



نخستین رسانه  
بازار سرمایه

۲۳۰-۲۲۹

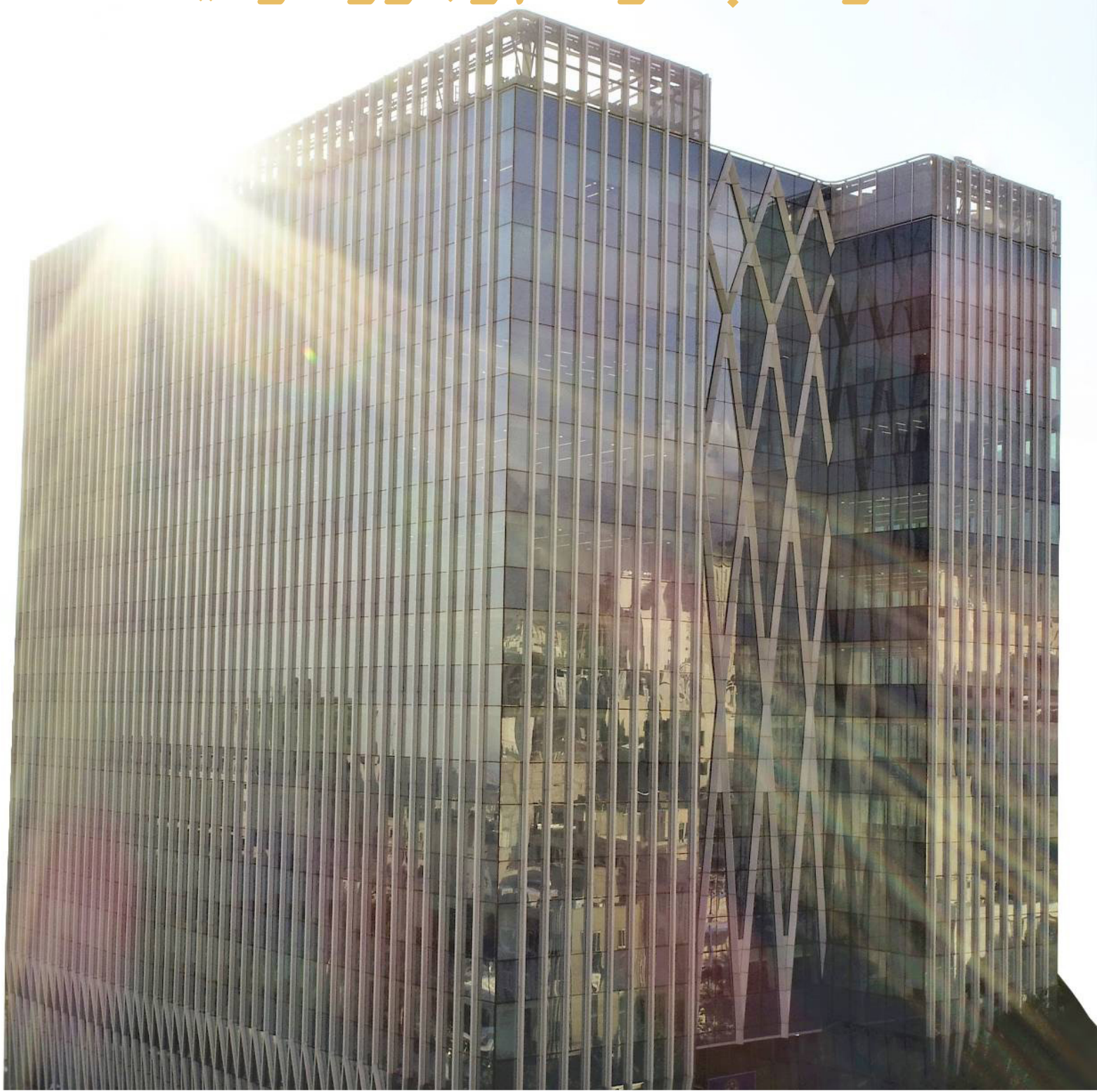
دولت

ماهنامه

[بها ۳۰۰,۰۰۰ تومان]

مرداد و شهریور ماه ۱۴۰۳

# دولت چهاردهم و بازار سرمایه





نخستین رسانه  
بازار سرمایه

# بورس دین

## صاحب امتیاز

بورس اوراق بهادار تهران (شرکت سهامی عام)

## مدیرمسئول

محمود گودزی

## سرمدبیر

علی نمکی

## اعضای تحریریه

مریم نبی پور، صبا مرادی نیا، حمید حیدری

## همکاران این شماره

کامران سلمانی قرائی، مهرداد حقگو، آرمان محمدی

## کمیته مشورتی

علی عباس کریمی، محمدامین 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**

دولت چهاردهم و بازار سرمایه

۷ | **روی خط خبر**

رویدادهای خبری

۲۹ | **تحلیل صنعت**

بررسی صنعت متانول

۳۹ | **خلاصه عملکرد صندوق‌ها**

عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مردادماه ۱۴۰۳  
عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شهریورماه ۱۴۰۳

۴۹ | **گپ‌وگفت**

آشنایی با مدیران بازار سرمایه

تسهیل پذیرش شرکت‌های مرتبط با اقتصاد دیجیتال، رونق بازار سرمایه را به دنبال خواهد داشت

**معرفی اساتید حوزه مالی**

افرادی که در بازار سرمایه فعالیت دارند علاوه بر علم مالی می‌بایست از دانش حسابداری مطلع باشند

۶۱ | **مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه**

بررسی تأثیر اعمال حکمرانی شرکتی در شرکت‌های فعال در بورس تهران  
چگونگی انجام معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار و نحوه تسویه آنها

# سرمقاله

## دولت چهاردهم و بازار سرمایه



علی عباس کریمی  
معاون تحقیق و توسعه بورس تهران

اهمیت بازار سرمایه در کارکردهای آن در کمک به رشد و توسعه اقتصادی کشور تعریف می‌شود. در نظام‌های اقتصادی کنونی، از بازار سرمایه به‌عنوان سازوکار مهمی برای «تجهیز و جذب» منابع موجود در اقتصاد ملی و «تخصیص بهینه» آن به مصارف سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. این بازار در فرآیند توسعه اقتصاد ملی از اهمیت زیادی برخوردار است، به‌گونه‌ای که میزان فعالیت و اهمیت بازار سرمایه با درجه توسعه‌یافتگی اقتصاد ملی رابطه‌ای همسو دارد. در واقع، نقش بازار سرمایه در گردآوری نقدینگی غیرمولد و هدایت منابع پس‌اندازی به‌سوی مصارف سرمایه‌گذاری و تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی مولد، جلب مشارکت مردمی در توسعه ملی، گسترش مبنای مالکیت مردمی، جلوگیری از فرار سرمایه و گسترش اقتصاد غیررسمی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاستن از فشار کسری بودجه دولت و کمک به رشد اقتصادی انکارناپذیر است.

علاوه‌براین، از دیگر کارکردهای بازار سرمایه «کشف قیمت وجوه»، «انتشار و تحلیل اطلاعات» و «افزایش شفافیت اقتصادی» است؛ بنابراین کارکردهای بازار سرمایه مصداق واقعی حمایت از تولید و سرمایه داخلی و بهره‌گیری از سرمایه مردم برای افزایش تولید ملی است که در نهایت منجر به توسعه پایدار اقتصادی خواهد شد.

علی‌رغم آگاهی مسئولان اقتصادی کشور از ضرورت توجه به بازار سرمایه، این بازار در سال‌های اخیر با چالش‌های متعددی در حوزه «سیاست‌گذاری‌های کلان» مواجه بوده است که از مهم‌ترین این چالش‌ها می‌توان به «نوسان‌های شدید نرخ سود به دلیل سیاست‌های پولی و مالی دولت‌ها»، «رشد نقدینگی»، «عرضه

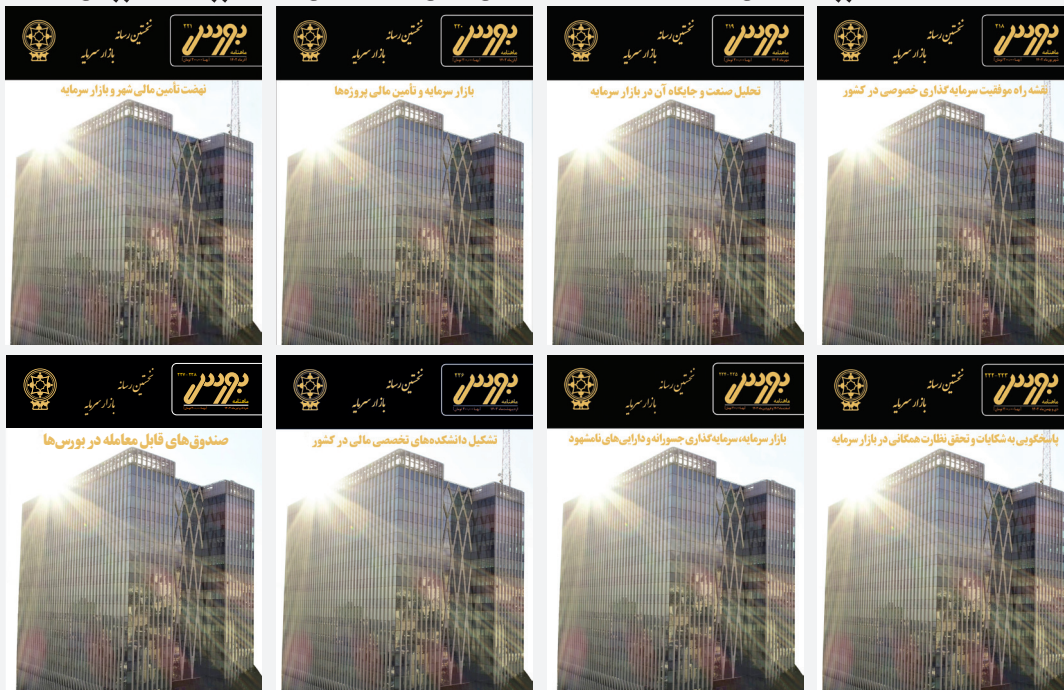
اوراق دولتی بدون توجه به شرایط و ظرفیت بازار سرمایه و فشار ناشی از آن بر بازار سهام» و «تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار» اشاره کرد. دولت چهاردهم با اشراف بر چالش‌های موجود در بازار سرمایه و ارائه برنامه‌هایی برای رفع آنها، به دنبال بهبود وضعیت بازار سرمایه و در نتیجه بهبود شرایط اقتصادی کشور است. به عبارتی، این دولت با هدف بهبود وضعیت بازار سرمایه و تقویت اقتصاد کشور، تغییراتی در سیاست‌های اقتصادی گذشته مدنظر قرار داده است و امیدوار است که این برنامه‌ها بستر مناسبی برای توسعه بازار سرمایه و اقتصاد کشور فراهم کند. از جمله این برنامه‌ها «کاهش نرخ تورم» و «بهبود فضای کسب‌وکار» است. در واقع تورم بالا به بی‌ثباتی قیمت‌ها و سیاست‌گذاری‌ها منجر می‌شود، از همین رو دولت در تلاش است تا با اتخاذ سیاست‌های مناسب از سرکوب قیمت‌ها و تعیین دستوری آن پرهیز کند و در این راستا از تعیین قیمت در بازار حمایت کند. علاوه بر این، «شفافیت و اعتمادسازی در بازار سرمایه»، «پیش‌بینی‌پذیر کردن اقتصاد به‌ویژه شفافیت در برخورد با متغیرهای کلان تأثیرگذار بر فعالیت‌های اقتصادی» با هدف کمک به برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی در انجام سرمایه‌گذاری میان‌مدت و بلندمدت و جلب مشارکت عمومی در اقتصاد از دیگر برنامه‌های دولت چهاردهم در این راستا است. از موارد دیگری که بدون تردید می‌تواند به «ثبات‌بخشی» به بازار سرمایه و نظام تأمین مالی کمک کند، «تقویت همکاری و هماهنگی بین بخش‌های مختلف اقتصادی» از جمله وزارت اقتصاد، بانک مرکزی و سازمان برنامه‌بودجه است که در برنامه‌های این دولت مدنظر قرار گرفته است. بی‌شک سیاست‌های اقتصادی دولت چهاردهم در صورت پیگیری و اجرای مناسب می‌تواند تأثیرات مثبت چشمگیری بر بازار سرمایه داشته باشد.

اگرچه مسیر پیش رو با توجه به شرایط اقتصادی کشور دشوار است، امید است با همتی مضاعف و تقویت همکاری بین بخش‌های مختلف اقتصادی، امکان دستیابی به اهداف تعیین‌شده فراهم شود تا بازار سرمایه بتواند جایگاه واقعی خود را در اقتصاد کشور پیدا کرده و نقش مؤثرتری در رشد و توسعه اقتصادی ایران به عهده بگیرد.

# 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:

۵۷۲-۴ داخلی ۰۲۱-۲۶۷۴۱۱۵۱

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 خبر





رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح کرد

## زمان افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی به ۸۰ روز کاهش یافت مهلت استفاده از حق تقدم‌ها نصف شد



**۲ مردادماه** رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به این که سال گذشته حدود ۵۰۰ هزار میلیارد تومان افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی را شاهد بودیم، اظهار داشت: سرمایه شرکت‌های بورسی کمتر از هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان نیز به ۲ هزار میلیارد تومان افزایش یافت. به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) به نقل از شاد، مجید عشقی، در آیین رونمایی از سامانه جامع تسهیلات اشتغال‌زایی کشور و همچنین افتتاح مرکز تسهیل تأمین مالی تولید وزارت امور اقتصادی و دارایی، اظهار کرد: امیدواریم با تدوین دستورالعمل‌های لازم و راه‌اندازی نهادهایی که در قانون تأمین مالی تولید دیده شده‌اند، بتوانیم به بحث تشکیل سرمایه که یکی از چالش‌های جدی اقتصاد است، بپردازیم. وی با بیان این که در فصل ۴ قانون تأمین مالی تولید به‌طور خاص به مباحث بازار سرمایه پرداخته شده، افزود: ماده ۱۴ تا ۲۴ این قانون شامل احکامی بود که در سال‌های گذشته با کمک نمایندگان مجلس پیگیری و وارد قانون بودجه می‌شد ولی به‌صورت یکجا همه این موارد به‌عنوان قانون دائمی گردآوری شده است.

### دستورالعمل اجرایی مطابق قانون تأمین مالی تولید

وی عنوان کرد: موضوع دیگر انتشار آگهی در سامانه اطلاع‌رسانی ناشران بورسی بوده که کافی است آگهی پذیرهنویسی منتشر شود تا هزینه افزایش سرمایه کاهش یابد. همچنین مدت استفاده از حق تقدم از ۶۰ روزه به ۳۰ روز کاهش یافت که قابلیت تمدید ۱۵ روزه نیز دارد و در مجموع از ۹۰ روزه به ۴۵ روز کاهش یافت. دستورالعمل اجرایی مطابق قانون تأمین مالی تولید بلافاصله در هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب و اجرایی شد که شامل ارسال حق تقدم‌ها بود. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: ارائه اصلاح دستورالعمل نحوه حضور و اعمال حق رأی به‌صورت الکترونیکی در مجامع عمومی شرکت‌های ثبت‌شده در سازمان بورس و اوراق بهادار از دیگر موارد قانون است. سال گذشته نزدیک به ۲۵۰ مجمع عمومی به‌صورت الکترونیکی برگزار و امسال عمده مجامع به‌صورت الکترونیکی برگزار می‌شوند که امید می‌رود این فرآیند به‌همه شرکت‌های بورسی تسریع یابد.

### کاهش زمان‌های مربوط به افزایش سرمایه

عشقی بیان کرد: علاوه بر موارد متعدد این قانون برای کمک به تأمین مالی شرکت‌ها و تسهیل افزایش سرمایه آنها، یکی از اهدافی که با کمک مجلس در این قانون دنبال می‌شد موضوع کاهش زمان‌های مربوط به افزایش سرمایه بود، با توجه به اینکه این موضوع به‌عنوان یکی از زیربناهای جدی و جاری شرکت‌ها بود، سعی شد که هم‌زمان با طرح این موضوع در مجلس و طی شدن مراحل قانونی آن، مقدمات آن فراهم شود، بنابراین اجرای یکی از موضوعات به‌محض ابلاغ قانون آغاز شد تا بحث افزایش سرمایه شرکت‌ها تسریع شود.

### افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی

ایشان توضیح داد: همچنین ۱۹۰ روز مهلت قانونی به‌علاوه ۴۵ روز تمدید برای افزایش سرمایه از محل آورده نقدی به ۸۰ روز کاهش یافت که امکان تمدید ۲۲ روزه دارد که با توجه به الکترونیکی شدن فرآیندها، بسیاری از شرکت‌ها برای کمتر از ۳ ماه هم امکان آن را دارند و در کل از ۲۳۵ روز که اکثر مواقع تا یک سال هم طول می‌کشید، به ۱۲۲ روز کاهش یافته است. عشقی خاطر نشان کرد: سال گذشته حدود ۵۰۰ هزار میلیارد تومان افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی را شاهد بودیم و سرمایه شرکت‌های بورسی از کمتر از هزار و ۵۰۰ میلیارد تومان به ۲ هزار میلیارد تومان افزایش یافت.

### امکان انتشار اوراق با عرضه خصوصی در اوراق کوچک و کوتاه‌مدت

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار ادامه داد: یکی از موضوعاتی که در قانون دیده شده بود، بحث امکان انتشار اوراق با عرضه خصوصی در اوراق کوچک و کوتاه‌مدت در هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار بود که تاکنون سابقه نداشته و پیش از این زیرساخت قانونی آن فراهم نشده بود. از این طریق رکن ضامن، بازارگردان و متعهد پذیرهنویسی برای انتشار اوراق، قابلیت حذف آن فراهم شد و شرکت می‌تواند برای انتشار اوراق بدون نیاز به ضامن و بدون تعهد پذیرهنویسی و بازارگردان و در مدت زمان کوتاه اقدام کند.

## رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد اصلاح نصاب سپرده‌های بانکی و اوراق دولتی از شهریورماه



ماه بود که به ترتیب در پایان مردادماه و پایان شهریورماه، مهلت ۶ ماه آن به اتمام خواهد رسید و نصاب‌ها به حالت قبل بازمی‌گردد.

ایشان در پایان گفت: در واقع از شهریورماه نصاب سپرده‌های بانکی حداکثر ۴۰ درصد دارایی‌ها خواهد بود و صندوق‌ها نیز باید حداقل ۲۵ درصد دارایی خود را به اوراق دولتی تخصیص دهند.

**۳ مردادماه** رئیس مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس و اوراق بهادار از اصلاح نصاب سپرده‌های بانکی و اوراق دولتی از شهریورماه سال جاری خبر داد. علی‌اکبر ایرانشاهی، در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) اظهار داشت: سال گذشته در پی ابلاغ مصوبه بانک مرکزی که امکان انتشار گواهی ۳۰ درصدی را برای بانک‌ها فراهم کرده بود، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با ابطال قابل توجه و چالش نقدینگی مواجه شدند. وی ادامه داد: سازمان بورس و اوراق بهادار نیز برای کمک به کاهش ریسک نقد شوندگی صندوق‌ها، نصاب مجاز سرمایه‌گذاری در سپرده بانکی را از ۴۰ درصد به ۵۰ درصد افزایش داد. ایرانشاهی افزود: همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار با طرح موضوع در شورای عالی بورس، نصاب سرمایه‌گذاری در اوراق دولتی را نیز از ۲۵ به ۲۰ درصد کاهش داد. وی خاطرنشان کرد: این موضوع برای یک دوره موقت ۶

## دیدار رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی



نظام نظارتی و تسهیلگری در تأمین مالی، تشخیص سرمایه و مدیریت ریسک تعریف شده است. او بابیان اینکه ۳۲ درصد بازار مربوط به بخش خصوصی

**۹ مردادماه** در دیدار «مجید عشقی»، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با «سید شمس‌الدین حسینی» رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی درباره چالش‌های کلان و دغدغه‌های فعالان بازار سرمایه و لویج و طرح‌های مرتبط با این بازار در مجلس و همچنین پیگیری جدی برای تصویب آنها، بحث و تبادل نظر شد. به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، «مجید عشقی» بابیان اینکه بحث اصلی سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است، گفت: برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، سه هدف کلی، یعنی تأکید بر منافع بلندمدت، افزایش اثربخشی و کارایی

## حرکت به سمت اصلاح نظام ارزی

در ادامه این جلسه، سید شمس‌الدین حسینی رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی بابت اینکته علت حل نشدن اغلب موضوعات و مسائل در کشور، مستند نشدن تجارب موفق و ناموفق و مغفول ماندن فرآیند مدیریت دانش است، گفت: تردیدی نیست که دیر یا زود باید به این سمت حرکت کنیم که نظام ارزی باید اصلاح شود لذا مجلس و دولت موظف هستند با کمک و همکاری بیش از پیش خود گام‌های محکمی برای اصلاح امور اقتصادی از جمله نظام ارزی بردارند.

## ضرورت پیگیری امور بوری با کمک رئیس جمهور

حسینی اعلام کرد: ضرورت دارد سازمان بورس و اوراق بهادار مسائل اصلی خود را طی نامه‌ای به رئیس جمهور ارائه کند تا رسیدگی به این موضوعات در اولویت برنامه دولت چهاردهم قرار گیرد. بر همین اساس بانک مرکزی و وزارت اقتصاد و امور دارایی هم می‌بایست اقداماتی انجام دهند تا بورس با برخی تصمیم‌گیری‌ها دچار نوسان و چالش نشود. رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس تأکید کرد: سازمان بورس و اوراق بهادار می‌بایست با همکاری ارکان بازار سرمایه و برگزاری جلساتی با دیگر کمیسیون‌های مجلس از جمله برنامه‌بودجه، انرژی و... در تعامل با مجلس برای رفع مسائل بازار سرمایه رویکردی فعال‌تر اتخاذ کند، مسلماً مجلس نیز از این موضوع استقبال خواهد کرد.

## اصلاح سه مؤلفه حمایت، قیمت و نظارت

او یادآور شد؛ تا مادامی که سه مؤلفه اصلی حمایت، قیمت و نظارت اصلاح نشود، اقتصاد کشور رشد نخواهد کرد. سازمان بورس و اوراق بهادار در کنار فعالیت‌های فنی و تکنیکی باید یکسری تعاملات نهادی هم در دستور کار خود قرار دهد تا به نتیجه درستی برای رفع موانع پیش روی خود برسد. حسینی تأکید کرد: نباید حکمرانی دولت باعث اخلاخ در حقوق مالکانه شود که در سال‌های اخیر در صنایع مختلف شاهد این معضل بوده‌ایم.

است، افزود: طی چند سال گذشته، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه سیر صعودی داشته به طوری که در حال حاضر ETFهای بازار، ۳۵ درصد مجموع معاملات را تشکیل می‌دهند و این نسبت در سال‌های دورتر به طور متوسط ۵ درصد بوده است. عشقی با اشاره به مهم‌ترین چالش‌های موجود در بازار سرمایه افزود: افزایش بهای تمام‌شده در شرکت‌های بوری در آمد آنها را کاهش داده و موجب کاهش حاشیه سود شرکت‌ها شده است.

او تأکید کرد: قیمت‌گذاری دستوری صنایع مختلف کشور را با چالش‌های بسیار زیادی مواجه کرده است. همچنین هزینه بالای انرژی، آسیب‌های جبران‌ناپذیری به صنایع مهم و بنیادی کشور وارد کرده است.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: بالا بودن نرخ بهره، شکاف زیاد نرخ نیما و آزاد و نحوه تعیین و اعلام قیمت نهاده‌ها و خوراک و انرژی صنایع از دیگر چالش‌ها به شمار می‌رود.

افزایش نرخ اخزا به دلیل انتشار گواهی سپرده ۳۰ درصد و همچنین بند س تبصره ۶ قانون بودجه هم‌زمان تأثیرات منفی بر بازار گذاشت. لذا انتظار می‌رود با احتراز از برخی تصمیم‌گیری‌های غلط و پشت سرهم، آسیب‌های بیشتری به بازار وارد نشود.

او یادآور شد؛ صنعت دارو جزء صناعی است که دوره وصول مطالبات آنها بالا رفته است به طوری که هیچ‌گونه سرمایه‌گذاری نمی‌توانند داشته باشند که برای این موضوع هم باید چاره‌اندیشی درست و مدیریت‌شده‌ای شود.

## طرح‌ها و لوایح مرتبط با بازار سرمایه

عشقی به برخی از طرح‌ها و لوایح مرتبط با بازار سرمایه اشاره کرد و گفت: لایحه تجارت، لایحه اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم، طرح اصلاح قانون بازار اوراق بهادار، طرح نظام جامع حسابداری و حسابرسی و لایحه مدیریت بدهی‌های عمومی از جمله طرح‌ها و لوایحی هستند که این سازمان با جدیت تمام در حال پیگیری برای اصلاح و یا تصویب آنها با کمک مجلس است.

در نشست هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری مطرح شد

## حسابرسان مستقل رعایت نشدن کنترل‌های داخلی را در شرکت‌ها گزارش کنند



چالش‌ها و راهکارهای اجرای اثربخش رسیدگی و اظهارنظر حسابرس نسبت به کنترل‌های داخلی ارائه کنند.

### ضرورت اطلاع‌رسانی ضعف‌های بااهمیت در کنترل‌های داخلی شرکت‌ها

سپس ولی اله جعفری، مدیر نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به اینکه بر اساس «دستورالعمل کنترل‌های داخلی» مقرر شده که حسابرسان مستقل در خصوص استقرار و به‌کارگیری سیستم کنترل‌های داخلی اثربخش توسط شرکت‌ها اظهارنظر کنند، اعلام کرد: با وجود آنکه در برخی شرکت‌ها مسائل و مشکلات متعددی مشاهده می‌شود که نشان‌دهنده ساختار نامناسب و رعایت نشدن کنترل‌های داخلی در آنهاست، اما این موارد در اظهارنظر حسابرس مورد اشاره واقع نمی‌شود. او بر ضرورت اطلاع‌رسانی ضعف‌های بااهمیت در کنترل‌های داخلی شرکت‌ها توسط حسابرسان تأکید کرد.

### دیدگاه‌های صاحب‌نظران حرفه حسابرسی

در ادامه صاحب‌نظران حرفه حسابرسی به بیان دیدگاه‌های خود پرداختند و به بیان موضوعاتی نظیر جدیت در رعایت کنترل‌های داخلی در سطح مدیریت شرکت‌ها، ضرورت وجود سازوکار حمایتی مناسب از حسابرسان داخلی، بازنگری در چک‌لیست فعلی و تدوین رهنمودها و چک‌لیست‌های متناسب با اندازه و نوع صنعت

**۱۳ مردادماه** دومین جلسه از سلسله نشست‌های تخصصی هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری، با موضوع «آسیب‌شناسی و ارائه راهکارهای بهبود اظهارنظر حسابرس نسبت به کنترل‌های داخلی» برگزار شد. به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، نشست «هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری»، باهدف تعامل دوسویه این سازمان با حسابرسان معتمد برای حل مسائل و چالش‌های موجود در زنجیره گزارشگری و اطمینان‌بخشی و تحقق اهداف سند تحول حرفه حسابرسی در بازار سرمایه، و به‌منظور اخذ نظرها و دیدگاه‌های مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار شد. در این نشست تخصصی، گروهی از نمایندگان و اعضای هیئت مدیره مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، همچنين ولی‌الله جعفری مدیر نظارت بر ناشران و کمال گوینده رئیس اداره نظارت بر حسابرسان معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار نیز حضور داشتند.

### اهمیت نقش حسابرسان در ارتقای شفافیت بازار سرمایه

در ابتدای این نشست آزاده مداحی، عضو و دبیر هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار با حرفه حسابرسی و حسابداری، ضمن تأکید بر اهمیت نقش حسابرسان در ارتقای شفافیت در بازار سرمایه، به تشریح اقدامات انجام‌شده برای تدوین سند تحول حسابرسی در بازار سرمایه پرداخت و اهداف برگزاری این نشست را، که در راستای اجرای سند مذکور صورت گرفته بیان کرد.

او ضمن اشاره به اقدامات سازمان بورس و اوراق بهادار برای استقرار و ارزیابی کنترل‌های داخلی، بر اهمیت سیستم کنترل داخلی در کاهش ریسک اطلاعاتی شرکت‌ها و ایفای مسئولیت‌های هیئت مدیره و نیز کاهش ریسک حسابرسی تأکید کرد و از حاضران خواست دیدگاه‌های خود را درباره

تعامل و برگزاری جلسات مشترک حساب‌برسان مستقل با واحد حساب‌برسی داخلی و کمیته حساب‌برسی تأکید کرد.

### اهمیت ارزیابی و گزارشگری در خصوص سیستم کنترل داخلی

همچنین، منصور شمس‌احمدی عضو دیگر هیئت همکاری بر اهمیت ارزیابی و گزارشگری در خصوص سیستم کنترل داخلی با رویکردی حرفه‌ای و نظام‌مند تأکید و به ضوابط و رهنمودهای PCAOB در این خصوص شامل ارزیابی با رویکرد بالا به پایین، شیوه گزارشگری و مستندسازی اشاره کرد.

او ابراز امیدواری کرد با تدوین و به‌روزرسانی ابزارها و رهنمودهای لازم و اجرای راهکارهای پیشنهادی، به استقرار سیستم کنترل داخلی مناسب و اثربخش در شرکت‌ها دست خواهیم یافت.

در پایان، دبیر هیئت همکاری سازمان بورس و اوراق بهادار ضمن قدردانی از نظرهای حاضران با اشاره به اینکه برای بهبود و ارتقای کنترل‌های داخلی و شفافیت اطلاعاتی باید کل زنجیره گزارشگری را مدنظر قرار دهیم و بر این اساس جلسات مشترکی نیز با حساب‌برسان داخلی و شرکت‌ها برگزار خواهد شد، تأکید کرد: با تدوین دستورالعمل‌ها، رهنمودها و ابزارها همراه با آموزش‌های لازم در این حوزه به دنبال ارائه خدمات باکیفیت در خصوص ارزیابی و اظهار نظر نسبت به کنترل‌های داخلی، و به تبع آن، کاهش ریسک و ارتقای شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه هستیم.

شرکت‌ها، ارتقای سطح تخصص و مهارت حساب‌برسان در حوزه فناوری اطلاعات و بهره‌گیری از هوش مصنوعی، دسترسی کافی به سامانه‌ها، آموزش در خصوص شیوه ارزیابی و گزارشگری کنترل داخلی به‌عنوان یک خدمت حرفه‌ای اطمینان‌بخشی پرداختند؛ همچنین آنها بر کفایت نداشتن چک‌لیست فعلی کنترل داخلی تأکید و اعلام کردند: اشاره نکردن به برخی ضعف‌های کنترل داخلی ناشی از لحاظ نشدن آنها در چک‌لیستی است که مبنای اظهار نظر حساب‌برس است و لذا ضروری است که چک‌لیست مورد بازبینی و اصلاح قرار گیرد.

### مدل سه خط دفاعی در شرکت‌ها

مرتضی اسدی نماینده سازمان حساب‌برسی نیز ضمن تأکید بر مدل سه خط دفاعی در شرکت‌ها، اعلام کرد: به‌رغم تأکید استانداردهای بین‌المللی حساب‌برسی داخلی، واحدهای حساب‌برسی داخلی مورد ارزیابی قرار نمی‌گیرد، چنانچه واحد حساب‌برسی داخلی که وظیفه اصلی آن بهبود ساختار کنترل‌های داخلی است مورد خودارزیابی و ارزیابی مستقل قرار گیرد و الزام به تقویت واحدهای حساب‌برسی داخلی وجود داشته باشد، این فرآیند موجب بهبود ساختار کنترل‌های داخلی شرکت خواهد شد. او همچنین بر ضرورت وجود گزارشگری دوره‌ای مناسب توسط کمیته حساب‌برسی و واحد حساب‌برسی داخلی و نیز لزوم توسعه

عضو هیأت علمی دانشگاه الزهراء در گفت‌وگو با «سنا» مطرح کرد

## بازار سهام در بهترین موقعیت سرمایه‌گذاری قرار دارد



بود اما در هفته‌های اخیر به دنبال پیگیری‌های

**۱۵ مردادماه** بازار سهام در بهترین موقعیت سرمایه‌گذاری قرار دارد، چون نرخ بهره بین‌بانکی مدیریت و عوامل بنیادی تقویت‌شده، در نتیجه پس از تعیین رویکردهای تیم اقتصادی دولت چهاردهم می‌توانیم در انتظار ورود پول و ایجاد تحرکات جدید در بورس باشیم.

علی رحمانی در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، گفت: در گذشته برخی تصمیم‌ها زمینه‌ساز ایجاد روند فرسایشی و بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سرمایه شده

او با تأکید بر این که برای پیش‌بینی آینده بورس باید در انتظار تشکیل کابینه و تعیین رویکردهای تیم اقتصادی دولت چهاردهم باشیم، گفت: پس‌از این اتفاق می‌توانیم در انتظار بروز تحرکات جدی در روند بازار سرمایه باشیم. رحمانی با اشاره به انتظارات فعالان بازار سرمایه از دولت جدید، تأکید کرد: انتظار ما از دولت جدید این است که در تصمیم‌گیری‌هایش به وضع بازار سرمایه اهمیت دهد و ضمن مساعد کردن محیط کسب‌وکار برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، موانع موجود بر سر راه فعالیت‌های تولیدی را بردارد.

