحد صندوق افزایش می‌یابد. این سازوکار در حالت عکس یعنی زمانی که قیمت معاملاتی هر واحد در بازار بالاتر از خالص ارزش دارایی‌های صندوق است نیز عملکرد مشابهی دارد و با استفاده از

این فرصت آربیتراژی قیمت‌بازاری به ارزش هر واحد صندوق نزدیک می‌شود. بازارگردان‌ها نیز برای بهره‌گیری از فرصت‌های آربیتراژی می‌توانند واحدهای سرمایه‌گذاری را در بورس خریداری کرده و پس از تجمیع به سرمایه‌گذار مجاز تحویل دهند تا وی به نمایندگی از ایشان اقدام به ابطال واحدها کند. بازارگردان‌ها برای صدور واحدهای سرمایه‌گذاری نیز، سبد موردنیاز برای صدور را تهیه کرده و با تحویل آن به سرمایه‌گذار مجاز، درخواست می‌کنند تا فرآیند صدور واحدها به نمایندگی از ایشان طی شود. سرمایه‌گذار مجاز برای انجام این فرآیندها از بازارگردان‌ها کارمزد دریافت می‌کند. البته باید به این نکته توجه کرد که در بیشتر بورس‌های بررسی‌شده در این گزارش، بازارگردان دارای نقش سرمایه‌گذار مجاز نیز می‌باشد و به‌سادگی می‌تواند از فرصت‌های آربیتراژی استفاده کند. سایر سرمایه‌گذاران مانند شرکت‌های سبدگردان، مشاوران سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و... نیز می‌توانند با پرداخت کارمزد به سرمایه‌گذار مجاز، درخواست دهند تا سرمایه‌گذار مجاز به نمایندگی از آنها درخواست صدور یا ابطال را به صندوق داده و فرآیند یادشده را به‌صورت کامل انجام دهد. البته برای ارسال چنین درخواست‌هایی باید محدودیت حداقل تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری موردنیاز برای صدور یا ابطال (واحد صدور/ابطال) را رعایت کنند. واحد صدور و ابطال معمولاً در حدی بزرگ تعریف می‌شود که فقط سرمایه‌گذاران بزرگ می‌توانند چنین درخواستی بدهند و سرمایه‌گذاران خرد معمولاً نتوان رعایت چنین محدودیتی را ندارند. به‌عنوان نمونه در بورس‌های عضو اتحادیه اروپا واحد صدور یا ابطال معمولاً دارای ارزشی بین ۱ تا ۳ میلیون یورو است. در ایالات متحده آمریکا نیز شرایط مشابه است. در این کشور واحد صدور و ابطال معمولاً بین ۲۵ هزار تا ۱۰۰ هزار واحد سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. به‌عنوان نمونه بزرگ‌ترین صندوق قابل معامله در این کشور (SPDR S&P 500 ETF) دارای واحد صدور و ابطال ۵۰ هزار واحدی است. از آنجاکه هر واحد این صندوق در بازار در تاریخ ۲۳ مارس ۲۰۲۴ دارای قیمت ۵۱۹ دلار است، بنابراین حداقل سرمایه موردنیاز برای صدور یا ابطال در این صندوق حدود ۲۶ میلیون دلار است. بدیهی است در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران خرد گزینه‌ای به‌جز معامله واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه یا بورس ندارند. علاوه بر این، آیسکو توصیه کرده که از بستن قراردادهای انحصاری با بازارگردان و سرمایه‌گذار مجاز پرهیز شود زیرا این مسئله ممکن است اثربخشی سازوکار آربیتراژ را دچار مشکل کند. این در حالی است که نیازی به چنین انحصاری نیز وجود ندارد. به‌عنوان مثال در بررسی که در سال ۲۰۱۵ انجام شد، در ایالات متحده آمریکا هر صندوق قابل معامله به‌صورت متوسط با ۳۴ سرمایه‌گذار مجاز قرارداد داشت. علاوه بر استفاده از چندین بازارگردان و سرمایه‌گذار مجاز، وجود فضایی رقابتی بین آنها منجر به استفاده بهتر از فرصت‌های آربیتراژی

شده و جذابیت این صندوق‌ها را برای سرمایه‌گذاران بیشتر می‌کند. البته آیسکو بیان کرده که در برخی بورس‌ها استفاده از بازارگردان و سرمایه‌گذار مجاز به صورت انحصاری وجود دارد. شایان ذکر است توصیه شده نهاد قانون‌گذار برای افزایش شفافیت، انتشار فهرست بازارگردانان و سرمایه‌گذاران مجاز هر صندوق به عموم فعالان بازار را مورد حمایت قرار دهند. در بورس کشورهایمانند برزیل، هنگ‌کنگ، ژاپن، کره جنوبی، پرتغال، سنگاپور، آفریقای جنوبی، اسپانیا، سوئیس و ترکیه، هویت بازارگردان‌های هر صندوق در تارنمای صندوق یا امیدنامه صندوق منتشر می‌شود.

#### ۲-۳- ایجاد بستر قانونی مناسب برای تسهیل آربیتراژ

از آنجاکه وجود سازوکار مؤثر آربیتراژ به انجام وظایف سرمایه‌گذار مجاز بستگی دارد، آیسکو به نهادهای قانون‌گذار بازار توصیه کرده که در مرحله طراحی محصول، مقررات موردنیاز برای حمایت از سرمایه‌گذار مجاز به منظور ایفای نقش خود را در نظر بگیرند. به‌عنوان مثال سازوکار آربیتراژ صرفاً می‌تواند وابسته به حساب خود سرمایه‌گذار مجاز نباشد؛ یعنی سایر سرمایه‌گذاران بتوانند درخواست صدور یا ابطال خود را به سرمایه‌گذار مجاز بدهند و وی به نمایندگی از ایشان فرآیند صدور یا ابطال را طی کند. در واقع این امکان برای سایر فعالان ایجاد می‌شود که با واسطه اقدام به صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری خود کنند. چنین امکانی، منجر به بهبود قیمت واحدهای صندوق در بازار ثانویه می‌شود. به‌عنوان مثال، در بورس هنگ‌کنگ سرمایه‌گذاران مجاز موظف هستند در صورتی که شخص ثالثی به آنها درخواست صدور یا ابطال داد، درخواست وی را به‌جز در موارد زیر اجرا کنند:

تعلیق صندوق؛

توقف محاسبه خالص ارزش دارایی صندوق؛

باور مدیر صندوق مبنی بر اثر منفی اجرای درخواست شخص ثالث بر صندوق؛

تعلیق معاملات نمادهای تشکیل‌دهنده سبد؛

اعمال محدودیت یا ممنوعیت معاملات در بازار؛

نقض قوانین و مقررات بازار در اثر اجرای درخواست شخص ثالث.

علاوه بر مورد یادشده، اجرای الزامات زیر نیز ممکن است به فرآیند استفاده از فرصت‌های آربیتراژی در بازار کمک کند:

بیان شفاف سازوکار صدور و ابطال؛

مقرون‌بصرفه بودن صدور و ابطال؛

تعریف حداقل اندازه‌ی واحد صدور و ابطال در مقیاس کوچک (در صورت امکان)؛

امکان تعیین واحد صدور و ابطال به‌صورت سفارشی (مذاکره‌ای)؛

تسهیل مقررات لازم برای واجدالشرایط شدن به‌عنوان سرمایه‌گذار مجاز؛

تعریف چندین سرمایه‌گذار مجاز برای هر صندوق (در شرایطی که یکی از سرمایه‌گذاران مجاز بنا به هر دلیلی تمایلی به انجام صدور و ابطال به نمایندگی از یک فعال بازار را نداشته باشد، این فعال می‌تواند از سایر سرمایه‌گذاران مجاز استفاده کند)؛

#### ۲-۴- تشویق به انتشار اطلاعات ترکیب پرتفوی برای عموم

برخی بورس‌های اوراق بهادار امکان انتشار با تأخیر (به‌عنوان مثال یک‌ماهه) اطلاعات ترکیب دارایی موردنیاز برای صدور و ابطال واحدها به عموم را پذیرفته‌اند؛ ولی در این راستا آیسکو توصیه کرده که قانون‌گذاران مشوق‌هایی برای صندوق‌ها در نظر بگیرند تا آنها به‌صورت اختیاری اقدام به انتشار چنین اطلاعاتی برای عموم فعالان بازار کنند. به‌عنوان نمونه‌هایی از این انتشار اطلاعات برای عموم می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

در بورس استانبول الزام قانونی برای افشای ترکیب دارایی موردنیاز برای صدور یا ابطال وجود ندارد اما در عمل هر صندوق، اطلاعات سبد موردنظر را به‌صورت روزانه از طریق تارنمای خود در دسترس عموم قرار می‌دهد؛

در کانادا الزامی برای انتشار روزانه اطلاعات سبد موردنیاز برای صدور و ابطال وجود ندارد؛ اما تعداد زیادی از صندوق‌ها به‌صورت روزانه اقدام به انتشار اطلاعات این سبد به عموم می‌کنند.

#### ۲-۵- نظارت نهاد ناظر بر ایفای تعهدات بازارگردان در بازار ثانویه

فعالیت بازارگردان در بازار ثانویه صندوق‌های قابل معامله نقش مهمی در نقدشوندگی واحدهای صندوق دارد؛ بنابراین آیسکو توصیه کرده که ناظر بازار باید بر ایفای تعهدات بازارگردانان در بازار ثانویه نظارت کند. در این راستا برخی از بورس‌های اوراق بهادار به‌صورت پیوسته فعالیت بازارگردان را رصد می‌کنند. از جمله این بورس‌ها می‌توان به بورس کشورهای استرالیا، کانادا، هنگ‌کنگ، ایتالیا، روسیه، انگلستان و ایالات متحده آمریکا اشاره کرد. البته گروهی دیگر همانند فرانسه، ایرلند و هلند نظارت پیوسته ندارند و در شرایط نامتعارف یا به‌صورت موردی اقدام به بررسی عملکرد بازارگردانان می‌کنند. چنانچه نهاد ناظر مشاهده کند که عملکرد بازارگردانان مطابق تعهدات نیست، تلاش خود را می‌کند تا با ارائه راهکار مناسب، نظم را به معاملات بازگردانده و مشکل را برطرف کند. در صورتی که به هر دلیلی، بازارگردان دیگر قصد ایفای نقش خود به‌عنوان بازارگردان را نداشته باشد، باید این موضوع را به‌صورت رسمی اعلام کند. معمولاً پس از موافقت بورس، بعد از سپری شدن یک بازه زمانی معین (معمولاً ۳ ماه) بازارگردان می‌تواند به تعهدات خود عمل نکند و از قرارداد خارج شود.



### ۳- بررسی سازوکار بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله در بورس‌های منتخب

در این بخش جزئیات مربوط به چگونگی بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله در بورس‌های اوراق بهادار وین<sup>۱۸</sup>، استانبول، مالزی، لوکزامبورگ<sup>۱۹</sup>، آتن<sup>۲۰</sup>، تابوان، فیلیپین<sup>۲۱</sup>، ژاپن و تورنتو<sup>۲۲</sup> ارائه شده است.

#### ۳-۱- بورس وین

در بورس وین داشتن بازارگردان برای سهام الزامی است اما صندوق‌های قابل معامله چنین الزامی ندارند، هرچند داشتن بازارگردان به آنها توصیه شده است. در این بورس تمام صندوق‌های قابل معامله از نوع مدیریت غیرفعال<sup>۲۳</sup> هستند. در صورتی که شرکتی قرارداد بازارگردانی صندوقی را امضا کند، موظف به رعایت الزامات زیر است:

■ به‌طور متوسط ۵۰ درصد ساعت معاملات باید در بازار حضور داشته باشد؛

■ حداکثر دامنه‌ی مظنه برای هر صندوق به‌صورت مجزا تعیین می‌شود ولی به‌طور کلی نباید بیش از ۳ درصد باشد. حداکثر دامنه‌ی مظنه برای صندوق‌ها به‌صورت پیوسته مورد بازنگری قرار می‌گیرد. در این راستا چنانچه قیمت پایانی صندوق برای سه روز پیاپی کمتر از ۵ یورو باشد، حداکثر دامنه مظنه مقدار ثابت ۰/۱۵ یورو خواهد بود. حال چنانچه برای سه روز معاملاتی پیاپی قیمت معاملاتی صندوق به کمتر از ۱ یورو برسد، حداکثر دامنه مظنه برابر مقدار ثابت ۰/۱ یورو خواهد بود و نهایتاً چنانچه برای سه روز معاملاتی متوالی قیمت معاملات بیش از ۵ یورو باشد حداکثر دامنه مظنه برابر درصدهایی از پیش تعیین شده خواهد بود.