### رویکردهای ضروری دولت چهاردهم در حوزه صنایع بورسی

وی با اشاره به ضرورت اعلام رویکرد دولت چهاردهم در تسهیل تعامل شرکت‌های بورسی با دنیا اعلام کرد: باید تعاملات شرکت‌های بورسی با دنیا برای جذب تکنولوژی، سرمایه، تأمین مواد اولیه و قطعات و صادرات برقرار شود. او توضیح داد: به‌عنوان مثال صنعت پتروشیمی نیازمند سرمایه‌گذاری در صنایع پایین‌دستی و ایجاد ارزش‌افزوده است اما تاکنون سرمایه‌گذاری چندانی در این حوزه‌ها صورت نگرفته است، این امر باید از طریق تعامل با شرکت‌های بزرگ صاحب تکنولوژی عملیاتی شود. او همچنین با اشاره به مسائل مبتلابه نیروگاه‌ها و صنایع نیروگاهی گفت: در سال‌های اخیر کمبود و ناهماهنگی ترافی برق باعث افزایش هزینه‌های جذب نشده تولید در شرکت‌ها و وارد آمدن ضرر و زیان به آنها شده است، در صورت تسهیل ارتباط شرکت‌های این حوزه با دنیا امکان توسعه نیروگاه‌ها به‌صورت BOT یا تأمین مالی در زمینه انرژی‌های تجدید پذیر و سوخت فسیلی فراهم خواهد شد.

صورت گرفته برای بهبود روند بازار، دولت و نهادهای حاکمیتی مصوبه‌های اثرگذاری را ابلاغ کردند که هر یک از بر روند بازار سرمایه مهم و تأثیرگذار تلقی می‌شوند. او تأکید کرد: بازار سهام در بهترین موقعیت سرمایه‌گذاری قرار دارد اما ترس سهامداران سبب کاهش حجم معاملات، کاهش ورود پول به صندوق‌های سرمایه‌گذاری، منفی شدن روند شاخص، افزایش هیجان و نوسان کاذب در بورس شده است. رحمانی با اشاره به دلایل رکود بازار سهام گفت: جریان ورود نقدینگی به بورس کاهش یافته پس پایین بودن قیمت سهام شرکت‌ها را می‌توان متأثر از همین موضوع کمبود نقدینگی موجود در بورس دانست.

### اثر نرخ بهره بر نوسان بازار سهام

ایشان نرخ بهره بین‌بانکی را عاملی تأثیرگذار بر نوسانات بازار ارزیابی کرد و افزود: نرخ بهره بین‌بانکی در حال مدیریت است. او با اشاره به روند کاهنده نرخ اخزا در روزهای اخیر گفت: در ماه‌های گذشته دولت با نرخ اخزای ۳۳ تا ۳۷ درصد ۳۳ هزار میلیارد تومان تأمین مالی کرد، این اتفاق نشان‌دهنده بالا بودن نرخ بهره بود. این موضوع در کنار دیگر عوامل تأثیرگذار بر بازار، سبب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سهام شد و به‌مراتب همین امر کاهش تمایل سهامداران برای ورود سرمایه‌هایشان به این بازار را به همراه داشت، اما حالا با کاهش نرخ اخزا می‌توان به اصلاح این روند امیدوار بود.

### پیش‌بینی آینده بورس

رحمانی ضمن تحلیل روند آینده بازار سهام تأکید کرد: می‌توان امیدوار بود با ورود پول‌هایی که باهدف سرمایه‌گذاری بلندمدت وارد بازار سهام خواهند شد، زمینه ایجاد تحرکات جدید در بورس فراهم شود.

دبیرکل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران در گفت‌وگو با سنا گفت

## ۲ انتظار بورس از دولت چهاردهم



**۱۷ مردادماه** رسول سعدی، دبیر کل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، حذف قیمت‌گذاری دستوری و کاهش فاصله نرخ ارز نیما با دلار آزاد را از جمله انتظارات کانون از دولت چهاردهم دانست. رسول سعدی در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، انجام اقدامات کارشناسی، علمی و منطقی هم در اقتصاد و هم در بازار سرمایه را در دولت چهاردهم مهم خواند و گفت: برای بهبود وضعیت اقتصاد و رونق بورس، نیازمند انجام کار کارشناسی و علمی هستیم.

### حذف قیمت‌گذاری دستوری

وی، حذف قیمت‌گذاری دستوری را از دیگر انتظارات کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران برشمرد و افزود: قیمت‌گذاری دستوری در دهه‌های گذشته آسیب‌های قابل توجهی را به اقتصاد و بازار سرمایه وارد کرده است، از این رو انتظار می‌رود در دولت چهاردهم در این باره تجدیدنظر شود.

### کاهش فاصله ارز آزاد با نیما

سعدی در ادامه گفت‌وگو با سنا، انتظار دیگر کانون از دولت جدید را کاهش فاصله ارز آزاد با نیما دانست و گفت: شرکت‌های صادرکننده از جمله بخش‌های مهمی هستند که تاکنون تحت تأثیر فاصله معنادار نرخ ارز نیما با دلار آزاد با چالش‌های بی‌شماری روبه‌رو شده‌اند بنابراین، ضرورت دارد در دولت جدید، برای کاهش فاصله نرخ این دو ارز اقداماتی صورت

گیرد تا هم آسیب‌های ناشی از این اقدام از بین برود و هم این شرکت‌ها از کاهش نرخ این دو ارز منتفع شوند. او در عین حال، کاهش فاصله ارز نیما با آزاد را به نفع شرکت‌های صادرکننده و صادرات عنوان کرد.

سعدی، افزایش واردات را از دیگر تبعات فاصله نرخ دلار نیما با آزاد ذکر کرد و توضیح داد: زمانی که فاصله نرخ دلار آزاد و نیما افزایش یابد، واردکننده تشویق و صادرکننده با چالش‌های بی‌شماری روبه‌رو می‌شود. از این رو، پیشنهاد می‌شود در دولت جدید توجه به این موضوع نیز در اولویت برنامه‌های رئیس‌جمهور قرار گیرد.

دبیر کل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، همچنین خطاب به مسئولان دولت چهاردهم گفت: انتظار می‌رود در دولت جدید با انجام تصمیمات کارشناسی و علمی شاهد بهبود وضعیت اقتصاد به‌ویژه بازار سرمایه باشیم.

دبیرکل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با سنا مطرح کرد

## لزوم تخصیص خط اعتباری ۵۰ هزار میلیارد تومانی به ۳ بخش بازار سرمایه

فعالیت‌های ارکان اصلی بازار سرمایه «اختصاص یابد. عظیم ثابت در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، با اشاره به درخواست سازمان بورس و اوراق بهادار از وزارت امور اقتصادی و دارایی، مبنی بر تخصیص خط اعتباری ۵۰ همتی به بازار سرمایه، گفت:

**۱۹ مردادماه** عظیم ثابت، دبیر کل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار بایبان این که خط اعتباری ۵۰ همتی در صورت تخصیص قطعاً می‌تواند رونق بازار سرمایه را به دنبال داشته باشد، گفت: بهتر است این اعتبارات به سه بخش «کارگزاری‌ها، صندوق‌های توسعه و تثبیت و توسعه زیرساخت



و اوراق بهادار مبنی بر کاهش دامنه نوسان را مثبت ارزیابی کرد و گفت: تصمیم‌گیری درباره محدودیت دامنه نوسان باهدف مساعد شدن شرایط و جلوگیری از ضرر و زیان احتمالی سهامداران در زمان هیجانی گرفته شد. او با بیان اینکه هر تصمیمی هم تأثیر مثبت و هم منفی دارد، در پاسخ به اظهارات برخی مبنی بر باز بودن دامنه و کنترل نکردن بازار گفت: وقتی شرایط بازار سرمایه به دلیل ریسک‌های سیستماتیک از کنترل خارج می‌شود، قانون‌گذار مجبور است از شرایط هیجانی و تصمیمات غیر عقلایی که بازارها دچار آن می‌شوند، جلوگیری کند. بنابراین با توجه به افزایش احتمال تنش‌های سیاسی و تبعات آن برای بازار، سازمان بورس و اوراق بهادار تصمیم به محدودیت دامنه نوسان گرفت تا شرایط فعلی کنترل شود. ثابت، با اشاره به برنامه ریزی قبلی مسئولان بازار سرمایه برای افزایش دامنه نوسان به ۱۰ درصد، گفت: بر اساس اطلاعات موجود، افزایش دامنه نوسان به ۱۰ درصد از جمله برنامه‌های این سازمان بوده است اما با توجه به اتفاقات جدید، باهدف کاهش نگرانی سهامداران و جلوگیری از ضرر و زیان احتمالی آنها، موقتاً تصمیم به کاهش دامنه نوسان گرفته شد. این در حالی است که پیش‌ازین و برای مدتی دامنه نوسان به ۶ درصد افزایش یافته بود.

### افزایش حجم مبنا

ایشان اضافه کرد: البته اقدام دیگر در کنار کاهش دامنه نوسان، می‌توانست افزایش حجم مبنا به مدت محدود باشد تا قیمت‌های پایانی تغییر چندانی نداشته باشد اما با توجه به وضعیت فعلی، کاهش دامنه نوسان تصمیم درستی بود و می‌توان آن را مثبت ارزیابی کرد.

این خط اعتباری فعلاً در حد پیشنهاد است اما در صورت اجرا می‌تواند در سه بخش کارگزاری‌ها، صندوق‌های توسعه و تثبیت و توسعه زیرساخت فعالیت‌های ارکان اصلی بازار سرمایه مؤثر واقع شود.

### صنعت کارگزاری

او درباره نقش این خط اعتباری در صنعت کارگزاری افزود: با توجه به کاهش کارمزد این صنعت و چالش‌های این بخش، اختصاص خط اعتباری ۵۰ همتی می‌تواند پاسخگوی مطالبات مشتریان صنعت کارگزاری باشد. او با بیان این که بحث اعتبارات یکی از مطالبات فعلی مشتریان است، ادامه داد: تخصیص بخشی از خط اعتباری به این بخش ضمن تأمین نیاز مشتریان، رضایت آنها را نیز به دنبال خواهد داشت.

### صندوق‌های حمایتی و توسعه زیرساخت‌های بازار

ثابت، با اشاره به لزوم تخصیص بخش دیگر این اعتبارات به صندوق‌های حمایتی چون توسعه و تثبیت بازار سرمایه نیز گفت: اختصاص بخشی از این اعتبارات به این صندوق‌ها نیز می‌تواند در شرایط سخت و زمان‌های ریزشی کمک‌کننده بازار و سهامداران باشد.

دبیر کل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار با تأکید بر این که تزریق خط اعتباری ۵۰ همتی در بخش توسعه زیرساخت فعالیت‌های ارکان اصلی بازار سرمایه نیز کارایی قابل توجهی دارد، افزود: با توجه به چالش فعلی بورس‌ها، تخصیص بخشی از این خط اعتباری به این بخش می‌تواند کمک شایان توجهی به فعالیت‌های ارکان اصلی بازار کند.

### نقش خط اعتباری در رونق بورس

او همچنین با اشاره به نقش این خط اعتباری در کلیت بازار سرمایه گفت: در صورتی که خط اعتباری ۵۰ همتی که عدد قابل توجهی است به بازار تخصیص یابد، قطعاً به رونق بورس منجر می‌شود.

### کاهش دامنه نوسان

ثابت در بخش دیگر گفت و گو با سنا، تصمیم سازمان بورس



در دیدار رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با مدیران صنایع، انجمن‌های صنفی و اتاق بازرگانی اشاره کرد

## بیش از ۵۰۰ همت سود شرکت‌های بورسی، در قالب یارانه و رانت طی دو سال گذشته از دست رفت



**۲۲ مردادماه** رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در بیست‌وپنجمین میز صنعت و در دیدار با مدیران صنایع، انجمن‌های صنفی و اتاق بازرگانی گفت: طی ۲ سال گذشته بیش از ۵۰۰ همت سود شرکت‌های بورسی به صورت یارانه و رانت از دست‌رفته است.

به گزارش پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، مجید عشقی در بیست‌وپنجمین میز صنعت با موضوع قیمت‌گذاری دستوری و در دیدار با مدیران صنایع، انجمن‌های صنفی و اتاق بازرگانی به بیان ریشه‌های رکود دامنه‌دار بازار سهام، به‌ویژه در ماه‌های اخیر پرداخت و اظهار داشت: این جلسه برای هماهنگی بیشتر اقدامات موردنیاز از سوی شرکت‌ها، انجمن‌ها، سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر دستگاه‌های اجرایی برای ارائه پیشنهادات لازم جهت سیاست‌گذاری‌های صحیح، تدقیق استراتژی‌های توسعه صنعتی و مقابله با بحث قیمت‌گذاری دستوری بر طبق برنامه هفتم توسعه برگزار شده است تا موضوعات کلیدی را به مجلس و دولت جدید ارائه و در جلسات کمیسیون‌های مرتبط در این دو قوه تبیین کنیم.

عشقی ایجاد اعتماد را برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه یک رکن اساسی توسعه و رشد موردنیاز اقتصاد کشور خواند و تأکید کرد: این روزها اعتماد سرمایه‌گذاران به دلایل مختلف سلب شده است. قیمت‌گذاری دستوری نیز یکی از مهم‌ترین عوامل از بین بردن این اعتماد است. در دوره جدید، مراجعی از جمله شورای رقابت، سازمان برنامه‌و بودجه، وزارت امور اقتصاد و دارایی و همچنین مجلس شورای اسلامی با برگزاری جلسات به صورت تخصصی و با همکاری و هماهنگی بیشتر می‌توانند برای جلوگیری از آسیب‌های ناشی از قیمت‌گذاری دستوری کمک کنند. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار با اشاره به اهمیت صنایع بورسی و تأثیرپذیری آنها از قیمت‌گذاری دستوری بیان کرد: قیمت‌گذاری دستوری بر بازار سرمایه تأثیر مستقیم داشته و تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری را با چالش‌های زیاد مواجه کرده است. برخی صنایع مرگ خاموش دارند و ممکن است تأثیر چالش‌هایی که امروز بعضی از صنایع با آن مواجه هستند را مشاهده نکنیم اما قطعاً در بلندمدت آشکار خواهد شد.

وی با تأکید بر اینکه برنامه‌ریزی برای مقابله با قیمت‌گذاری دستوری و تأثیر آن بر صنایع باید در رأس امور قرار گیرد و در این زمینه تقسیم وظایف شود، گفت: بخشی از این اقدامات باید در سطح خود شرکت‌ها

و بخش دیگر در سطح انجمن‌ها، اصناف و در لایه‌های بعدی نیز مجلس و وزارتخانه‌ها و نهادهای نظارتی رقم بخورد.

عشقی بابیان اینکه ما متأسفانه در حال حاضر بیش از آنکه به دنبال سودآوری هر چه بیشتر صنایع باشیم، به دنبال عدم ضرر و زیان آنها هستیم، مطرح کرد: طی ۲ سال گذشته حداقل ۵۰۰ همت سود شرکت‌های بورسی به صورت یارانه و رانت از دست‌رفته است که اگر این مقدار وارد چرخه تولید می‌شد قطعاً در شرایط تحریم، تحرک کافی به صنایع مهم و بزرگ کشور داده می‌شد.

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار یکی دیگر از عوامل آسیب‌زای این روزهای بازار سرمایه را آثار انتشار گواهی سپرده ۳۰ درصدی دانست و خاطر نشان کرد: انتشار گواهی سپرده ۳۰ درصدی که توسط بانک مرکزی ابلاغ شد نه تنها در همان ابتدا آثار مخرب خود بر بازار سرمایه را گذاشت بلکه این تصمیم اشتباه که بدون اخذ نظرات کارشناسی تمامی نهادهای ذی‌ربط گرفته شد به ضرر خود دولت هم تمام شد.

وی ضمن اشاره به اینکه قیمت‌گذاری دستوری میزان تولیدات صنایع را کاهش محسوسی داده است، بیان کرد: صنعت خودرو اکنون با ۲۵۰ همت زیان انباشته مواجه بوده و در حالی که عملیات آن زیان‌آور است نمی‌تواند صرفاً با تجدیدارزبایی‌های مکرر زنده بماند.

عشقی با اشاره به لزوم کمک‌های ویژه تیم اقتصادی دولت چهاردهم به بازار سرمایه، تصریح کرد: کابینه اقتصادی دولت به مجلس معرفی شده و خوش‌بختانه آقای دکتر همتی و دکتر طیب نیا با توجه به سابقه پیشین خود در امور اقتصادی کشور، بر مشکلات و مسائل واقف بوده و قطعاً می‌توانند ما را در زمینه بازار سرمایه و قیمت‌گذاری کمک کنند.



## تقویت صندوق توسعه بازار سرمایه با اوراق تبعی



مدیرعامل بورس تهران در ادامه اظهار داشت: این اقدام یک قدم مؤثر از سوی سهامداران عمده است چراکه می‌تواند ضمن نشان دادن اعتقاد به ارزشمندی سهام خود، به سرمایه‌گذاری بلندمدت کمک کرده و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

وی هدف از انتشار این اوراق را ایجاد اطمینان در سهامداران دانست و عنوان کرد: کمیته انتشاری در بورس تهران تشکیل شده که اعضای آن را نمایندگان از بورس تهران، سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه و سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل می‌دهند و قرار است بر فرآیند کار نظارت داشته باشند. یکی از الزامات بیمه سهام انجام تسویه به صورت نقدی به منظور مدیریت ریسک است.

گودرزی خاطرنشان کرد: نهایتاً مقرر شد به منظور حمایت اثربخش از سرمایه‌گذاران حقیقی، ۵۲ ناشر برتر بورسی و فرابورسی (۳۲ ناشر بورسی و ۲۰ ناشر فرابورسی) در قالب طرح پوشش بیمه سهام سهامداران حقیقی، ملزم به انتشار اوراق فروش تبعی به منظور تضمین نرخ بازدهی ارزش دارایی سهامداران خود شوند. همچنین به منظور کاهش ریسک ناشران، صندوق تثبیت بازار سرمایه پس از تصویب موضوع در هیئت امنای خود، ۵۰ درصد مبلغ پوشش بیمه را بدون ارائه تضامین و وثایق تأمین خواهند کرد.

**۲۴ مردادماه** بورس تهران با توجه به شرایط بازار چند طرح پیشنهادی از جمله بیمه سهام، برای بررسی و اعلام نظر به هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کرد که با استقبال هم مواجه شد. چهارچوب کلی این طرح نهایتاً در شورای عالی بورس هم تصویب شد.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، محمود گودرزی در جلسه انتشار اوراق اختیار فروش تبعی بیمه سهام بابیان اینکه مدتی پیش با توجه به شرایط بازار، پیشنهادهایی از سوی بورس تهران برای اعضای هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار از جمله بیمه سهام ارائه شد که با استقبال این اعضا مواجه و نهایتاً چهارچوب کلی آن در شورای عالی بورس نیز تصویب شد، گفت: لیکن با توجه به شرایط و تنگنای مالی که ناشران درگیر آن هستند، سازمان بورس و اوراق بهادار به شورا پیشنهاد داد که در کنار انتشار بیمه سهام از سوی سهامداران عمده ۳۲ ناشر بورس تهران، صندوق تثبیت بازار نیز ۵۰ درصد از پوشش بیمه را بدون ارائه تضامین و وثایق بر عهده بگیرد.

گودرزی این موضوع را یک اقدام جدید دانست و گفت: برای تصمیم‌گیری در مورد بیمه سهام، جزئیات سهامداری (حقیقی - حقوقی) تمام ۳۲ ناشری که ۸۰ درصد بازار بورس تهران را تشکیل می‌دهند، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

وی افزود: با این توصیف، بیش از ۹۵ درصد از سهامداران حقیقی در کلیه شرکت‌هایی که ۳۲ ناشر برتر دارند، دارای پرتفوی زیر ۱۰۰ میلیون تومان بوده و این نشان می‌دهد که ناشران و سهامداران عمده شرکت‌ها باید توجه ویژه به سهامداران خرد و حقیقی داشته باشند چراکه آنان پس‌اندازهای خود را وارد بازار کرده‌اند و در شرایط حاضر دچار زیان شده‌اند.

دبیرکل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با «سنا» مطرح کرد

## حذف قیمت‌گذاری دستوری انتظار مهم بازار سرمایه از دولت چهاردهم



### ضرورت حذف قیمت‌گذاری دستوری

دبیر کل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار در بخش دیگر گفت‌وگو با سنا، حذف قیمت‌گذاری دستوری را از جمله مؤلفه‌های رشد بورس دانست و افزود: برای رشد بازار سرمایه در وهله اول باید فضای زیرساختی کشور بهبود یابد. به‌عنوان مثال، موضوع قیمت‌گذاری دستوری که مشکل عمده بازار است باید حذف شود و حاکمیت شرکتی و فرآیندهای عملیات شرکت‌ها به‌درستی عملیاتی شود تا از این طریق بتوان پاسخگوی نیازهای سهامداران بود.

ثابت، کسری بودجه، تورم ساختاری و مشکلات قیمت‌گذاری دستوری را از جمله عوامل اثرگذار بر خروج بازار از فرآیند طبیعی خود برشمرد و گفت: قیمت‌گذاری دستوری آسیب‌های جبران‌ناپذیری را متوجه صنایع کرده و باعث شده حاشیه سود شرکت‌ها از ۲۴ تا ۲۵ درصد در سال ۱۳۹۹ به ۱۲ درصد در سال جاری کاهش یابد.

او، اجرا نشدن طرح‌های توسعه‌ای شرکت‌ها و محدودیت در سرمایه در گردش آنها را از دیگر عوامل سیاست قیمت‌گذاری دستوری برشمرد و بیان کرد: دولت چهاردهم می‌بایست فضا را به سمتی ببرد که شرکت‌ها، اقتصاد را قابل پیش‌بینی بدانند و بتوانند طرح‌های توسعه‌ای خود را اجرایی کنند.

**۲۸ مردادماه** عظیم ثابت، دبیر کل کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار بایان این‌که قیمت‌گذاری دستوری آسیب‌های جبران‌ناپذیری را متوجه صنایع کرده، اعلام کرد: کاهش حاشیه سود شرکت‌ها از ۲۴ درصد سال ۱۳۹۹ به ۱۲ درصد در سال جاری نتیجه قیمت‌گذاری دستوری است.

عظیم ثابت، حذف مداخله دولت در فرآیند کاری شرکت‌ها را از جمله انتظارات کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار از دولت چهاردهم برشمرد و گفت: با توجه به این‌که دولت دست بلندی در فرآیند شرکت‌ها دارد در وهله اول، می‌بایست مداخله آشکار و پنهان آن در ساختار و فرآیند کاری شرکت‌ها کم شود از این‌رو، برای رشد شرکت‌ها به‌ویژه بخش خصوصی، بهتر است دولت سیاست‌گذار و نظاره‌گر باشد.

او، تسهیلگری را وظیفه دولت دانست و توضیح داد: دولت می‌بایست ضمن تسهیلگری اقداماتی انجام دهد که صنایع بتوانند در رقابت با کشورهای همسایه به امر صادرات، توسعه زیرساخت‌ها و استخراج تکنولوژی جدید بپردازند.

ثابت افزود: همان‌طور که رئیس‌جمهوری نیز بیان کرده است، می‌بایست به نظرهای کارشناسی اعتماد کرد. از این‌رو، ضرورت دارد دولت بر اساس تجربیات دنیا عمل کند چراکه بازارهای مالی در دنیا به هم متصل هستند و ما مبدع بازار سرمایه نیستیم. همچنین نیاز است مکانیسم‌های پیشرفته دنیا در کشور اجرایی شود تا از لحاظ توسعه ابزارها و نهادها به رشد قابل‌توجهی دست یابیم.

او، تحقق وعده‌های دولت جدید بر اساس نظرهای کارشناسی را انتظار دیگر کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار ذکر کرد و گفت: مبنای کار دولت می‌بایست تحقیق، تحلیل و بررسی و بر اساس نظرات کارشناسی باشد و به آنها ارجحیت داده شود.

## مسئول دبیرخانه هیئت داورى سازمان بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با «سنا» تشریح کرد کاهش ۹۵ روزه رسیدگی به اختلافات در سال ۱۴۰۲



**۲۹ مردادماه** مسئول دبیرخانه هیئت داورى سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: کل بازه رسیدگی به اختلافات در سال ۱۴۰۱ به‌طور میانگین بالغ بر ۱۷۰ روز بوده که در سال ۱۴۰۲ به حدود ۷۵ روز تقلیل پیدا کرد و تلاش بر این است که امسال نیز مدت‌زمان رسیدگی به اختلافات سیر کاهشی به خود بگیرد. حسین زارع، مسئول دبیرخانه هیئت داورى سازمان بورس و اوراق بهادار در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، ضمن تشریح فرآیند رسیدگی به اختلافات در بازار سرمایه، از کاهش رسیدگی به اختلافات خبر داد و اعلام کرد: تلاش بر این است که امسال نیز مدت‌زمان رسیدگی به اختلافات سیر کاهشی به خود بگیرد.

مختومه می‌شود اما اگر سازشی ایجاد نشود، گواهی عدم سازش صادر می‌شود، پس از صدور گواهی، فرد می‌تواند به تارنمای دبیرخانه هیئت داورى به نشانی [davari.seo.ir](http://davari.seo.ir) مراجعه کرده و پس از ثبت‌نام اولیه، اطلاعات خواهان، خواننده و خواسته و شرح آن را وارد و هزینه رسیدگی را از طریق درگاه پرداخت تارنما واريز و دادخواست خود را از طریق سامانه ارسال کند، سپس یک نسخه از دادخواست و پیوست‌های آن را به دبیرخانه ارائه می‌کند. پس از آن پرونده تشکیل و در دستور کار هیئت برای رسیدگی قرار می‌گیرد.

### پس از ثبت دادخواست خواهان در سامانه هیئت داورى تاریخ رسیدگی چقدر زمان لازم است؟

با توجه به این که فرآیند ثبت دادخواست توسط سامانه انجام می‌گیرد، بلافاصله دادخواست ثبت و به کارشناس مربوطه در دبیرخانه هیئت داورى ارجاع می‌شود و در صورت نیاز اخطار رفع نقص برای خواهان صادر و از طریق کارتابل او در سامانه ابلاغ انجام می‌گیرد. پس از ارسال مستندات توسط خواهان، چنانچه پرونده نقصی نداشته باشد، مطابق دستور هیئت داورى، وقت رسیدگی تعیین و به طرفین دعوا ابلاغ می‌شود تا برای حضور در جلسه رسیدگی در محل دبیرخانه حاضر شوند. این بازه زمانی حسب تراکم پرونده‌ها در هیئت داورى ممکن است حدود یک ماه تا چند ماه متغیر باشد.

### برنامه‌ای برای کاهش زمان رسیدگی به اختلافات دارید؟

بر اساس تلاش‌های صورت گرفته، تعداد اعضای علی‌البدل هیئت داورى افزایش یافته و در صورتی که بسترهای لازم فراهم شود، با افزایش ساعات و روزهای جلسات رسیدگی هیئت، زمان بین تشکیل پرونده تا برگزاری جلسه رسیدگی و همچنین زمان صدور رأی و مختومه شدن پرونده به‌طور چشمگیری کاهش خواهد یافت.

### فرآیند رسیدگی به اختلافات در بازار سرمایه به چه شکل است؟

مطابق ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، رسیدگی به اختلافات ناشی از فعالیت حرفه‌ای فعالان بازار در صلاحیت مرجعی به نام هیئت داورى است. یعنی چنانچه فعالیت حرفه‌ای وجود داشته باشد و اختلافی نسبت به آن حادث شود، فعالان بازار در محاکم عمومی دادگستری طرح دعوانمی کنند و بایستی دادخواست خود را به هیئت داورى ارائه دهند و این مرجع قانونی عهده‌دار رسیدگی است. مفهوم شکایت در بردارند هرگونه ناهنجاری شامل جرم، تخلف و اختلاف است. در این میان اگر تخلف و جرمی رخ دهد، رسیدگی به آن در صلاحیت هیئت داورى نخواهد بود. جرم در دادسرا و دادگاه کیفری رسیدگی می‌شود و تخلف نهادهای مالی، ناشران، کارگزاران و... توسط بورس‌ها و سازمان بورس و اوراق بهادار مورد رسیدگی قرار می‌گیرد و در صورت احراز تخلف، مجازات انضباطی متناسب از قبیل اخطار، توبیخ و جزای نقدی را در پی دارد. اما چنانچه مصالح ناشی از اختلافات مالی باشد، هیئت داورى رسیدگی و تصمیم مقتضی صادر می‌کند.

### آیا پیش از رسیدگی به اختلافات در هیئت داورى مرحله دیگری وجود دارد و نیاز به انجام اقداماتی است؟

وفق ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، طرح دعوا در هیئت داورى نیازمند طی فرآیند سازش در کانون‌ها است. یعنی افراد ابتدائاً نمی‌توانند دادخواست خود را تقدیم هیئت داورى کنند، بلکه باید درخواست خود را به کمیته سازش کانون کارگزاران و یا کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ارائه دهند. موضوع در جلسهای با حضور اعضای کمیته و طرفین اختلاف مطرح می‌شود و تلاش برای حصول سازش صورت می‌گیرد. چنانچه توافق حاصل شود موضوع

## باتوجه به این گفته ها زمان رسیدگی به اختلافات به چه میزان کاهش خواهد یافت؟

کل بازه رسیدگی به اختلافات در سال ۱۴۰۱ به طور میانگین بالغ بر ۱۷۰ روز بوده که در سال ۱۴۰۲ به حدود ۷۵ روز تقلیل پیدا کرد و تلاش بر این است که امسال نیز سیر کاهششی به خود بگیرد.

## آماري از میزان دعاوی ثبت شده در محاکم قضایی دارید؟

با توجه به این که ارتباط مستقیمی بین محاکم دادگستری و هیئت داورى وجود ندارد، طبیعتاً اطلاعی از پرونده‌های مطروح در دادگاه‌ها که مرتبط با فعالیت حرفه‌ای فعالان بازار باشد، در دست نیست، مگر آنکه دادگاه قرار عدم صلاحیت به شایستگی هیئت داورى صادر کرده باشد که در این صورت فرآیند قانونی طی می‌شود و پرونده به هیئت داورى برای رسیدگی ارسال می‌شود.

## برای پیشگیری از اختلافات چه اقداماتی انجام شده است؟

یکی از تکالیف بر شمرده شده برای معاونت حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار، پیشگیری از بروز ناهنجاری‌ها در بازار است که از طریق اتخاذ سیاست‌ها و انجام اقدامات پیشگیرانه محقق می‌شود. متولی این موضوع، اداره پیشگیری از ناهنجاری‌ها و اوراق تقاء سلامت بازار سرمایه است که با توجه به موضوعاتی که توسط واحدهای مختلف اعلام می‌شود، اقدام به تهیه بسته‌های پیشگیری به تناسب چالش‌های موجود می‌کند. طبیعتاً دبیرخانه هیئت داورى در مواجهه با دعاوی مطروح، مسائل چالش برانگیز بازار در حوزه اختلافات را شناسایی و به متولی مربوطه و همچنین سایر واحدهای نظارتی انعکاس می‌دهد.

## هیئت داورى چه نقشی در سالم سازی فضای بازار سرمایه دارد؟

بحث سالم سازی بازار سرمایه از طریق اتخاذ سیاست‌های پیشگیرانه محقق می‌شود که واحد مشخصی از معاونت حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار متولی آن است. به عبارت دیگر اقداماتی که در هیئت داورى صورت می‌گیرد، به نوعی پیشینی نیست و پسینی است؛ سوء جریانی وجود دارد، تخلفاتی رخ می‌دهد، اختلافاتی حادث می‌شود و در گام آخر، جنبه مالی موضوع اختلافی در هیئت داورى طرح می‌شود.

به همین دلیل، اقدامات هیئت داورى و دبیرخانه آن اثر مستقیمی در فرآیند پیشگیری از ناهنجاری‌ها ندارد، اما تلاش این است که در حد توان موضوعاتی را که حساسیت‌زا است و موجبات اختلافات را فراهم می‌کند، شناسایی شده و راهکارهایی برای پیشگیری از آنها به واحدهای نظارتی منعکس شود.

## این راهکارها از نگاه شما چه مواردی هستند؟

بارزترین مصداق راهکارهای پیشگیرانه، اصلاح برخی رویه‌ها و مقررات کنونی و بازنگری در آنها است. با توجه به اینکه دستورالعمل‌ها و مقررات در جریان رسیدگی مورد توجه هیئت داورى قرار می‌گیرد، تلاش بر این است که هر خلأ و ابهامی که در آنها وجود دارد و موجبات یا تفسیر متفاوت اشخاص و بروز اختلاف را فراهم می‌کند شناسایی و برای اصلاح آن پیشنهادها لازم داده شود. همچنین چنانچه فرآیندها یا سیستم‌ها دارای خلأ یا زمینه بروز اختلاف باشند، موارد به واحدهای مربوطه منعکس می‌شود.

## چه موضوعات و دعاوی غالباً در هیئت داورى مطرح می‌شود؟

عمده موضوعات در بورس کالا، ناظر به تأخیر در تحویل کالا است که معمولاً خواهان دعوا برای تحویل و همچنین تأخیر در تحویل کالای خریداری شده در بورس کالا مطالباتی دارد. در بحث اوراق، بیشتر اختلافات ناظر به روابط کارگزار با مشتری است. دعاوی مطروح از سوی کارگزار اغلب ناظر به مطالبات آن از مشتری به واسطه بدهی مشتری در اثر انجام معاملات است. در طرف مقابل، اختلاف مشتری با کارگزار عمدتاً ناظر به اجرا نشدن دستور مشتری یا انجام معاملات بدون دستور و بدون کسب اطلاع مشتری و همچنین تصرف در دارایی مشتری است. در کنار این موضوعات، اختلافات سهامدار با ناشر در خصوص مطالبه سود سهام و دارایی سهم و اختلافات قراردادی در حوزه بازار گردانی و سبد گردانی، عمده دعاوی مطروح در هیئت داورى را به خود اختصاص می‌دهد.

## سال گذشته چند پرونده در هیئت داورى تشکیل شد؟

در سال ۱۴۰۲، ۴۴۰ پرونده در هیئت داورى تشکیل شد و ۳۸۷ دادنامه توسط این هیئت صادر و بالغ بر ۳۵۰ جلسه رسیدگی در کنار جلسات مشورت و تبادل نظر هیئت داورى نیز برگزار شد.

## توصیه شما به فعالان بازار چیست؟

در جایگاه دبیر هیئت داورى از فعالان بازار می‌خواهم بدون کسب اطلاع از قوانین و مقررات به فعالیت در بازار نپردازند. قبل از اینکه سرمایه خود را وارد بورس کنند با اصول کلی و قواعد بنیادی آن آشنا شوند. در تعامل خود با نهادهای مالی و به طور خاص کارگزارها و سبد گردان‌ها، اشراف نسبی به حقوق و تکالیف قراردادی خود داشته باشند. چرا که بی‌اطلاعی از قراردادهای متداول و نیز رفتارهای هیجانی، به بروز اختلافاتی منجر می‌شود که با ضرر و زیان همراه است.



رئیس اداره دعاوی بازار و تشکل‌های خود انتظام سازمان بورس و اوراق بهادار خبر داد

## تأیید مبانی حقوقی قراردادهای اختیار معامله در بازار سرمایه



به‌کارگیری این ابزار مالی به تصویب مجلس شورای اسلامی و تأیید شورای نگهبان رسیده است. سازمان بورس و اوراق بهادار هم با بهره‌گیری از ظرفیت کمیته‌ها و شوراهای مشورتی مالی، حقوقی و فقهی خود، دستورالعملی را تحت عنوان «دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» تصویب کرده است.

او با اشاره به تکالیف سازمان بورس و اوراق بهادار و پیگیری‌های صورت گرفته برای صیانت از حقوق مردم افزود: پس از ابلاغ موضوع شکایت، استعلام لازم از نهادهای ذی‌ربط به عمل آمد و پس از بازخوانی مبانی و تشریح دلایل توجیهی تدوین و تصویب دستورالعمل از جهات حقوقی و فقهی، لایحه حقوقی متنی تهیه و در اختیار هیئت تخصصی اداری و عمومی دیوان عدالت اداری قرار گرفت. هیئت تخصصی دیوان عدالت اداری نیز پس از بررسی و مذاقه در ادله شاکی و سازمان بورس و اوراق بهادار، ضمن پذیرش استدلال سازمان، معاملات مذکور را واجد جنبه مالی و عقلایی تشخیص داده و از شمول قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز خارج دانست و اعلام داشت اساساً هیچ سنخیتی میان قراردادهای اختیار معامله با معاملات فردایی ارز وجود ندارد و در پایان نیز شکایت مطرح شده را به‌اتفاق آراء مردود دانست.

رئیس اداره دعاوی بازار و تشکل‌های خود انتظام در پایان افزود: بارد شکایت مذکور علاوه بر تثبیت قراردادهای اختیار معامله در نظام حقوقی بازار سرمایه، دستورالعمل مربوطه مورد تأیید بالاترین مرجع قضایی اداری کشور قرار گرفته و در حال حاضر از پشتوانه قانونی، شرعی و قضایی برخوردار است.

**۳۱ مردادماه** رئیس اداره دعاوی بازار و تشکل‌های خود انتظام سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد: با تأیید چهارچوب حقوقی قراردادهای اختیار معامله در دیوان عدالت اداری، شبهات حقوقی مطرح شده درباره قراردادهای اختیار معامله، از دیدگاه قوه قضائیه نیز برطرف شده و به‌این ترتیب راه برای توسعه این ابزار مالی در بازار سرمایه ایران هموارتر شد.

محسن تفرشی، در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، گفت: در پی شکایت مطرح شده در دیوان عدالت اداری به خواسته «ابطال برخی از مواد دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۷/۰۲/۲۶ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، هیئت تخصصی امور عمومی و اداری دیوان عدالت اداری، دستورالعمل موضوع شکایت را مغایر با قانون ندانسته و درخواست ابطال آن را رد کرد.

تفرشی در ابتدا به بیان خلاصه‌ای از ماهیت قراردادهای اختیار معامله و مزایای آن پرداخت و توضیح داد: قراردادهای اختیار معامله (Option) به‌عنوان یکی از ابزارهای مالی مشتقه، به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا با پرداخت مبلغی مشخص (حق اختیار)، حق خرید یا فروش یک دارایی پایه را در آینده و با قیمت مشخص از پیش تعیین شده به دست آورند. این ابزار مالی که در بسیاری از بازارهای مالی جهان نیز کاربرد گسترده دارد می‌تواند در مدیریت ریسک، کسب سودهای بالاتر و ایجاد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری متنوع به سرمایه‌گذاران کمک شایانی کند.

او در ادامه ضمن اشاره به آن‌که شاکی ادعا داشته معاملات قرارداد اختیار معامله دارای خاصیت قمارگونه و همچنین فاقد موضوع معین و ارزش مالی یا منفعت عقلایی است و از موارد مشمول قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز می‌باشد، اعلام داشت: جنبه‌های حقوقی این ابزار نوین از گذشته محل بحث میان کارشناسان بوده است. قرارداد اختیار معامله دارای عوض و معوض مشخص بوده و فروشنده درازای تعهد خود به معامله، مبلغ معینی را دریافت می‌کند و خریدار نیز درازای پرداخت مبلغ معین، تعهدی دریافت می‌کند. بنابراین معاملات این اوراق از مصادیق قمار یا معامله غرری نخواهد بود. در قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ نیز کاربرد این ابزار مالی از نظر قانون‌گذار مشروع اعلام‌شده و مجوز

## در اختتامیه پنجمین دوره المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی مطرح شد اعطای تسهیلات ویژه به مدال آوران المپیاد اقتصاد، از سال آینده



### تشکیل نهاد توسعه برای استعداد های درخشان

در این مراسم، احسان چیت ساز، رئیس کمیته علمی المپیادهای اقتصاد و مدیریت و همچنین عضو هیئت علمی دانشگاه تهران بابیان اینکه امسال برای نخستین بار موفق به دریافت مدال نقره جهانی و مدال برنز شده ایم، گفت: این موفقیت موهون تلاش و همت دانش آموختگانی است که با توانمندی بسیار توانستند این مدال ها را برای کشور در حوزه اقتصاد، مدیریت و حکمرانی کسب کنند.

او تأکید کرد: موفقیت کشور در گرد داشتن ظرفیت ها و استعداد هایی است که جزو منابع ارزشمند محسوب می شوند. این استاد دانشگاه گفت: باید نهادی برای پرورش استعداد های درخشان در حوزه اقتصاد و مدیریت تشکیل دهیم که مسیر آنها صنعتی سازی کشور بوده و دانش نظری را با تجربیات عملی گره بزنند. چیت ساز اعلام کرد: به طور قطع، از ظرفیت های موجود برای المپیادهای بین المللی در حوزه های مختلف بهره مند خواهیم شد. تلاش این است که ظرفیت المپیاد را برای همه دانش آموزان سراسر کشور فراهم کنیم تا همه از عدالت آموزش بهره مند شوند. او تأکید کرد: از سال آینده برای کسانی که موفق به کسب مدال طلا شوند شامل تسهیلات ویژه خواهند شد تا مهارت های خود را ارتقا دهند.

### تقدیر از برگزیدگان

در این مراسم از برگزیدگان مدال های طلا، نقره و برنز تقدیر به عمل آمد به این صورت که برای سال ۱۴۰۲، تعداد ۱۰ نفر موفق به کسب مدال طلا، ۱۵ نفر مدال نقره و ۱۶ نفر مدال برنز شده بودند که مورد تقدیر و تجلیل قرار گرفتند. یاد آور می شود؛ تعداد ۵ نفر از تیم مدال آوران طلا به مسابقات جهانی اعزام شده بودند که از مجموع ۵ نفر اعزامی، یک نفر مدال نقره و یک نفر هم موفق به کسب مدال برنز شد.

**۶ شهریورماه** سازمان بورس و اوراق بهادار روز سه شنبه ۶ شهریورماه میزبان مراسم اختتامیه پنجمین دوره المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی به همت شرکت اطلاع رسانی و آموزش بورس، با حضور جمعی از مدال آوران این عرصه بود. به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، محمد مهدی سلیمی زاده، مدیر عامل شرکت اطلاع رسانی و آموزش بورس در مراسم اختتامیه پنجمین دوره المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی و تجلیل از مدال آوران با تأکید به اینکه فاکتور مهم برای موفقیت در کشور، داشتن پشتکار، دلسوزی، مداومت و روحیه خستگی ناپذیر است، گفت: مسائل بسیاری در کشور و اقتصاد وجود دارد که نیازمند پشتکار و پیگیری بسیار از سوی دانش آموختگانی است که امروز توانسته اند در المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی حائز مقام شوند. او با اشاره به اینکه اقتصاد ایران هنوز با مفاهیمی چون قیمت گذاری دستوری و عدم سرمایه گذاری مناسب و به موقع مواجه است، گفت: تشخیص به موقع خلأ های موجود در اقتصاد امری ضروری است و سازمان بورس و اوراق بهادار در حال کمک به تدریس سواد مالی برای گروه های مختلف سنی است تا در آینده شاهد حل مسائل مختلف اقتصادی از سوی این دانش آموختگان باشیم. سلیمی زاده بر لزوم پیگیری، استمرار، مداومت و انگیزه بالا در این مسیر تأکید کرد و افزود: ضروری است دانش آموزان سراغ رشته هایی تحصیلی چون مالی و اقتصادی بروند تا بتوانند آینده کشور را به سمت شکوفایی و حل مسائل اقتصادی پیش ببرند.

### تکلیف بزرگ کشور برای منتخبان حوزه اقتصاد، مدیریت و حکمرانی

در ادامه این مراسم، مصطفی زمانیان، رئیس مرکز بررسی های استراتژیک، خطاب به دانش آموختگانی که در پنجمین المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی حائز رتبه و کسب مدال شده اند، گفت: امروز پشت فرمان مهم ترین مسائل کشور نشسته اید، این المپیاد فرصتی است که جمعی از دانش آموختگان با استعداد مسیر آینده کشور و همچنین مسیر زندگی خود را تعیین و آن را هموار تر کنند. او تأکید کرد: کشور در انتظار درخشیدن دانش آموختگانی است که در این حوزه فعالیت دارند و به دنبال حل مسائل مهم اقتصاد کشور هستند.

زمانیان ادامه داد: امروز شما منتخبان حوزه اقتصاد، مدیریت و حکمرانی هستید و کشور تکلیف بزرگی را به دوش شما قرار داده است که امیدواریم با توان و ایده های خلاق شما کشور را به سمت سر بلندی و پیشرفت پیش ببرید. وی تأکید کرد: دانش آموختگان این عرصه طلا به داران و پیشکسوتان حوزه المپیاد اقتصاد، مدیریت و حکمرانی هستند و رسالت بزرگی بر دوش دارند تا آینده امید آفرینی را برای نسل های آینده ایجاد کنند.

مدیر امور ناشران بورس تهران خبر داد:

## گشایش مسیرهای جدید کسب و کار برای ناشران بورسی



و فرابورس ایران دعوت به عمل آمده ضمن حضور، بحث و تبادل نظر و اطلاع از ظرفیت‌های توسعه کسب و کار در قاره آفریقا، با اعضای برتر اتاق ایران و آفریقا آشنا شوند و از فرصت رایزنی با آنها بهره‌مند شوند.

**۱۹ شهریورماه** بورس تهران با همکاری اتاق مشترک ایران و آفریقا، همایش

فرصت‌های راهبردی قاره آفریقا را برای ناشران بورسی برگزار می‌کند. به گزارش روابط عمومی و امور بین‌الملل بورس تهران، طوبی دهقانی مدیر امور ناشران بورس تهران با اعلام مطلب فوق گفت: این همایش روز سه‌شنبه مورخ ۲۰ شهریور ۱۴۰۳ و به میزبانی اتاق ایران و آفریقا برگزار می‌شود.

دهقانی به اهداف برگزاری این همایش اشاره کرد و گفت: هدف از برگزاری همایش «فرصت‌های راهبردی قاره آفریقا: توسعه تجارت و کسب و کار» ارائه وضعیت تجارت خارجی ایران، معرفی پتانسیل‌های تجارت در قاره آفریقا و اهمیت گسترش تجارت خارجی بنگاه‌ها با قاره آفریقا خواهد بود.

مدیر امور ناشران بورس تهران در پایان گفت: از نمایندگان ناشران بورس تهران

مدیرعامل بورس تهران بیان کرد

## بهبود صادرات شرکت‌ها به آفریقا با کمک بورس تهران



مشترک ایران و آفریقا می‌تواند به رشد صادرات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه کمک کند.

وی به علاقه‌مندی بورس تهران به همکاری با اتاق ایران و آفریقا اشاره کرد و گفت: بورس تهران علاقه‌مند است فصل مشترک و همکاری با اتاق بازرگانی ایران و آفریقا را آغاز کند. در بورس تهران بیش از ۳۸۶ شرکت درج و پذیرش شده‌اند و حدود ۱۰ درصد از ارزش صادرات کشور عزیزمان توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه صورت می‌گیرد. گودرزی بر اهمیت حاکمیت شرکتی تأکید کرد و افزود: هر چند

**۲۰ شهریورماه** صبح روز سه‌شنبه ۲۰ شهریور «همایش

مشترک فرصت‌های راهبردی قاره آفریقا: توسعه تجارت و کسب و کار» با همکاری اتاق مشترک بازرگانی ایران و آفریقا و شرکت بورس تهران با حضور سفیر بورکینافاسو در ایران، نماینده اقتصادی سفارت اوگاندا و ناشران بورسی برگزار شد و در پایان این رویداد تفاهم‌نامه همکاری شرکت بورس تهران و اتاق مشترک بازرگانی ایران و آفریقا امضا شد.

به گزارش مدیریت ارتباطات بورس تهران، محمود گودرزی مدیرعامل بورس تهران در این گردهمایی اظهار داشت: به‌رغم اینکه ارزش شرکت‌های بورسی ۵۰ درصد GDP کشور است، اما از مجموع ۱۰۰ میلیارد دلار کل صادرات کشور، ارزش صادرات شرکت‌های بورسی نزدیک به ۱۰ میلیارد دلار است؛ و این امکان وجود دارد که با کمک اتاق مشترک ایران و آفریقا و بورس تهران این نسبت بهبود یابد.

مدیرعامل بورس تهران با اشاره به اینکه صادرات ایران به قاره بزرگ و مهم آفریقا نسبت به کل صادرات کشور اندک است، افزود: این نسبت صادرات به آفریقا و صادرات کل کشور فرصت جذابی است و تعامل بورس تهران و اتاق بازرگانی



با همکاری اتاق مشترک ایران و آفریقا، از مدیران عامل بورس های کشورهای آفریقایی و اعضای اتاق های بازرگانی این قاره برای حضور در اجلاس فیس دعوت می کنیم.

محمود گودرزی با تأکید بر تمایل بورس تهران برای بهبود ارتباط با بورس های آفریقایی و رونق ابزارهای معاملاتی افزود: در بورس ایران بیش از هزار نهاد مالی حضور دارند و بدون شک بازار بزرگ آفریقا برای این نهادها فرصت بسیار جذابی است. امیدوارم با تعامل اتاق بازرگانی مشترک ایران و آفریقا و بورس تهران فرصت های بسیار خوبی برای ناشران بورسی ایجاد شود و شرکت های بورسی از این فرصت ها به خوبی بهره برداری کنند و نتیجه این گفت و گو با بخش خصوصی به بهبود مناسبات رشد صادرات و درآمدزایی شرکت های بورسی منتهی شود. شایان ذکر است در پایان این رویداد تفاهم نامه همکاری شرکت بورس تهران و اتاق مشترک بازرگانی ایران و آفریقا امضا شد.

شفافیت و ارتقای حاکمیت شرکتی مأموریت و هدف اصلی شرکت بورس تهران است اما توانمندسازی ناشران بورسی نیز یکی از برنامه های ما است. بورس تهران می تواند نقش حلقه ارتباطی با اتاق های بازرگانی را به عنوان پارلمان بخش خصوصی به خوبی ایفا کند و با کمک اتاق بازرگانی مشترک ایران و سایر کشورها و با افزایش صادرات در مسیر درآمدزایی شرکت های بورسی گامی عملی را بردارد.

وی با بیان اینکه بورس تهران آبان ماه امسال در جزیره کیش میزبان بورس های اروپایی-آسیایی (فیس) است، ادامه داد: علی رغم آنکه تعامل بین المللی بورس تهران گسترده است و ۱۵ تفاهم نامه همکاری با بورس کشورهای مختلف داشته است، اما هنوز با کشورهای آفریقایی تفاهم نامه همکاری نداشتیم. برخی از کشورهای قاره آفریقا مانند بورس ژوهانسبورگ و نیجریه در حوزه بازار سرمایه بسیار پیشتاز بوده اند و علاقه مند به امضای تفاهم نامه همکاری با آنها هستیم. بنابراین

## سمات عضو هیئت رئیسه

### انجمن شرکت های سپرده گذاری مرکزی جهان شد



مرکزی آسیا-اقیانوسیه (ACG) درآمد.

سمات در سال های اخیر، با حضور فعال در مجامع عمومی، کمیته ها، کارگروه ها و نشست های تخصصی در عرصه بین الملل، علاوه بر مشارکت در ایجاد استانداردها و ابزارهای توسعه کسب و کار، از طریق آشنایی با آخرین تحولات و دستاوردهای شرکت های فعال در این حوزه، از دانش، تجربیات و نوآوری های این نهادها تأثیرگذار در عرصه زیرساخت بازارهای سرمایه دنیا، برای فراهم کردن بستری به روز و مناسب، جهت توسعه بازار سرمایه بهره برده است.

**۲۴ شهریورماه** شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ایران به عضویت هیئت رئیسه انجمن شرکت های سپرده گذاری مرکزی جهان (WFC) درآمد. به گزارش تجارت نیوز، در نشست اخیر کمیته اجرایی گروه شرکت های سپرده گذاری مرکزی آسیا-اقیانوسیه (ACG) که در حاشیه مجمع عمومی سالیانه این نهاد در آلمانی قزاقستان برگزار شد، اعضای جدید کمیته برای انتخاب رئیس و نایب رئیس جدید گروه انتخابات برگزار کردند که در نتیجه این انتخابات، محمد باغستانی موفق به کسب اعتماد کلیه اعضا شد.

با انتخاب باغستانی به عنوان نایب رئیس ACG، وی به همراه مدیرعامل شرکت سپرده گذاری مرکزی پاکستان، رئیس جدید این نهاد، نمایندگان این گروه در هیئت رئیسه انجمن شرکت های سپرده گذاری مرکزی جهان (WFC) برای سه سال آتی خواهند بود.

شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ایران، اردیبهشت ماه امسال با کسب اکثریت آراء، برای سومین دوره متوالی به عضویت هیئت رئیسه گروه شرکت های سپرده گذاری

## مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار از برخی اقدامات ثبات‌آفرین این سازمان گفت



اعتبار گیری منجر شد.

معصومی به انتشار اوراق تبعی بیمه‌ای با مشارکت ۳۲ ناشر بورسی، ۲۰ ناشر فرابورسی و صندوق تثبیت بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران با پرتفوی حداکثر ۵ میلیارد ریالی، تأکید کرد و گفت: سازمان بورس و اوراق بهادار مجوز تسهیلگری لازم بابت انتشار این اوراق را صادر و اقدامات لازم توسط صندوق تثبیت انجام شد. مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار خاطرنشان کرد: همچنین پیگیری‌های متعدد از طرف شرکت‌های بورس تهران و فرابورس ایران انجام و سبب ارسال مدارک و مستندات توسط تعدادی از ناشران بورسی و فرابورسی شد.

### تمدید رعایت نصاب خرید و نگهداری سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

او به تمدید رعایت نصاب خرید و نگهداری سهام توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت اشاره کرد و افزود: این امر سبب کاهش فشار فروش از طرف این صندوق‌ها و ایجاد انگیزه خرید در برخی از آنها شد. معصومی خانقاه در پایان گفت: ضمن درخواست از بانک‌ها و ناشران بورسی و فرابورسی واجد شرایط برای همکاری بیشتر و سریع‌تر، گفت: از فعالان اقتصادی و بازار سرمایه درخواست همراهی در پیگیری و اجرای کامل این موارد را داریم.

**۲۴ شهریورماه** مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان

بورس و اوراق بهادار با اشاره به بخشی از اقدامات ثبات‌آفرین سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد: صندوق توسعه بازار سرمایه ۵ همت اوراق تبعی تأمین مالی را برای تجهیز منابع با مشارکت صندوق‌ها، نهادها و شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه منتشر کرد که بالغ بر ۴ همت آن به فروش رفت.

قادر معصومی خانقاه در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) گفت: در ماه‌های گذشته تلاش‌های زیادی انجام شد تا برخی از مشکلات و ریسک‌های مترتب بر بازار مدیریت شوند.

او در ادامه با اشاره به تلاش و همکاری نهادها و سایر سازمان‌های درگیر افزود: اخذ موافقت بانک مرکزی با برخی از پیشنهادهای سازمان بورس و اوراق بهادار، تصویب واریز مبلغ ۱۰ همت از شبکه بانکی در هیئت عالی بانک مرکزی برای حمایت از بازار و همکاری مناسب شبکه بانکی برای واریز وجوه از جمله اقداماتی بودند که برای بهبود وضعیت بازار در دستور کار سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت.

معصومی خانقاه اعلام کرد: همچنان پیگیری‌ها بابت دریافت مبالغ باقی مانده، ادامه دارد. مدیر نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار به دیگر اقدامات انجام‌شده اشاره کرد و افزود: صندوق توسعه بازار سرمایه ۵ همت اوراق تبعی تأمین مالی را برای تجهیز منابع با مشارکت صندوق‌ها، نهادها و شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه منتشر کرد که بالغ بر ۴ همت آن به فروش رفت.

### افزایش ضریب اعتباری سهام

او با اشاره به افزایش ضریب اعتباری سهام اعلام کرد: مصوبه هیئت مدیره مبنی بر افزایش ضریب از ۷۰ به ۷۵، اخذ، ابلاغ و اجرایی شد و این موضوع به کاهش فشار از طرف شرکت‌های کارگزاری به مشتریان اعتباری بابت فروش سهام و همچنین افزایش نصاب

عضو هیئت مدیره گروه مالی فیروزه در گفت‌وگو با «سنا» معرفی کرد

## ۱۰ موتور رونق بازار سرمایه



### چالش نرخ بهره

عضو هیئت مدیره و معاون سرمایه‌گذاری گروه مالی فیروزه با اعلام این که در میان مدت اثر حل مسئله نرخ بهره در بهبود وضع بازار سرمایه بسیار کلیدی است، گفت: اصلاح ساختار نظام بانکی و کنترل کسری بودجه هم می‌تواند در حل چالش نرخ بهره و در نتیجه رونق بورس مؤثر باشد. او گفت: مؤلفه دیگری که در میان مدت بر بهبود روند بورس مؤثر خواهد بود، اصلاح وضع تأمین مالی است که در زیرمجموعه اصلاح نظام بازار پول قرار دارد.

### کاهش ریسک‌های سیاسی و اقتصادی

تجربشی، تلاش دولت و نهادهای حاکمیتی در کاهش مجموع ریسک‌های سیاسی و اقتصادی کشور را به‌عنوان دیگر عامل تأثیرگذار در بازگشت رونق به بورس اعلام کرد و گفت: هرچند مسیر کاهش این ریسک‌ها زمان‌بر است اما دولت و حاکمیت می‌توانند با انجام اقدامات مثبت، تعهد خود را برای کاهش ریسک‌ها و تصمیمات خلق الساعه نشان دهند.

### حذف قیمت‌گذاری دستوری در سامانه نیما

عضو هیئت مدیره و معاون سرمایه‌گذاری گروه مالی فیروزه تأکید کرد: حذف قیمت‌گذاری دستوری در نرخ ارز نیما و همچنین در تعیین نرخ محصولات و خدمات شرکت‌ها را می‌توان به‌عنوان دیگر اقدام اقتصادی بسیار مؤثر بر روند بورس معرفی کرد که در کوتاه‌مدت باعث بهبود وضعیت جریان نقدی شرکت‌های بورسی و سود آن‌ها می‌شود.

**۲۵ شهریورماه** عضو هیئت مدیره و معاون سرمایه‌گذاری گروه مالی فیروزه؛ با اشاره به ۱۰ موتور رونق بورس گفت: اعمال حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های بورسی تحت مدیریت دولت، کاهش نرخ بهره، کاهش کسری بودجه، اصلاح نظام بانکی و نظام تأمین مالی، کاهش ریسک‌های سیاسی و اقتصادی، حذف قیمت‌گذاری دستوری در تعیین نرخ ارز و کالاهای تولیدی شرکت‌ها، رفع ناترازی انرژی، پرداخت مطالبات شرکت‌ها و تحقق رشد اقتصادی، بهبود وضع بازار سرمایه را به دنبال خواهند داشت.

امیر تقی خان تجربشی در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، در پاسخ به پرسشی مبنی بر این که، دولت چهاردهم برای رونق دوباره بورس به‌عنوان دماسنج اقتصاد می‌بایست چه تصمیماتی اتخاذ کند، گفت: بررسی این موضوع نیازمند ارزیابی مؤلفه‌های اثرگذار بر بازار سرمایه در سه بخش کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است.

### حاکمیت شرکتی

#### در شرکت‌های تحت مدیریت دولت

او تأکید کرد: با توجه به تصدی‌گری دولت و وزارخانه‌های مختلف در شرکت‌های بورسی، اعمال مقررات حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های تحت مدیریت دولت و انتصاب مدیران صاحب صلاحیت در شرکت‌های زیرمجموعه دولت، به‌ویژه در نهادهای مالی و ناشران بورسی، در بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه نقشی مهم ایفا می‌کنند. تجربشی با اعلام این که برای بهبود اوضاع بورس در کوتاه‌مدت، نیازمند انتخاب افراد مناسب هستیم، گفت: در این زمینه باید افرادی انتخاب شوند که دارای یک چارچوب ذهنی منسجم، به همراه علم به مسائل و موضوعات کلیدی بازار سرمایه با ظرفیت شنودگی و جمع‌بندی دیدگاه‌های متنوع در قالب چهارچوب ذکر شده باشند. این افراد با توجه به گستردگی موضوعات اقتصادی مرتبط به وزارت اقتصاد، باید بتوانند با همراهی سایر وزارخانه‌ها، نسبت به جلب حمایت‌های لازم برای بهبود وضع بازار سرمایه اقدام کنند.

## رفع ناترازی انرژی

در گردش آن‌ها منجر می‌شود، اتفاقاً بخشی از این مطالبات، مربوط به بازار انرژی است، رفع این چالش می‌تواند کمکی در حل ناترازی انرژی باشد.

## اقدامات بلندمدت برای بهبود وضع بورس

عضو هیئت مدیره و معاون سرمایه‌گذاری گروه مالی فیروزه با اعلام این‌که در بلندمدت نیز باید بهبود وضعیت رشد اقتصادی مورد هدف قرار بگیرد، توضیح داد: هر کشوری نیازمند رشد اقتصادی است که این اتفاق در بلندمدت از طریق تصمیمات درست محقق می‌شود.

او گفت: این امر نیازمند سرمایه‌گذاری، تجهیز منابع داخلی و بین‌المللی، همچنین تحقیق و توسعه داخلی و ورود تکنولوژی بین‌المللی از بیرون است، دستیابی به این هدف در بلندمدت میسر است.

او حل بحران ناترازی انرژی را به‌عنوان دیگر عامل مهم، در رونق بازار سهام، در میان‌مدت، معرفی کرد و افزود: تأمین انرژی برق و گاز در همه ۱۲ ماه سال برای بسیاری از شرکت‌های بورس دشوار شده است. برنامه‌ریزی حاکمیت برای حل این ناترازی انرژی می‌تواند اقدامی اثرگذار بر وضع تولید، فروش و در نهایت بهبود وضع بورس و رشد اقتصادی باشد.

## پرداخت مطالبات شرکت‌ها

تجربشی تأکید کرد: دیگر عامل مؤثر در رونق بورس، در میان‌مدت، اقدام دولت به پرداخت مطالبات شرکت‌هاست. این امر به بهبود وضع نقدینگی شرکت‌های بورسی و سرمایه

## معاون عملیات بازار بورس تهران در گفت‌وگو با سنا اعلام کرد

## بازارگردانی در نمادهای بازار دوم بورس تهران اختیاری شد



برای بازار دوم، لحاظ نشدن این موضوع برای ارتقا یا تنزل نماد در بازارهای بورس تهران است. معاون عملیات بازار در پایان گفت: همان‌طور که در اطلاعیه منتشر شده در تارنمای بورس تهران نیز تأکید شده است ناشرانی که آغاز دوره عملیات بازارگردانی آن‌ها پیش از تاریخ این اطلاعیه است، مشروط به سپری شدن حداقل ۶ ماه از دوره تعهد مندرج در اطلاعیه شروع عملیات بازارگردانی، مختار به انجام بازارگردانی هستند، در غیر این صورت طبق اطلاعیه صادر شده تا اتمام دوره بازارگردانی به رعایت پارامترهای بازارگردانی متعهد هستند.

**۲۵ شهریورماه** مهدی زمانی در گفت‌وگو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، گفت: پیرو مصوبه سازمان بورس و اوراق بهادار تصمیم‌گیری در خصوص الزام بازارگردانی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار دوم بورس تهران به هیئت مدیره بورس اوراق بهادار تهران تفویض شد؛ که پیرو آن، مصوب شد بازارگردانی برای نمادهای بازار دوم بورس تهران از ابتدای مهرماه اختیاری باشد.

زمانی افزود: تصمیم اختیاری شدن بازارگردانی برای نمادهای بازار دوم، عمدتاً باهدف تسهیلگری برای ناشرانی اتخاذ شد که اغلب به دلیل هزینه‌های تحمیلی ناشی از بازارگردانی در تأمین مالی تولید خود با چالش مواجه شده بودند. بنابراین اغلب ناشران لیست شده در بازار دوم به نسبت بازار اول، ناشران با منابع کمتری هستند که معافیت آنها برای تخصیص منابع به بازارگردان ضرورت بیشتری داشت.

او تأکید کرد: باوجود اعلام اختیاری شدن بازارگردانی برای بازار دوم در صورت اعلام بورس مبنی بر بهبود نقد شوندگی، ناشر به معرفی بازارگردان موظف خواهد بود. هم‌چنین از دیگر نکات حائز اهمیت برداشته شدن اجبار بازارگردانی

## رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار گفت امکان انتشار اوراق قابل باز خرید قبل از سر رسید فراهم شد



**۲۵ شهریورماه** رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار، با اشاره به اصلاح ماده ۱۴ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، از امکان انتشار اوراق مرابحه قابل باز خرید قبل از سر رسید خبر داد.

مرتضی چشان در گفت و گو با خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)، گفت: با توجه به اصلاح دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، بانی می تواند همه اوراق مرابحه منتشر شده بلندمدت را قبل از سر رسید از دارندگان اوراق باز خرید کند، منوط بر این که جزئیات باز خرید اوراق قبل از سر رسید از جمله زمان، قیمت باز خرید و سایر شرایط آن از پیش تعیین شده و در مدارک و مستندات انتشار اوراق از جمله بیانیه ثبت و قرار داد و کالت به صورت شرط ضمن عقد درج شود. رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار، در ادامه با اشاره به این که تا پیش از این، بانی بر اساس ماده ۱۴ دستورالعمل پیش گفته، مشابه سایر خریداران صرفاً امکان خرید اوراق مرابحه را منوط به وجود سفارش فروش، از بازار ثانویه و بر اساس قیمت بازار داشته است، اعلام کرد، با اضافه شدن ماده ۱۴ جدید و جایگزین شدن ماده ۱۴

قبلی به عنوان تبصره ماده ۱۴، علاوه بر تداوم امکان خرید اوراق توسط بانی از بازار ثانویه، بانی می تواند بر اساس شرایط پیش گفته اقدام به باز خرید اوراق کرده و دارندگان اوراق در صورت توافق اولیه در مدارک و مستندات انتشار اوراق موظف به فروش اوراق مرابحه منتشر شده قبل از سر رسید به بانی هستند. چشان در تشریح ویژگی های این اوراق تأکید کرد: انتشار اوراق قابل باز خرید قبل از سر رسید، امکان تأمین مالی در بازهای زمانی کوتاه مدت و بلندمدت را برای بانیان اوراق فراهم می کند.