■ حداقل اندازه سفارش انباشته به‌صورت فصلی مورد بازبینی قرار می‌گیرد. این مقدار به قیمت پایانی صندوق وابسته است اما به‌صورت کلی باید به‌گونه‌ای تعیین شود که ارزش آن از ۳۰ هزار یورو کمتر نباشد. در صورتی که بازار وارد شرایط اضطراری<sup>۲۴</sup> شود، در این بورس بازارگردان وظیفه‌ای نخواهد داشت. برخی از مصادیق شرایط اضطراری در این بورس عبارت از جنگ، آشوب شهری، خرابکاری سایبری، مشکلات فنی در سیستم معاملات و ... است. علاوه بر این در شرایط نامتعرف بازار<sup>۲۵</sup> نیز قوانین متفاوتی برای بازارگردانان در نظر گرفته می‌شود. این بورس از بیان تعریف شفاف و دقیق برای شرایط نامتعرف اجتناب کرده و آن را شرایطی صلاح‌حیدی دانسته که در آن نوسانات کوتاه‌مدت و

شدید در قیمت و حجم معاملات در بازار مشاهده می‌شود. در چنین شرایطی دامنه مظنه دو برابر شده و حداقل اندازه سفارش انباشته نیز به نصف کاهش یافته اما مدت زمان حضور در بازار تغییری نمی‌کند. به عبارت بهتر در چنین شرایطی سعی می‌شود به بازارگردان با کاهش تعهدات کمک شود.

#### ۳-۲- بورس استانبول

در این بورس صندوق‌های قابل معامله از نوع شاخصی بوده و به دنبال ردگیری بازدهی شاخصی مشخص (سهام، طلا، ارز خارجی، اوراق قرضه و ...) هستند. نقش سرمایه‌گذار مجاز در این بورس نیز توسط کارگزاران و بانک‌ها ایفا می‌شود. بدین منظور قراردادی میان سرمایه‌گذار مجاز و مؤسس صندوق<sup>۲۶</sup> ببندند و این قرارداد به تأیید هیئت‌مدیره بازار سرمایه ترکیه<sup>۲۷</sup> برسد. سرمایه‌گذاران مجاز برای درخواست صدور باید دقیقاً همان ترکیب دارایی صندوق (اوراق و وجه نقد) را به امین<sup>۲۸</sup> تحویل دهند. به‌محض تسویه، امین در ازای وجوه و اوراق دریافت‌شده، واحدهای جدید صادرشده را به سرمایه‌گذار مجاز تحویل می‌دهد. جزئیات مربوط به تعداد و چگونگی صدور واحدهای جدید در قرارداد فی‌مابین سرمایه‌گذار مجاز و ناشر صندوق بیان می‌شود. برای ابطال نیز شرایط مشابه است؛ یعنی کافی است سرمایه‌گذار مجاز بر اساس قرارداد، واحد ابطال را به امین تحویل دهد و در ازای آن ترکیبی از وجه نقد و اوراق بهادار دریافت کند.

صندوق‌های قابل معامله برای حضور در بازار معاملات پیوسته باید دارای بازارگردان باشند. بازارگردان در این بورس عضوی است که درخواست مورد پذیرش این بورس قرار گرفته است. بازارگردان فعالیت خود را زمانی می‌تواند آغاز کند که قرارداد بازارگردانی با این بورس را به امضا برساند. الزامات بازارگردانی (مانند حداقل اندازه سفارش انباشته، حداکثر دامنه مظنه، میزان حضور در بازار) هر نماد معاملاتی به‌صورت مجزا در قرارداد یادشده تعیین می‌شود. چنانچه صندوقی دارای بازارگردان نباشد، معاملاتش در بازار معاملات پیوسته انجام نخواهد شد بلکه به‌صورت حراج‌های گسسته تک‌قیمتی در طی روز انجام می‌شود.

#### ۳-۳- بورس اوراق بهادار مالزی

این بورس برای بازارگردان صندوق‌های قابل معامله الزاماتی به شرح جدول ۵ تعیین کرده است:

#### جدول ۵: الزامات بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله در بورس اوراق بهادار مالزی

عنوان	تعهد
حداکثر دامنه مظنه	۲۵ برابر حداقل اندازه تغییرات قیمت <sup>۲۹</sup>
حداقل اندازه سفارش انباشته	۱۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری <sup>۳۰</sup>
حداقل میزان حضور در بازار	حضور سفارش‌های دوطرفه بازارگردان برای حداقل ۷۰ درصد زمان معاملات

با نقدشوندگی اندک برابر ۵ درصد است. شرکت‌ها<sup>۳۳</sup> برای ایفای نقش بازارگردانی باید قرارداد بازارگردانی را با این بورس به امضا برسانند. بر اساس مقررات این بورس چنانچه بازار وارد شرایط نامتعارف شود، حجم تعهدات بازارگردان نصف و حداکثر دامنه مظنه دو برابر می‌شود. شرایط نامتعارف در این بورس به شرایطی گفته می‌شود که تغییرات شدید کوتاه‌مدت در قیمت یا حجم معاملات رخ دهد. البته این بورس ده دقیقه اولیه پس از بازگشایی نماد معاملاتی در بازار را برای بازارگردان‌ها به‌عنوان شرایط نامتعارف در نظر گرفته است. علاوه بر این، در شرایط اضطراری بازارگردان هیچ وظیفه‌ای بر عهده نخواهد داشت و فعالیت وی (انجام تعهدات) نیز مورد نظارت قرار نمی‌گیرد.

### ۳-۵- بورس آتن

معاملات صندوق‌های قابل معامله در بورس آتن با هدف ردگیری عملکرد یک شاخص معین از سال ۲۰۰۸ آغاز شد. این بورس برای بهبود شفافیت در صندوق‌ها، اقدام به انتشار آئی<sup>۳۴</sup> اطلاعات مربوط به صندوق‌ها از جمله خالص ارزش دارایی صندوق، ترکیب شاخص و مقدار عددی شاخص ردگیری شونده می‌کند. علاوه بر این برای افزایش میزان نقدشوندگی صندوق‌ها در بازار، بر اساس الزامات پذیرش بورس، داشتن حداقل یک بازارگردان برای هر صندوق قابل معامله الزامی است. بر اساس مقررات این بورس، معاملات صندوق‌های قابل معامله در دو سطح بازار<sup>۳۵</sup> به شرح زیر انجام می‌شود:

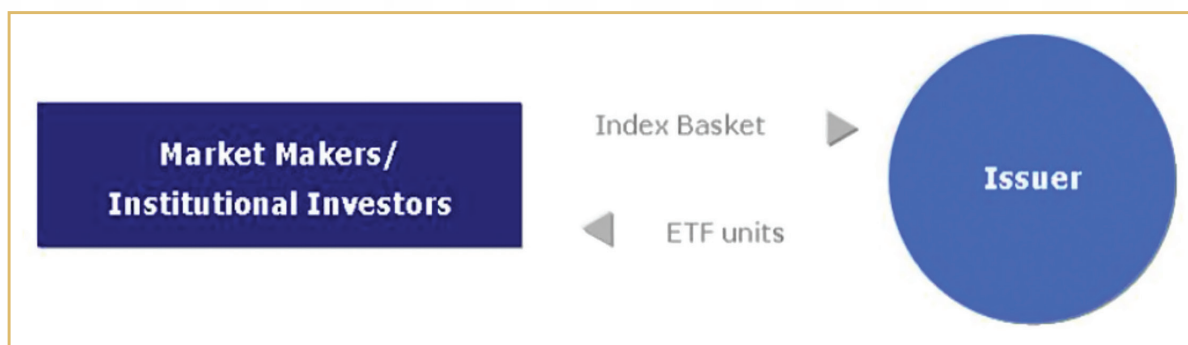
۱) سطح بازار اولیه: فعالیت اصلی که در این سطح انجام می‌شود عبارت از صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری است. بازارگردانان و سرمایه‌گذاران نهادی که دارای قرارداد با ناشر صندوق هستند، می‌توانند درخواست صدور (ابطال) دهند. ناشر صندوق این درخواست‌ها را جمع‌آوری کرده و اقدام به صدور (ابطال) واحدها می‌کند و درازای این صدور (ابطال‌ها)، سبد صدور (ابطال) یا وجه نقد را به شرح شکل ۲ مبادله می‌کند.

الزامات جدول ۵ نشان‌دهنده حداقل تعهدات بازارگردان است. گرچه تعهدات اصلی در قرارداد بازارگردانی بین مدیر صندوق و بازارگردان و بورس تعیین می‌شود و ممکن است برای یک صندوق قابل معامله که دارای چند بازارگردان است، الزامات بازارگردانی متفاوتی برای هر بازارگردان تعریف شود. این الزامات توسط بورس پیش از آغاز فعالیت بازارگردان در دسترس عموم سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.

سرمایه‌گذار مجاز<sup>۳۶</sup> در این بورس توسط مدیر صندوق انتخاب می‌شود و مسئولیت صدور و ابطال واحدها (به‌صورت تهاتری، وجه نقد یا ترکیب این دو) را بر عهده دارد. سرمایه‌گذار مجاز برای ایفای نقش خود باید قراردادی<sup>۳۷</sup> با صندوق امضا کند. در این بورس بیان شده که سرمایه‌گذار مجاز مسئولیت بازارگردانی صندوق را نیز بر عهده دارد. در این راستا تأکید شده که در قرارداد سرمایه‌گذار مجاز با صندوق، باید وظایف بازارگردانی وی نیز به‌صورت کامل بیان شود. سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند صدور و ابطال در بازار را با حساب خود انجام دهد. البته می‌توان در خواست‌های صدور یا ابطال سایر سرمایه‌گذاران را دریافت کرده و به نمایندگی از آنها اقدام به این کار کند. البته باید چنین معاملاتی را از معاملات خود جداسازی کند و اطلاعات آن را نگهداری کند. به‌عبارت‌دیگر تمام صدورها و ابطال‌ها در این بورس تنها از طریق سرمایه‌گذاران مجاز صورت می‌پذیرد.

### ۳-۴- بورس لوکزامبورگ

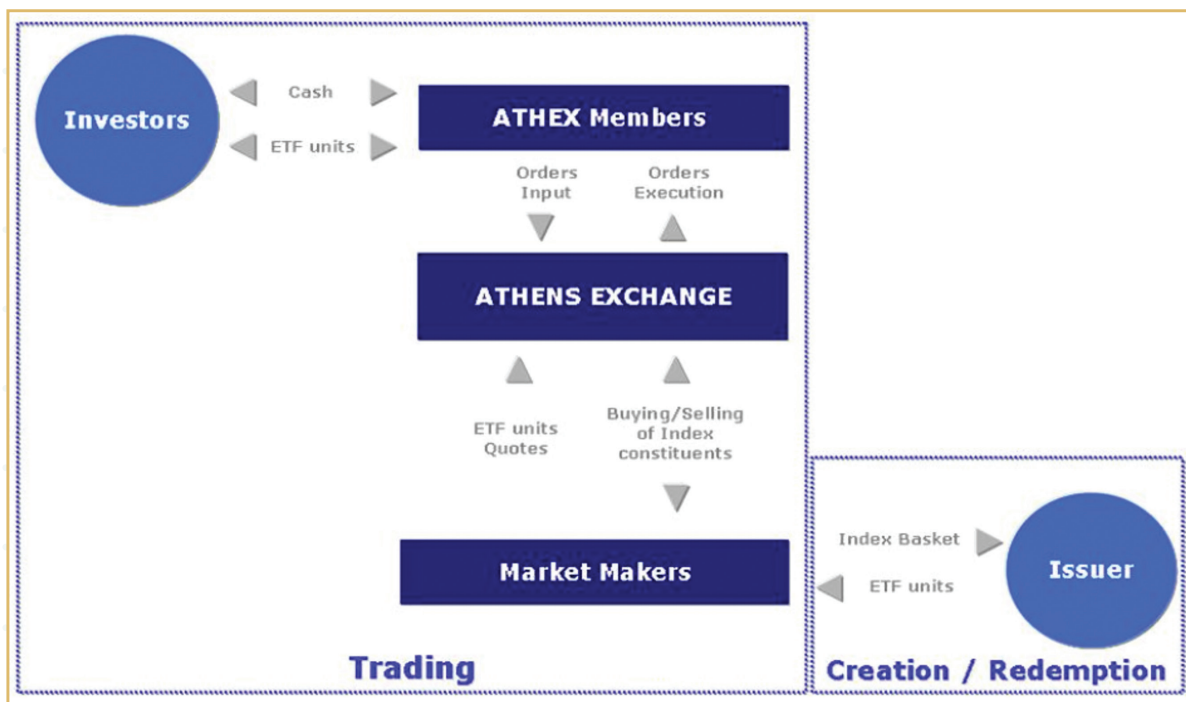
در این بورس تمام صندوق‌های قابل معامله باید دارای بازارگردان باشند. بازارگردان باید حداقل در ۵۰ درصد زمان نشست معاملات اقدام به ثبت مظنه‌های دو طرفه در بازار کند. همچنین حداقل اندازه سفارش انباشته باید ۱۰ هزار یورو باشد. شایان ذکر است صندوق‌های قابل معامله به دو بخش با نقدشوندگی بالا و نقدشوندگی اندک تقسیم می‌شوند. حداکثر دامنه مظنه برای صندوق‌ها با نقدشوندگی بالا برابر ۲/۵ درصد و برای صندوق‌ها



شکل ۲: چگونگی صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار اولیه بورس آتن

معامله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های قابل معامله است. معاملات به صورت پیوسته و توسط سامانه معاملات الکترونیکی بورس آتن به شرح شکل ۳ انجام می‌شود.