دکتر حجت اله صیدی رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام کرد

## منافع بازار سرمایه را در لایحه بودجه ۱۴۰۴ پیگیری می کنیم



**۲۶ شهریورماه** دکتر حجت اله صیدی از تلاش سازمان بورس و اوراق بهادار برای مدنظر قرار دادن مسائل مرتبط با بازار سرمایه در لایحه بودجه سال آینده خبر داد.

به گزارش خبرنگار پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا) به نقل از ایرنا، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، در پاسخ به مطالبه یکی از فعالان بازار سرمایه، مبنی بر پیگیری سازمان بورس و اوراق بهادار برای بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران به بازار سهام، در زمان تدوین لایحه بودجه، اعلام کرد: در حال کار کردن بر روی این موضوع و مسائل مشابه هستیم.

دکتر «حجت اله صیدی» در ادامه نوشت: تلاش ویژه ای را در رابطه با لایحه بودجه و مسائلی که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم بر بازار سرمایه تأثیر گذار هستند، به کار گرفته ایم. این گزارش حاکی است: پیش تر یکی از فعالان بازار سرمایه،

در فضای مجازی، پیشنهادهایی را به رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، برای در نظر گرفتن منافع بازار سرمایه در تصمیمات دولت و بازگرداندن اعتماد سهامداران به بورس، مطرح کرده بود.

# تحليل صنعت





# بررسی صنعت متانول



آرمان محمدی  
کارشناس تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

و آلومینیوم است، واکنش داده و متانول ایجاد می‌کند. روش دیگر تولید متانول، واکنش دی‌اکسید کربن با هیدروژن اضافی است که تولید متانول و آب می‌کند.

## نگاهی به صنعت متانول در جهان

طی سال‌های اخیر، تولید متانول در محدوده ۹۰ میلیون تن بوده که با توجه به طرح‌های احداث کارخانه‌های جدید در این حوزه، به‌خصوص در ایران، آمریکا و چین، ظرفیت تولید اسمی به محدوده ۱۸۹ میلیون تن در سال ۲۰۲۵ خواهد رسید. با توجه به میزان تولید متانول و با مقایسه حجم تجارت جهانی این محصول با میزان تولید و مصرف آن، به این نتیجه می‌رسیم که حدود ۳۵ درصد این محصول صادر می‌شود.

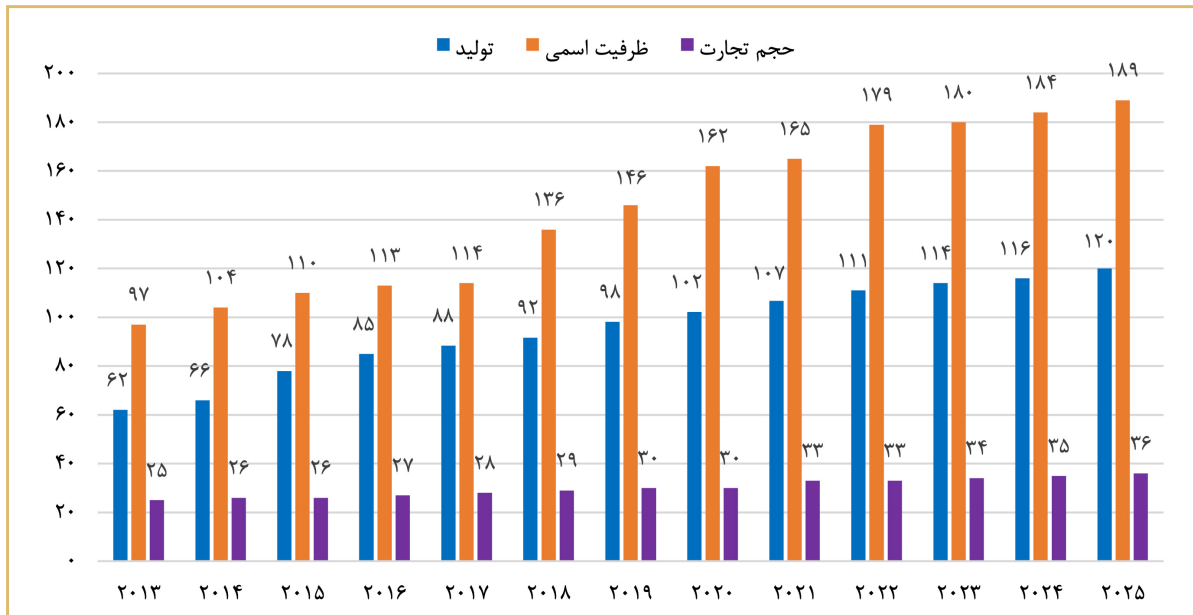


مهرداد جفکو  
مدیر تحلیل کارگزاری بانک صنعت و معدن

متانول ساده‌ترین نوع الکل هاست که با فرمول شیمیایی  $CH_3OH$  شناخته می‌شود. متانول به متیل الکل، الکل متیلیک و الکل چوب نیز معروف است.

## روش تولید

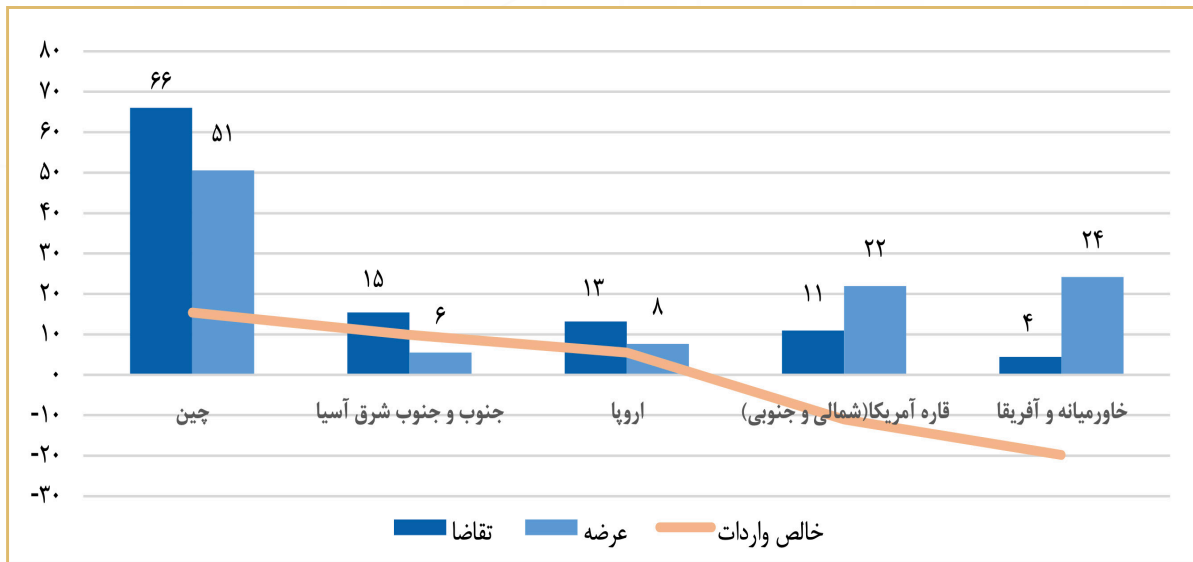
در شیوه مدرن تولید متانول، از کاتالیزورهایی استفاده می‌شود که در فشارهای پایین عمل می‌کنند و کارایی مؤثرتری دارند. امروزه گاز سنتز موردنظر برای تولید متانول مانند گذشته از زغال به‌دست نمی‌آید، بلکه از واکنش متان موجود در گازهای طبیعی تحت فشار ملایم ۲۰-۱۰ اتمسفر و دمای ۸۵۰ درجه سانتی‌گراد با بخار آب و در مجاورت کاتالیزور نیکل تولید می‌شود.  $H_2$  و  $CO$  تولیدشده، تحت تأثیر کاتالیزوری که مخلوطی از مس و اکسید روی



نمودار ۱- میزان تولید و تجارت متانول (بر حسب میلیون تن)

شده است. جریان صادرات این محصول از کشورهای آفریقا، خاورمیانه و آمریکای جنوبی به سمت اروپا، چین و کشورهای جنوب شرق آسیا می‌باشد.

همانطور که در نمودار ۲ نشان داده شده است، کشور چین بزرگ‌ترین تولیدکننده متانول می‌باشد. میزان تولید چین حدود ۵۱ میلیون تن و میزان مصرف ۶۶ میلیون تن گزارش

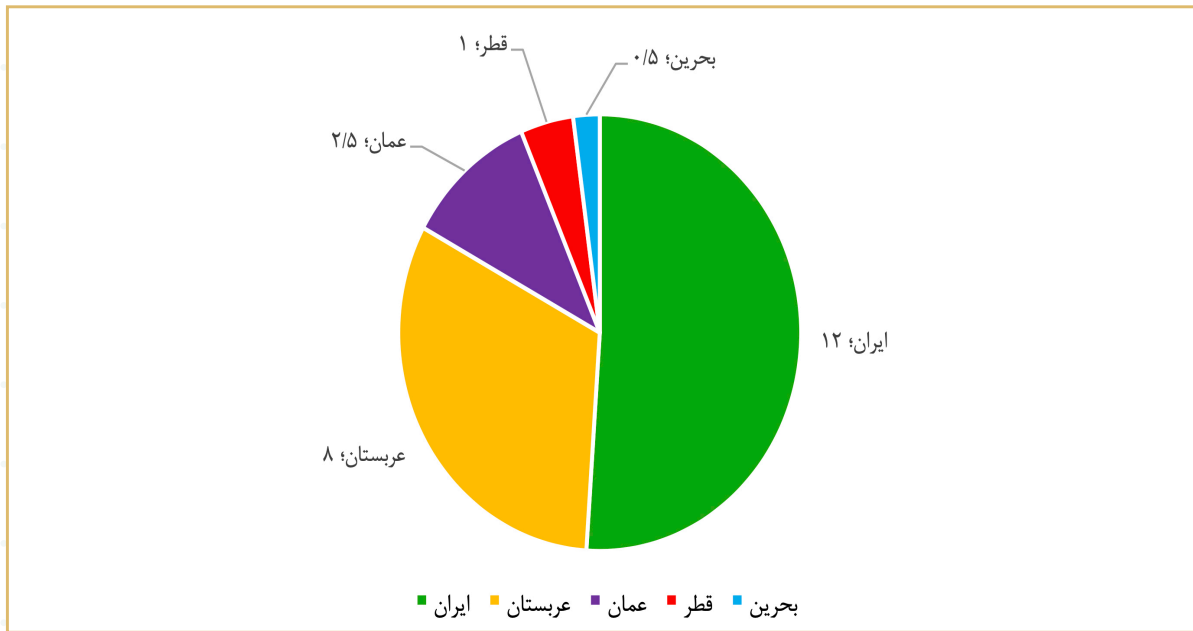


نمودار ۲- تولید و مصرف متانول به تفکیک مناطق جهان (بر حسب میلیون تن)

تولیدکننده این محصول می‌باشد. شرکت‌های بزرگ متانول‌ساز ایرانی که در بازار سرمایه پذیرفته شده‌اند شامل پتروشیمی زاگرس، پتروشیمی فناوران و پتروشیمی خارک می‌باشند.

با وجود منابع عظیم نفت و گاز در خاورمیانه، میزان تولید متانول در این منطقه حدود ۲۴ میلیون تن بوده که ۲۲ درصد از تولید جهان را تشکیل می‌دهد. در بین کشورهای خاورمیانه، ایران بزرگ‌ترین

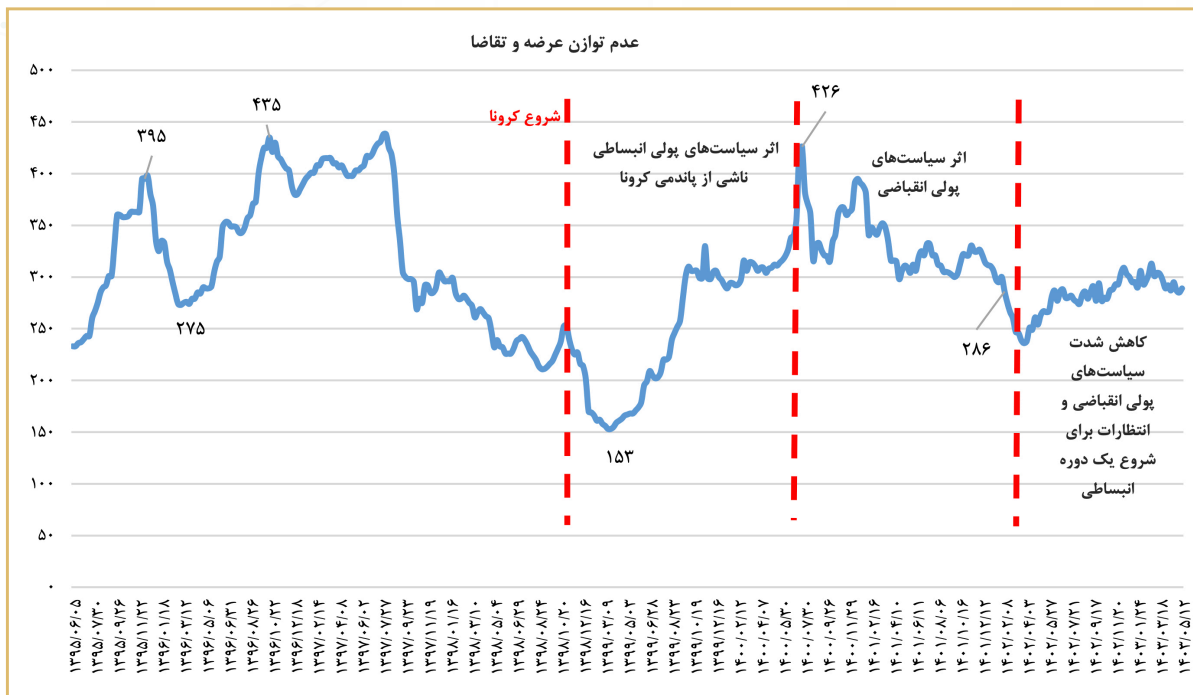




نمودار ۳- کشورهای تولیدکننده متانول در خاورمیانه (بر حسب میلیون تن)

عرضه محصول و تورم ناشی از سیاست‌های پولی بر قیمت متانول اثرگذار هستند. در نمودار ۴، تغییرات قیمتی چند سال اخیر به همراه عمده‌ی دلایل آنها نشان داده شده است.

قیمت متانول طی سال‌های اخیر بین ۱۵۰ دلار تا ۴۵۰ دلار به ازای هر تن در نوسان بوده است. عوامل مختلفی از جمله رونق اقتصادی، افزایش مصرف در جامعه، قیمت گاز، تأثیرات کوتاه‌مدت



نمودار ۴- روند قیمتی متانول (چین) و عوامل مؤثر بر تغییر قیمت این محصول (بر حسب دلار/متریک تن)

## چشم‌انداز عرضه و تقاضای جهانی

حدود ۱۰ میلیون تن خواهیم بود و همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، تولید اسید استیک، دی‌متیل اتر و بایودیزل عمده‌ترین رشدهای مصرف متانول راه طی ۲ سال آینده خواهند داشت. به نظر می‌رسد با توجه به تعادل نسبی رشد عرضه و تقاضا در این محصول، سایر عوامل اثر بیشتری بر قیمت‌ها داشته باشند.

با توجه به احداث سایت‌های جدید تولید متانول در سراسر دنیا، به نظر می‌رسد تا سال ۲۰۲۵ حدود ۱۰ میلیون تن به ظرفیت تولید این محصول اضافه شود. بیشترین افزایش ظرفیت در کشورهای ایران، چین و آمریکا خواهد بود. در سمت تقاضا نیز شاهد افزایش ظرفیت مصرف در

### جدول ۱- رشد تقاضای متانول در بخش‌های مختلف (بر حسب درصد)

شرح	نرخ رشد سالانه	نرخ رشد آتی
MTO/MTP	۱۱/۶	۱/۲
MTBE/TAME	۲/۵	۰/۹
دی‌متیل اتر	-۴/۳	۳/۱
فرمالدئید	۱/۹	۳/۰
اسید استیک	۲/۲	۴/۲
بایودیزل	۷/۸	۲/۳

عوامل متعددی بر رشد و کاهش محصولات پتروشیمی از جمله متانول اثرگذارند. در جدول ۲ به گزیده‌ای از این عوامل اشاره شده است.

### جدول ۲- عوامل تأثیرگذار بر قیمت

عوامل کاهش	عوامل رشد
گذر از زمستان در اروپا و انتظار افزایش نه‌چندان شدید قیمت گاز	تقاضای نفت چین
احتمال افزایش نرخ بهره فدرال رزرو	کاهش عرضه نفت روسیه
افزایش ظرفیت تولید جهانی متانول مخصوصاً در ایران	کاهش عرضه نفت اوپک
بازارهای جدید برای نفت و متانول روسیه (مثل هند و چین)	افزایش مارجین واحدهای MTO
احتمال ادامه جنگ روسیه و اوکراین	رشد اقتصادی بهتر از انتظار چین در Q1
احتمال زیاد رکود اقتصادی در سطح جهانی	اعمال تحریم‌های اروپا بر نفت و محصولات پتروشیمی روسیه
پایین بودن نرخ ظرفیت عملیاتی واحدهای MTO	کاهش سرعت رشد نرخ بهره فدرال رزرو
ورشکستگی بانکی در ایالات متحده آمریکا	-
کاهش عمومی قیمت گاز	-

در ادامه و با توجه به پیش‌بینی عرضه و تقاضای متانول و عوامل مؤثر بر قیمت آن در مناطق مختلف، قیمت‌های این محصول به شرح جدول ۳ پیش‌بینی می‌شود.

در ادامه و با توجه به پیش‌بینی عرضه و تقاضای متانول و عوامل مؤثر بر قیمت آن در مناطق مختلف، قیمت‌های این محصول به شرح جدول ۳ پیش‌بینی می‌شود.

جدول ۳ - پیش‌بینی قیمت متانول (بر حسب دلار/ متریک تن)

US Gulf coast FOB																										
	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Dec 23	Jan 24	Feb 24	Mar 24	Apr 24	May 24	Jun 24	Jul 24	Aug 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	
WTI crude oil \$/bl	72.8	75.8	77.3	78.3	79.3	80.3	81.3	83.3	83.3	84.3	83.3	82.3	83.0	83.2	82.7	82.1	79.6	79.1	79.0	79.9	81.0	81.7	82.1	82.8	83.1	
Natural gas Henry Hub \$/mmbtu	2.49	2.66	2.64	2.73	3.13	3.56	3.78	3.72	3.45	3.15	3.13	3.23	3.33	3.38	3.35	3.42	3.74	4.16	4.43	4.32	3.95	3.52	3.50	3.61	3.73	
Methanol - contract index €/USG	158	154	153.42	152.31	142.83	142.62	146.04	152	158	165	168	170	173	174	175	178	181	184	189	192	195	198	200	201	202	
Methanol - contract index \$/t	524	512	510	506	475	474	486	504	526	547	560	564	577	580	580	592	601	611	630	639	649	659	664	668	671	
Methanol - spot €/USG	68	71	72	71	73	74	77	81	84	86	87	88	89	89	91	92	94	97	98	99	101	102	102	103	104	
Methanol - spot \$/t	228	235	238	237	242	248	257	268	279	285	288	294	296	296	302	307	312	321	326	331	336	339	341	342	346	
Western Europe FOB T2																										
	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Dec 23	Jan 24	Feb 24	Mar 24	Apr 24	May 24	Jun 24	Jul 24	Aug 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	
North Sea Dated \$/bl	77.8	80.0	81.0	82.0	83.0	84.0	85.0	87.0	87.0	88.0	87.0	86.0	86.7	86.8	86.3	85.8	83.3	82.8	82.6	83.5	84.6	85.3	85.7	86.5	86.7	
Euro per US dollar	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	
Methanol - benchmark €/t	360	360	360	355	355	355	396	396	396	451	451	451	493	493	493	500	500	500	526	526	526	546	546	546	555	
Methanol - benchmark \$/t	391	392	392	387	388	388	434	435	436	496	497	497	545	545	545	553	553	553	585	585	585	608	608	608	620	
Methanol - benchmark €/USG	118	118	118	116	117	117	131	131	131	149	149	150	164	164	164	166	166	166	176	176	176	183	183	183	187	
Methanol - spot T-2 €/t	196	197	209	213	230	233	238	245	251	255	257	264	266	267	272	275	279	287	289	293	298	301	302	304	305	
Methanol - spot T-2 \$/t	213	214	227	232	252	254	261	269	276	280	283	291	294	295	300	304	308	317	322	327	332	334	336	338	341	
Methanol - spot T-2 €/USG	64	64	68	70	76	77	78	81	83	84	85	88	89	89	90	91	93	95	97	98	100	101	101	102	103	
Asia-Pacific CFR																										
	Jul 23	Aug 23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Dec 23	Jan 24	Feb 24	Mar 24	Apr 24	May 24	Jun 24	Jul 24	Aug 24	Sep 24	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	
Dubai crude oil \$/bl	77.8	80.1	81.2	81.6	82.2	83.3	84.5	86.2	86.0	86.9	86.1	85.3	85.8	85.9	85.2	84.6	82.1	82.0	81.2	81.8	82.8	83.3	83.9	84.8	84.9	
Yuan per US dollar	7.13	7.12	7.11	7.11	7.10	7.09	7.08	7.07	7.07	7.06	7.05	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.04	7.01	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	6.98
Methanol - China spot \$/t	255	258	262	261	262	265	268	272	276	283	285	291	293	293	299	304	309	318	323	328	333	336	338	339	343	
Methanol - China spot €/USG	77	78	79	79	79	80	81	82	83	85	86	88	88	88	90	91	93	96	97	99	100	101	102	102	103	
Methanol - South Korea spot \$/t	278	286	291	294	303	307	309	313	316	320	320	328	331	332	338	343	347	356	361	366	371	374	376	378	381	
Methanol - South Korea spot €/USG	84	86	88	88	91	92	93	94	95	96	96	99	99	100	102	103	104	107	108	110	112	112	113	114	115	
Methanol - Taiwan spot \$/t	288	278	285	288	297	300	304	307	310	314	316	322	325	326	332	337	342	351	355	360	366	368	370	372	376	
Methanol - Taiwan spot €/USG	87	84	86	87	89	90	91	92	93	95	95	97	98	98	100	101	103	106	107	108	110	111	111	112	113	
Methanol - SE Asia spot \$/t	290	303	306	311	311	317	319	323	325	330	332	340	342	343	348	353	358	367	371	377	382	385	387	388	392	
Methanol - SE Asia spot €/USG	87	91	92	93	93	95	96	97	98	99	100	102	103	103	105	106	108	110	112	113	115	116	116	117	118	
Methanol - India spot \$/t	280	247	251	258	256	262	267	272	276	280	282	287	289	290	296	301	306	360	319	324	329	332	334	336	339	

### قیمت‌گذاری محصولات و وضعیت آن

همانطور که در بالا اشاره شد، عمده متانول تولیدی کشور صرف صادرات می‌شود. قیمت محصول بر اساس عرضه و تقاضای جهانی و همسان با قیمت مناطق مصرفی و هزینه حمل تغییر می‌کند. به‌طور مثال، قیمت متانول در اروپا، بالاتر از قیمت‌ها در چین و هند می‌باشد. این اختلاف قیمتی چین و اروپا و پتانسیل صادرات به حوزه یورو می‌تواند بر سودآوری متانول‌سازان ایرانی مؤثر باشد. با این حال، تحریم‌های بین‌المللی امکان صادرات محصول به کشورهای اروپایی را محدود کرده است.

### صنعت متانول در بازار سرمایه

شرکت‌های پتروشیمی زاگرس، پتروشیمی خارک و پتروشیمی فناوران تولیدکنندگان بورسی و فرابورسی متانول هستند که اطلاعات سهام آنها به شرح جدول ۴ است.

### نگاهی به وضعیت تولید و تقاضا در ایران

ظرفیت تولید متانول در ایران حدود ۱۴ میلیون تن در سال می‌باشد و حدود ۱۲ میلیون تن نیز طی چند سال آینده به این ظرفیت اضافه خواهد شد. البته ذکر این نکته ضروری است که با توجه به سیاست‌های دولت که در جهت کاهش تولید به‌دلیل عدم صرفه اقتصادی سرمایه‌گذاری در این صنعت اجرا شده است، به نظر نمی‌رسد بتوان طبق برنامه قبلی به ظرفیت‌های برنامه‌ریزی شده رسید. بیش از ۹۰ درصد متانول تولیدی کشور به چین و هند صادر می‌شود و تفاوت نرخ ارز بازار توافقی با نرخ ارز در بازار آزاد، انگیزه افزایش تولید به‌منظور صادرات را کاهش می‌دهد.

#### جدول ۴ - اطلاعات شرکت‌های متانول ساز بورسی و فرابورسی

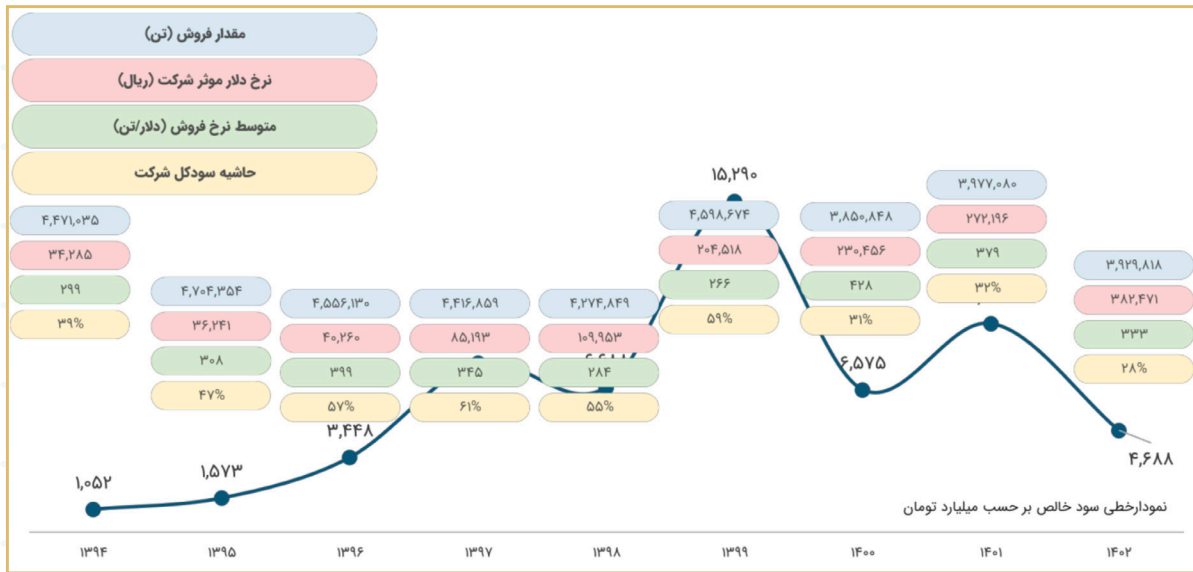
شرح	واحد	پتروشیمی زاگرس	پتروشیمی فناوران	پتروشیمی خارک
تعداد سهام	میلیارد برگ	۲/۴	۳۵/۹۵	۶
سهام شناور	درصد	۱۰	۱۴	۱۰
ارزش بازار	هزار میلیارد تومان	۲۴	۱۲	۲۷
بتای ۳۶ ماهه		۱/۱۶	۱/۲۷	۱/۰۷
میزان تقسیم سود	درصد	۷۶	۱۲	۱۱۸
محصول تولیدی		متانول - بخار	متانول - اسید استیک - مونواکسید کربن	متانول - پروپان - بوتان - پنتان
سهامدار عمده		گسترش نفت و گاز پارسیان پتروشیمی تابان فردا گروه صنعتی شیمی پوشینه	نفت و گاز و پتروشیمی تأمین صندوق بازنشستگی کشوری پتروشیمی تابان فردا	پتروشیمی تابان فردا نفت و گاز و پتروشیمی تأمین صندوق بازنشستگی کشوری

#### جدول ۵ - مقایسه بازدهی شرکت‌های متانول ساز بورسی و فرابورسی و شاخص‌های مهم در سال‌های اخیر (بر حسب درصد)

شرح	بازدهی از ابتدای ۱۳۹۸	بازدهی از ابتدای ۱۳۹۹	بازدهی از ابتدای ۱۴۰۰	بازدهی از ابتدای ۱۴۰۱	بازدهی از ابتدای ۱۴۰۲	بازدهی از ابتدای ۱۴۰۳	افت از سقف ۱۴۰۱	بازدهی از کف ۱۴۰۱	افت از سقف تاریخی	بازدهی هفتگی
شاخص بورس ایران (شاخص کل)	۱/۰۱۸	۲۹۵	۵۲	۴۶	۱	-۱۱	-	۶۲	-۲۱	-۳
شاخص کل (هم‌وزن)	۱/۸۱۹	۲۵۹	۴۴	۸۳	۹	-۱۶	-	۷۹	-۲۷	-۳
گروه مواد شیمیایی - متنوع	۹۸۹	۴۳۶	۸۱	۴۲	۵/۵	-۹	-	۵۴	-۱۷	-۲/۳
دلار آزاد	۳۷۳	۳۱۱	۱۴۳	۱۳۳	۲۱	-۱	-	۱۳۳	-۱۳	-۱/۵
پتروشیمی خارک (شخارک)	۵۱۷	۲۱۳	۵۷	۳۴	۵/۵	۲	-	۷۲	-۲۸	۰
پتروشیمی زاگرس (زاگرس)	۲۱۴	۱۰۵	-۴۰	-۳۴	-۳۹	-۲۹	-۴۱	۲۵	-۶۵	۵/۵
پتروشیمی فناوران (شفن)	۳۳۴	۷۱	-۴۸	-۵۹	-۴۱	-۲۹	-۶۳	-۳	-۷۳	-۵/۲

کرونا و محدودیت‌های گاز پتروشیمی‌ها، علی‌رغم رشد قیمت‌های جهانی، سود خالص سه شرکت متانول ساز بورسی و فرابورسی با کاهش چشمگیر مواجه شده است. از عمده دلایل کاهش سود متانول‌سازان ایرانی می‌توان به بی‌ثباتی در قیمت‌گذاری خوراک پتروشیمی‌ها، قطعی گاز و کاهش تولید اشاره کرد.

برای داشتن دید بهتر به وضعیت عملیاتی صنعت متانول، نمودار ۵ به تصویر کشیده شده است. نمودار خطی، سود خالص این صنعت را بر حسب میلیارد تومان نشان می‌دهد. با توجه به نمودار، شاهد تغییرات گسترده سودآوری صنعت از سال ۱۳۹۷ به بعد هستیم. از سال ۱۳۹۹ با توجه به شرایط مختلف از جمله پاندمی



### نمودار ۵- خلاصه وضعیت عملیاتی صنعت متانول

### چه سودآوری در انتظار شرکت های این صنعت خواهد بود؟

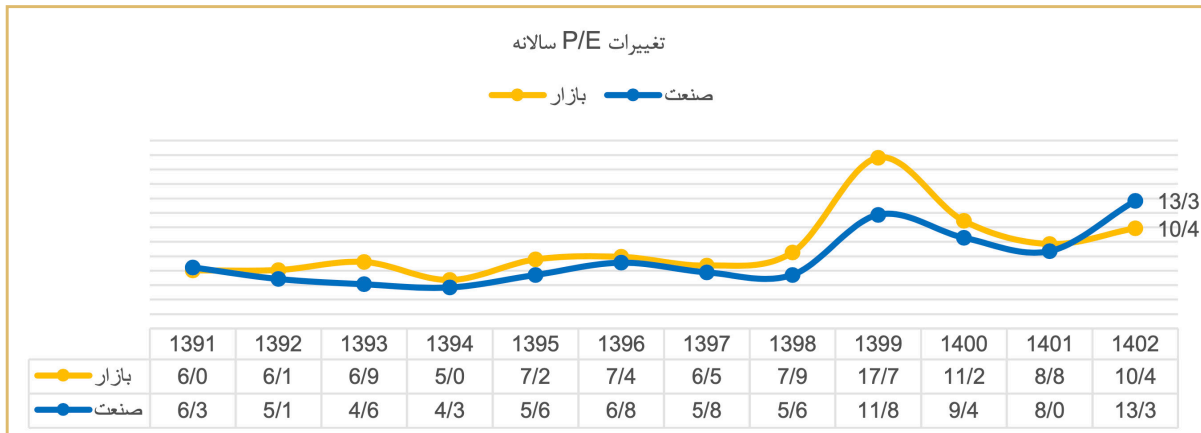
و بودجه اعلامی انجام شده است. برای پیش بینی نرخ فروش محصولات، روند و چگونگی تغییرات نرخ های جهانی مورد بررسی قرار گرفته است. برای سال ۱۴۰۳، متوسط نرخ تسعیر دلار توافقی برابر با ۴۵ هزار تومان، نرخ خوراک ۶ هزار تومان و میانگین قیمت متانول ۲۸۵ دلار در CFR چین لحاظ شده است. با توجه به توضیحات ارائه شده، نسبت قیمت به درآمد پیشرو شرکت های فعال صنعت به شرح جدول ۶ محاسبه شده است.