شایان ذکر است صدور و ابطال در این بورس تنها با ضرایبی از ۵۰ هزار واحد انجام می‌شود. (۲) سطح بازار ثانویه: فعالیت اصلی که در این سطح انجام می‌شود،



شکل ۳: نمایی از چگونگی انجام معاملات و صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در بورس آتن

حداقل اندازه سفارش: این معیار با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌شود و برای آن کمینه ۵۰ واحد سرمایه‌گذاری و بیشینه ۲۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری نیز تعریف شده است.

$$0.3\% * \left( \frac{\text{حجم معاملات سالانه}}{\text{تعداد روز معاملاتی}} \right)$$

حداقل حجم معاملات روزانه: به میزان ۱۶۰ برابر حداقل اندازه سفارش در نظر گرفته شده است.

#### ۳-۶- بورس تاییوان

در این بورس صندوق‌های قابل معامله تنها از نوع شاخصی هستند و تلاش می‌کنند عملکرد یک شاخص پایه را شبیه‌سازی یا بازتولید کنند. در مقررات این بورس نیز سرمایه‌گذار مجاز تعریف شده که می‌تواند به حساب خود یا به نمایندگی از سایر سرمایه‌گذاران درخواست صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را به ناشر بدهد. بدین منظور وی باید با ناشر صندوق قراردادی را به امضا برساند. ناشر نیز باید فوراً درخواست‌های دریافت‌شده را انجام دهد. البته بورس در شرایط زیر به ناشر این امکان را داده که درخواست‌های صدور یا ابطال را انجام ندهد:

- توقف معاملات در کل بازار به هر دلیلی؛

در بورس آتن بازارگردانان علاوه بر ایفای وظایف کلاسیک، نقش سرمایه‌گذار مجاز را نیز اجرا می‌کنند، یعنی با استفاده از فرصت‌های آربیتراژی نقش مهمی در نزدیک بودن قیمت معاملاتی واحدها به خالص ارزش دارایی آنها ایفا می‌کند. چنانچه قیمت معاملاتی واحدها در بازار بیشتر از خالص ارزش دارایی صندوق باشد، بازارگردان اقدام به خرید ترکیب دارایی صندوق کرده و فوراً درخواست صدور واحدهای جدید را می‌دهد. در حالت معکوس یعنی وضعیتی که قیمت معاملاتی کمتر از خالص ارزش دارایی باشد، درخواست ابطال می‌دهد و بدین وسیله علاوه بر کسب سود به نزدیک شدن قیمت بازاری به خالص ارزش دارایی صندوق کمک می‌کند. سایر الزامات بازارگردانی به شرح زیر است:

- حداکثر دامنه مظنه: برای طبقات مختلف قیمت، حداکثر دامنه متفاوتی به شرح زیر تعریف شده است:
  - قیمت بیش از ۳ یورو ۲/۵ درصد؛
  - قیمت بین ۲ و ۳ یورو ۳ درصد؛
  - قیمت بین ۱ و ۲ یورو ۶ درصد؛
  - قیمت کمتر از یک یورو ۸/۵ درصد.

بازارگردانی همچون حداکثر دامنه مظنه به همراه فرمول محاسبه آن، میزان حضور در بازار، حداقل اندازه سفارش انباشته و ... در این قرارداد تعیین می‌شود. در حالت متعارف حداکثر دامنه مظنه ۳ درصد، حداقل اندازه سفارش انباشته دارای ارزش ۲۰۰ هزار دلار تایوان و حداقل میزان حضور در بازار ۵۰ درصد در نظر گرفته می‌شود.

### ۳-۷- بورس اوراق بهادار فیلیپین

صندوق‌های قابل معامله در این بورس غالباً از نوع شاخصی و با مدیریتی غیرفعال هستند و تلاش در ردگیری یک شاخص معین دارند. واحدهای قابل معامله این صندوق‌ها در ازای معاوضه با سبد تشکیل‌دهنده شاخص به صورت بلوکی صادر می‌شوند. درخواست صدور صرفاً توسط سرمایه‌گذاران مجاز (حتماً باید دارای مجوز کارگزاری باشند) انجام می‌شود. بر اساس مقررات، سرمایه‌گذاران مجاز توسط صندوق انتخاب می‌شوند و هر صندوق باید حداقل دارای دو سرمایه‌گذار مجاز باشد. سرمایه‌گذاران حقیقی ثروتمند و سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند درخواست‌های صدور یا ابطال خود را به سرمایه‌گذاران مجاز ارائه کنند. این سرمایه‌گذاران می‌توانند واحدهای صادر شده را به صورت تدریجی به سرمایه‌گذاران خرد به فروش رسانده یا اقدام به نگهداری واحدها کنند. شایان ذکر است صدور و ابطال واحدهای صندوق بر اساس خالص ارزش دارایی صندوق انجام شده و در هر زمانی طی نشست معاملاتی امکان صدور واحدهای جدید یا ابطال واحدها وجود دارد. فرآیند صدور در این بورس به شرح شکل و گام‌هایی که در صفحه بعدی عنوان می‌شود:

۲. بروز اختلال در روش‌های ارتباطی متعارف؛

۳. اعمال محدودیت‌هایی برای انجام معاملات در بورس؛

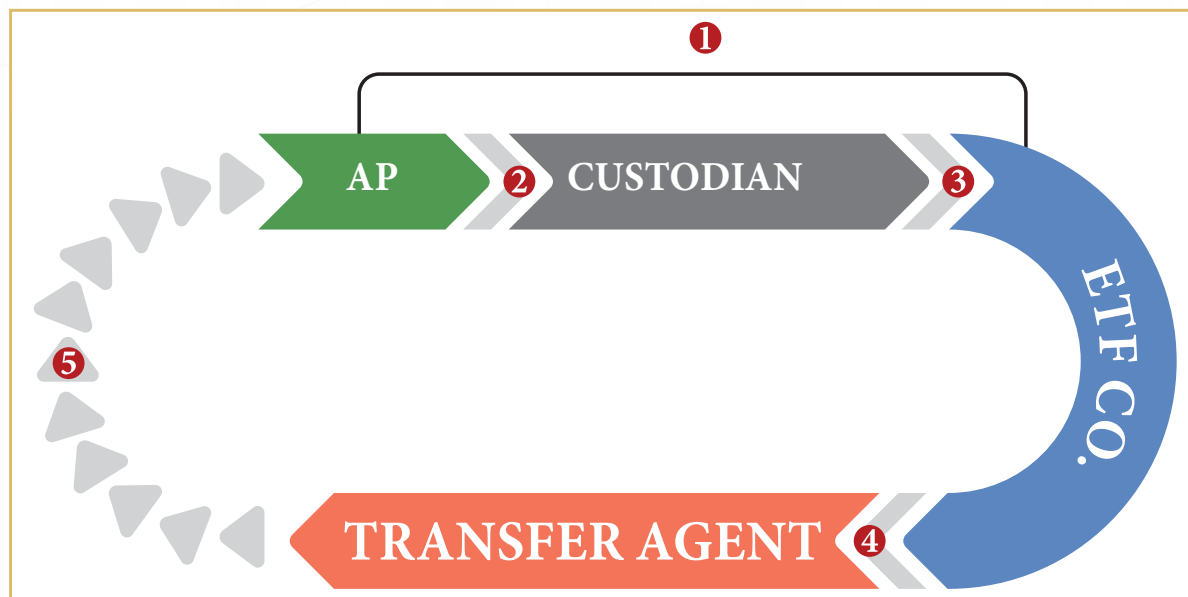
۴. سایر شرایط اضطراری که مانع دریافت درخواست‌ها شود یا اینکه مانع تبادل وجوه یا تهاتر شود.

بر اساس مقررات، صدور یا ابطال به دو صورت تهاتری و نقد به شرح زیر امکان‌پذیر است:

۱- **صدور یا ابطال تهاتری**<sup>۳۶</sup>: صندوق به صورت روزانه ترکیب دارایی‌های خود را اعلام می‌کند. بر این اساس صدور یا ابطال دقیقاً با استفاده از همان ترکیب و با بهره‌گیری از واحد صدور انجام می‌شود. در این راستا سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند با تحویل سبد اعلامی، واحدهای خود را دریافت کند یا با تحویل واحدها سبد معادل آن را تحویل بگیرد. در صورتی که بخشی از سهم‌های موجود در سبد، متوقف شده باشند و امکان معامله نداشته باشند، متقاضی صدور می‌تواند آن بخش را به صورت نقدی پرداخت کند.

۲- **صدور یا ابطال نقد**<sup>۳۷</sup>: در این نوع از صدور و ابطال به جای سهام از وجه نقد استفاده می‌شود. چنین قابلیت‌هایی در این بورس برای صندوق‌های اهرمی<sup>۳۸</sup>، معکوس<sup>۳۹</sup> و صندوق‌هایی که شاخص بورس‌های خارجی را ردگیری می‌کنند به صورت کامل فراهم شده است.

هر صندوق قابل معامله در این بورس باید دارای حداقل یک و حداکثر ۳ بازارگردان باشد. بازارگردان باید سرمایه‌گذار مجاز صندوق نیز باشد. بدین منظور سرمایه‌گذار مجاز باید قرارداد نقدشوندگی<sup>۴۰</sup> با صندوق داشته باشد و این قرارداد توسط بورس تأیید شود. پارامترهای



شکل ۴: فرآیند گام به گام صدور واحدهای سرمایه‌گذاری در بورس فیلیپین

فرآیند ابطال نیز دقیقاً با همین توالی و ترتیب انجام می‌شود و تنها فرآیند انتقال دارایی‌ها معکوس است؛ یعنی سرمایه‌گذار مجاز واحدهای صندوق را به امین تحویل می‌دهد و در ازای آن ترکیب سرمایه‌گذاری صندوق را دریافت می‌کند.

حداقل یکی از سرمایه‌گذاران مجازی که توسط صندوق انتخاب شده‌اند باید به عنوان بازارگردان صندوق نیز معرفی شود. این بازارگردان دارای حداقل الزاماتی به شرح زیر است:

۱- حداکثر دامنه مظنه: بازارگردان موظف است بر اساس دامنه‌ی قیمت صندوق، مظنه‌های دوطرفه به شرح جدول ۶ را در سامانه معاملات ثبت کند:

**گام اول:** سرمایه‌گذار مجاز درخواست صدور خود را به صندوق ارسال می‌کند؛

**گام دوم:** سرمایه‌گذار مجاز سبد سهام را به امین واگذار می‌کند؛

**گام سوم:** امین دریافت سهام و قابلیت انتقال آنها را تأیید می‌کند؛

**گام چهارم:** صندوق به مدیر ثبت<sup>۴۱</sup> مجوز انتشار واحدهای جدید را می‌دهد (مدیر ثبت توسط صندوق منصوب می‌شود و مسئولیت حفظ و نگهداری دقیق مالکیت واحدهای صندوق و هرگونه انتقال، صدور یا ابطال را بر عهده دارد)؛

**گام پنجم:** مسئول ثبت، انتقال واحدهای صادر شده به سرمایه‌گذار مجاز را ثبت می‌کند.

### جدول ۶: حداکثر دامنه مظنه بازارگردانی برای قیمت‌های متفاوت در بورس فیلیپین

Price		Maximum spread
From	To	
0.0001	0.4950	20 Ticks
0.5000	19.9800	15 Ticks
20.0000	999.5000	10 Ticks
1000.0000	UP	5 Ticks

۲- حداقل اندازه سفارش انباشته: بازارگردان‌ها باید سفارش‌هایی به اندازه حداقل ۵ برابر حداقل اندازه سفارش<sup>۴۲</sup> را ثبت کنند. در این جدول ۷ است:

بورس حداقل اندازه سفارش به قیمت سهم بستگی دارد و به شرح

### جدول ۷: حداقل اندازه سفارش در بورس فیلیپین

Price Range (Pesos)			Board Lot
0.0001	to	0.0099	1.000.000
0.010	to	0.049	100.000
0.050	to	0.249	10.000
0.250	to	0.495	10.000
0.50	to	4.99	1.000
5.00	to	9.99	100
10.00	to	19.98	100
20.00	to	49.95	100
50.00	to	99.95	10
100.00	to	199.90	10
200.00	to	499.80	10
500.00	to	999.50	10

ثانویه واحدهای صندوق در حجم‌های کوچک بین طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران معامله می‌شود. برای آگاهی فعالان بازار از میزان نقدشوندگی این بازار، حجم معاملات هر صندوق به صورت روزانه در دسترس عموم قرار می‌گیرد. در این بازار بازارگردان نقش مهمی ایفا میکند و بورس ژاپن برای بازارگردانان صندوق‌های قابل معامله وظایفی به شرح زیر تعریف کرده است:

۱- مظنه‌های بازارگردان باید حداقل در ۸۰ درصد مدت زمان نشست معاملاتی در سیستم وجود داشته باشد. این مظنه‌گذاری شامل توقف‌های کوتاه‌مدت و بازگشایی‌ها نمی‌شود.

۲- حداکثر دامنه مظنه و حداقل اندازه سفارش به نوع صندوق قابل معامله بستگی دارد و به صورت خلاصه این وظیفه در جدول ۸ ارائه شده است.

البته ممکن است بورس بر اساس شرایط این اعداد را تغییر دهد. ۳- در صورت اجرای سفارش خرید یا فروش و باقی ماندن یک سفارش بازارگردان در یک سمت عرضه یا تقاضا، بازارگردان حداکثر طی ۹۰ ثانیه باید سفارش خود را به‌روزرسانی کند؛

۴- حداقل زمان حضور در بازار طی روز: بازارگردان باید حداقل در ۵۰ درصد زمان نشست معاملاتی طی یک‌روز در سیستم سفارش خرید و فروش داشته باشد؛ ۵- حداقل زمان حضور در بازار طی ماه: بازارگردان باید ۸۰ درصد زمان معاملاتی هر ماه در بازار سفارش فعال داشته باشد.

۳- ۸- گروه بورس‌های اوراق بهادار ژاپن

این بورس نیز دو بازار اولیه<sup>۴۳</sup> و ثانویه برای معامله‌ی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های قابل معامله<sup>۴۴</sup> تعریف کرده است. در بازار

### جدول ۸: حداکثر دامنه مظنه و حداقل سفارش انباشته برای انواع صندوق‌های قابل معامله در گروه بورس‌های اوراق بهادار ژاپن

Type	Issue	Maximum Bid-Ask Spread (whichever is larger)	Minimum Quantity (one leg)
A	ETFs tracking Nikkei 225, TOPIX, or JPX Nikkei 400 (excluding leveraged/inverse type)	20 bps OR 2 ticks	JPY 30 mil.
B	ETFs tracking other domestic stocks, REITs, Bond, and leveraged inverse ETFs tracking domestic stocks, TEITs and bonds	50 bps OR 3 ticks	JPY 10 mil.
C	Foreign index and commodity ETFs and leveraged/inverse ETFs that do not fall under type B	50 bps OR 3 ticks	JPY 5 mil.
D	Selected foreign index ETFs	80 bps OR 4 ticks	JPY 5 mil.

حقوقی (نهادی) وجود نداشته باشد. این وظیفه‌ی بازار دیگر یعنی همان بازار اولیه است که با استفاده از سازوکار صدور و ابطال به این عرضه‌ها یا تقاضاها پاسخ دهد. در این بازار می‌توان شاهد صدور یا ابطال واحدها توسط سرمایه‌گذاران مجاز<sup>۴۵</sup> در حجمی بیش از حجم کل معاملات روزانه صندوق بود.

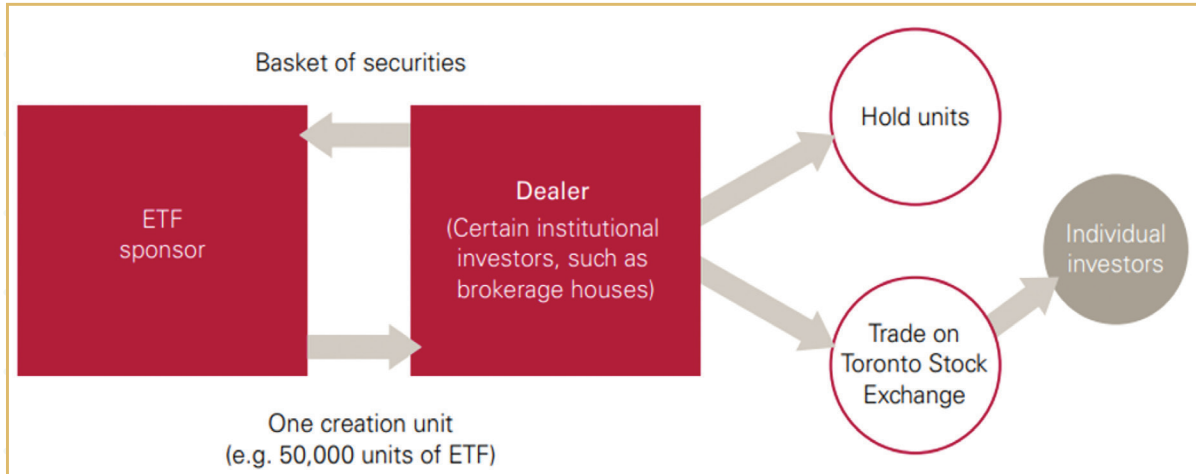
#### ۳- ۹- بورس تورنتو

صندوق‌های قابل معامله در این بورس نیز دارای دو بازار اولیه و ثانویه هستند. در بازار اولیه سرمایه‌گذاران نهادی (حقوقی<sup>۴۶</sup>) معینی حاضر هستند و می‌توانند در این بازار اقدام به صدور و ابطال واحدهای صندوق کنند. این در حالی است که سرمایه‌گذاران حقیقی (خرید<sup>۴۷</sup>) می‌توانند در بازار ثانویه اقدام به خرید یا فروش واحدهای صندوق کنند. با وجود اینکه بیشتر سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه اقدام به معامله واحدهای این صندوق‌ها می‌کنند، درک صحیح از عملکرد بازار اولیه دارای اهمیت زیادی

در صورت ایفای تعهدات، بورس ژاپن مشوق‌های مالی را برای بازارگردان در نظر می‌گیرد. البته این بورس تأکید کرده است که این مشوق‌ها تنها برای صندوق‌هایی که دارای نقدشوندگی اندک هستند در نظر گرفته شده است و چنانچه ارزش معاملات روزانه صندوق قابل معامله بیش از ۵ میلیارد ین باشد، مشوقی به بازارگردان داده نخواهد شد. شایان ذکر است این بورس برای ارتقای نقدشوندگی صندوق‌های قابل معامله از سال ۲۰۲۱ اقدام به برگزاری مسابقه برترین بازارگردان می‌کند. این مسابقه به صورت سالانه برگزار شده و در آن سه بازارگردان صندوق‌های قابل معامله که بهترین عملکرد را از نظر وظایف داشته‌اند، انتخاب می‌شوند و علاوه بر دریافت پاداش از این بورس، برنده شدن آنها در مسابقه به صورت گسترده برای فعالان بازار اطلاع‌رسانی می‌شود. البته ممکن است در بازار ثانویه شرایطی ایجاد شود که نقدشوندگی لازم برای اجرای سفارش‌های خرید یا فروش بزرگ سرمایه‌گذاران

در بورس‌های دیگر با عنوان سرمایه‌گذاران مجاز شناخته می‌شوند؛  
۳- بازارگردانان که نقدشوندگی را تأمین می‌کنند و ممکن است  
به‌عنوان سرمایه‌گذار مجاز نیز فعالیت کنند.  
برای درک بهتر جزئیات مربوط به فرآیند صدور و ابطال این بازار در  
شکل ۵ نشان داده شده است.

است؛ زیرا بازار اولیه است که نقشی بسیار پررنگ را در تنظیم قیمت  
واحدهای صندوق ایفا می‌کند. این بازار دارای فعالانی به شرح زیر است:  
۱- مدیر صندوق<sup>۴۸</sup>؛  
۲- معامله‌گران<sup>۴۹</sup> (شرکت‌های کارگزاری یا سرمایه‌گذاران حقوقی دارای  
مجوز صدور و ابطال واحدهای صندوق هستند. این نوع از معامله‌گران



شکل ۵: فرآیند صدور و ابطال در بورس اوراق بهادار تورنتو کانادا

ماهانه امتیاز بازارگردان محاسبه می‌شود. بدین منظور سه معیار  
تعریف شده و میانگین ساده امتیاز هر سه معیار محاسبه می‌شود.  
چنانچه بازارگردان بتواند میانگین امتیاز بالای ۶۰ کسب کند، به  
تعهدات خود عمل کرده است. نحوه محاسبه‌ی این امتیازها برای هر  
معیار به شرح زیر است:

۱- میانگین دامنه مظنه: برای محاسبه این معیار از میانگین زمانی دامنه  
مظنه (ATWS<sup>۵۰</sup>) و حداکثر دامنه مظنه (SG<sup>۵۱</sup>) استفاده می‌شود.  
جدول ۹ نحوه‌ی امتیازدهی بر اساس این معیار را نشان می‌دهد.

بر اساس این شکل هنگامی که سرمایه‌گذار مجاز درخواست صدور  
واحد به مدیر صندوق می‌دهد، پس از دریافت واحدها، می‌تواند این  
واحدها را در بازار ثانویه بورس به سرمایه‌گذاران خرد بفروشد یا  
اینکه اقدام به نگهداری آنها کند. بدیهی است سرمایه‌گذاران خردی  
که از سرمایه‌گذار مجاز واحدها را خریداری کرده‌اند، می‌توانند این  
واحدها را در بازار ثانویه به فروش برسانند. برای بهبود نقدشوندگی هر  
صندوق در بازار ثانویه دارای یک بازارگردان است. در این بازار برای  
بازارگردان‌ها از یک سیستم امتیازدهی استفاده می‌شود و به‌صورت

جدول ۹: نحوه‌ی محاسبه امتیاز میانگین دامنه‌ی مظنه به بازارگردان در بورس تورنتو

Spread Ratio Ranges	Points Awarded
ATWS Ratio $\leq$ 50% of SG	125
50% < ATWS Ratio $\leq$ 57.5% of SG	100
57.5% < ATWS Ratio $\leq$ 65% of SG	75
65% < ATWS Ratio $\leq$ 80% of SG	50
80% < ATWS Ratio $\leq$ 110% of SG	25
ATWS Ratio > 110% of SG	0

کسب می‌کند. در محاسبه ارزش معاملات، معاملات بلوک در نظر گرفته نمی‌شود. نسبت مشارکت بازارگردان (PR<sub>stock</sub>) حاصل تقسیم ارزش معاملات انجام‌شده توسط بازارگردان به کل ارزش معاملات است. پس از محاسبه این نسبت با استفاده از جزئیات جدول ۱۰ به هر بازارگردان امتیاز داده می‌شود.

۲- میزان مشارکت در بازار<sup>۵۲</sup>: برای محاسبه این معیار ابتدا صندوق‌ها بر اساس ارزش معاملاتشان توسط بورس دسته‌بندی می‌شوند. میزان مشارکت بازارگردان با میانگین مشارکت بازارگردانان در هر دسته (PR<sub>tier avg</sub>) مقایسه شده و هر چه مشارکت بازارگردان یک صندوق بیشتر باشد، امتیاز بیشتری

### جدول ۱۰: نحوه محاسبه امتیاز میزان مشارکت به بازارگردان در بورس تورنتو

Spread Ratio Ranges	Points Awarded
$PR_{stock} \geq 125\% \text{ of } PR_{tier avg}$	100
$75\% \leq PR_{stock} < 125\% \text{ of } PR_{tier avg}$	75
$50\% \leq PR_{stock} < 75\% \text{ of } PR_{tier avg}$	50
$25\% \leq PR_{stock} < 50\% \text{ of } PR_{tier avg}$	25
$PR_{stock} < 25\% \text{ of } PR_{tier avg}$	0

دامنه مظنه را به کل ارزش معاملات تقسیم می‌کنند. هر چه نسبت بیشتری از معاملات داخل این دامنه انجام شده باشد، بازارگردان امتیاز بیشتری کسب می‌کند.