سطح تولید متانول کشور تابعی از عرضه گاز خوراک به شرکت ها و حاشیه سود تولید متانول می باشد. در دو سال گذشته، شاهد کاهش تولید متانول در شرکت های تولیدکننده بوده ایم. بر همین اساس، پیش بینی میزان تولید شرکت های این صنعت با توجه به عملکرد سال های گذشته، کمبود و قطع زمستانه گاز، گزارش های ماهانه اخیر

جدول ۶- کارشناسی سودآوری نمادهای فعال صنعت				
نماد	سود محقق شده سال ۱۴۰۲	برآورد کارشناسی سود سال ۱۴۰۳	ارزش بازار	نسبت قیمت به درآمد پیشرو تحلیلی
	میلیارد تومان	میلیارد تومان	میلیارد تومان	میلیارد تومان
زاگرس	۱,۳۲۵	۳,۷۰۰	۲۴,۰۰۰	-
شفن	۲۶۶	۲,۴۰۰	۱۲,۰۰۰	۵
شخارک	۳,۰۹۵	۴,۸۰۰	۲۷,۰۰۰	۵/۶

که عمدتاً به دلیل کاهش سودآوری شرکت ها بوده است. این کاهش به دلیل تفاوت نرخ دلار نیمایی و آزاد و به نوعی نرخ تسعیر پایین ارز، کاهش تولید در اثر قطعی گاز، افزایش نرخ گاز خوراک و متعاقباً افزایش بهای تمام شده محصول و کاهش نرخ های جهانی متانول بوده است.

نسبت قیمت به درآمد گذشته نگر بازار و صنعت در نمودار ۶ نشان داده شده است. همانطور که در نمودار زیر ملاحظه می شود، میانگین نسبت P/E صنعت معمولاً حدود ۱ واحد کمتر از میانگین P/E بازار بوده است. در سال ۱۴۰۲، نسبت مذکور در صنعت به بالاتر از بازار رسیده



## نمودار ۶- مقایسه نسبت قیمت به درآمد گذشته نگر صنعت و بازار

### نتیجه‌گیری

در مسیر سودآوری شرکت‌ها ایجاد کرده است. در سال ۱۴۰۳ نیز همانند سال گذشته، به دلیل تداوم رکود در اقتصاد دنیا و خصوصاً سیاست‌های نامشخص اقتصادی چین، انتظار می‌رود قیمت متانول همچنان سطح بالایی را تجربه نکند. متانول صادراتی ایران که عمده مقصد آن چین می‌باشد، در یک سال گذشته به دلیل چشم‌انداز اقتصادی چین، دارای نوسانات اندک بوده است. عاملی که توانست سودآوری صنعت را دچار تغییر کند، قیمت گاز و دلار بود. در ارتباط با قیمت گاز و ابطال مصوبه هیئت وزیران توسط دیوان عدالت اداری، فرمول محور شدن خوراک پتروشیمی‌ها از ابتدای سال ۱۴۰۲ می‌تواند اثر مثبتی بر سودسازی صنعت داشته باشد. با این حال، با توجه به کسری بودجه به نظر می‌رسد در این ارتباط نمی‌توان انتظارات بالایی داشت و تنها نرخ تسعیر ارز می‌تواند سبب افزایش سودآوری صنعت گردد. محاسبات حاکی از آن است که نسبت قیمت به درآمد آینده‌نگر صنعت در حال حاضر حدود ۵/۷ واحد است که عدد مناسبی می‌باشد.

متانول سازان همواره یکی از ارزان‌ترین واحدهای تولیدی کشور در صنعت پتروشیمی بوده‌اند، با این حال در چند سال اخیر مشکلات متعددی سبب شده است که برخلاف گذشته وضعیت مناسبی را تجربه نکنند. از دید جهانی، قیمت متانول که در سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۷ به‌طور متوسط ۳۵۰ دلار در هر تن ثبت شده بود، به دلیل مزاد عرضه سنگین، در سال‌های پس از آن در محدوده ۲۸۰ دلار قرار گرفته است. از طرفی در داخل کشور، به دلیل وجود ضرایب بالای فرمول خوراک گاز پتروشیمی‌ها در سال‌های اخیر و تصمیمات غیر کارشناسی و ناگهانی، روند سودآوری متانول‌سازان با مشکل مواجه شده است. همچنین، صنعت در این سال‌ها درگیر جهش قیمت یوتیلیتی گردید که سبب شده است هزینه‌ها به‌طور جدی افزایش پیدا کند. از سوی دیگر، قطعی‌های مداوم گاز در فصل زمستان و سایر محدودیت‌های تولیدی، متانول‌سازان کشور را دچار مشکل کرده است. اخیراً نیز دولت با وضع مالیات و عوارض بر صادرات، دست‌انداز دیگری را





بورس اوراق بهادار تهران  
(سهامی عام)

# معاملات قراردادهای آتی سبد سهام (با کارکردهای آتی شاخص)

## مزایا

۱. ایجاد امکان سرمایه گذاری بر روی شاخص
۲. ایجاد امکان کسب سود در بازار کاهشی علاوه بر بازار افزایشی
۳. امکان منحصر به فرد برای پوشش ریسک سیستماتیک و ریسک صنایع
۴. متنوع سازی تنهها با اخذ یک موقعیت
۵. امکان کسب سود تنهها با اتکاب به تحلیل های کلان اقتصادی و تشخیص روند بازار بدون نیاز به تحلیل تک تک شرکت ها
۶. عدم توقف نماد معاملاتی
۷. ویژگی اهرمی
۸. کارمزد کمتر
۹. معافیت های مالیاتی

# خلاصه عملکرد صندوقها





# عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مردادماه ۱۴۰۳

منبع

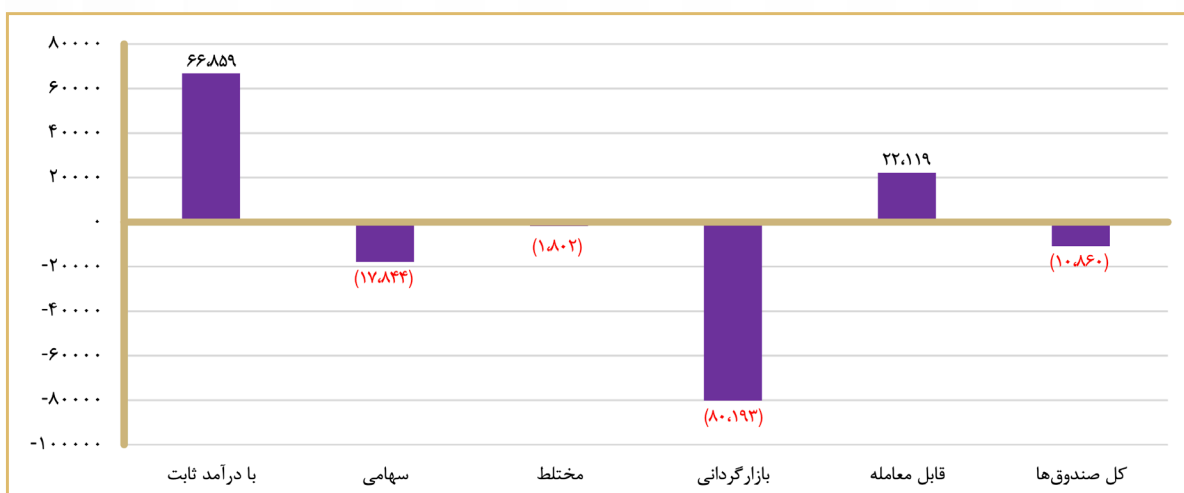
شرکت مشاوره و پردازش اطلاعات مالی پارت

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 مردادماه

ماه، حدود ۶۷ هزار میلیارد ریال معادل ۱/۶ درصد بوده است. صندوق‌های بازارگردانی نیز تقریباً با ۸۰ هزار میلیارد ریال کاهش معادل منفی ۴/۹ درصد، بیشترین کاهش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها را در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت کرده‌اند.

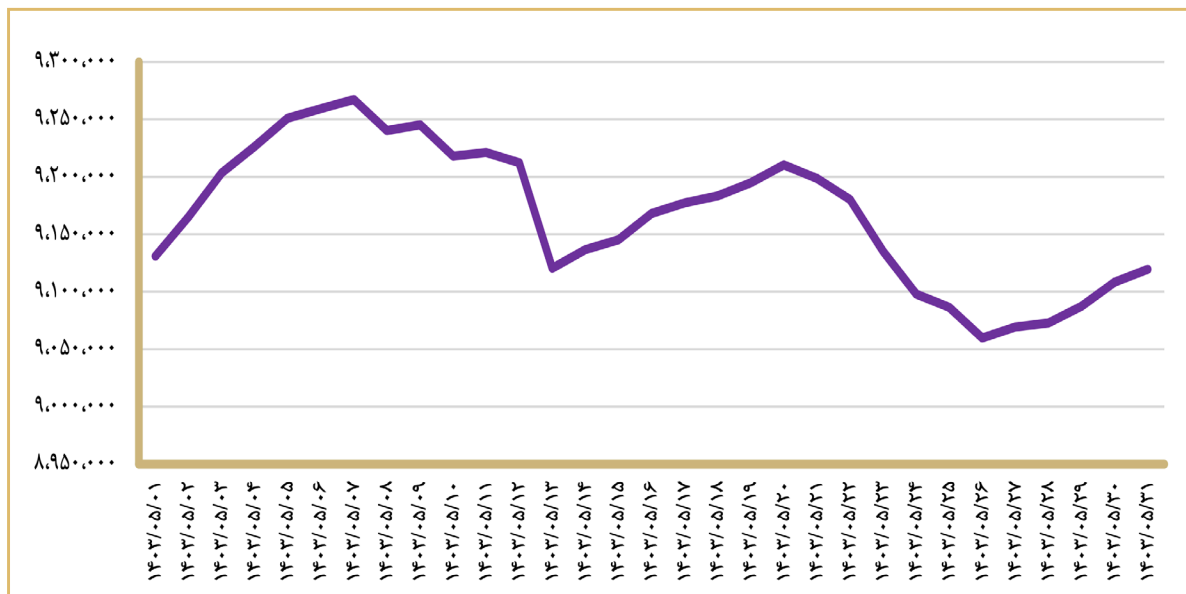
طی مردادماه ۱۴۰۳، کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً با ۱۱ هزار میلیارد ریال کاهش، به مبلغ ۹،۱۱۹ هزار میلیارد ریال رسید. بیشترین افزایش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت بوده که نسبت به ابتدای



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

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

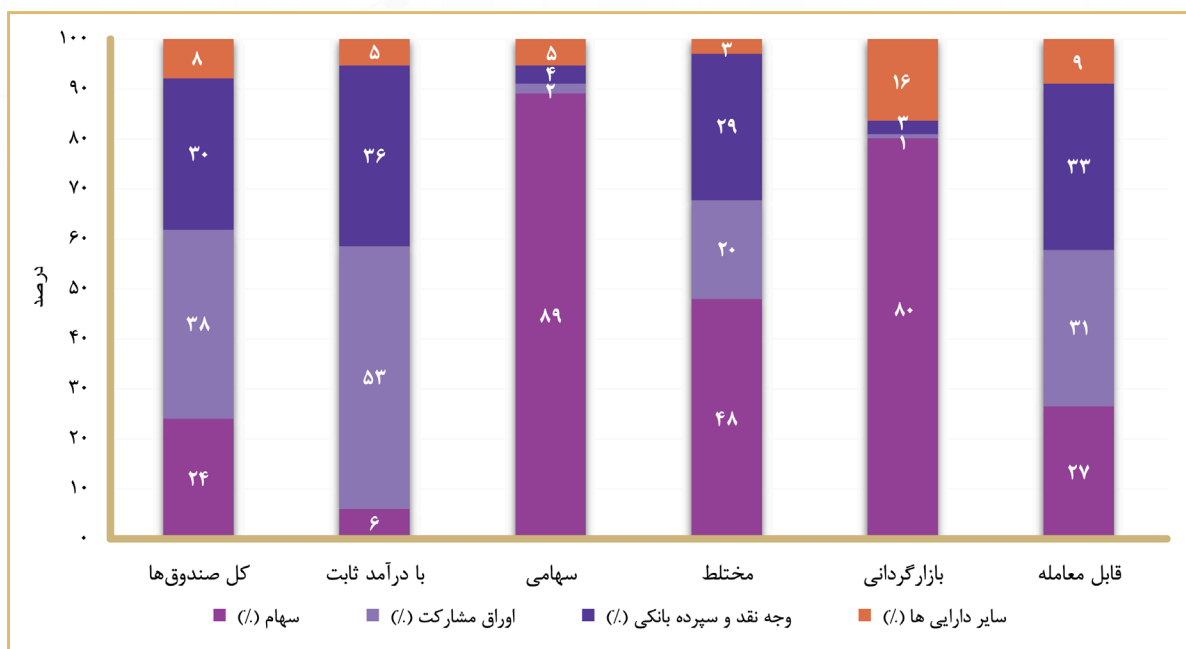
نمودار ۲، روند تغییرات کل ارزش خالص دارایی‌های همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول مردادماه ۱۴۰۳ بر حسب میلیارد ریال نشان



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

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

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعاً ۲۴ درصد از منابع مالی خود را در سهام، ۳۸ 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 شهریورماه ۱۴۰۳

## بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری

«مشترک آسمان سهند» با ۲/۶۸ درصد، بیشترین بازدهی را کسب کرده است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۲۷/۳۲ 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 مرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ مرداد (درصد)
۱	مشترک آسمان سهند	۲/۶۸	۲۷/۳۲
۲	ترج سودمند	۲/۴۶	۲۹/۵۶
۳	روند پایدار آبان	۲/۴۱	*

صندوق «آوای سهام کیان» با منفی ۰/۸۹ درصد، کمترین بازدهی این صندوق در یک سال گذشته معادل ۵/۴۴ درصد بوده است. کاهش را در میان صندوق‌های سهامی ثبت کرده است.

### جدول ۲: پربازده‌ترین صندوق‌های سهامی

ردیف	نام صندوق	بازده مرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ مرداد (درصد)
۱	آوای سهام کیان	-۰/۸۹	۵/۴۴
۲	بازنشستگی تکمیلی آتیه مفید	-۱/۲۱	*
۳	مشترک پیشتاز	-۲/۲۱	۱۴/۰۱

در مردادماه ۱۴۰۳، صندوق «مختلط کاریزما» با بازدهی ۰/۷۴ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۱۶/۲۰ درصد بوده است.

### جدول ۳: پربازده‌ترین صندوق‌های مختلط

ردیف	نام صندوق	بازده مرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ مرداد (درصد)
۱	مختلط کاریزما	۰/۷۴	۱۶/۲۰
۲	تعالی دانش مالی اسلامی	۰/۳۷	۲۷/۰۷
۳	مشترک نیکی گستران	۰/۲۴	۲۱/۴۳

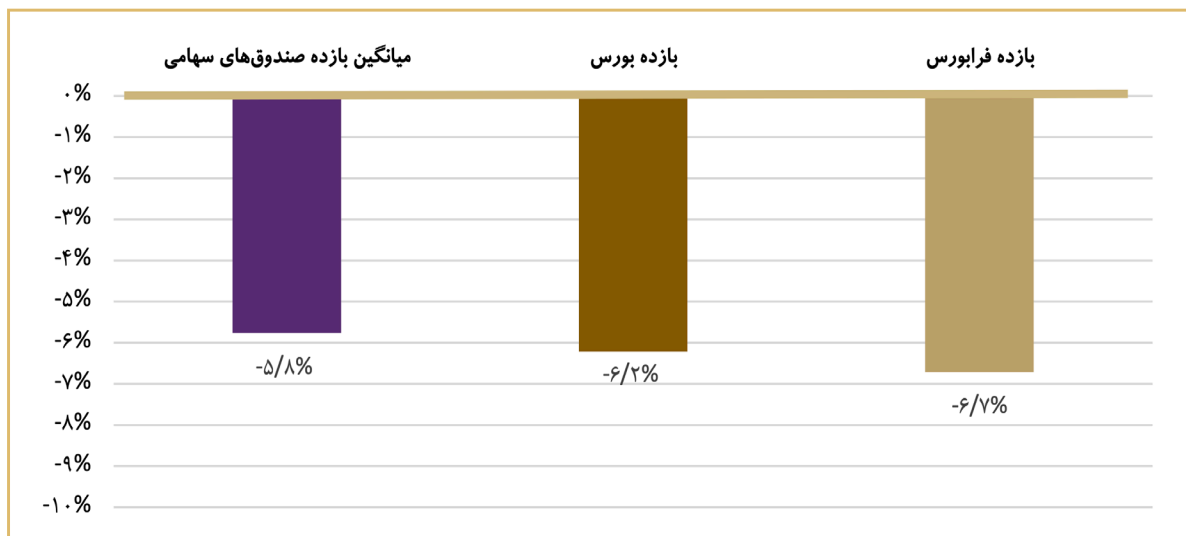
صندوق «آرمان آتی کوثر» با بازدهی ۲/۶۵ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های قابل معامله در بورس طی مردادماه ۱۴۰۳ داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق ۲۸/۶۵ درصد بوده است.

### جدول ۴: پربازده‌ترین صندوق‌های قابل معامله در بورس

ردیف	نام صندوق	بازده مرداد (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ مرداد (درصد)
۱	آرمان آتی کوثر	۲/۶۵	۲۸/۶۵
۲	مشترک آسمان امید	۲/۶۴	۲۸/۴۵
۳	ساحل سرمایه امن خلیج فارس	۲/۶۰	۲۸/۱۲

است. در این مقایسه، 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 مردادماه ۱۴۰۳ مقایسه شده

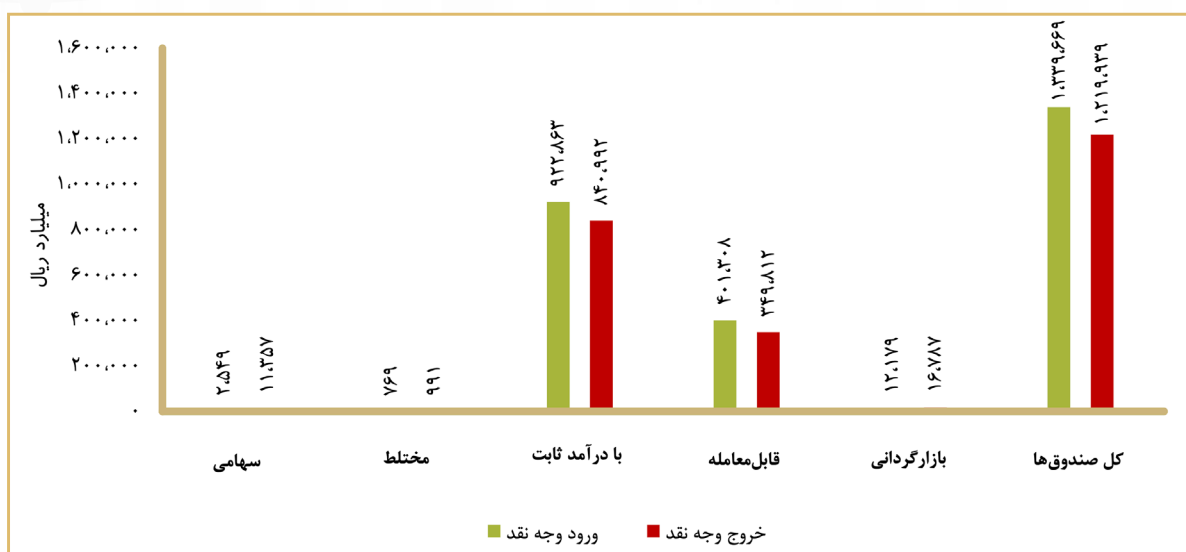


نمودار ۴. مقایسه بازده صندوق‌های سهامی با بازده بورس و فرابورس (درصد) تا ابتدای شهریورماه ۱۴۰۳

### وضعیت ورود و خروج نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

به صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۸۲ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت و بیشترین خالص خروج پول از آنها حدود ۹ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های سهامی بوده است. نمودار ۵، ورود پول به کل صندوق‌ها و خروج پول از آنها را به‌واسطه صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری طی مردادماه ۱۴۰۳ نشان می‌دهد.

طی مردادماه ۱۴۰۳، ورود پول به کل صندوق‌ها (به‌واسطه صدور واحدهای سرمایه‌گذاری) حدود ۱,۳۴۰ هزار میلیارد ریال و خروج پول از آنها (به‌واسطه ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری) نیز حدود ۱,۲۲۰ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین، خالص ورود سرمایه به کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در این ماه حدود ۱۲۰ هزار میلیارد ریال بوده است. بیشترین خالص ورود پول



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

# عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شهریورماه ۱۴۰۳

## منبع

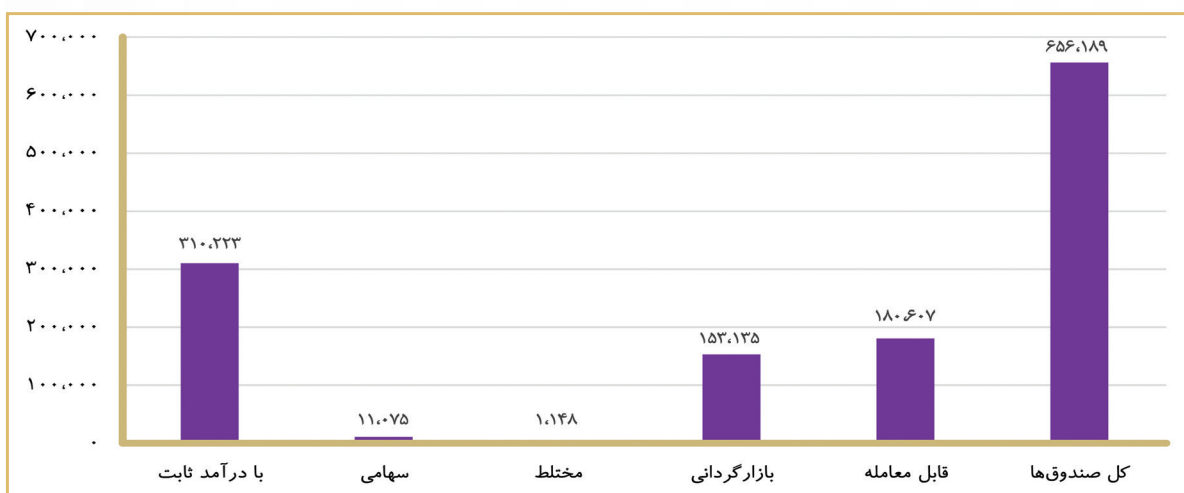
شرکت مشاوره و پردازش اطلاعات مالی پارت

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 شهریورماه

به ابتدای ماه، ۳۱۰ هزار میلیارد ریال معادل ۷/۲ درصد بوده است. صندوق‌های قابل معامله نیز تقریباً با ۱۸۱ هزار میلیارد ریال معادل ۶/۲ درصد، رتبه دوم افزایش ارزش خالص دارایی‌ها را در این ماه به خود اختصاص داده‌اند.

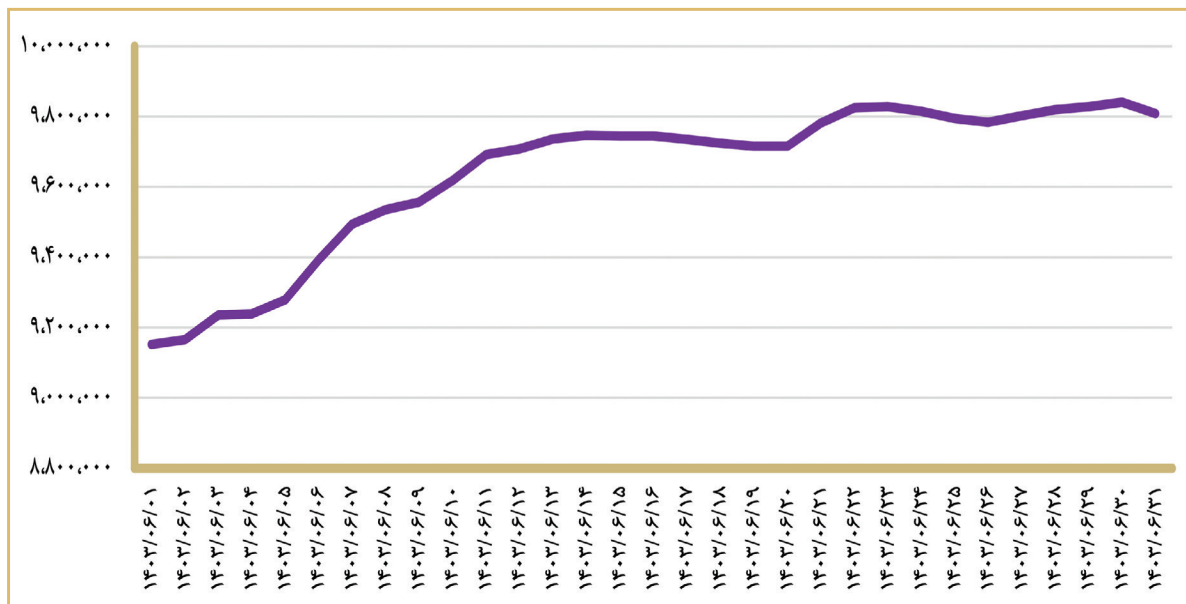
طی شهریورماه ۱۴۰۳، کل ارزش خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقریباً با ۶۵۶ هزار میلیارد ریال افزایش، به مبلغ ۹,۸۰۹ هزار میلیارد ریال رسید. بیشترین افزایش ریالی در ارزش خالص دارایی‌ها مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت بوده که نسبت



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

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

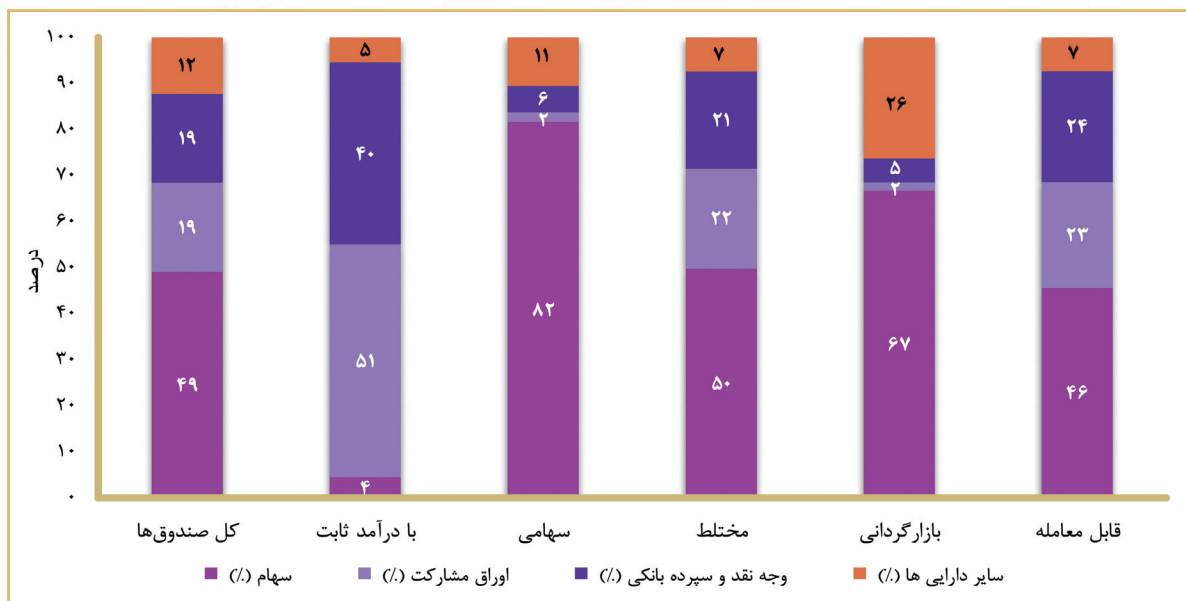
نمودار ۲، روند تغییرات کل ارزش خالص دارایی‌های همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در طول شهریورماه ۱۴۰۳ بر حسب میلیارد ریال نشان



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

در سهام، ۱۹ درصد را در اوراق مشارکت، ۱۹ درصد را در سپرده‌های بانکی و وجه نقد و حدود ۱۲ درصد را در سایر دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری کرده‌اند. در نمودار ۳، ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان داده شده است.

در تاریخ ۱۴۰۳/۰۶/۰۶، معاملات صندوق قابل معامله سهامی «فرصت‌آفرین سرمایه» آغاز شد و شیب مثبت نمودار ارزش خالص دارایی‌های تمامی صندوق‌ها در آن تاریخ به همین دلیل است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعاً ۴۹ درصد از منابع مالی خود را



### نمودار ۳. ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری (درصد) تا ابتدای مهرماه 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

جدول ۱: پربازده‌ترین صندوق‌های با درآمد ثابت			
ردیف	نام صندوق	بازده شهرریور (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ شهریور (درصد)
۱	مشترک گنجینه آوا نوین	۳/۴۹	۲۱/۰۶
۲	اندوخته توسعه صادرات آرمانی	۲/۶۷	۲۴/۶۶
۳	مشترک صبای هدف	۲/۴۹	۲۳/۹

صندوق «رشد داده‌محور توانا» با ۹/۸۹ درصد، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های سهامی ثبت کرده است. از زمان تأسیس این صندوق کمتر از یک سال گذشته است.

جدول ۲: پربازده‌ترین صندوق‌های سهامی			
ردیف	نام صندوق	بازده شهرریور (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ شهریور (درصد)
۱	رشد داده‌محور توانا	۹/۸۹	*
۲	اعتبار سهام ایرانیان	۹/۶۶	۸/۰۴
۳	مشترک یکم اکسیر فارابی	۹/۴۷	۶/۲۵

در شهریورماه ۱۴۰۳، صندوق «مشترک کوثر» با بازدهی ۷/۰۳ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های مختلط داشته است. بازدهی یک سال گذشته این صندوق معادل ۳/۲۱ درصد بوده است.

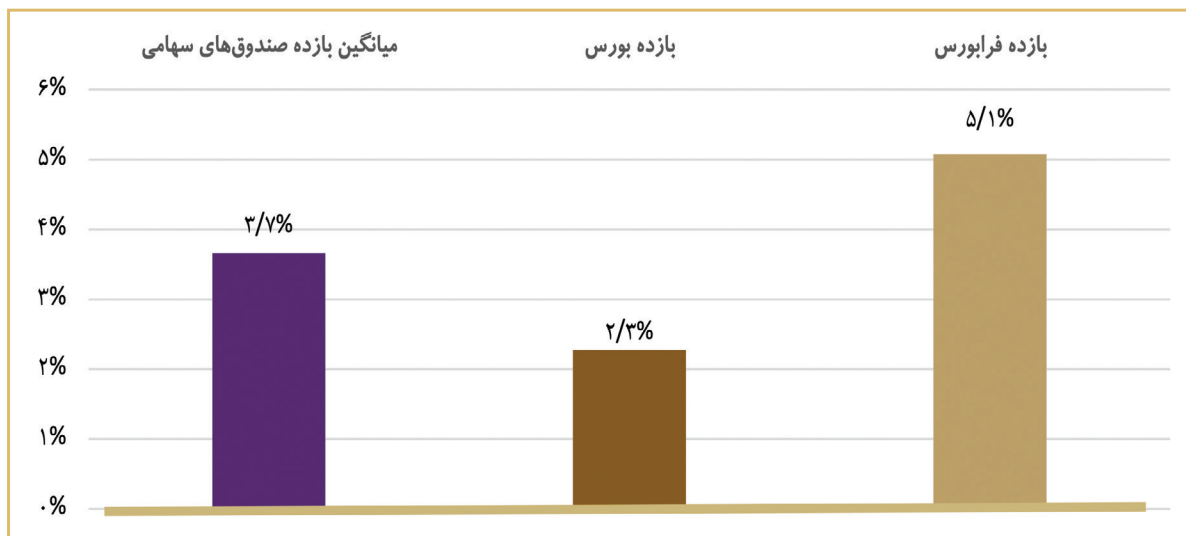
جدول ۳: پربازده‌ترین صندوق‌های مختلط			
ردیف	نام صندوق	بازده شهرریور (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ شهریور (درصد)
۱	مشترک کوثر	۷/۰۳	۳/۲۱
۲	تضمین اصل مبلغ سرمایه خلیج فارس	۴/۷۴	*
۳	مختلط کاریزما	۴/۶۴	۱۵/۷۴

صندوق «فراز داریک» با بازدهی ۱۳/۹۴ درصدی، بیشترین بازدهی را در میان صندوق‌های قابل معامله در بورس طی شهریورماه ۱۴۰۳ داشته است. صندوق «بخشی صنایع معیار» نیز با ۱۱/۴۸ درصد بازدهی، رتبه دوم را کسب نموده است.

جدول ۴: پربازده‌ترین صندوق‌های قابل معامله در بورس			
ردیف	نام صندوق	بازده شهرریور (درصد)	بازده سال منتهی به ۳۱ شهریور (درصد)
۱	فراز داریک	۱۳/۹۴	-۱۹/۷
۲	بخشی صنایع معیار	۱۱/۴۸	*
۳	راهبرد ممتاز ابن سینا	۱۰/۲۷	-۲۱/۰۲

است. در این مقایسه، بازده صندوق‌های سهامی از بازده شاخص کل بورس بیشتر و از بازده شاخص کل فرابورس کمتر بوده است.