۳- نسب نقدشوندگی<sup>۵۳</sup>: این معیار نشان‌دهنده نسبتی از معاملات است که در داخل حداکثر دامنه مظنه انجام شده است. برای محاسبه این معیار ارزش معاملات انجام‌شده در داخل حداکثر

### جدول ۱۱: نحوه محاسبه امتیاز نسبت نقدشوندگی به بازارگردان در بورس تورنتو

Spread Ratio Ranges	Points Awarded
$LR_{stock} \geq 95\%$	100
$90\% \leq LR_{stock} < 95\%$	75
$80\% \leq LR_{stock} < 90\%$	50
$60\% \leq LR_{stock} < 80\%$	25
$LR_{stock} < 60\%$	0

### ۴- نگاهی بر انواع صندوق‌های قابل معامله و معاملات صندوق‌های سهامی در بازار سرمایه ایران

اولین صندوق قابل معامله در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۲ پذیرهنویسی و عرضه شد. پس‌از آن شاهد استقبال سرمایه‌گذاران و ارائه طیف متنوعی از انواع صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه هستیم. در ادامه آخرین وضعیت این صندوق‌ها در بازار سرمایه شرح داده شده و با بررسی سازوکار صدور، ابطال و بازارگردانی آنها نقاط تمایز آنها با سازوکار جهانی موردبررسی قرار می‌گیرد.

هر ماه، بورس تورنتو با استفاده از معیارهای یادشده عملکرد بازارگردان‌ها را ارزیابی می‌کند. چنانچه بازارگردانی برای سه‌ماهه پیاپی امتیاز کمتر از ۶۰ کسب کرد در لیست تعلیق قرار می‌گیرد. چنانچه در ماه چهارم نتواند امتیاز بالاتر از ۶۰ کسب کند، ممکن است بازارگردانی به دیگری واگذار شود. تصمیم نهایی در این ارتباط در اختیار بورس است و بورس بر اساس شرایط ممکن است استثناهایی را در نظر بگیرد.



#### ۴-۱- مروری بر وضعیت صندوق‌های قابل معامله

هم‌اکنون در بازار سرمایه ایران انواع صندوق‌های قابل معامله از جمله صندوق قابل معامله در سهام، مختلط، در اوراق بهادار با درآمد ثابت، پروژه، زمین و ساختمان، املاک و مستغلات، خصوصی، صندوق در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کلایی و صندوق در صندوق وجود دارند. صندوق‌های یادشده را می‌توان به صورت اجمالی به شرح زیر تعریف کرد:

**صندوق قابل معامله در سهام:** به نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که بیشتر منابع مالی خود را در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. برای پاسخگویی به نیازهای متفاوت سرمایه‌گذاران، مدل‌های متنوعی از این نوع صندوق در بازار سرمایه ایران طراحی شده که در ادامه به شرح هر یک پرداخته شده است:

**صندوق سهامی:** در این نوع از صندوق‌ها، حداقل ۷۰ درصد منابع مالی در سهام شرکت‌های بورسی یا فرابورسی و مابقی به صورت سپرده بانکی در بانک یا اوراق با درآمد ثابت مانند اوراق مشارکت، اوراق دولتی (همچون اخزا) سرمایه‌گذاری می‌شود. این صندوق‌ها به صورت فعال مدیریت می‌شوند و مدیر صندوق بر اساس تحلیل‌های خود می‌تواند در صنایع مختلفی سرمایه‌گذاری کند.

**صندوق اهرمی:** صندوق اهرمی زیرمجموعه‌ای از صندوق‌های قابل معامله در سهام است که با به کارگیری مکانیسم اهرم، بازدهی مضاعفی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. برای ایجاد اهرم در این صندوق‌ها، دو نوع واحد سرمایه‌گذاری یعنی واحدهای سرمایه‌گذاری بدون ریسک (با تضمین حداقل سود) و واحدهای سرمایه‌گذاری پرریسک (با امکان بازدهی مضاعف) تعریف شده است. واحدهای بدون ریسک به صورت صدور و ابطالی در دسترس سرمایه‌گذاران قرار دارد و واحدهای پرریسک در تابلوی بورس یا فرابورس قابل معامله است. واحدهای بدون ریسک صندوق دارای حداقل و حداکثر سود هستند ولی برای واحدهای پرریسک تضمین سودی وجود ندارد.

**صندوق بخشی:** صندوق‌های بخشی نوع دیگر صندوق‌های قابل معامله در سهام هستند که به جای سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف، روی یک صنعت خاص تمرکز کرده و به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند تا از بازدهی آن صنعت بهره‌مند شوند. برای مثال یک صندوق بخشی فلزات، دارایی خود را در سهام شرکت‌های

فعال در صنعت فلزات اساسی سرمایه‌گذاری می‌کند. همچنین صندوق بخشی خودرویی بر سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های مرتبط با صنعت خودروسازی و تولید قطعات خودرو متمرکز است.

**صندوق شاخصی:** صندوق‌های شاخصی یک نوع دیگر از صندوق‌های قابل معامله در سهام هستند که به دنبال کسب بازدهی برابر با یکی از شاخص‌های بازار سهام هستند. مدیران این صندوق‌ها در تلاش‌اند تا سبکی از اوراق بهادار با ترکیب و وزن‌های متناسب با یک شاخص مبنای تشکیل دهند تا بر این اساس عملکردی مشابه با عملکرد آن شاخص داشته باشند. در این نوع از صندوق‌ها نقش مدیریت، یک نقش غیرفعال است و تنها در راستای انطباق ترکیب وزن اوراق موجود در سبد با شاخص مبنای تلاش‌هایی صورت می‌گیرد.

**صندوق قابل معامله مختلط:** این صندوق شبیه به صندوق قابل معامله در سهام است با این تفاوت که سرمایه‌گذاری کمتری در بازار سهام انجام می‌دهند. به عبارت دیگر آنها دارایی‌های خود را با نسبت ۴۰ تا ۶۰ درصد در بازار سهام بورس تهران و فرابورس ایران و ۴۰ تا ۶۰ درصد باقیمانده را در اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند.

**صندوق با درآمد ثابت:** صندوق‌های درآمد ثابت نوعی از صندوق‌های قابل معامله هستند که ۷۰ تا ۹۰ درصد از دارایی‌های تحت مدیریت خود را در اوراق با درآمد ثابت و مابقی را در سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی سرمایه‌گذاری می‌کنند. از آنجاکه اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی، ریسک بسیار پایینی دارند، صندوق‌های درآمد ثابت نیز سرمایه‌گذاری‌های نسبتاً امنی محسوب می‌شوند و مطلوب سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند.

**صندوق پروژه:** در صندوق‌های پروژه‌ای، سرمایه‌گذاران مستقیماً در منافع حاصل از اجرای یک پروژه سهیم هستند. به طوری که موضوع صندوق، ساخت و تکمیل پروژه‌های خاص و پایان فعالیت صندوق، تقسیم عواید حاصل از اجرای پروژه با توجه به ساختار پیش‌بینی شده در طرح توجیهی صندوق است.

**صندوق زمین و ساختمان:** هدف از تشکیل صندوق زمین و ساختمان، امکان سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات برای همه فعالان بازار سرمایه با هر میزان سرمایه است. به طور کلی اشخاص با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها می‌توانند

توسعه یا شرکت دانش‌بنیان و واگذاری آن سود قابل توجهی به سرمایه‌گذاران می‌رسد.

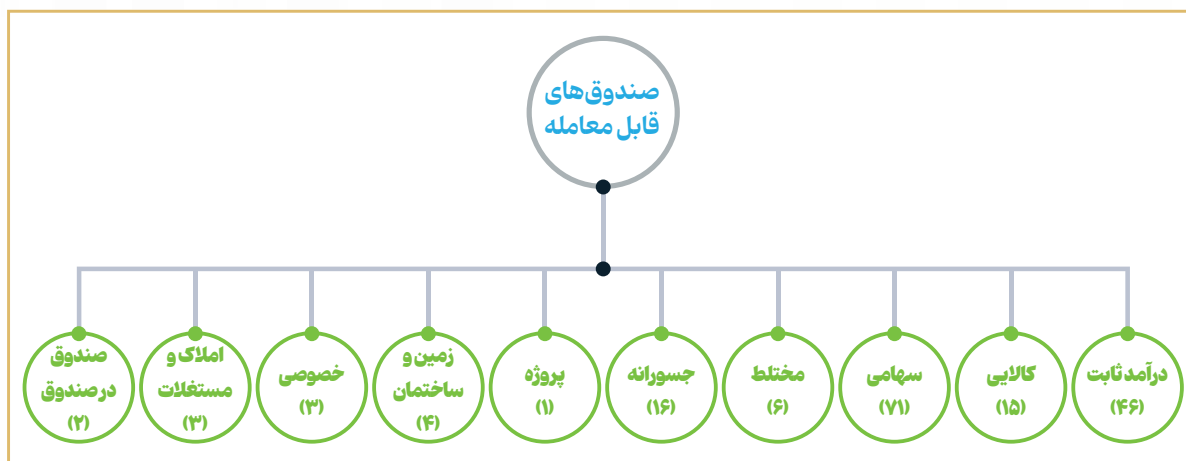
**صندوق در صندوق:** به‌جای سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق بهادار با درآمد ثابت، این نوع از صندوق‌های قابل معامله، در صندوق‌های قابل معامله دیگر سرمایه‌گذاری می‌کنند. به‌عبارت‌دیگر این نوع از صندوق، سبکی از صندوق‌های قابل معامله بازار است. مدیر یا مدیران این صندوق‌ها باید حداقل ۸۵ درصد دارایی سرمایه‌گذاران را در سایر صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کند و با مابقی پول نهایتاً تا ۱۵ درصد به‌صورت سپرده‌های بانکی نگهداری کنند.

**صندوق اوراق بهادار مبتنی بر سپرده کالایی (صندوق کالایی):** صندوق کالایی نوعی ابزار سرمایه‌گذاری مبتنی بر کالاهای ارزشمند نظیر فلزات گرانبها، محصولات کشاورزی و مانند آن هستند. صندوق‌های کالایی به‌جای آنکه در سهام شرکت‌ها یا سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری کنند در اوراق بهادار مبتنی بر سپرده‌ی کالایی سرمایه‌گذاری می‌کنند. دارایی این صندوق‌ها شامل گواهی سپرده کالایی، قراردادهای آتی، قراردادهای سلف موازی استاندارد و قراردادهای اختیار معامله است و این اوراق بهادار در حقیقت نماد ارزش کالایی هستند که صندوق‌های کالایی در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند. هم‌اکنون صندوق‌های کالایی در بورس کالای ایران برای دو دارایی طلا و زعفران راه‌اندازی شده‌اند. به‌صورت خلاصه تعداد صندوق‌های قابل معامله فعال بازار سرمایه ایران در هر یک از حوزه‌های یادشده به شرح شکل ۶ است.

به‌صورت غیرمستقیم در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند. صندوق زمین و ساختمان، وجوه گردآوری شده از سرمایه‌گذاران را برای ساخت یک پروژه ساختمانی استفاده می‌کند. پس از اتمام ساخت‌وساز، واحدها به فروش رسیده و درنهایت عواید ناشی از ساخت‌وساز بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تقسیم می‌شود.

**صندوق املاک و مستغلات:** این صندوق نیز برای کسب سود از بازار املاک و مستغلات طراحی شده است. تفاوت اصلی این صندوق با زمین و ساختمان در این است که در این صندوق اقدام به خرید زمین و ساخت ساختمان نمی‌کند. بلکه فعالیت اصلی صندوق‌های املاک و مستغلات، همان‌طور که از نامش پیداست، خرید و فروش مجموعه‌ای از دارایی‌ها شامل زمین، فروشگاه، برج و موارد بسیار دیگری از این قبیل است. این صندوق‌ها با خرید دارایی‌های یادشده و اجاره آنها و تقسیم عواید ناشی از اجاره به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری برای آنها فرصت کسب سود از بازار ملک را فراهم می‌کنند.

**صندوق خصوصی:** این صندوق سرمایه‌های سرمایه‌گذاران را تجمیع کرده و در شرکت‌های دانش‌بنیان با فناوری بالا و دارای مشکل تأمین مالی سرمایه‌گذاری می‌کند. شرکت‌های هدف این صندوق معمولاً شرکت‌های دانش‌بنیان دارای پیشرفت فیزیکی مناسب یا آماده بهره‌برداری (راه‌اندازی) یا شرکت‌های فعال در این حوزه با مشکل نقدینگی هستند. صندوق برای مدت معینی بخشی از شرکت یادشده را تملک کرده و پس از اتمام دوره، اقدام به واگذاری دارایی خود می‌کند. با راه‌اندازی طرح‌های



شکل ۶: صندوق‌های قابل معامله فعال در بازار سرمایه ایران - اردیبهشت ۱۴۰۳

در بین صندوق‌های قابل معامله یادشده، صندوق‌های قابل معامله سهامی در این سال‌ها رشد قابل توجهی را ثبت کرده‌اند. در سال ۱۳۹۷ تنها ۹ صندوق سهامی در بازار سرمایه قابل معامله بود. این عدد در پایان سال ۱۴۰۲ به ۷۰

صندوق رسید. دارایی تحت مدیریت این صندوق‌ها نیز به صورت متناسب در این سال‌ها حدود ۳۶ هزار درصد رشد کرده است. جدول ۱۲ به صورت خلاصه روند رشد صندوق‌های قابل معامله سهامی در سال‌های گذشته را نشان می‌دهد.

### جدول ۱۲: روند رشد صندوق‌های قابل معامله سهامی از سال ۱۳۹۷ تا پایان سال ۱۴۰۲

سال	تعداد صندوق‌ها	ارزش دارایی تحت مدیریت (میلیارد ریال)*
۱۳۹۷	۹	۲,۳۷۵
۱۳۹۸	۱۱	۱۱,۴۸۲
۱۳۹۹	۲۰	۲۹۹,۸۱۲
۱۴۰۰	۳۲	۳۵۰,۳۴۴
۱۴۰۱	۴۵	۵۴۷,۹۰۹
۱۴۰۲	۷۰	۸۵۱,۵۷۶

#### ۴-۲- ساز و کار بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله سهامی

بازارگردان‌های صندوق‌های قابل معامله سهامی در بورس تهران و فرابورس ایران ملزم به رعایت نقش سنتی بازگردانی یعنی مظنه‌گذاری در بازار با رعایت حداکثر دامنه‌ی مظنه، حداقل سفارش انباشته و حداقل معاملات روزانه هستند. در اردیبهشت‌ماه سال ۱۴۰۳ دامنه‌ی مظنه برای تمام صندوق‌های قابل معامله سهامی ۲ درصد تعریف شده و حداقل سفارش انباشته و حداقل معاملات روزانه برای هر صندوق به صورت مجزا محاسبه و اعلام می‌شود. بازارگردان‌ها برای ایفای نقش خود باید قرارداد بازارگردانی را با صندوق به امضا برسانند و بر اساس مفاد آن به تعهدات خود عمل کنند. علاوه بر این در بورس تهران و فرابورس ایران تنها بازارگردان‌ها مجاز هستند تا بر اساس رویه صدور و ابطال موجود در تارنمای صندوق، درخواست صدور و ابطال بدهد. صدور و ابطال تنها به صورت نقدی امکان‌پذیر است یعنی بازارگردان‌ها برای صدور می‌توانند با واریز وجه نقد یا از محل مطالبات خود به مدیر صندوق درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را بدهند. البته در صورتی می‌توانند چنین درخواستی بدهند که صندوق همچنان به سقف تعداد مجاز واحدها برای صدور نرسیده باشد و در صورتی که صندوق به سقف واحدهای مجاز رسیده باشد باید درخواست افزایش سقف بدهد که این موضوع نیازمند ارسال درخواست یادشده به سازمان بورس و اوراق بهادار و دریافت تأییدیه آن سازمان است. البته صندوق‌های اهرمی علاوه بر این موضوع دارای دو محدودیت دیگر نیز هستند. اولاً این صندوق‌ها دارای بازارگردان نیستند و فرآیند صدور و ابطال به صلاحدید و توسط خود مدیر صندوق انجام می‌شود. به عبارت دیگر مدیر صندوق می‌تواند

فرآیند صدور و ابطال را انجام دهد ولی برای وی پارامترهای بازارگردانی تعریف نشده و وی ملزم به رعایت قواعد بازارگردانی نیست. دوماً این صندوق‌ها علاوه بر رعایت سقف تعداد مجاز واحد برای صدور، تنها می‌توانند واحدهای سرمایه‌گذاری را به تعدادی صدور یا ابطال بزنند که مقدار اهرم صندوق از کف و سقف تعیین شده (به ترتیب یک و دو) عبور نکند.

فرآیند ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران شبیه فرآیند صدور واحدها است و همانند فرآیند پیشین، تنها بازارگردان‌ها مجاز هستند تا واحدهای خریداری شده از بازار را به مدیر صندوق تحویل داده و درخواست ابطال واحدهای تحت تملک خود را بدهند. این موضوع در ارتباط با صندوق‌های اهرمی مجدداً تنها توسط مدیر صندوق و با رعایت حدود اهرم مجاز است. به عبارت دیگر سایر فعالان بازار سرمایه ایران که دارای تعداد قابل توجهی از واحدهای سرمایه‌گذاری، همچنین سرمایه‌های کلان هستند، نمی‌توانند درخواست صدور یا ابطال خود را به شخصی به نام سرمایه‌گذار مجاز بدهند تا وی با دریافت کارمزدی، به نمایندگی از ایشان درخواست صدور یا ابطال را به صندوق بدهد زیرا طبق مقررات بازار سرمایه ایران بازارگردان تنها می‌تواند واحدهای تحت تملک خود را ابطال بزند. نکته قابل توجه دیگر این است که صدور و ابطال در دو بورس ایران تنها به صورت نقدی و به ارزش خالص دارایی واحد سرمایه‌گذاری در آن زمان امکان‌پذیر است و امکان وجود صدور و ابطال تهاتری در مقررات دیده نشده است.

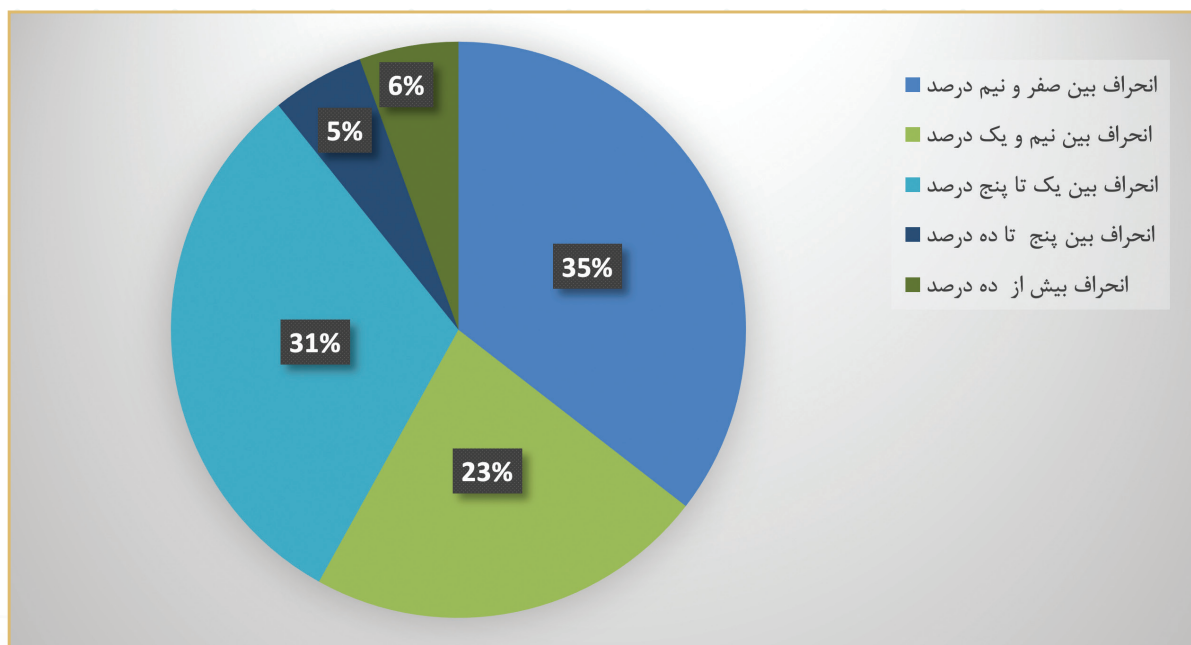
#### ۴-۳- چالش‌های بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله سهامی در بازار سرمایه ایران

چالش‌های مهم موجود در بازارگردانی صندوق‌های قابل معامله سهامی در بازار سرمایه ایران را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد:

#### الف) فاصله بین قیمت معاملاتی و قیمت ابطال:

یکی از مهم‌ترین چالش‌های موجود در صندوق‌های قابل معامله وجود فاصله قابل توجه بین قیمت معاملاتی و قیمت ابطال در صندوق‌ها است. به‌منظور ارزیابی آخرین وضعیت ابتدا تمام صندوق‌های قابل معامله سهامی فعال بورس تهران و فرابورس ایران در سال ۱۴۰۲ انتخاب شدند. سپس اطلاعات مربوط به قیمت پایانی هر نماد معاملاتی از تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و اطلاعات مربوط به صدور و ابطال هر صندوق از تارنمای صندوق گردآوری شد. بررسی آماری داده‌ها نشان می‌دهد در سال ۱۴۰۲ انحراف قابل توجهی بین قیمت پایانی هر نماد معاملاتی صندوق‌ها در بازار

و قیمت ابطال آنها وجود دارد. همان‌طور که در شکل ۷ نشان داده شده است، در ۷۳۳ نماد-روز معاملاتی بین قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق‌ها اختلاف بیش از ۱۰ درصد وجود داشت. ۶۸۳ نماد-روز معاملاتی نیز این اختلاف بین ۵ و ۱۰ درصد بوده و ۴۰۹۵ نماد-روز بین یک و ۵ درصد بود. به‌عبارت‌دیگر در ۵۵۱۱ نماد-روز معاملاتی در صندوق‌ها اختلاف بیش از یک‌درصدی بین قیمت پایانی و قیمت ابطال وجود داشت و ۷۶۳۰ نماد روز باقی‌مانده نمادها دارای اختلاف بین صفر تا یک درصدی بودند. برای درک بهتر در شکل زیر میزان اختلاف بین دو قیمت به‌صورت تفکیکی نشان داده شده است.



#### شکل ۷: اختلاف بین قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق‌های قابل معامله سهامی در سال ۱۴۰۲

است که به ترتیب در سال ۱۴۰۲ با مقادیر ۳۴ و ۱۸ درصد کمتر از قیمت ابطال در بازار معامله شده‌اند. صندوق‌های اهرمی موج و اهرم به ترتیب با میانگین اختلاف ۱۱ و ۹ درصد در جایگاه بعدی قرار گرفته‌اند. ۲۲ صندوق بعدی نیز دارای متوسط اختلاف بیش از یک درصد و باقی صندوق‌ها دارای اختلاف کمتر از یک درصد هستند. به‌صورت میانگین کل صندوق‌های یادشده در این بازه زمانی دارای میانگین اختلاف ۲/۳ درصدی بودند. البته دو صندوق دارا یکم و پالایش دارای میانگین انحراف بالایی هستند و میانگین کل را تحت تأثیر قرار می‌دهند، چنانچه این صندوق را جدا کنیم، میانگین انحراف در سایر صندوق‌های قابل معامله سهامی به ۱/۶ درصد می‌رسد که باز هم نشان‌دهنده اختلاف قابل توجهی است. جدول ۱۳ به‌صورت نزولی حداکثر اختلاف و میانگین اختلاف تمام صندوق‌های سهامی بورس تهران را نشان می‌دهد:

در روزهای معاملاتی یادشده حداکثر اختلاف بین دو قیمت مربوط به دو صندوق دارا یکم و پالایش است. در بیشترین حالت، این دو صندوق به ترتیب باقیمت‌های حدود ۴۱ درصد و ۲۵ درصد کمتر از قیمت ابطال معامله شده‌اند. گروه بعدی صندوق‌های اهرمی توان، جهش، اهرم، موج و شتاب هستند که با اختلاف بالا معامله شده‌اند. صندوق‌های یادشده دارای حداکثر اختلاف ۱۹۰،۲۰، ۱۸، ۱۴ و ۱۴ درصدی بودند. در ۴۷ صندوق باقی‌مانده، تعداد ۱۱ صندوق در بیشترین حالت، دارای اختلاف قیمت پایانی و ابطال ۴ تا ۶ درصد، ۱۶ صندوق اختلاف بین ۳ تا ۴ درصد، ۱۲ صندوق دارای اختلاف بین ۲ تا ۳ درصد و تنها دو صندوق دارای اختلاف کمتر از ۲ درصد بودند. چنانچه میانگین اختلاف بین دو قیمت ابطال و قیمت بازاری بررسی شود<sup>۵</sup>، نتایج مجدداً نشان از وجود اختلاف قابل توجه بین این دو قیمت دارد. بیشترین اختلاف میانگین مربوط به دو صندوق دارا یکم و پالایش