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



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

### وضعیت ورود و خروج نقدینگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری

از صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۱۵۳ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت و بیشترین خالص ورود پول به صندوق‌های سرمایه‌گذاری حدود ۸۱ هزار میلیارد ریال و مربوط به صندوق‌های سهامی بوده است. نمودار ۵، ورود پول به کل صندوق‌ها و خروج پول از آنها را به‌واسطه صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری طی شهریورماه ۱۴۰۳ نشان می‌دهد.

طی شهریورماه ۱۴۰۳، ورود پول به کل صندوق‌ها (به‌واسطه صدور واحدهای سرمایه‌گذاری) حدود ۹۴۹ هزار میلیارد ریال و خروج پول از آنها (به‌واسطه ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری) نیز حدود ۹۸۵ هزار میلیارد ریال بوده است. بنابراین، خالص خروج سرمایه از کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در این ماه حدود ۳۵ هزار میلیارد ریال بوده است. بیشترین خالص خروج پول



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



# فراخوان معرفی کتاب در ماهنامه بورس

ماهنامه بورس در نظر دارد در هر شماره، به معرفی کتاب‌های منتشرشده در حوزه بورس و سرمایه‌گذاری بپردازد.

بدین وسیله از کلیه نویسندگان و پدیدآورندگان دعوت می‌شود تا آثار خود را جهت معرفی در صفحه «معرفی کتاب» برای این نشریه ارسال نمایند.

لازم به ذکر است ماهنامه بورس متعلق به بورس اوراق بهادار تهران، با رویکرد خبری، تحلیلی و آموزشی، سابقه‌ای بیش از ۲۵ ساله در حوزه انتشار اخبار بازار سرمایه و اطلاعات و آمار اقتصادی دارد.

این ماهنامه به طور تخصصی برای فعالان بازار سرمایه، تمامی ارکان و ناشران بورسی، کارگزاری‌ها، نهادهای مالی (تامین سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری، سبدگردان‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری) و همچنین مراکز آموزشی به خصوص دانشگاه‌ها منتشر می‌گردد.

## شرایط ارسال آثار:

- آخرین ویراستاری کتاب حداقل در سال ۱۳۹۹ صورت گرفته باشد.
- ارسال ۲ نسخه از کتاب (یک نسخه جهت معرفی در ماهنامه بورس و یک نسخه جهت اهدا به کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران)
- ارائه درخواست در قالب نامه و شماره تماس جهت ارتباط با مؤلف

## نحوه ارسال آثار:

علاقه‌مندان می‌توانند آثار خود را به آدرس تهران، سعادت‌آباد، بلوار شهرداری، نبش خیابان ۱۳ شرقی، پلاک ۳ کد پستی: ۱۹۹۸۸۹۶۵۵۱ جهت بررسی ارسال نمایند.

شماره تماس دفتر ماهنامه بورس:  
۰۷۲-۴۲۶۷۴۱۱۵۱ داخلی

آدرس پست الکترونیک ماهنامه:  
mahnamehbourse@gmail.com

آدرس اینترنتی:  
www.tsemag.ir



# گپ وگفت





### معاون ناشران و پذیرش بورس تهران در گفت‌وگو با ماهنامه «بورس» عنوان کرد تسهیل پذیرش شرکت‌های مرتبط با اقتصاد دیجیتال رونق بازار سرمایه را به دنبال خواهد داشت

وی در همین خصوص بر لزوم تمرکز بر انجام اقداماتی که باعث سهولت پذیرش این شرکت‌ها در بورس تهران شود تأکید می‌کند.

قهرمانی خاطر نشان می‌کند: بازار سرمایه فقط به عنوان «بازار ثانویه» یا بازار دادوستدی نقش آفرینی نمی‌کند و یکی از مهم‌ترین فعالیتهای بازار سرمایه در تمام دنیا، کمک به تأمین مالی برای بنگاههای اقتصادی به طرق متنوع (ابزارها و روش‌های مختلف) است که اصطلاحاً «بازار اولیه» نیز نامیده می‌شوند. معاون ناشران و پذیرش بورس تهران در آخر بر موضوع «حاکمیت شرکتی» تأکید کرده و به شرکت‌های ناشر بورس تهران توصیه می‌کند که مطابق قوانین حاکمیت شرکتی رفتار کنند. مشروح این گفت‌وگوی خواندنی در ادامه مطرح می‌شود.



در این قسمت از سری گفت‌وگوهای ماهنامه «بورس» با محوریت آشنایی با مدیران بازار سرمایه، در خدمت آقای محمدمامین قهرمانی معاون ناشران و پذیرش بورس تهران هستیم. معاون ناشران و پذیرش بورس تهران که حدوداً ۱۵ سال است در بازار سرمایه فعالیت دارد بر این باور است که پذیرش شرکت‌های مرتبط با اقتصاد دیجیتال برای بازار سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار است. قهرمانی اضافه می‌کند: در دنیا شرکت‌هایی که در این حوزه‌ها فعالیت دارند و سهامشان مورد معامله قرار می‌گیرد بعضاً شرکت‌های بزرگ، قوی و دارای سرمایه زیادی هستند.

شرکت‌ها در سراسر ایران هستیم و سعی هم داریم طوری برنامه‌ریزی صورت گیرد که وظیفه اصلی تمام تالارهای منطقه‌ای همین موضوع (به‌عنوان دبیرخانه‌های تأمین مالی فعالیت داشته باشند) شود. که به لطف خدا این موضوع در حال انجام است. در این زمینه سفرهای متعددی به استان‌هایی از قبیل کرمانشاه، خراسان رضوی، مازندران، آذربایجان شرقی و ... شده که دستاوردهای خوبی نیز به دنبال داشته است. برای مثال ایجاد بازار «سرمایه‌گذاری حرفه‌ای» و درج و پذیره‌نویسی اولین شرکت پروژه (شرکت گسترش سوخت سبز زاگرس) در مهرماه سال ۱۴۰۲ از دستاوردهای این رویکرد جدید در بورس تهران بوده است.

### شما اشاره به بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای کردید، با توجه به نویا بودن این بازار مایل هستیم اطلاعات بیشتری از بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای بدانیم. لطفاً در صورت امکان بیشتر توضیح دهید.

بله حتماً؛ باید خدمتان عرض کنم موضوعی که همیشه مطرح می‌باشد، این است که نقش بازار سرمایه فقط به‌عنوان بازار ثانویه یا بازار دادوستدی نیست و یکی از مهم‌ترین فعالیت‌های بازار سرمایه در تمام دنیا، کمک به تأمین مالی برای بنگاه‌های اقتصادی به طرق مختلف (ابزارها و روش‌های مختلف) می‌باشد، که اصطلاحاً بازار اولیه نیز نامیده می‌شوند. با توجه به سفرهای استانی که داشتیم به این نتیجه رسیدیم که خیلی از بنگاه‌های اقتصادی نیاز به تأمین مالی دارند پس تصمیم گرفتیم از ظرفیت دستورالعمل نحوه عرضه عمومی سهام شرکت پروژه که مصوب هیئت مدیره محترم سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد و در آبان‌ماه سال ۱۴۰۱ مورد بازنگری قرار گرفته است، استفاده کنیم. با توجه به قوانین موجود، امکان تأمین مالی پروژه‌ها در قالب شرکت پروژه وجود نداشت چون سهام شرکت‌هایی در بورس تهران قابل پذیرش می‌باشند که حتماً به بهره‌برداری رسیده باشد و حداقل ۲ سال نیز از سابقه فعالیت آنها نیز گذشته باشد. بنابراین تصمیم گرفتیم بازار جدیدی با عنوان بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای ایجاد کنیم که با مقررات نیز تضاد نداشته باشد و همچنین سهام شرکت پروژه‌ها در آن قابل درج و پذیره‌نویسی باشد. این شرکت‌ها جزو ناشرین ثبت‌شده پذیرفته‌نشده، هستند که پس از تأیید کلیات کسب‌وکار آنها توسط هیئت پذیرش، با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار امکان درج و پذیره‌نویسی (از طریق افزایش سرمایه از محل صرف سهام با سلب حق تقدم) خواهند داشت. شایان ذکر است که هدف اصلی نیز از ایجاد این بازار، تقویت بازار اولیه و کمک به تأمین مالی کسب‌وکارها، به‌ویژه پروژه‌های جذاب بوده و انشاءالله در ماه‌های آتی با پیشنهاداتی که به هیئت مدیره محترم بورس تهران ارائه شده و پس از تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار شاهد ابزارهای جدیدی در این بازار خواهیم بود.

### جناب آقای قهرمانی برای اینکه خوانندگان ماهنامه بیشتر با شما آشنا شوند لطفاً از مسیر تحصیلی و شغلی‌تان از ابتدا تاکنون برایمان بگویید و بفرمایید که اکنون در کجا و با کدام سمت مشغول هستید؟

دیپلم بنده رشته ریاضی فیزیک می‌باشد و در دانشگاه فردوسی مشهد در مقطع کارشناسی (لیسانس) در رشته مدیریت بازرگانی فارغ‌التحصیل شدم، سپس در رشته مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی قبول شدم و مدرک کارشناسی ارشد را اخذ کردم.

بنده از سال ۱۳۸۹ با عنوان معامله‌گر در شرکت کارگزاری سهام‌گستران شرق وارد حوزه بازار سرمایه شدم و شروع به کار کردم.

بعد از یک سال کار در آن کارگزاری به کارگزاری صبا تأمین رفتم که در آنجا هم ابتدا با عنوان معامله‌گر مشغول به کار و سپس با عنوان مدیر معاملات به فعالیت خود ادامه دادم. سپس وارد حوزه سرمایه‌گذاری و تحلیل شده و با عنوان مدیر در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدگردانی و تحلیل و پذیرش شرکت‌ها در کارگزاری صبا تأمین انجام وظیفه می‌کردم (در مجموع مدیریت دارایی‌های کارگزاری با بنده بود). بعد از گذشت مدتی به‌عنوان عضو موظف هیئت مدیره و مدیر دارایی‌های کارگزاری صبا تأمین منصوب و پس از حدود ۳ سال، در خرداد ۱۳۹۸ با این سمت از کارگزاری صبا تأمین استعفا داده و به‌عنوان عضو موظف هیئت مدیره و معاون عملیات بازار در شرکت کارگزاری امین آوید مشغول به کار شدم. در اواسط شهریور همان سال (۱۳۹۸) با عنوان مدیر پذیرش در شرکت بورس تهران شروع به کار کردم و از مهرماه ۱۴۰۰ تا هم‌اکنون هم با عنوان معاون پذیرش و ناشران در بورس تهران انجام وظیفه می‌کنم.

### خوشحال می‌شویم راجع به چارت معاونت ناشران و پذیرش بورس تهران توضیحی مختصر بدهید، همچنین بفرمایید مهم‌ترین وظایف این معاونت کدام‌اند؟ ذیل این معاونت، ۳ بخش با عنوان‌های مدیریت پذیرش، مدیریت امور ناشران و اداره هماهنگی تالارهای منطقه‌ای وجود دارد.

این معاونت ۲ وظیفه مهم دارد که هر دو آنها ماهیت کسب‌وکاری دارند، نخست پذیرش انواع اوراق بهادار (پذیرش سهام شرکت‌ها، پذیرش صندوق‌ها سرمایه‌گذاری ETF و پذیرش اوراق بدهی) می‌باشد و فعالیت مهم بعدی نیز نظارت بر شرکت‌های ناشر پذیرفته‌شده در بورس تهران مطابق ماده ۷ الی ماده ۱۲ دستورالعمل افشای اطلاعات، است که مهم‌ترین بخش آن نظارت بر افشای به‌موقع اطلاعات این شرکت‌ها می‌باشد.

البته این معاونت اقداماتی از جمله مدیریت تالارهای منطقه‌ای شرکت بورس تهران را نیز انجام می‌دهد. در حوزه تالارها و دفاتر منطقه‌ای به دنبال پررنگ کردن نقش تالارها در حوزه تأمین مالی و همچنین پذیرش

## از اقدامات انجام شده در معاونت ناشران و پذیرش شرکت بورس تهران، در دوره حضور خود برایمان بگویید. ترجیحاً با توجه به اهمیت حوزه پذیرش، لطفاً اقدامات انجام شده این مدیریت از سال ۱۴۰۰ (از زمان شروع فعالیت به عنوان معاون پذیرش و ناشران بورس تهران) به بعد برایمان بگویید.

حضور بنده در بورس تهران از اواسط شهریور سال ۱۳۹۸ به عنوان مدیر پذیرش شروع و با انتصاب به عنوان معاون پذیرش و ناشران در اواسط مهرماه ۱۴۰۰ تا کنون ادامه داشته است. در طی این مدت اقدامات متعددی در این معاونت انجام شده که اهم آنها به شرح ذیل می باشد:

اصلاح دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران در راستای بهبود و در عین حال تسهیل فرایند پذیرش اوراق بهادار و انجام امور مربوط به ناشران؛

راه اندازی سامانه الکترونیکی پذیرش اوراق بهادار؛

راه اندازی سامانه تالارها و دفاتر منطقه ای بورس تهران؛

راه اندازی سامانه BI ناشران در راستای نظارت محتوایی بر ناشران؛

راه اندازی بازار سرمایه گذاری حرفه ای با همکاری و هماهنگی سایر معاونت های بورس تهران؛

پذیرش، درج و عرضه (عرضه اولیه یا انتشار یا پذیره نویسی) سهام شرکت های مختلف، انواع اوراق بدهی و صندوق های سرمایه گذاری.

در مجموع اکثر موضوعاتی که دنبال می کردیم عملی شده البته برای آینده نیز برنامه هایی را ارائه کرده ایم که ان شاء الله هر چه زودتر آنها هم عملی شود.

اما درباره حوزه پذیرش در سال ۱۴۰۰ سهام ۱۱ شرکت در بورس تهران پذیرش و ۱۴ نماد نیز درج شد. ۶ شرکت عرضه اولیه داشتیم و همچنین ۴ شرکت هم از فرابورس ایران به بورس تهران منتقل و یک شرکت سرمایه گذاری استانی بازگشایی شدند.

در سال مذکور بیش از ۱۱۳۵۰ میلیارد تومان از طریق صکوک تأمین مالی انجام شد، ۹۹۳۰ میلیارد تومان اوراق گام و ۵۸۰۰ میلیارد تومان نیز انواع اوراق مشارکت منتشر شده و ۲۲۰۰ میلیارد تومان نیز پذیره نویسی انواع صندوق های سرمایه گذاری انجام شده است.

در سال ۱۴۰۱ به لطف خدا ۳۰۲۵۰ میلیارد تومان انواع صکوک، ۲۱۰۰۰ میلیارد تومان اوراق گام و ۸۹۰۰ میلیارد تومان اوراق مشارکت منتشر و ۲۷۰۰ میلیارد تومان نیز پذیره نویسی انواع صندوق های سرمایه گذاری انجام شد. همچنین ۱۱ شرکت پذیرش، ۵ شرکت درج نماد و ۴ شرکت به صورت عرضه اولیه و ۲ شرکت نیز در قالب بازگشایی نماد (انتقال از فرابورس ایران) به تابلوی بورس تهران اضافه شدند.

در سال ۱۴۰۲، ۲۰ شرکت پذیرش و ۹ نماد نیز درج شده اند. ۵ شرکت

هم در بورس تهران عرضه اولیه شدند، که شرکت گسترش سوخت سبز زاگرس به عنوان اولین شرکت پروژه در بازار سرمایه گذاری حرفه ای عرضه شد. همچنین نماد ۳ شرکت انتقالی از فرابورس ایران نیز بازگشایی شد. در شش ماهه اول سال ۱۴۰۳ نیز ۶ شرکت پذیرش و نماد ۲ شرکت در فهرست نرخ های بورس تهران درج شده اند؛ همچنین موضوع ۲ شرکت پروژه در هیئت پذیرش طرح و با کلیات آن موافقت شده است. علاوه بر این در طی این مدت بالغ بر ۱۸/۵ همت عنوان صکوک منتشر، ۹ صندوق به ارزش ۶/۶ همت پذیره نویسی و ۳ صندوق نیز از نوع صدور و ابطالی به etf تبدیل و در بورس تهران بازگشایی شده اند.

## در رابطه با سامانه ناشران بیشتر توضیح می دهید. به نظر شما این سامانه از کی راه اندازی می شود؟

راه اندازی سامانه ناشران بیش از ۹۵ درصد پیشرفت داشته و با انجام اصلاحات جزئی به زودی تکمیل و استقرار خواهد یافت. شایان ذکر است در حال حاضر نیز بخش زیادی از اجزای سامانه توسط مدیریت امور ناشران در حال استفاده می باشد. با استفاده از این سامانه به دنبال نظارت محتوایی بر ناشران بوده و بر مبنای اطلاعات منتشر شده آنها در سامانه کدال قرار دارد. علاوه بر این، در فاز دوم سامانه که طرح تجاری آن در اوایل سال جاری تهیه و جهت راه اندازی در اختیار حوزه فناوری اطلاعات قرار گرفته است به دنبال مکانیزه کردن فرایند طبقه بندی ناشران هستیم و انشاء الله در ماه های آتی شاهد راه اندازی و استقرار آن خواهیم بود.

## چه راهکارهایی جهت تسهیل تأمین مالی بنگاه های اقتصادی از جمله شرکت های استارت آپی که لازم است قوانینی در خصوص آنها وضع شود، دارید؟

پذیرش شرکت های مرتبط با اقتصاد دیجیتال برای بازار سرمایه مهم می باشد و همان طور که می دانید در دنیا شرکت هایی که در این حوزه ها فعالیت دارند و سهامشان مورد معامله قرار می گیرد بعضاً شرکت های بزرگ، قوی و دارای سرمایه زیادی هستند.

یکی از مهم ترین ویژگی این شرکت ها، عدم وابستگی و یا وابستگی خیلی ناچیز در مقابل تغییرات نرخ ارز و نوسانات قیمتی در کالاهای اساسی می باشد که متأسفانه در بورس ما برعکس می باشد و حدوداً بالای ۷۰ درصد از شرکت هایی که در بازار سرمایه ایران وجود دارد متأثر از تغییرات نرخ ارز و نوسانات قیمتی که در کالاهای اساسی به وجود می آید، می باشند. پس به طور حتم یکی از رویکردهای مهم ما که در این ۲ سال هم دنبال کرده ایم پذیرش شرکت هایی می باشد که در این حوزه فعالیت دارند و تلاش داریم که این اقدام حتماً عملی شود و بتوانیم شرکت های بیشتری از این حوزه را وارد بورس تهران کنیم. در این خصوص اصلاحاتی در پیوست ۷ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران

بورس تهران نیز در سال ۱۴۰۳ اقدام به تهیه گزارش پایداری و افشای آن نمود تا به‌عنوان یک الگو برای سایر ناشران پذیرفته شده در این حوزه پیشرو باشد. اقدامات بورس تهران در این حوزه قطعاً ادامه‌دار بوده و رویدادهایی از این جنس جزو برنامه‌های اصلی بورس تهران می‌باشد.

## آیا این معاونت در راستای افزایش سطح سواد مالی در جامعه نیز اقداماتی داشته؟

در حوزه افزایش سطح سواد مالی در جامعه، تالارها و دفاتر منطقه‌ای بورس تهران نقش مهمی را در استان‌های مختلف عهده‌دار هستند تا با توجه به نیازهای شهر و یا استان مربوطه‌شان اقداماتی جهت افزایش سطح سواد مالی انجام دهند. در این راستا دوره‌های آموزشی متعددی در سطح استان‌ها برگزار می‌شود. علاوه بر این در طی دو سال گذشته و به‌منظور ترغیب و تشویق اشخاص حقوقی به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و استفاده از ابزارهای موجود، جلسات و همایش‌های متعددی در استان‌های مختلف برگزار و بازدیدهای متعددی از شرکت‌های مربوط در این استان‌ها به عمل آمده است. تأمین مالی اولین شرکت پروژه در بازار سرمایه‌گذاری حرفه‌ای (شگستر) از دستاوردهای این همایش‌ها و بازدیدها بوده است.

## به‌عنوان معاون پذیرش و ناشران بورس تهران، این حوزه برخورداری از چه ویژگی‌های فردی را می‌طلبد؟

به نظر بنده، شخصی در این حوزه موفق می‌باشد که در ابتدا درک خوب و کاملی از کسب‌وکارهای مختلف داشته باشد و بتواند نقاط ضعف و قوت کسب‌وکار مربوطه را به‌خوبی شناسایی کند، در مرحله بعدی هم مباحث مربوط به حسابداری و همچنین ارزش‌گذاری را به‌طور کامل آموخته باشد زیرا وقتی قصد پذیرش شرکت و یا تأمین مالی پروژه‌ای داریم لازم است ریسک‌های مختلف را تشخیص و به‌درستی افشا شود و هر کدام از این موارد نوعی مهارت محسوب می‌شود و کارشناسی در این حوزه موفق‌تر است که هر ۳ مهارت را باهم داشته باشد. علاوه بر این، حسن برخورد، دقیق بودن و توجه به جزئیات نیز بسیار مهم است.

## اگر سخن ناگفته‌ای دارید، لطفاً به‌عنوان مطلب پایانی با مخاطب‌های ماهنامه در میان بگذارید.

همواره یکی از اهداف اصلی بورس تهران تلاش برای افزایش سهم بازار سرمایه از تأمین مالی صنایع و شرکت‌ها و اقتصاد بوده و در این راستا گام‌های مهمی برداشته شده و در آینده نیز این موضوع با قدرت و تلاش بیشتری پیگیری خواهد شد و امیدواریم روزی فرا برسد که بازار سرمایه ایران، به‌ویژه بورس تهران، بخش عمده‌ای از تأمین مالی اقتصاد کشور را انجام دهد.

انجام و در آذر ماه سال ۱۴۰۲ توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شد تا فرآیند ورود این دسته از شرکت‌ها به بورس تسهیل شود. در حال حاضر نیز ۲ شرکت در این حوزه در حال آماده‌سازی مدارک و مستندات جهت طرح در هیئت پذیرش بوده و به زودی مطرح خواهند شد.

## در رابطه با کارگاه‌های آموزشی که توسط معاونت جناب عالی با مرجعیت بورس تهران برگزار می‌شود، چه نظری دارید. آیا برگزاری این کارگاه‌های آموزشی لازم می‌باشد؟

بله؛ به نظر بنده برگزاری هر کارگاه و دوره آموزشی که به آگاهی ناشران بورسی برای اجرای بهتر قوانین و مقررات کمک کند، لازم و ضروری است. این معاونت علاوه بر مباحث مربوط به نظارت می‌بایست فعالیت‌های این‌چنینی نیز داشته باشد تا شرکت‌های ناشر قوانین و مقرراتی که در دست‌ورعمل‌ها به آنها اشاره شده و مورد بحث قرار گرفته را فرا گیرند و بتوانند آنها را دقیق‌تر رعایت نمایند. این‌گونه فعالیت‌ها نوعی فرهنگ‌سازی نیز می‌باشد، زیرا ماهیت کار نظارت ابتدا فرهنگ‌سازی است چون در بسیاری از تخلفات، فرد متخلف مدعی شده به دلیل ناکافی بودن اطلاعات، مرتکب چنین رفتاری شده است. لذا مجدداً تأکید می‌کنم این‌گونه فعالیت‌ها جزو وظایف ذاتی این معاونت بوده و در راستای فرهنگ‌سازی در حوزه‌های مربوط باقوت ادامه خواهد داشت و امیدواریم به رعایت دقیق‌تر مقررات بیانجامد.

## لطفاً در مورد تعدادی از این کارگاه‌های آموزشی که برگزار شده است، برایمان بگویید. مثل آشنایی ناشران بورس تهران با استانداردهای بین‌المللی افشای پایداری که در حال برگزاری است.

به‌طور مثال با توجه به اینکه دستورالعمل حاکمیت شرکتی به‌تازگی بازنگری شده و تغییراتی داشته، بهتر می‌باشد دوره‌های آموزشی برای ناشران برگزار شود تا در موارد مرتبط با موضوع حاکمیت شرکتی اطلاعاتشان به‌روز شود، بر همین اساس هم تابستان سال ۱۴۰۲ همایشی با موضوع و محوریت حاکمیت شرکتی داشتیم (زیرا موضوع مهمی محسوب می‌شود و شرکت‌های ناشر بورس تهران می‌بایست طبق قوانین حاکمیت شرکتی رفتار کنند) که بر اساس موضوعات مختلف حاکمیت شرکتی، کارگاه‌های آموزشی نیز برگزار شد. در سال ۱۴۰۱ نیز همایشی را برای شرکت‌هایی که در حوزه اقتصاد دیجیتال فعال هستند، برگزار کردیم و از بازیگران اصلی این حوزه دعوت به عمل آمد و آنها نیز تجربیات، رویکرد و دیدگاه‌هایشان را ارائه کردند که بسیار هم مثمر‌تر بود. علاوه بر این در اردیبهشت ۱۴۰۳ نیز دوره بین‌المللی استاندارد بین‌المللی افشای پایداری با همکاری سازمان ملل (SSG) به‌صورت آنلاین برای ناشران برگزار شد.



عضو هیئت علمی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی در گفت‌وگو با «ماهنامه بورس» تشریح کرد

## افرادی که در بازار سرمایه فعالیت دارند علاوه بر علم مالی می‌بایست از دانش حسابداری مطلع باشند

با هر دو رشته (مالی و حسابداری) آشنا باشند تا موفق‌تر عمل کنند. وی معتقد است بسیاری از مباحث مرتبط با حسابداری هنوز بکر است و جای کار دارد، همچنین ایشان به دانشجویان حسابداری توصیه می‌کند تمام سرفصل‌های درسی این رشته را به خوبی فرا بگیرند زیرا هر کدام در آینده کاربردی دارد. جناب آقای قائمی در جایی از این مصاحبه به جدی نگرفتن مدیریت ریسک به اندازه کافی توسط برخی شرکت‌های ناشر بورسی اشاره می‌کند، به نظر ایشان این موضوع باید مورد توجه قرار گیرد تا شرکت‌ها عملکرد کیفی و کمی بهتری داشته باشند. مشروح این گفت‌وگوی خواندنی در ادامه آورده شده است.



در این شماره از گفت‌وگوی «ماهنامه بورس» به سراغ یکی از اساتیدی رفته‌ایم که حدوداً ۳۰ سال در زمینه مالی و حسابداری تدریس و فعالیت می‌کند، ایشان عضو هیئت علمی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی می‌باشد و علاوه بر تدریس و آموزش و پژوهش در امور اجرایی هم فعالیت کرده است. جناب آقای محمدحسین قائمی مدرک دکترای خود را در رشته حسابداری سال ۱۳۷۸ از دانشگاه تهران اخذ کرده است. ایشان بر این باور است که حسابداری و مالی با یکدیگر مرتبط هستند و افرادی که در بازار سرمایه فعالیت دارند، می‌بایست

لازم و کلیدی در دنیای کسب و کار محسوب می‌شود و جوانان زیادی با اهداف متفاوت به دنبال یادگیری در این رشته هستند. معتقدم مهم‌ترین دوره تحصیلی حسابداری، دوره کارشناسی می‌باشد زیرا مباحث اساسی و پایه آموخته می‌شود. در دوره‌های کارشناسی ارشد و دکترا به صورت کامل تر و تکمیلی عمده‌تاً همان مباحث با عمق بیشتر آموزش داده می‌شود تا در موضوعات پژوهشی و آموزشی حرفی برای گفتن داشته باشند.

## با توجه به عضویت شما در هیئت علمی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی لطفاً از سابقه تدریس خود در این دانشگاه برایمان بگویید و بفرمایید که در حال حاضر چه دروسی را تدریس می‌کنید.

بنده از سال ۱۳۷۱ تدریس در دانشگاه‌ها را شروع کردم که ابتدا به صورت نیمه‌وقت با دانشگاه‌های مختلف همکاری می‌کردم ولی از سال ۱۳۷۹ به صورت رسمی و تمام‌وقت عضو هیئت علمی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی شدم و در این دانشگاه فعالیت‌های آموزشی و پژوهشی دارم. محدوده پژوهش و آموزش بنده در مدیریت مالی، مدیریت سرمایه‌گذاری، تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری و مباحثی دیگر از قبیل حسابداری مدیریت و حسابداری بهای تمام شده می‌باشد.

## بفرمایید که چه مؤلفه‌هایی را از ملزومات موفقیت در حوزه مالی می‌دانید؟

برای اینکه فردی در حوزه مالی موفق عمل کند، عوامل مختلفی دخالت دارند که برخی اکتسابی و برخی ذاتی می‌باشند. زیربنای همه کارها برای رسیدن به موفقیت واقعی، تمامیت داشتن و درستکاری می‌باشد. یعنی اگر هر شخصی در محدوده فعالیت خود کمال و سلامت کاری داشته باشد به احتمال خیلی زیاد در آن حوزه موفق خواهد شد. البته علاقه‌مندی مانده موتور قوی برای فردی که در حوزه مالی فعالیت دارند عمل می‌کند و باعث می‌شود زودتر و با زحمت کمتر به نتیجه برسد. قوای جسمی و روحی خوب هم بسیار تأثیرگذار می‌باشد. مهارت‌هایی نیز در این حوزه وجود دارد مثل قدرت حل مسئله، توانایی محاسباتی، درک و فهم چند جانبه مسائل و توجه دقیق به موضوعات که بسیار مؤثر می‌باشد.

## جناب دکتر قائمی برای اینکه خوانندگان ماهنامه بیشتر با شما آشنا شوند لطفاً از مسیر تحصیلی خودتان از ابتدا تا کنون برایمان بگویید؟ چه شد که وارد این حوزه شدید؟

بنده سال ۱۳۶۴ در کنکور سراسری رشته علوم انسانی شرکت کردم و با توجه به رتبه و نمراتی که به دست آورده بودم وارد رشته حسابداری و در اوایل سال ۱۳۶۹ دانش آموخته این رشته در دانشگاه علامه طباطبایی شدم، در اواخر دوره کارشناسی در کنکور کارشناسی ارشد شرکت کردم و توانستم در همان دانشگاه در رشته حسابداری ادامه تحصیل بدهم. پس از اخذ مدرک کارشناسی ارشد در اواسط سال ۱۳۷۳ از طریق کنکور در مقطع دکترا در دانشگاه تهران پذیرفته شدم. مهم‌ترین عامل گرایش به حسابداری علاقه‌مندی به اشتغال در حین تحصیل بود که با مشورت برخی از دوستان انجام شد، همچنین انگیزه برای ادامه تحصیل در این رشته، تشویق اساتید دانشگاهی و فراهم بودن شرایط تدریس در همین رشته موردعلاقه بود که باعث شد در این راه ثابت قدم شوم و تا مقطع دکترا ادامه تحصیل بدهم. ناگفته نماند در دوره تحصیلی دکترا بنده به فعالیت‌های امور پژوهشی علاقه‌مند شدم و توانستم دانش خود را در حوزه مالی و حسابداری توسعه بدهم. مدت تحصیل در مقطع دکترا ۵ سال به طول انجامید که در این مدت از اساتید برجسته حوزه حسابداری و مالی آموزش‌های فراوانی گرفتم.

جا دارد اینجا از اساتید فرهیخته به‌ویژه دکتر علی جهانخانی که در دوران دکترا دروس مالی را آموزش می‌دادند و دکتر علی ثقفی چهره ماندگار حسابداری و دکتر علی نیکخواه آزاد و همچنین مرحوم استاد محمدعلی اکباتانی که در مقاطع کارشناسی و کارشناسی ارشد استاد برخی دروس تخصصی بودند تشکر کنم، به یاد دارم استاد مرحوم اکباتانی در اوایل دهه ۷۰ با اداره مطالعات بورس همکاری می‌کردند و اولین شاخص بورس که شاخص قیمت بورس تهران بود توسط ایشان طراحی و به مرحله اجرا رسید. در کل همیشه خدا را شاکر هستم که در دوران تحصیلی توانستم از محضر اساتید بزرگ و با اخلاق بهره بگیرم که علاوه بر اینکه با جان دل زحمت می‌کشیدند درس به ما می‌آموختند، اخلاق نیز یاد می‌دادند. سعی کرده‌ام رفتار آنها را سرلوحه زندگی خود قرار بدهم.

## از آنجا که شما فارغ‌التحصیل رشته حسابداری در مقطع دکترا هستید خوشحال می‌شویم نظرتان را در مورد این رشته بدانیم.

رشته حسابداری جزء رشته‌های مؤثر، مفید و البته بسیار



موضوع بعدی داشتن خلاقیت در حوزه مالی است که تا حدود زیادی ذاتی می‌باشد ولی با تمرین و تمرکز توسط فرد، تقویت و بهتر می‌شود. همچنین قدرت ارتباطی مؤثر و مناسب نیز می‌تواند به فرد کمک کند و ضریب موفقیت وی را افزایش دهد.

## چه توصیه‌ای به دانشجویانی که تازه وارد این رشته شده‌اند، دارید؟

توصیه‌ام به افرادی که تازه وارد دانشگاه شده‌اند و قصد دارند در حوزه‌ی مالی و حسابداری تحصیل کنند، درک و فهم عمیق دروس می‌باشد یا به تعبیری خوب درس خواندن است همچنین می‌بایست به همه مباحث درسی و سرفصل‌ها توجه کنند، زیربنای تئوری باید در ذهن دانشجویان به نحوه مناسبی شکل بگیرد و این تصور نباشد که فلان درس کاربردی ندارد زیرا این صحبت‌ها مخرب است و می‌تواند آینده شغلی افراد را تحت تأثیر قرار بدهد. موضوع مهم دیگر مهارت‌های جانبی می‌باشد و دانشجویان برای اینکه از بقیه عقب نمانند و توان رقابت داشته باشند باید مهارت‌های جانبی این حوزه را کسب کنند.

توجه به موضوعات محیطی نیز است از قبیل مباحث اجتماعی، اقتصادی و فرهنگی یعنی اطلاع از مطالب با اهمیت و اخبار مهم که به تحلیل‌ها و تصمیم‌گیری‌ها کمک می‌کند، مطلع باشد.

در آخر هم به دانشجویان توصیه می‌کنم که با توجه به شرایط و توان بدنی و سن خود حتماً به فعالیت‌های ورزشی بپردازند زیرا ضمن افزایش نشاط فردی می‌تواند باعث تمرکز بهتر بر روی مواردی باشد که قبل‌تر عرض کردم.

## با توجه به اینکه رشته حسابداری قدمت طولانی در ایران دارد، بفرمایید به نظر شما کدام حیطه پژوهشی در این حوزه هنوز مغفول مانده است و جای کار دارد؟

به نظر بنده موضوعات بکر زیادی وجود دارد که باید کار تحقیقاتی درباره آنها صورت گیرد، ولی خدمتتان عرض کنم که در طول سال‌های اخیر و به علت توسعه مقاطع تحصیلی کارشناسی ارشد و دکترا، تحقیقات فراوانی انجام شده است خوشبختانه درباره بسیاری از موضوعات مقاله و تحقیق و پژوهش ارائه شده است ولی مشکل و یا محدودیت اصلی این است که علی‌رغم وجود دانشجویان مستعد، باکیفیت و با علاقه در دانشگاه‌ها، خروجی‌های بدست

آمده مثل مقالات، پایان‌نامه‌ها و رساله‌ها بیشتر جنبه رفع تکلیف دارد و شاید بسیاری از آنها قابلیت استفاده چندانی نداشته باشد.

اما اگر با توجه به شرایط کشورمان اولویت‌بندی کنیم، موضوعاتی از قبیل حاکمیت شرکتی، گزارشگری مالی، حسابرسی داخلی و حسابرسی مستقل، مالی رفتاری و سایر موضوعاتی که به بازار سرمایه مربوط می‌شوند می‌توانند قابل توجه باشند، به‌طور کلی اینها موضوعاتی هستند که جای کار فراوانی دارند البته خدمتتان عرض کنم برای اینکه تحقیقات و پژوهش کاملی درباره موضوعی خاص به فرزنس و مرجع تبدیل شود بسیار مهم است که اطلاعات و داده‌های صحیح جمع‌آوری و پردازش شود. در تمام این قبیل موضوعات، ضرورت دارد توجه عمیق به فناوری‌های اطلاعات و کاربرد آن در حسابداری و مالی شود.

## لطفاً از تفاوت‌های موجود رشته‌های مدیریت مالی و حسابداری بیشتر برایمان بگویید.

بین دانش مالی و دانش حسابداری تفاوت‌هایی وجود دارد زیرا موضوعاتی که در رشته مالی مطرح می‌شود، عموماً ریشه در علم اقتصاد دارد. ولی ارتباط زیادی بین این ۲ رشته حداقل به لحاظ کاربردی وجود دارد.

به‌طور کلی از منظر تاریخی چه در ایران و چه دیگر کشورها، دانش علوم مالی که مرتبط با حوزه مدیریت مالی به‌ویژه در سطح شرکتی می‌باشد با حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها نیز مرتبط است و افراد نمی‌توانند در حوزه مدیریت مالی حرکتی داشته باشند ولی به نوعی دانش حسابداری را بلد نباشند. ناگفته نماند که بالعکس هم همین‌طور است و افرادی که در حوزه حسابداری مشغول هستند می‌بایست از علم مالی هم مطلع باشند زیرا بسیاری از تئوری‌های موجود در حسابداری در واقع برگرفته از رشته مالی است.

همچنین کسانی که در بازار سرمایه مشغول هستند و با نهادهای مالی و اطلاعات شرکت‌ها سروکار دارند اگر درک کاملی از علم حسابداری و مبانی آن نداشته باشند نمی‌توانند تحلیل مناسب و با کیفیت انجام دهند.

در حیطه پژوهش در حسابداری، تئوری‌های مالی جایگاه مهمی دارند و درک درست برخی از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی بدون اطلاع از ابزارهای مالی متداول در بازار سرمایه مقدور نیست.

که همه شرکت‌های ایرانی باید به آن توجه کنند و می‌بایست در حد مطلوبی در چارت شرکت‌ها استفاده شود. با توجه به اطلاعاتی که در این زمینه دارم به نظر می‌رسد هنوز آن‌طور که باید به این موضوع اهمیت داده نشده است.

باید آموزش‌های مناسبی در این زمینه صورت پذیرد تا مدیران اجرایی شرکت‌ها و اعضای هیئت مدیره درک مناسبی از مدیریت ریسک داشته باشند بدون توجه به موضوع مدیریت ریسک امکان ندارد در عرصه تجارت و شرکت‌داری موفقیت کامل حاصل شود. ناگفته نماند در سال‌های اخیر حداقل به خاطر حفظ ظاهر و رفع تکلیف هم که شده در بسیاری شرکت‌ها کمیته مدیریت ریسک تشکیل شده است و افرادی نیز در این امر فعالیت می‌کنند.

امیدوارم طی سال‌های اخیر به معنای واقعی از پتانسیل الزام مقرراتی استفاده شود.

قابل ذکر است درک، پذیرش، تحلیل و کمی کردن ارتباط گرفتن با موضوع ریسک برای افرادی که در حوزه مالی قرار دارند راحت‌تر می‌باشد.

## به عنوان سخن پایانی، اگر حرف ناگفته‌ای دارید می‌توانید با مخاطب‌های ماهنامه مطرح بفرمایید.

به عنوان شخصی که بیش از ۳۰ سال در حوزه مالی فعالیت و کسب تجربه کرده‌ام خدمتتان عرض می‌کنم که توجه کردن به تخصص عامل مهمی در توسعه است و در همه زمینه‌ها رویکرد باید تخصص‌گرایی باشد به‌طور مثال در همین حوزه مالی امکان ندارد با مطالعه چند کتاب با محتوای مالی و همچنین ثبت‌نام و شرکت در برخی از کلاس‌های آموزشی این حوزه، شخص به درجه‌ای از موفقیت برسد و خود را متخصص این حوزه بداند. بهتر است در محدوده‌ای که تخصصی در آن نداریم به متخصص رجوع کنیم و با افراد متخصص آن حوزه مشورت کنیم.

نکته بعدی این است که چون اکثر خوانندگان ماهنامه بورس در حوزه‌های مالی فعالیت دارند شاید ذات این حوزه اینجور باشد که فرد به پیشرفت مادی خیلی اهمیت می‌دهد و دنبال ثروت‌اندوزی می‌باشد که البته امری ناپسند نیست اما باید در نظر گرفت که این موضوعات فرع زندگی محسوب می‌شوند و ممکن است افراط در این امر باعث شود انسان از فلسفه اصلی زندگی خود دور شود، به نظرم موضوعی که باید بیشتر مورد توجه قرار گیرد اصالت و معنویات زندگی می‌باشد. گرچه تلاش برای کسب و کار مقدس و پسندیده محسوب می‌شود ولی همانطور که گفتم باید به خود و اصالت زندگی نیز توجه کرد.

## بفرمایید آیا سرفصل‌های رشته حسابداری که هم‌اکنون در ایران در حال تدریس است با سرفصل‌هایی که در دانشگاه‌های مطرح دنیا همخوانی دارد؟

در مورد انطباق سرفصل‌های دانشگاه‌های ایران با دانشگاه‌های مطرح جهان باید خدمتتان عرض کنم که بنده تاکنون در مورد این موضوع شخصاً مطالعه سیستماتیک انجام نداده‌ام ولی با توجه به صحبت‌های دوستانی که با وزارت علوم، تحقیقات و فناوری همکاری دارند و سرفصل‌ها و محتوای دروس حسابداری و مالی را تعیین می‌کنند، باید خدمتتان عرض کنم که تفاوت اساسی وجود ندارد.

## آقای دکتر لطفاً از فعالیت‌های اجرایی خودتان برایمان بگویید؟

در مورد حوزه آموزش باید عرض کنم که شغل اصلی بنده همواره آموزش و پژوهش در حسابداری و مالی بوده است. در مورد فعالیت‌های اجرایی نیز خدمتتان عرض کنم که بنده هم مثل بقیه افرادی که در این حوزه مشغول هستند از زمان دانشجویی فعالیت خود را شروع کردم و الان که به گذشته نگاه می‌کنم احساس رضایت دارم چون در حوزه حسابداری دولتی، حسابداری شرکتی و همچنین در بازار سرمایه فعالیت‌هایی داشته‌ام البته اموری مانده طرح و برنامه نهاد‌های مالی هم در سوابق بنده می‌باشد و تجاربی که در این سال‌ها به دست آوردم مفید بوده است، ناگفته نماند عضو هیئت مدیره، معاونت اجرایی و مشاور سرمایه‌گذاری در تعدادی از نهاد‌های مالی بزرگ بوده‌ام. در شرکت‌های تولیدی نیز کسب تجربه داشته‌ام و الان هم به‌جز تدریس به‌عنوان یکی از اعضای کمیته آموزش و تحقیقات سازمان حسابرسی فعالیت می‌کنم و در زمینه آموزش و پژوهش همکاری دارم. همچنین با عضویت در کمیته‌های حسابرسی و مدیریت ریسک در شرکت‌های بزرگ تجارب ارزشمندی به‌دست آورده‌ام و کماکان در حال کسب تجربه هستم.

برگزاری دوره‌ها و کارگاه‌های آموزشی برای مدیران اجرایی در شرکت‌های مختلف در زمینه حسابداری، حسابداری مدیریت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها نیز در سوابق بنده وجود دارد.

## با توجه به اینکه شما عضو کمیته ریسک در شرکت‌های مختلف بوده‌اید، لطفاً از اهمیت این موضوع برایمان بگویید و بفرمایید آن‌طور که باید آیا در ایران به این موضوع توجه می‌شود.

به نظرم نظام مدیریت ریسک از مهم‌ترین موضوعاتی است

سمنه دولت  
گيامی پاک

دولت  
سمنه



آنچه ما به عنوان دولت اسلامی و حکومت اسلامی  
بایستی به طور دائم در نظر داشته باشیم این است که  
باید حکومت علوی را معیار خودمان قرار بدهیم  
و خودمان را با حکومت علوی بسنجیم.

مقام معظم رهبری (مدظله العالی)

# بورس تهران

بیش از نیم قرن تأمین مالی پویا و پیشرفته



## اطلاعات ۱۳۴۶/۱۱/۱۵ بورس سهام امروز کار خود را آغاز کرد

بورس تهران

مراحل نهایی تشکیل بورس اوراق بهادار تا دیروز به پایان رسید و درودیه کلیه کارگزاران بورس سهام و اوراق بهادار و مسئولان گردید و پرونده کارگزاری تنظیم آنها شد این درودیه پیش از این بستند نمیکردند. بنابراین مراحل نهایی تشکیل بورس که مربوط به کارگزاران بود خاتمه یافت و از صبح امروز بورس اوراق بهادار در سال ۵۰ میلادی و بر روی دیواره کیفیت فروش سهام در مقایسه با کشور های همسایه عملاً کار خود



# مقالات و پژوهش‌هایی در بازار سرمایه





## بررسی تأثیر اعمال حکمرانی شرکتی در شرکت‌های فعال در بورس تهران

در ساختار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های بین‌المللی و ملی، امروزه مسئله

نظام حکمرانی شرکتی از اهمیت زیادی برخوردار شده است. حکمرانی شرکتی ناظر

به قوانین، رویه‌ها و فرآیندهایی است که به واسطه‌ی آن یک شرکت مدیریت شده و تضمین می‌کند که شرکت یا سازمان به‌طور کارآمد و مؤثر عمل کرده و ارزش سهامداران را به حداکثر می‌رساند. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ی سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت‌هاست که توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذینفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران، اعتباردهندگان و سایر شخصیت‌های حقوقی و حقیقی را که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. در پاسخ به این سؤال که اعمال اصول حکمرانی شرکتی بر شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار در ایران چه تأثیری دارد، بررسی‌های صورت‌گرفته و یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد پیاده‌سازی اصول حکمرانی شرکتی در شرکت‌های بورسی باعث افزایش ارزش شرکت، ارتقای توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران، بهبود ساختار سرمایه، بهینه‌سازی فرآیند توزیع سود به سهامداران و در نهایت افزایش نوآوری (تحقیق و توسعه) در شرکت‌ها می‌شود. این مقاله با بهره‌گیری از روش توصیفی-تحلیلی تدوین شده و روش جمع‌آوری داده‌های آن، روش کتابخانه‌ای است.

راضیه خان محمدی  
تحلیلگر بازار سرمایه



## مقدمه

«اقتصاد جدید» با عناوین جدیدی همچون «پسامدرن»، «پساسانعتی»، «پساسرمایه‌داری»، «پساساختاری»، «پساسنتی» نشان‌دهنده گذار واقعی از جامعه صنعتی به سوی نوع جدیدی از جامعه دانشی یا اطلاعاتی است که با تغییرات پیچیده و عمیق در همه زمینه‌ها شناخته می‌شود و پیامدهای عمده‌ای در فرآیند اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی دارد (Borlea&Achim, 2013: 117-128). این جامعه جدید اطلاعاتی به تدریج تمرکز خود را از تولید به تولید خودکار و از دانش فردی به سمت گروهی تغییر داده و اهمیت ارتباطات مورد تأکید قرار گرفته است. در این چهارچوب جدید توسعه اقتصادی، در سطح سازمانی و شرکتی، رویکردهای ساماندهی مدیریت به سمت سازوکارهای حکمرانی شرکتی در حال تغییر است. حکمرانی شرکتی ناظر به قوانین، رویه‌ها و فرآیندهایی است که به واسطه آن، یک شرکت مدیریت شده و تضمین می‌کند که شرکت یا سازمان به‌طور کارآمد و مؤثر عمل کرده و ارزش سهامداران را به حداکثر می‌رساند (Alodat et al, 2022). از سوی دیگر، «با توسعه شرکت‌های سهامی و با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیئت مدیره و مطرح شدن نظریه نمایندگی، توجه به نظام و چهارچوب حکمرانی شرکتی به‌صورت چشمگیری افزایش یافته است و در سراسر جهان دولت‌ها با این چالش روبرو هستند که چگونه ساختار سازمانی یک شرکت را طراحی کنند تا متضمن دستیابی به اهداف سودآوری و نیز پاسخگویی مجموعه مدیران در قبال صاحبان سهام و نیز رفتاری عادلانه با سهامداران باشد. از آنجاکه حکمرانی شرکتی به بازسازی و اصلاح ساختار درون شرکت / سازمان فکر می‌کند و در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل است، از طریق سازوکارهای می‌تواند منافع سهامداران را تضمین کرده و شرکت را در قبال سایر اشخاص نظیر طلب‌کاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و نهایتاً جامعه پاسخگو نماید» (نهندی و حشمت، ۱۳۹۷: ۹۳-۱۰۸؛ شیخی، ۱۳۹۹: ۱۱-۲۶؛ ناصری و همکاران، ۱۳۹۴).

استدلال‌های اقتصادی مهم برای حکمرانی شرکتی شامل افزایش سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی و کاهش هزینه‌ها و ریسک‌های نمایندگی است. حکمرانی شرکتی مؤثر به سهامداران اجازه می‌دهد تا اطمینان حاصل کنند شرکت‌هایی که در آن سهام دارند مطابق با منافع خود مدیریت می‌شوند. جهانی‌شدن بازارهای سرمایه و رقابت در تأمین منابع مالی، افزایش پذیرش استانداردها و رویه‌های حکمرانی شرکتی را در سطح بین‌المللی تحمیل می‌کند که این امر به‌ویژه برای اقتصادهای نوظهور و کشورهای در حال گذار که معمولاً اعتبار خود را از دید سرمایه‌گذاران باز یافته‌اند، مهم است. حکمرانی

شرکتی در ایران نیز در حال گذار و توسعه است و طی چند سال اخیر در محافل دانشگاهی و علمی توجه زیادی به این مسئله به‌منظور ساماندهی شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار شده است. از منظر اسناد بالادستی، قوانین و مقررات جدیدی برای ارتقای حکمرانی شرکتی در سال‌های اخیر به تصویب رسیده‌اند، مانند قانون جدید بازار اوراق بهادار و دستورالعمل حکمرانی شرکتی درون‌سازمانی بورس و اوراق بهادار. اما از سوی دیگر نیز چالش‌های متعددی در مسیر ارتقای حکمرانی شرکتی جدید در ایران وجود دارد، مانند تمرکز مالکیت در شرکت‌ها، عدم شفافیت در عملکرد شرکت‌ها و ضعف فرهنگ پاسخگویی در فرهنگ سازمانی شرکت‌ها. در همین راستا، مقاله حاضر تلاش دارد به این سؤال پاسخ دهد که اعمال اصول حکمرانی شرکتی بر شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار در ایران چه تأثیری دارد. با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد پیاده‌سازی اصول حکمرانی مشارکتی در شرکت‌های بورسی باعث افزایش ارزش شرکت، افزایش توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران، بهبود ساختار سرمایه، بهینه‌سازی فرآیند توزیع سود به سهامداران و در نهایت افزایش نوآوری (تحقیق و توسعه) در شرکت‌ها می‌شود. این مقاله با بهره‌گیری از روش توصیفی-تحلیلی تدوین شده و روش جمع‌آوری داده‌های آن، روش کتابخانه‌ای است.

### ۱. پیشینه پژوهش

طی سالیان اخیر، مقوله حکمرانی شرکتی با توجه به بحران‌های مالی و مدیریتی شرکت‌ها و سازمان‌ها در جهان، مورد توجه زیادی قرار گرفته است. در ایران نیز پژوهش‌های متعددی به ابعاد و نتایج اعمال حکمرانی شرکتی در شرکت‌ها و سازمان‌های داخلی پرداخته و تلاش کرده‌اند تأثیرات آن را از منظر موضوعات مختلف مورد بررسی قرار دهند. در ادامه به مهم‌ترین تحقیقاتی که در این زمینه تدوین شده است، اشاره می‌شود.

مهاجرانی و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله‌ای با عنوان «حکمرانی شرکتی در ایران: پژوهش موردی شرکت‌های دولتی» با استفاده از مفاهیم نظریه نهادی و مفهوم واردات و بهره‌گیری از روش تفسیری و کیفی، به این نتیجه رسیده است که نقش درهم‌تنیده چهار مؤلفه حاکمیت در سطح کلان، آموزش‌دهندگان و خبرگان، زمینه‌سازمان‌ها در سطح میانی و در نهایت فرهنگ و رفتار فردی در سطح خرد در ناموفق بودن دامنه‌دار موضوع حکمرانی شرکتی در ایران تأثیرگذار است. جعفری (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «وضعیت نظام حاکمیت شرکتی در حقوق ایران و ضرورت بازنگری لایحه قانون تجارت جدید» به این مسئله پرداخته است که قانون تجارت ایران نسبت به



سازوکارهای مدیریتی برای حیات پایدار شرکت‌ها ساکت است. این در حالی است که در رویه شرکت‌های تجاری و بانک‌های ایران، اصول حاکمیت شرکتی در حال پیاده‌سازی هستند. لایحه قانون تجارت جدید نیز هر چند به برخی از ابعاد حاکمیت شرکتی اشاره کرده، اما متأسفانه راجع به این سازوکار کامل نیست و نواقص زیادی دارد. اسعدی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران» با بهره‌گیری از روش توصیفی-همبستگی و با بررسی ۲۷ شرکت هلدینگ و ۸۹ شرکت تابعه طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ به این نتیجه رسیده است که ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد، همچنین اثر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های تابعه آنها نیز معنادار است. صراف و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهش خود با عنوان «تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت» نشان می‌دهند که رابطه معنادار و مستقیمی میان ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی وجود نداشته و «متغیرهای تعدیل‌گر بازده سهام و عملکرد مالی، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را معنادار و مثبت می‌کنند. بنابراین تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت به دلیل عدم کارایی بازار و عدم آگاهی کافی حاضرین در بازار سرمایه از سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار نمی‌گیرد و در صورتی سرمایه‌گذاران واکنش مثبتی به سازوکارهای حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند که این تأثیر در بازده سهام و عملکرد شرکت نمایان شود». سیدعلیپورقرآنی (۱۳۹۸) در مقاله خود با عنوان «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر توزیع سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران» به این یافته‌ها رسیده است: «مالکیت نهادی بر توزیع سود سهام شرکت‌ها تأثیر مستقیمی دارد؛ استقلال هیئت مدیره بر توزیع سود سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. از این رو می‌توان گفت به هر میزان که هیئت مدیره در شرکت از استقلال بیشتری برخوردار باشد، درصد توزیع سود سهام بیشتر می‌گردد. به همین دلیل، دوگانگی نقش مدیرعامل بر توزیع سود سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد و اندازه هیئت مدیره بر توزیع سود سهام شرکت‌ها تأثیر معکوسی دارد».

پاک‌مرام و لطفی (۱۳۹۵) در مقاله خود با عنوان «ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس تهران» به این یافته‌ها رسیده‌اند: «بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی در هر دو بُعد (نرخ بازده دارایی‌ها و حقوق صاحبان سهام) ارتباط مثبت و بین ترکیب هیئت مدیره و ریسک در هر دو بُعد شامل (ریسک مالی و تجاری) ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. بین اندازه هیئت مدیره و نرخ بازده دارایی‌ها نیز رابطه منفی

و معناداری مشاهده می‌شود». و نهندی و حشمت (۱۳۹۸) در مقاله‌ای تحت عنوان «اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران» به این نتیجه رسیده‌اند که: «توانایی مدیریتی با ارزش ایجادشده برای سهامداران ارتباط مثبت دارد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز این ارتباط مثبت را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر، در شرکت‌های با رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر، توانایی مدیریتی، بیشتر در جهت افزایش ارزش سهامداران متمرکز می‌شود».

بیگلرخانی و طالب‌نیا (۱۴۰۱) در مقاله خود با عنوان «تبیین رابطه بین پیچیدگی گزارش‌های مالی مورد استفاده سرمایه‌گذاران با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران»، با آزمون فرضیات خود به این نتیجه رسیده‌اند که بین پیچیدگی گزارش‌های مالی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری برقرار است و با اعمال هرچه بیشتر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و پیچیدگی و ابهامات در گزارشگری مالی کاهش می‌یابد و منجر به ارتقای قابلیت فهم این گزارش‌ها برای سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌گردد.

کریمی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تأکید بر نقش حاکمیتی اطلاعات حسابداری»، با بررسی ۱۰۵ شرکت بورسی، به این نتایج رسیده‌اند که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا با ایفای نقش حاکمیتی به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاری‌های ناکارا را شناسایی نموده و از طریق اتخاذ موقعیت‌های خرید-فروش در قبال سهام شرکت یا اعمال حق رأی، مدیریت را به سمت تمرکز بر هسته اصلی کسب‌وکار شرکت رهنمون شوند. در نتیجه این امر، کارایی در تخصیص سرمایه ارتقا یافته و سرمایه جذب‌شده به سوی هسته اصلی کسب‌وکار شرکت‌ها (و نه خواسته‌های مدیران) جریان می‌یابد.

امعان نظر به پژوهش‌های صورت‌گرفته در این حوزه نشان می‌دهد عمده این آثار تنها بر بخشی از تأثیرات معنادار یا بی‌معنای اعمال اصول حکمرانی شرکتی در شرکت‌ها و سازمان‌های داخلی پرداخته‌اند؛ لذا پژوهش حاضر به واسطه پرداختن به تأثیرات همه‌جانبه اعمال حکمرانی شرکتی در شرکت‌های بورسی، دارای نوآوری و بداعت بوده و امید است که نتایج آن به‌طور کاربردی مورد استفاده حداکثری از این اصول در شرکت‌های مذکور گردد.

## ۲. چهارچوب نظری: حکمرانی شرکتی؛ یک مرور نظری

حکمرانی شرکتی سیستمی از قوانین، رویه‌ها و فرآیندهایی است که توسط آن یک شرکت هدایت و کنترل می‌شود. حکمرانی شرکتی اساساً

شامل ایجاد توازن بین منافع بسیاری از سهامداران یک شرکت است که می‌تواند شامل سهامداران، مدیریت ارشد، مشتریان، تأمین کنندگان، وام‌دهندگان، دولت و جامعه باشد. به این ترتیب، حکمرانی شرکتی عملاً هر حوزه مدیریتی را دربرمی‌گیرد، از برنامه‌های اقدامی و کنترل‌های داخلی گرفته تا اندازه‌گیری عملکرد و افشای شرکت (Chen, 2023). مفهوم «حکمرانی» به مجموعه قوانین، کنترل‌ها، سیاست‌ها و تصمیماتی اطلاق می‌شود که برای هدایت رفتار شرکت وضع می‌شود. هیئت مدیره در حکمرانی محوری است، درحالی‌که مشاوران نیابتی و سهامداران، ذینفعان مهمی هستند که می‌توانند بر حکمرانی تأثیر بگذارند. برقراری ارتباط با حکمرانی شرکتی یک جزء کلیدی از روابط جامعه و سرمایه‌گذار است. به عنوان مثال، سایت ارتباط با سرمایه‌گذار اپل، مشخصات رهبری شرکت (تیم اجرایی و هیئت مدیره) را مشخص می‌کند و اطلاعاتی را در مورد منشور کمیته و اسناد حاکمیتی، مانند آیین‌نامه‌ها، دستورالعمل‌های مالکیت سهام و اساسنامه ارائه می‌دهد. اکثر شرکت‌های موفق تلاش می‌کنند تا حکمرانی شرکتی نمونه داشته باشند. برای بسیاری از سهامداران، سودآور بودن یک شرکت کافی نیست. همچنین باید شهروندی خوب شرکتی را از طریق آگاهی محیطی، رفتار اخلاقی و سایر شیوه‌های حکمرانی شرکتی صحیح نشان دهد (Solomon, 2020: 17-19). در نهایت باید گفت «حکمرانی شرکتی به برقراری توازن بین منافع ذینفعان مختلف سازمان، از جمله سهامداران، مدیران، مشتریان، تأمین کنندگان، اعتباردهندگان، دولت و در نهایت جامعه می‌پردازد. به علاوه به واسطه ارائه چهارچوبی برای دستیابی به اهداف کلی سازمان، حکمرانی شرکتی در واقع کلیه حیطه‌های مختلف مدیریت را از کنترل‌های داخلی گرفته تا ارزیابی عملکرد، افشای سازمانی و برنامه‌های عملیاتی دربرمی‌گیرد» (مهاجرانی و همکاران، ۱۳۹۸: ۱-۳۷).

از منظر تاریخی، مفهوم حکمرانی مشارکتی «اگرچه برای اولین بار در سال‌های ۱۸۴۰ مطرح شده است، ولی تولد و ورود این مفهوم به حوزه مدیریت بنگاه‌ها را می‌توان به دهه ۱۹۸۰ نسبت داد. بررسی جدی اندیشمندان حوزه مدیریت کسب‌وکار در خصوص این واژه را می‌توان به اواخر قرن ۲۰ و اوایل قرن ۲۱ نسبت داد. رسوایی‌های صورت گرفته در این حوزه از دهه ۱۹۹۰ از ماکسل (۱۹۹۱) و بانک بارینگز (۱۹۹۵) و دوو (۱۹۹۸) شروع و در سال ۲۰۰۱ شاهد بیشترین رسوایی در شرکت‌هایی چون انرون (آمریکا)، مارکونی (انگلستان)، وان تل (استرالیا)، سویزیر (سوئیس) و اچ‌آی‌اچ (استرالیا) بوده‌ایم. دامنه این رسوایی‌ها طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۳ به اکثر کشورهای دنیا کشیده شد و موضوع حکمرانی شرکتی از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار شد. با توجه به رسوایی‌های صورت گرفته در شرکت‌ها،

موضوع حکمرانی شرکتی در سال ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ از اهمیت بیشتری برخوردار شد» (الیاسی و همکاران، ۱۳۹۸: ۹۹-۱۲۶).

در صورتی‌که نظام حکمرانی شرکتی، به‌طور مؤثر و کارآمدی در یک شرکت ایجاد و پیاده‌سازی شود، می‌تواند دارای مزایای ذیل باشد:

■ حکمرانی شرکتی خوب قوانین و کنترل‌های شفاف ایجاد می‌کند، رهبری را تسهیل می‌کند و منافع سهامداران، مدیران، مدیریت و کارکنان را همسو می‌کند.

■ حکمرانی شرکتی به ایجاد اعتماد با سرمایه‌گذاران، جامعه و مقامات دولتی کمک می‌کند.

■ حکمرانی شرکتی می‌تواند به سرمایه‌گذاران و سهامداران ایده‌روشنی از جهت و یکپارچگی تجاری یک شرکت بدهد.

■ دوام مالی بلندمدت، فرصت و بازده را افزایش می‌دهد.

■ می‌تواند افزایش سرمایه را تسهیل کند.

■ حکمرانی شرکتی خوب می‌تواند به افزایش قیمت سهام منجر شود.

■ می‌تواند احتمال زیان مالی، اتلاف، خطرات و فساد را کاهش دهد.

■ می‌تواند برنامه‌ای برای انعطاف‌پذیری و موفقیت بلندمدت باشد (Mallin, 2013: 23).

هیئت مدیره اصلی‌ترین ذینفع مستقیمی است که بر حکمرانی شرکتی تأثیر می‌گذارد. مدیران توسط سهامداران انتخاب می‌شوند یا توسط سایر اعضای هیئت مدیره منصوب می‌شوند و وظیفه نمایندگی منافع سهامداران شرکت را بر عهده دارند. هیئت مدیره وظیفه دارد تصمیمات مهمی مانند انتصاب مقامات شرکتی، جبران خدمات مدیران و سیاست تقسیم سود را اتخاذ کند. در برخی موارد، تعهدات هیئت مدیره فراتر از بهینه‌سازی مالی است، مانند زمانی‌که تصمیمات سهامداران خواستار اولویت‌بندی برخی نگرانی‌های اجتماعی یا زیست محیطی هستند. هیئت‌ها اغلب از ترکیبی از اعضای خودی و مستقل تشکیل شده‌اند. خودی‌ها عموماً سهامداران عمده، بنیان‌گذاران و مدیران اجرایی هستند. مدیران مستقل در روابطی که خودی‌ها با هم دارند مشترک نیستند. آنها معمولاً به دلیل تجربه مدیریت یا هدایت شرکت‌های بزرگ دیگر انتخاب می‌شوند. افراد مستقل برای حکمرانی مفید تلقی می‌شوند، زیرا تمرکز قدرت را کمرنگ کرده و به همسویی منافع سهامداران با منافع خودی کمک می‌کنند (Ches, 2023). هیئت مدیره باید اطمینان حاصل کند که سیاست‌های حکمرانی شرکتی شامل استراتژی شرکتی، مدیریت ریسک، مسئولیت‌پذیری، شفافیت و شیوه‌های تجاری اخلاقی است.

در ادبیات و پژوهش‌های صورت گرفته در باب حکمرانی شرکتی، هیئت مدیره باید اصول مشترکی را همواره مورد تأکید خود قرار دهد که می‌توان آنها را اصول حکمرانی شرکتی خواند:



مدل‌ها پرداخته می‌شود:

**مدل انگلیسی-آمریکایی:** این مدل می‌تواند اشکال مختلفی داشته باشد، مانند مدل‌های سهامدار، مباشرت و سیاسی. در حال حاضر مدل سهامدار مدل اصلی است. مدل سهامداران به گونه‌ای طراحی شده است که هیئت مدیره و سهامداران تحت کنترل باشند. سهامداران مانند فروشندگان و کارمندان، اگرچه تأیید شده‌اند، اما فاقد کنترل هستند. مدیریت وظیفه دارد شرکت را به گونه‌ای اداره کند که منافع سهامداران را به حداکثر برساند. مهمتر از همه، انگیزه‌های مناسب باید برای همسو کردن رفتار مدیریت با اهداف سهامداران/مالکین در دسترس باشد. این مدل به این واقعیت اشاره می‌کند که سهامداران وجوهی را در اختیار شرکت قرار می‌دهند و در صورت نارضایتی ممکن است این حمایت را پس بگیرند. قرار است این کار مدیریت را به‌طور مؤثر حفظ کند. هیئت مدیره معمولاً از اعضای خودی و مستقل تشکیل می‌شود. اگرچه به‌طور سنتی، رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل می‌توانند یکسان باشند، اما این مدل به دنبال این است که دو فرد متفاوت آن نقش‌ها را بر عهده بگیرند. موفقیت این مدل حکمرانی شرکتی به ارتباطات مداوم بین هیئت مدیره، مدیریت شرکت و سهامداران بستگی دارد. موضوعات مهم به اطلاع سهامداران می‌رسد. تصمیمات مهمی که باید گرفته شود بین سهامداران به رأی گذاشته می‌شود (Sharma, 2021: 63-68).