## جدول ۱۳: میزان اختلاف بین قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق‌های سهامی در سال ۱۴۰۲

ردیف	نماد معاملاتی	حداکثر اختلاف	میانگین اختلاف
۱	دارایکم	%۴۱٫۴	%۳۳٫۸
۲	پالایش	%۲۵٫۰	%۱۸٫۱
۳	موج	%۱۷٫۹	%۱۱٫۲
۴	اهرم	%۱۸٫۰	%۸٫۹
۵	جهش	%۱۸٫۷	%۶٫۴
۶	شتاب	%۱۴٫۵	%۶٫۱
۷	مروارید	%۹٫۸	%۴٫۸
۸	توان	%۱۹٫۶	%۴٫۷
۹	افق ملت	%۱۱٫۸	%۳٫۳
۱۰	زرین	%۸٫۸	%۳٫۰
۱۱	هیاوا	%۹٫۵	%۳٫۰
۱۲	صدف	%۸٫۹	%۲٫۹
۱۳	رماس	%۹٫۸	%۲٫۱
۱۴	ثهام	%۶٫۱	%۱٫۸
۱۵	وبازار	%۵٫۲	%۱٫۸
۱۶	فرار	%۱۰٫۹	%۱٫۷
۱۷	مدیر	%۹٫۷	%۱٫۳
۱۸	پتروآگاه	%۳٫۲	%۱٫۳
۱۹	برلیان	%۸٫۳	%۱٫۳
۲۰	الماس	%۹٫۷	%۱٫۳
۲۱	استیل	%۵٫۰	%۱٫۲
۲۲	پرتو	%۴٫۴	%۱٫۲
۲۳	بذر	%۳٫۹	%۱٫۱
۲۴	نارین	%۳٫۳	%۱٫۱
۲۵	آوا	%۷٫۹	%۱٫۱
۲۶	بهین رو	%۶٫۹	%۱٫۰
۲۷	داریوش	%۶٫۶	%۰٫۹۹
۲۸	تیام	%۳٫۰	%۰٫۹۶
۲۹	ثنا	%۵٫۳	%۰٫۹
۳۰	اکسیژن	%۴٫۰	%۰٫۹
۳۱	پتروما	%۶٫۹	%۰٫۹
۳۲	پادا	%۳٫۳	%۰٫۹
۳۳	فیروزه	%۴٫۹	%۰٫۹

ردیف	نماد معاملاتی	حداکثر اختلاف	میانگین اختلاف
۳۴	خلیج	%۲,۵	%۵,۹
۳۵	عقیق	%۶,۶	%۵,۸
۳۶	ثمین	%۶,۶	%۵,۸
۳۷	کاریس	%۳,۷	%۵,۸
۳۸	سمان	%۳,۵	%۵,۸
۳۹	آرام	%۲,۳	%۵,۷
۴۰	آتیمس	%۲,۹	%۵,۷
۴۱	متال	%۲,۵	%۵,۷
۴۲	سرو	%۳,۸	%۵,۷
۴۳	ویستا	%۶,۲	%۵,۷
۴۴	پترودریوش	%۲,۱	%۵,۷
۴۵	ترمه	%۳,۵	%۵,۷
۴۶	آساس	%۴,۶	%۵,۷
۴۷	پتروصبا	%۵,۷	%۵,۷
۴۸	هموزن	%۹,۴	%۵,۶
۴۹	ارزش	%۴,۹	%۵,۶
۵۰	پیروز	%۲,۲	%۵,۶
۵۱	درسا	%۳,۷	%۵,۶
۵۲	تاراز	%۳,۷	%۵,۶
۵۳	دریا	%۵,۱	%۵,۶
۵۴	اوج	%۴,۵	%۵,۶
۵۵	آگاس	%۲,۱	%۵,۶
۵۶	انار	%۳,۴	%۵,۶
۵۷	اطلس	%۳,۵	%۵,۶
۵۸	هامون	%۲,۲	%۵,۵
۵۹	جاودان	%۱,۸	%۵,۵
۶۰	اذرین	%۲,۵	%۵,۵
۶۱	ثروتم	%۳,۵	%۵,۵
۶۲	فلزفاریبی	%۲,۵	%۵,۵
۶۳	کاردان	%۲,۸	%۵,۵
۶۴	سلام	%۳,۷	%۵,۵
۶۵	روبین	%۲,۹	%۵,۴
۶۶	هوشیار	%۳,۴	%۵,۴
۶۷	ارزش	%۱,۵	%۵,۳

بررسی این آمار نشان می‌دهد که در موارد متعددی شاهد وجود اختلاف بسیار بالا بین دو قیمت پایانی و قیمت ابطال هستیم که این موضوع نشان از اهمیت بازنگری در فرآیند صدور و ابطال و بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران دارد.

### ب) فرآیند صدور و ابطال:

در حال حاضر در صندوق‌های قابل معامله سهامی ایران، تنها بازارگردان قادر به صدور و ابطال است. البته صندوق‌های اهرمی در این مورد استثنا هستند و در آنها مدیر صندوق می‌تواند برای صندوق صدور یا ابطال بزند. البته همان‌طور که در بررسی بورس‌ها بیان شد، در سایر بورس‌های اوراق بهادار سرمایه‌گذاران مجاز تعریف شده‌اند و این سرمایه‌گذاران هستند که می‌توانند درخواست صدور یا ابطال به صندوق بدهند. گرچه در بسیاری از موارد بازارگردان نقش سرمایه‌گذار مجاز را نیز بر عهده دارد ولی الزامی برای اینکه سرمایه‌گذار مجاز حتماً بازارگردان نیز باشد، مشاهده نشد. در بورس‌های بررسی شده، سرمایه‌گذاران مجازی تعریف شده‌اند که علاوه بر امکان ارسال درخواست صدور و ابطال برای خود، می‌توانند به نمایندگی از سایر سرمایه‌گذاران نیز درخواست صدور و ابطال بدهند. این موضوع علاوه بر نزدیک کردن قیمت معاملاتی به قیمت ابطال، منجر به افزایش نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار نیز می‌شود زیرا سایر فعالان در بازار نیز می‌توانند از فرصت آربیتراژی استفاده کنند. این در حالی است که در ایران بازارگردان تنها می‌تواند برای خود درخواست صدور یا ابطال بدهد و سایر فعالان امکان ارسال درخواست صدور و ابطال به بازارگردان را ندارند. در کنار این موضوع باید به این نکته توجه کرد که در صندوق‌های اهرمی بازارگردان تعریف نشده و خود مدیر صندوق به صدور و ابطال اقدام می‌کند. اعمال چنین سیاستی بر روی صندوق‌های اهرمی، نه تنها به کاهش فاصله بین قیمت ابطال و قیمت بازاری منتج نشده، بلکه منجر به ایجاد انحراف شدید بین این دو قیمت شده است.

مشکل دیگر در فرآیند صدور و ابطال، عدم امکان صدور و ابطال تهاتری است. همان‌طور که پیش‌تر به صورت کامل شرح داده شد در سایر بورس‌های اوراق بهادار، علاوه بر امکان صدور و ابطال نقدی، امکان انجام تهاتر به دو صورت استاندارد و سفارشی امکان‌پذیر است. امکان انجام صدور و ابطال تهاتری منجر به کاهش هزینه‌های عملیاتی صندوق می‌شود. به عبارت دیگر مدیر صندوق می‌تواند به جای خرید سهام مدنظر خود از بازار به سرمایه‌گذاران مجاز اعلام کند که در صورت تحویل سهام یادشده به آنها واحدی سرمایه‌گذاری تحویل می‌دهد یا در حالت عکس در صورت دریافت سفارش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری، مدیر صندوق سهامی را که قصد فروش آن در بازار را دارد با سرمایه‌گذاران مجاز تهاتر می‌کند. بدین صورت کارمزد معاملات صندوق کاسته شده و اثر مثبتی در عملکرد نهایی صندوق ایجاد می‌شود. از سوی دیگر به کارگیری سرمایه‌گذار مجاز می‌تواند منجر به کاهش اثر بازاری حاصل از خریدها یا فروش‌های سنگین صندوق شود. فرض کنید که صندوق از یک

سرمایه‌گذار مجاز درخواست صدور حجم سنگینی از واحدهای سرمایه‌گذاری دریافت می‌کند. در صورتی که همانند بازار سرمایه ایران، امکان تهاتر وجود نداشته و همچنین نقش سرمایه‌گذار مجاز تعریف نشده باشد، مدیر صندوق باید اقدام به خرید حجم بالایی از دارایی‌های پایه از بازار کرده و با این خرید قیمت دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (اثر بازار ایجاد کند) و آنگاه اقدام به صدور واحدهای جدید کند. در مقابل اگر سرمایه‌گذار مجاز وجود داشت و امکان تهاتر فراهم شده بود، ممکن بود سرمایه‌گذار مجاز دارای سهم‌های مطلوب وی باشد و آنها را به مدیر صندوق بدهد و بدین‌وسیله بدون ایجاد اثر بازاری، واحدهای جدید صادر شوند. در صورت ابطال نیز شرایط مشابه است و نکته قابل توجه این است که اگر صندوق ابطال بزرگی دریافت کند باید اقدام به فروش بخش قابل توجهی از دارایی‌های خود در بازار کند و وجه نقد حاصل از آن را به بازارگردان تحویل دهد. در حالی که در حالت تهاتری، می‌توان بخشی از دارایی را بدون فروش در بازار و ایجاد اثر منفی بر روی دارایی‌های صندوق به سرمایه‌گذار مجاز منتقل کرد. سرمایه‌گذار مجاز نیز الزامی برای فروش واحدها یا سهم‌های دریافت شده خود ندارد و ممکن است اقدام به نگهداری بخشی یا تمام آنها کند. بدین‌وسیله ممکن است از نوسانات قیمت دارایی‌های پایه و خالص ارزش دارایی صندوق نیز کاسته شود. با توجه به شرایط خاص بازار سرمایه ایران نیاز است تا فرآیند صدور و ابطال تسهیل شود در غیر این صورت بازارگردان‌ها برای تنظیم موجودی خود و ایفای تعهدات با مشکلات متعددی مواجه می‌شوند.

### ج) پارامترهای بازارگردانی:

همان‌طور که بیان شد بورس‌های اوراق بهادار اقدام به طبقه‌بندی صندوق‌های قابل معامله سهامی در بازار کرده‌اند و برای هر طبقه، الزامات بازارگردانی خاص خود را اعمال می‌کردند. البته گروهی از بورس‌ها نیز از طبقه‌بندی استفاده نکرده و برای هر نماد معاملاتی، بر اساس ویژگی‌های آن پارامترهای بازارگردانی خاص آن را تعیین کرده‌اند. در بازار سرمایه ایران مطابق آخرین مقررات، طبقه‌بندی خاصی برای صندوق‌های سهامی وجود ندارد. دو پارامتر حداقل سفارش انباشته و حداقل معاملات روزانه برای هر نماد به صورت مجزا تعیین می‌شود و پارامتر دیگر یعنی حداکثر دامنه‌ی مظنه، با مقدار دودرصدی برای تمام صندوق‌ها (به جز صندوق‌های اهرمی) به کار گرفته می‌شود. به کارگیری دامنه مظنه‌ی دودرصدی در حالی که دامنه نوسان ده‌درصدی برای صندوق‌های سهامی تعریف شده، کارایی این پارامتر را با چالش مواجه کرده است. این دامنه می‌تواند برای برخی صندوق‌ها بزرگ باشد و منجر به فراهم شدن بستری برای فرار بازارگردان از انجام معامله شود و برای برخی دیگر کوچک باشد و منجر به معاملات پرتکرار بازارگردان شود که ممکن است در نهایت سوددهی فعالیت بازارگردانی را به خطر بیندازد. این مسائل در حالی رخ می‌دهد که به صورت متعارف در دنیا، پارامترهای بازارگردانی برای هر صندوق با در نظر گرفتن طبقه نقدشوندگی یا با بهره‌گیری از اطلاعاتی همچون میزان نوسان تاریخی و قیمت آن صندوق تعیین می‌شوند.

در کنار این موضوع باید موضوع نوسان‌های شدید هر نماد و شرایط نامتعرف یا اضطرابی را در نظر گرفت. در بورس‌های مورد بررسی، تعهدات بازارگردانی در شرایط نامتعرف یا اضطرابی کاسته شده یا از بین می‌رود اما در بازار سرمایه ایران با وجود شرایط اقتصادی خاص نه تنها تعهدات بازارگردان در نوسان‌های شدید نماد معاملاتی تغییر نمی‌کند بلکه با به کارگیری دامنه نوسان ثابت و در نتیجه آن، ایجاد صف‌های خرید یا فروش و الزام بازارگردان به ایفای تعهدات، سوددهی فعالیت بازارگردانی با چالش مواجه می‌شود؛ بنابراین بهتر است برای چنین شرایطی در بازار سرمایه ایران نیز معافیت‌ها یا مشوق‌هایی در نظر گرفته شود.

## ۵- جمع‌بندی و پیشنهادها

ایجاد نقدشوندگی و کشف قیمت منصفانه برای رشد و توسعه بخش‌های مختلف بازار از جمله صندوق‌های قابل معامله امری ضروری است. بررسی سازوکار بورس‌های اوراق بهادار نشان می‌دهد دو بازار اولیه و ثانویه برای معاملات صندوق‌های قابل معامله در نظر گرفته می‌شود. بازار اولیه برای صدور و ابطال حجم‌های بزرگ طراحی شده و در این بازار تمام سرمایه‌گذاران امکان درخواست صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را ندارند بلکه تنها سرمایه‌گذاران مجاز که توسط صندوق انتخاب شده‌اند و دارای قرارداد با صندوق هستند، می‌توانند در این بازار درخواست صدور یا ابطال دهند. سایر فعالان بازار که دارای سرمایه‌های بزرگی هستند، می‌توانند درخواست صدور یا ابطال واحدها را به سرمایه‌گذاران مجاز ارسال کرده و سرمایه‌گذار مجاز به نمایندگی از آنها این درخواست‌ها را به مدیر صندوق بدهد. به عبارت دیگر به علت وجود حداقل اندازه برای صدور یا ابطال، سرمایه‌گذاران خرد امکان ثبت درخواست صدور یا ابطال در بازار اولیه را ندارند. در حالت متعارف دو روش برای صدور و ابطال طراحی شده است. در روش استاندارد درخواست‌های صدور یا ابطال درازای معاوضه با سبدی که دارای همان ترکیب دارایی صندوق است، امکان پذیر است. وجود چنین امکانی باعث به وجود آمدن فرصت آربیتراژی می‌شود که نقش بسیار مهمی در نزدیک‌تر شدن قیمت معاملاتی به خالص ارزش دارایی هر واحد صندوق ایفا می‌کند. نکته قابل توجه دیگر این است که صندوق‌ها برای کاهش هزینه‌های عملیاتی خود، ممکن است صدور و ابطال را با ترکیبی به‌غیر از ترکیب دارایی صندوق انجام دهند. در این حالت ناشر با سرمایه‌گذار مجاز وارد مذاکره دو جانبه شده و دارایی مورد نیاز برای صدور یا ابطال را تعیین می‌کند. کاهش هزینه‌های عملیاتی ایجاد شده با به کارگیری این فرآیند، منجر به بهبود بازدهی صندوق می‌شود. سرمایه‌گذار مجاز در ارتباط با نگهداری یا فروش واحدهای صادر شده دارای اختیار است، یعنی می‌تواند آنها را در بورس به فروش رسانده یا برای خود نگهداری کند. برخلاف بازار اول که مختص صدور و ابطال است، بازار ثانویه مخصوص معاملات است. سرمایه‌گذاران خرد گزینه‌ای ندارند جز اینکه معاملات خود را در این بازار و به قیمت بازاری انجام دهند. بورس‌ها برای ایجاد نقدشوندگی مناسب در

بازار ثانویه از بازارگردان استفاده می‌کنند. در برخی بورس‌ها، سرمایه‌گذار مجاز به عنوان بازارگردان نیز انتخاب می‌شود. تعهدات بازارگردانی همچون حداکثر دامنه مظنه، حداقل اندازه سفارش انباشته، حداقل زمان حضور در بازار و امثال آن در قرارداد بازارگردانی تعیین می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد که سایر سرمایه‌گذاران در صورت علاقه‌مندی و واجد شرایط بودن، می‌توانند نقش بازارگردانی را نیز ایفا کنند. بورس‌ها با استفاده هم‌زمان از سرمایه‌گذاران مجاز در بازار اولیه و بازارگردانان در بازار ثانویه سعی در افزایش نقدشوندگی و همچنین نزدیک کردن قیمت معاملات به خالص ارزش دارایی هر واحد صندوق دارند. بررسی آماری صندوق‌های قابل معامله سهامی در بورس تهران و فرابورس ایران نشان از وجود اختلاف قابل توجه بین قیمت پایانی و قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری دارد. در این راستا پیشنهادهای زیر جهت کاهش این اختلاف ارائه می‌شود:

فرآیند صدور و ابطال برای بازارگردان‌ها تسهیل شود؛ یعنی بازارگردان‌ها علاوه بر ایفای نقش سنتی بازارگردانی بتوانند نقش سرمایه‌گذار مجاز را نیز ایفا کنند و با بهره‌گیری از فرصت آربیتراژی به نزدیک شدن قیمت معاملات به ارزش خالص دارایی واحد سرمایه‌گذاری کمک کنند. همچنین برای صدور و ابطال باید به سایر فعالان بازار این فرصت داده شود تا در صورت داشتن حداقل تعداد واحد مشخص شده یا میزان سرمایه مورد نیاز، درخواست صدور و ابطال خود را به بازارگردان بدهند. بازارگردان نیز با دریافت کارمزد به نمایندگی از آنها فرآیند صدور و ابطال را طی می‌کند. همچنین در بازار سرمایه ایران صدور و ابطال تنها به صورت نقدی امکان‌پذیر است و اضافه کردن صدور و ابطال تهراتی می‌تواند به بهبود عملکرد صندوق‌ها و بازارگردان‌ها کمک کند. برخی از صندوق‌ها از شمول الزامات بازارگردانی معاف نشوند و تمام صندوق‌های قابل معامله دارای بازارگردان شوند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که عدم به کارگیری بازارگردان در صندوق‌های اهرمی با نتایج مطلوبی همراه نبوده است. البته به منظور افزایش کارایی بازارگردانی در بازار سرمایه ایران می‌توان از تعهدات بازارگردانی در شرایط نامتعرف یا اضطرابی کاست یا اینکه به بازارگردان‌ها برای ایفای تعهدات در چنین شرایطی مشوق‌هایی اعطا کرد. علاوه بر این تمام پارامترهای بازارگردانی برای هر صندوق بر اساس ویژگی‌های همان صندوق و به صورت مجزا تعیین شود. صدور و ابطال صندوق‌ها نیز می‌تواند به صورت بلوکی تعریف شود و هر صندوق بر اساس شرایط خود اندازه بلوک را تعیین کند.

## منابع

- 1- <https://www.athexgroup.gr/functions-etfs-operational-framework>
- 2- <https://www.twse.com.tw/en/page/ETF/intro.html>
- 3- <https://borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Exchange%20Traded%20Funds.pdf>
- 4- <https://www.luxse.com/trading/liquidity-providers-and->



26- ETF Provider

27- Capital Markets Board of Turkey

28- Custodian

29- 25 Tick sizes:

حداکثر دامنه مظنه در این بورس به صورت درصدی نیست بلکه از عدد مطلق استفاده می شود. برای صندوق های شاخصی سهام این دامنه ۲۵ برابر مقدار تیک سایز است. مقدار تیک سایز برای صندوق های شاخصی به شرح جدول زیر تعیین می شود:

تیک سایز (سنت)	قیمت معاملاتی در بازار
۰/۱	کمتر از ارینگت
۰/۵	بین ۱ تا ۳ ارینگت
۱	بیش از سه ارینگت

30- 1000 ETF units

31- Participating Dealer

32- Agreement

33- Investment firms

34- Real Time

35- Two Market Levels

36- In-kind creation/redemption

37- Cash creation/redemption

38- Leveraged ETFs

39- Inverse ETFs

40- Liquidity Contract

41- Transfer Agent

42- Board Lot

43- Primary Market or Issuance Market

44- ETF beneficiary certificates

45- Designated Participants

46- Institutional Investors

47- Individual Investors

48- ETF Sponsor (Fund Manager)

49- Dealers

50- Average Time Weighted Spread (ATWS)

51- Spread Goal

52- Participation

53- Liquidity Ratio

۵۴- به منظور خنثی نشدن اختلاف قیمتی در فرآیند میانگین گیری، میانگین قدر مطلق تفاوت های روزانه محاسبه شده است.

market-makers

5- <https://www.athexgroup.gr/web/guest/market-maker>

6- <https://www.pse.com.ph/exchange-traded-fund/#etf1>

7- <https://www.jpjx.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/index.html>

8- <https://www.tsx.com/ebooks/en/market-making/2/>

9- <https://www.etf.com/etf-education-center/etf-basics/what-is-the-creation-redemption-mechanism>

10- [https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/5fbca3dc5b711a29cc7a92a6/Annex\\_2\\_POs\\_Directives\\_Amendment\\_Expansion\\_of\\_MM\\_Final\\_24Nov2020\\_merged\\_.pdf](https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/5fbca3dc5b711a29cc7a92a6/Annex_2_POs_Directives_Amendment_Expansion_of_MM_Final_24Nov2020_merged_.pdf)

## پانویس ها

1- Primary Market

2- Secondary Market

3- Creation

4- Redemption

5- Authorized Trading Participant (AP)

6- Institutional Investors

7- Redemption Unit

8- Arrangements

9- Portfolio Composition File (PCF)

10- Standard and Custom

11- Custom baskets

12- Individual Investors

13- Net Asset Value (NAV)

14- International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

15- Front Running

16- Free Riding

17- Written Arrangements

18- Wiener Borse

19- Luxembourg Stock Exchange

20- Athens Exchange Group

21- Philippine Stock Exchange

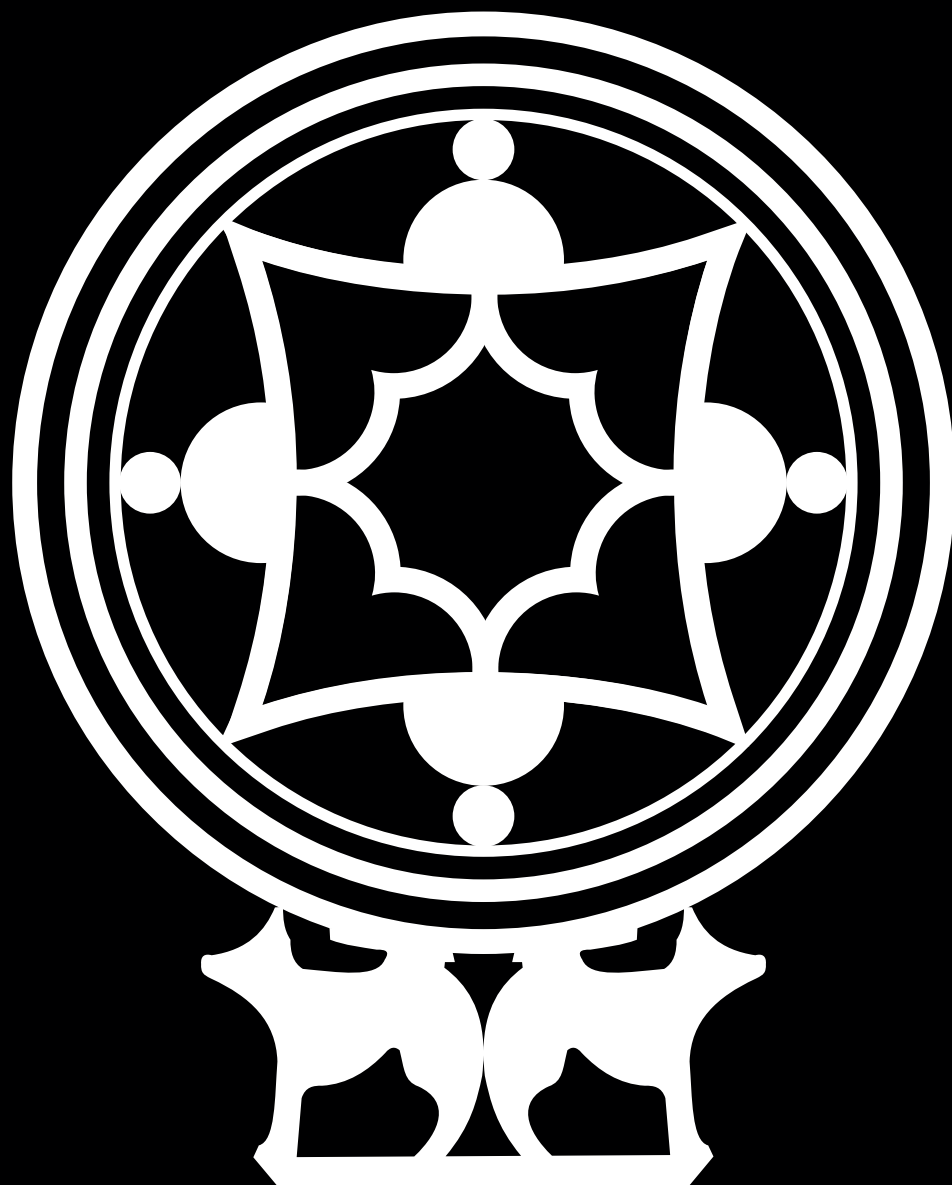
22- Toronto Stock Exchange

23- Passively Managed

24- Exceptional Market Conditions (EMC)

25- Stressed Market Conditions (SMC)

# BOURSE MAGAZINE



 [WWW.TSEMAG.IR](http://WWW.TSEMAG.IR)

 [INFO@TSEMAG.IR](mailto:INFO@TSEMAG.IR)