**مدل قاره‌ای-اروپایی:** این مدل بر اساس دیدگاه ذینفعان شکل گرفته است. دو گروه نشان‌دهنده مقام کنترل‌کننده تحت مدل

**انصاف:** هیئت مدیره باید با سهامداران، کارمندان، فروشندگان و ...؛ منصفانه و یکسان رفتار کند.

**شفافیت:** هیئت مدیره باید اطلاعات به‌موقع، دقیق و شفاف در خصوص مواردی مانند عملکرد مالی، تضاد منافع و خطرات را برای سهامداران و سایر ذینفعان ارائه دهد.

**مدیریت ریسک:** هیئت مدیره و مدیریت باید انواع ریسک‌ها و بهترین روش کنترل آنها را تعیین کنند. آنها باید بر اساس این توصیه‌ها برای مدیریت ریسک‌ها عمل کنند و همه طرف‌های مربوطه را در مورد وجود و وضعیت خطرات آگاه کنند.

**مسئولیت:** هیئت مدیره مسئول نظارت بر امور شرکت و فعالیت‌های مدیریتی است. باید از عملکرد موفق و مستمر شرکت آگاه باشد و از آن حمایت کند. بخشی از مسئولیت آن جذب و استخدام یک مدیر اجرایی (مدیرعامل) است. باید به نفع یک شرکت و سرمایه‌گذاران آن عمل کند.

**پاسخگویی:** هیئت مدیره باید هدف از فعالیت‌های یک شرکت و نتایج رفتار آن را توضیح دهد؛ ظرفیت، پتانسیل و عملکرد شرکت را ارزیابی کرده و مسائل مهم را به سهامداران منتقل کند (Rezart, 2016: 283-290). از منظر عملکرد هیئت مدیره، حکمرانی شرکتی دارای مدل‌های متعددی است که یک شرکت ممکن است از آنها پیروی کند. برخی از ساختار رهبری سلسله مراتبی سنتی استفاده می‌کنند و برخی دیگر انعطاف‌پذیرتر هستند. مدل‌های حکمرانی شرکتی متفاوتی ممکن است در سراسر جهان یافت شود. در ادامه به مهم‌ترین این

قاره‌ای هستند. آنها هیئت نظارت و هیئت مدیره هستند. در این سیستم دو لایه، هیئت مدیره متشکل از افراد داخلی شرکت مانند مدیران آن است. هیئت نظارت از افراد خارجی مانند سهامداران و نمایندگان اتحادیه تشکیل شده است. بانک‌های دارای سهام در یک شرکت نیز می‌توانند نمایندگانی در هیئت نظارت داشته باشند. این دو بخش کاملاً جدا باقی می‌مانند. اندازه هیئت نظارت توسط قوانین یک کشور تعیین می‌شود و سهامداران نمی‌توانند آن را تغییر دهند. منافع ملی بر شرکت‌های دارای این مدل از حکمرانی شرکتی تأثیر زیادی دارد. می‌توان انتظار داشت که شرکت‌ها با اهداف دولت همسو شوند. این مدل همچنین به تعامل ذینفعان اهمیت زیادی می‌دهد، زیرا آنها می‌توانند ادامه عملیات شرکت را پشتیبانی و تقویت کنند (Solomon, 2020: 45).

**مدل ژاپنی:** این مدل به‌عنوان مدل با هدایت بانک یا بانک‌محور مشهور است. این مدل مبتنی بر بانک نه‌تنها دیدگاه سهامداران را نشان می‌دهد، بلکه مقررات و نقش دخالتی دولت را نیز مهم می‌داند. الگوهای حاکمیتی تحت دو رابطه حقوقی غالب شکل می‌گیرد:

۱) میان سهامداران، مشتریان، تأمین‌کنندگان، طلبکاران و اتحادیه‌های کارگری و ۲) میان مدیران میانی و ارشد و سهامداران. در مدل ژاپنی، احساس مسئولیت مشترک و تعادل وجود دارد. واژه ژاپنی «keiretsu» برای این تعادل است که تقریباً به معنای وفاداری بین تأمین‌کنندگان و مشتریان است. در عمل، این تعادل به شکل حالت دفاعی و بی‌اعتمادی به روابط تجاری جدید و به نفع روابط قدیمی است. قانون‌گذاران ژاپنی نقش بزرگی در سیاست‌های شرکتی ایفا می‌کنند زیرا اغلب سهامداران اصلی شرکت‌ها را مقامات ژاپنی تشکیل می‌دهند. بانک‌های مرکزی و وزارت دارایی ژاپن روابط بین گروه‌های مختلف را بررسی می‌کنند و کنترل ضمنی بر مذاکرات دارند (Alam et al, 2019: 181-195).

یکی دیگر از مسائل مهمی که در حوزه حکمرانی شرکتی مطرح است، مسئله نحوه ارزیابی شرکت‌ها از منظر حکمرانی آنها است. یک سرمایه‌گذار مایل است شرکت‌هایی را انتخاب کند که حکمرانی شرکتی خوبی را اعمال می‌کنند، به این امید که از این طریق بتواند از ضرر و زیان و سایر پیامدهای منفی مانند ورشکستگی جلوگیری کند. به همین منظور، شاخص‌هایی جهت ارزیابی حکمرانی شرکتی همواره در نظر گرفته می‌شوند:

- شیوه‌های افشاجاری اطلاعات شرکت در سامانه‌های بورسی
- ساختار جبران خسارت اجرایی (چه فقط به عملکرد مرتبط باشد یا به سایر معیارها)
- مدیریت ریسک (بررسی و تعادل در تصمیم‌گیری)
- خط‌مشی‌ها و رویه‌ها برای آشتی دادن تضاد منافع (نحوه برخورد

شرکت با تصمیمات تجاری که ممکن است با بیانیه مأموریتش در تضاد باشد)

- اعضای هیئت مدیره (سهام آنها در سود یا منافع متضاد)
- تعهدات قراردادی و اجتماعی (نحوه برخورد یک شرکت با موضوعات عمومی و اجتماعی مانند تغییرات آب و هوا)
- روابط با فروشندگان

■ شکایات دریافتی از سهامداران و نحوه رسیدگی به آنها

■ ممیزی‌ها (تکرار ممیزی‌های داخلی و خارجی و نحوه رسیدگی به مسائل مرتبط (Rezart, 2016: 283-290).

مجموع تعاریف، مدل‌ها، شاخص‌ها و اصول حکمرانی شرکتی، به جهت بهینه‌سازی روند تصمیمات شرکت‌ها توسط هیئت مدیره و مدیران آنها است تا بالاترین و مؤثرترین سود به سهامداران تعلق گیرد. این امر در نهایت می‌تواند یکی از محورهای رشد و توسعه اقتصادی در یک کشور شود. به همین دلیل است که عمده‌ی کشورها، نظام شرکتی و سازمانی خود را به رعایت کاربست حکمرانی شرکتی دعوت کرده و بر الزام آن تأکید دارند. البته نوع مدل انتخاب‌شده برای حکمرانی شرکتی در یک کشور ربط وثیق و مستقیمی با محیط نهادی آن دارد. به‌طور مثال، نمی‌توان مدل قاره‌ای یا انگلیسی-آمریکایی را بدون توجه به مقتضیات و بافت نهادی یک کشور در آن پیاده‌سازی کرد و از آن انتظار بهینه‌سازی سود و تأمین حداکثری منافع سهامداران را داشت.

### ۳. حکمرانی شرکتی در ایران

به‌طور کلی، در باب وضعیت حکمرانی شرکتی در ایران باید گفت علیرغم تلاش‌های صورت‌گرفته از سوی دولت به‌ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار، این موضوع به‌طور مؤثری در کشور توسعه و گسترش پیدا نکرده است. بورس تهران در سال ۱۳۴۵ تأسیس شده است. در قانون تجارت ایران به‌طور خلاصه به فرآیند کنترل شرکت‌ها، در متمم تصویب‌شده در سال ۱۳۴۷ پرداخته شده است (جابر، ۱۴۰۱: ۲۱-۲۲). «اصول حکمرانی شرکتی با مفهوم کنونی آن نه در لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفندماه ۱۳۴۷ و نه در قانون بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ مطرح نشده بود» (سیداحمدی سجادی، ۱۳۸۸: ۲۵۷-۲۷۶). این مفهوم زمانی از اهمیت وافری برخوردار شد که دولت به جهت بهبود رقابت‌پذیری سازمان‌ها و شرکت‌ها در جامعه جهانی به‌منظور جلب سرمایه‌گذاران خارجی، اقدام به بهبود رهنمودها و آیین‌نامه‌های حکمرانی شرکتی نمود.

حکمرانی شرکتی و اهمیت آن موضوعی نسبتاً جدید در ایران است که با اولین تلاش بورس تهران برای تدوین اولین دستورالعمل حکمرانی شرکتی (نظام راهبری شرکتی) ایران توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان یک نهاد ناظر در سال ۱۳۸۰ بر اساس دستورالعمل‌های

سازمان همکاری اقتصادی و توسعه<sup>۲</sup> تدوین شد. «این آیین نامه با همکاری تنی چند از حقوقدانان، حسابداران رسمی و کارشناسان بازار سرمایه در وزارت امور اقتصادی و دارایی با الگوبرداری از کشور مالزی و سازمان همکاری های اقتصادی مورد بررسی و در اسفندماه ۱۳۸۴ مقررات آن نهایی و تدوین شد» (سیداحمدی سجادی، ۱۳۸۸: ۲۵۷-۲۷۶) و در طول سال های گذشته مکرراً بازنگری شده است؛ اما علیرغم آنکه پیش نویس اولیه ۳۵ صفحه ای در این بازنگری ها به ۸ صفحه تقلیل یافت؛ هنوز اراده لازم برای اجرایی شدن آن مشاهده نمی گردد و این دستورالعمل همچنان از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان یک دستورالعمل الزامی برای شرکت های بورسی لازم الاجرا نگردیده است (هرورانی، ۱۳۹۲: ۲۱). در سال ۱۳۸۹، سازمان بورس و اوراق بهادار، قانون حاکمیت شرکتی را تکمیل و رسماً تصویب کرد، اما اجرای آن در شرکت ها هنوز اجباری نیست. در این دوره همچنین تعدادی سمینار، کنفرانس و فعالیت های آگاهی بخشی در مورد حاکمیت شرکتی برگزار شده است.

در این میان، سازمان بورس و اوراق بهادار تلاش می کند سیستم حکمرانی شرکت های بورسی و بازار را از طریق آیین نامه های جداگانه ای مانند آیین نامه افشا و شفافیت بهبود بخشد. در آخرین اقدام توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، «دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار» در تاریخ ۱۸ مهرماه ۱۴۰۱ به تصویب هیئت مدیره سازمان رسید و ابلاغ گردید. «این دستورالعمل در ۴۳ ماده و در راستای حمایت از حقوق سرمایه گذاران، پیشگیری از وقوع تخلفات و نیز ساماندهی و توسعه بازار شفاف و منصفانه اوراق بهادار طبق بندهای ۲، ۸، ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب آذر ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی) تدوین شده است» (فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹: ۶۹-۸۴)

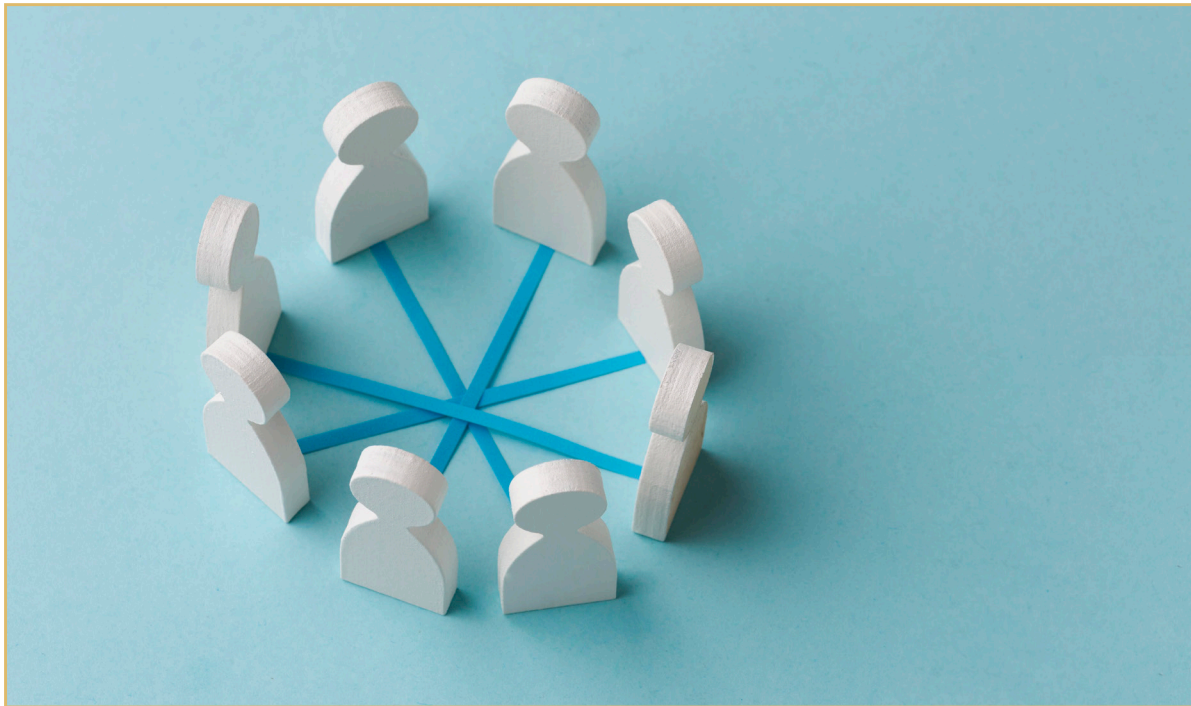
در ماده ۱۳ این دستورالعمل آمده است که «هیئت مدیره باید نسبت به ایجاد، استمرار و تقویت سازوکارهای اثربخش جهت کسب اطمینان معقول از محقق شدن اصول حاکمیت شرکتی به شرح زیر اقدام نماید. بدین منظور، مشروح اقدامات انجام شده باید در یک سرفصل جداگانه در گزارش فعالیت هیئت مدیره منعکس و در مجمع عمومی عادی به سهامداران ارائه شود». (فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹: ۶۹-۸۴). در این ماده نیز اصول حاکمیت شرکتی به این شرح تأکید شده است:

۱. چهارچوب حاکمیت شرکتی اثربخش
۲. حفظ حقوق سهامداران و برخورد یکسان با آنها
۳. رعایت حقوق ذینفعان
۴. شفافیت و افشا تمام موضوعات بااهمیت مرتبط با شرکت (شامل وضعیت مالی، عملکرد، جریان های نقدی، مالکیت و ...)

۵. مسئولیت پذیری هیئت مدیره در نظارت اثربخش  
علیرغم وجود چنین دستورالعمل هایی، اما هنوز بحث حکمرانی شرکتی عمدتاً در محافل دانشگاهی باقی مانده است و بازخوردها نشان می دهد که هنوز هم این دستورالعمل ها نتوانسته تا حد مطلوبی بازار اوراق بهادار را ساماندهی نماید و هنوز هم ضرورت بازنگری در این زمینه وجود دارد. این امر تا حد زیادی به ساختار شرکت های فعال در بورس برمی گردد. «شرکت های ایرانی دارای ساختار هیئت مدیره یک لایه با هیئت مدیره هستند، اما برخی از شرکت های نیمه دولتی ایرانی دارای ساختار هیئت مدیره دو لایه هستند: هیئت امناء و هیئت مدیره. برخی از اعضای هیئت مدیره شرکت ها نه بر اساس تخصص و کارآمدی بلکه به دلیل ارتباطات و نفوذ سیاسی خود منصوب می شوند (Mashtayekhi & Bazzaz, 2008: 156-172). از سوی دیگر، سیستم هیئت مدیره متأثر از ساختار مالکیت شرکت ها است که توسط اکثریت شرکت های خانوادگی کوچک تا متوسط در خاورمیانه و ایران مشخص می شود. در این ساختار، نقش ها و روابط بین خانواده، هیئت مدیره، سهامداران و مدیریت تمایل به همپوشانی و نامشخص بودن دارند» (Braendle et al, 2013: 49-62). «ناکارآمدی عملکرد شرکت ها، عدم رعایت حقوق ذینفعان، عدم پاسخگویی هیئت مدیره، فقدان نظارت دائمی و مستمر سهامداران بر عملکرد شرکت، عدم شناسایی و اجرای دقیق حقوق سهامداران اقلیت و نظام مؤثر حمایت از سرمایه گذاران از جمله مشکلات ساختاری در شرکت های سهامی ایرانی می باشد» (هرورانی، ۱۳۹۲: ۲۲).

#### ۴. اثرات به کارگیری اصول حکمرانی شرکتی بر شرکت های فعال در بورس تهران

همان طور که در بخش چارچوب نظری گفته شد، حکمرانی شرکتی سیستمی است که توسط آن شرکت ها هدایت و کنترل می شوند، اما نکته ای که در اینجا اهمیت دارد این است که علاوه بر حکمرانی شرکتی، رابطه بین شرکت ها و گروه های ذینفع است که جهت و عملکرد استراتژیک آن را تعیین می کند. با استفاده مناسب از اصول حکمرانی شرکتی، یک شرکت سودآوری و بازدهی خود را افزایش می دهد، توان رقابت، اعتبار و شهرتش را ارتقا می بخشد و روابط با سهامداران کلیدی مانند سرمایه گذاران، شرکای تجاری، کارکنان، مشتریان و غیره را بهبود می دهد. شرکت هایی که بر کاربست بالاترین استانداردهای حکمرانی شرکتی پافشاری می کنند، بسیاری از خطرات ناشی از عملیات روزانه را کاهش می دهند. چنین شرکت هایی با عملکرد و بازدهی بهتر قادر به جذب سرمایه گذاران هستند که سرمایه گذاری آنها می تواند به رشد و توسعه بیشتر کمک کند (Ullah et al, 2022: 198-211). با این حال، شیوه های حکمرانی



شرکتی از طریق اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل، کیفیت حسابرسی، اندازه کمیته حسابرسی و فعالیت حسابرسی ثبت می‌شوند. فعالیت و اندازه کمیته حسابرسی و همچنین تصمیم‌گیری‌های کیفیت حسابرسی، باید به‌طور مؤثر اتخاذ شود، زیرا این عوامل پیامدهای زیادی برای بهبود عملکرد شرکت‌های بورسی دارند. در این بخش تلاش می‌شود تا تأثیرات اعمال حکمرانی شرکتی بر شرکت‌های فعال در بورس تهران مورد بررسی قرار گیرد.

شرکتی است که از پس افزایش جذب سرمایه‌گذاری و ارتقای سرمایه فکری، به دست می‌آید. سودآوری، قابلیت یک شرکت را در کسب سود بیشتر برای سهامداران خود به همراه دارد. شرکتی که روند سودآوری‌اش، افزایشی باشد، قادر است منفعت بالایی را به دنبال داشته و ارزش سهام شرکت را به جهت افزایش منفعت حفظ‌شده توسط شرکت، مثبت نگه دارد. در این حالت، شرکت منبع مالی داخلی کافی به‌منظور پرداخت سود دارد و این باعث می‌شود که بار بهره آن کمتر شود، به‌طوری‌که سود به‌دست‌آمده به‌صورت سود سهام بین سهامداران توزیع شود یا برای تقویت سرمایه حفظ شود (کوشکی و بادیب، ۱۴۰۲: ۱۱۴-۸۹).

#### ۴-۲ حکمرانی مشارکتی باعث افزایش توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران می‌شود.

«پیاده‌سازی اصول حکمرانی شرکتی در یک شرکت بورسی منجر به پیشرفت بازارهای مالی و تشویق سرمایه‌گذاری با ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران می‌شود؛ همین امر در صورت اجرای دقیق و مؤثر، موجب کاهش تضاد منافع میان مدیران و مالکان شده و انگیزه‌هایی را برای مدیران جهت افزایش ارزش شرکت و دستیابی به اهداف سهامداران فراهم می‌آورد» (نهندی و حشمت، ۱۳۹۷: ۹۳-۱۰۸). در این فقره، توانایی و قابلیت‌های مدیران به‌عنوان سرمایه‌های نامشهود یک شرکت محسوب می‌شود؛ توانمندی مدیران یک شرکت خود را

شرکتی از طریق اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل، کیفیت حسابرسی، اندازه کمیته حسابرسی و فعالیت حسابرسی ثبت می‌شوند. فعالیت و اندازه کمیته حسابرسی و همچنین تصمیم‌گیری‌های کیفیت حسابرسی، باید به‌طور مؤثر اتخاذ شود، زیرا این عوامل پیامدهای زیادی برای بهبود عملکرد شرکت‌های بورسی دارند. در این بخش تلاش می‌شود تا تأثیرات اعمال حکمرانی شرکتی بر شرکت‌های فعال در بورس تهران مورد بررسی قرار گیرد.

#### ۴-۱ حکمرانی شرکتی باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود.

به‌عنوان مثال، اندازه هیئت مدیره که جز مهمی در اجرای حکمرانی شرکتی در شرکت می‌باشد، می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد؛ چراکه تعداد زیاد مدیران در شرکت، سیگنال مثبتی به بازار می‌دهد که اگر مشکلاتی در شرکت وجود داشته باشد، حل و فصل آنها آسان‌تر خواهد شد. همچنین، فراوانی جلسات هیئت مدیره به هیئت مدیره اجازه می‌دهد تا استراتژی شرکت و عملکرد مدیریت اجرایی را ارزیابی و بهبود بخشد. بر این اساس، هر چه دفعات جلسات هیئت مدیره بیشتر باشد، برنامه‌ها و استراتژی‌های شرکت با دقت بیشتری تهیه می‌شود و در نتیجه عملکرد و ارزش شرکت افزایش می‌یابد (کوشکی و بادیب، ۱۴۰۲: ۸۹-۱۱۴). به همین ترتیب، هر میزان که ارزش شرکت افزایش داشته باشد، سرمایه فکری و سرمایه مالی بیشتری جذب شرکت می‌شود. مقصود از مفهوم سرمایه فکری ناظر به مجموع کارایی سرمایه فیزیکی، کارایی سرمایه انسانی و کارایی

۳-۴ حکمرانی شرکتی باعث افزایش ساختار سرمایه می‌شود. یکی دیگر از نتایج به‌کارگیری و پیاده‌سازی دقیق و مؤثر اصول حکمرانی شرکتی از قبیل تفکیک پست مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، میزان سهام تحت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، می‌تواند موجب افزایش ساختار سرمایه شود. تحقیقات متعددی همچون فتاحی و خواجه‌وند (۱۳۹۷) نشان داده‌اند «شرکت‌هایی که کیفیت نظام حکمرانی شرکتی پایینی دارند، با مسائل و مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه هستند. مدیران چنین شرکت‌هایی بیشتر قادر به استثمار سهامداران هستند و راحت‌تر می‌توانند منافع خود را نسبت به منافع سهامداران در اولویت قرار دهند. در این صورت بدهی‌ها می‌توانند نقش مهمی در کنترل هزینه‌های نمایندگی داشته باشند. بدهی مانع از رفتارهای نادرست مدیران برای سوءاستفاده در جهت منافع‌شان می‌شود. در شرکت‌هایی که نظام حکمرانی شرکتی ضعیفی دارند، مدیران کمتر کنترل می‌شوند و احتمال سوءاستفاده توسط آنها افزایش می‌یابد. مدیران این‌گونه شرکت‌ها تمایل دارند که اهرم مالی شرکت را در سطحی کمتر از سطح بهینه آن حفظ نمایند، زیرا آنها نمی‌خواهند محدودیت‌های اضافی ناشی از ایجاد بدهی در قالب پرداخت بهره‌های ثابت یا محرومیت از جریان‌های نقدی آزاد مازادی که می‌توانند

در دوره‌های بحرانی و زمانی که باید تصمیمات راهبردی و حیاتی در عملیات‌های روزانه برای شرکت اتخاذ شود، نشان می‌دهد. هر قدر این توانمندی بالاتر باشد، درصد نیل به سودهای بالاتر برای شرکت و سهامداران افزایش پیدا می‌کند. «از آنجا که حکمرانی شرکتی به بازسازی و اصلاح ساختار درون شرکت فکر می‌کند و در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل می‌باشد، از طریق سازوکارهایش می‌تواند منافع سهامداران را تضمین کرده و شرکت را در قبال سایر اشخاص نظیر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و نهایتاً جامعه پاسخگو نماید؛ به این ترتیب حکمرانی شرکتی به‌مثابه سازوکاری مؤثر هم در گزینش مدیران و هم در ارتقای ارزش و عملکرد شرکت نقش مهمی را ایفا کرده و در این موضوع دارای رابطه معناداری است» (سیداحمدی سجادی، ۱۳۸۸: ۲۵۷-۲۷۶).

حکمرانی شرکتی از دو طریق می‌تواند بر توانمندی مدیران و در نهایت افزایش ارزش شرکت مؤثر باشد. نخست، از مسیر «کنترل» و دوم «ارزایی کیفیت تصمیمات اخذشده توسط مدیران». در مسیر نخست، اصول حکمرانی شرکتی ایجاب می‌کند که هر شرکت باید به دلیل کاهش هزینه‌های نمایندگی (مدیران به‌مثابه نمایندگان سهامداران در شرکت) و حداکثر کردن ثروت و سود سهامداران، از طریق «قراردادهای کارآمد»، مدیران کارآمدتر را انتخاب کند. به هر میزان که قابلیت‌های یک مدیر بیشتر باشد، تحلیل‌ها و تصمیمات مؤثرتری به نسبت دیگران اتخاذ می‌کند؛ «مدیران با توانایی بالاتر، آگاهی بیشتری در خصوص وضعیت آتی شرکت، صنعت و روندهای اقتصادی دارند؛ هر چه کیفیت تصمیمات مدیران یک شرکت بالاتر باشد، کیفیت بالاتر اقدام تعهدی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه سهامداران را برای نظارت و پایش مدیر کاهش داده و به گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌شود که این امر منجر به بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران می‌شود» (Dhankar, 2019: 78)؛ نهندی و حشمت، ۱۳۹۷: ۹۳-۱۰۸). گزینش و کنترل دقیق‌تر و نظارت مؤثرتر بر نحوه تصمیم‌سازی و سیاست‌گذاری آنها نیز می‌تواند به افزایش کیفیت و ظرفیت فرآیندهای تصمیم‌گیری درون شرکتی منجر شود. حکمرانی شرکتی با به جریان انداختن و حساسیت‌زایی نسبت به این دو مقوله می‌تواند بر همسوسازی بیشتر منافع سهامداران و تصمیمات مدیران تأثیرگذار باشد. در این راستا، پژوهش‌های متعددی همچون نهندی و حشمت (۱۳۹۷)، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، آندرو و همکاران (۲۰۱۳) رابطه‌ی مثبت و معناداری بین سازوکارهای حکمرانی شرکتی و توانایی مدیریت و ارزش ایجادشده برای سهامدار را به اثبات رسانده‌اند.







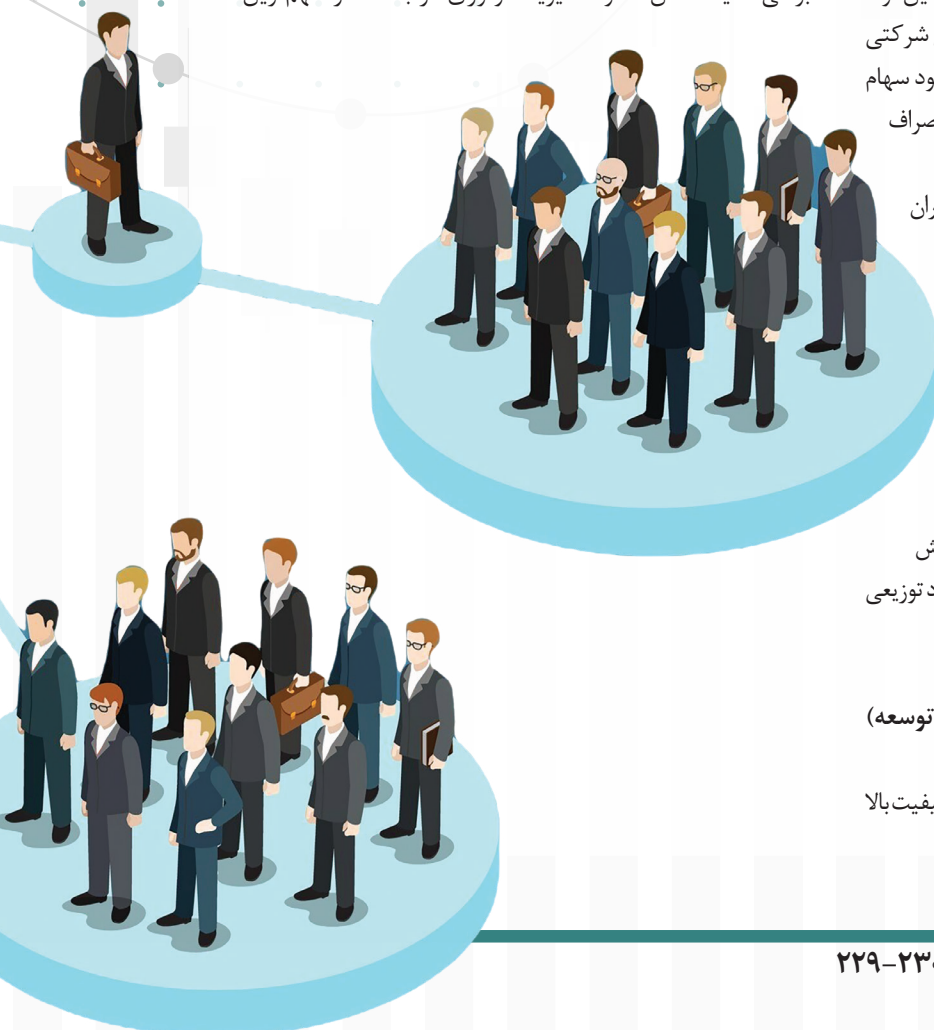
و توسعه پایدار شرکت ایفا می‌کند. در سال‌های اخیر، از آنجا که شرکت‌های فهرست‌شده در بورس‌های بین‌المللی و ملی، با چالش‌های فزاینده‌ای در مسائل مربوط به مسئولیت اجتماعی مانند آلودگی محیط زیست و تقلب‌های مالی مواجه هستند، حکمرانی شرکتی مورد توجه گسترده دانشگاهیان و متخصصان قرار گرفته است. به‌ویژه، نوآوری‌های تکنولوژیکی توجه زیادی را به توسعه شرکت‌ها جلب کرده است. نتایج برخی از تحقیقات (Yinlong et al, 2024; Samlal, 2020) نشان می‌دهد که درجه تعادل حقوق صاحبان سهام، اندازه هیئت مدیره و انگیزه‌های اجرایی همگی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارند. نوآوری فناورانه اثر میانجی خاصی بر متغیرهای مستقل (درجه تعادل سهام، اندازه هیئت مدیره و انگیزه‌های اجرایی) و عملکرد شرکت دارد. با بررسی تعامل بین سازوکارهای حاکمیت فرآیندهای نوآوری و نتایج عملکرد، محققان می‌توانند درک عمیق‌تری از اینکه چگونه سازمان‌ها می‌توانند از شیوه‌های حکمرانی برای هدایت رشد مبتنی بر نوآوری و موفقیت پایدار استفاده کنند، به دست آورند. به‌لحاظ نظری، اکثریت محققین علوم شناختی قاطعانه بیان کرده‌اند که حکمرانی شرکتی، نوآوری را بهبود می‌بخشد، زیرا شامل توزیع مناسب اختیارات و تصمیم‌گیری در تمام بدنه‌های مدیریت شرکت است (Finet, 2009; Guéry-Stévenot, 2006; Charreaux and Wirtz, 2006). در میان عوامل متعدد برون و درون‌سازمانی، برخی اندیشمندان، نحوه مدیریت نوآوری در بنگاه‌ها را مهم‌ترین

به نفع خود استفاده می‌کنند. فرضیه نتیجه، بیان می‌کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حکمرانی شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت‌های فرصت‌طلب هستند (پاشایی، ۱۳۹۶: ۱۸۶-۲۰۶)، «زیرا مدیران دارای قدرت زیادی بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می‌شوند. در این صورت، مدیران تلاش می‌کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت حفظ کنند؛ بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حکمرانی ضعیف‌تر را به همراه دارد؛ اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند» (معطوفی و احمدیان، ۱۳۹۸: ۱۱۷-۱۳۳). فرضیه دیگر در توجیه توزیع سود، فرضیه جایگزینی است که بر اساس این نظریه توزیع سود، جایگزین حقوق صاحبان سهام می‌شود؛ یعنی شرکت‌های با حکمرانی شرکتی ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری می‌پردازند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. این بحث به‌خصوص روی نیاز شرکت برای تأمین مالی از طریق بازارهای سرمایه‌ای بیرونی تمرکز می‌کند. شرکت‌ها برای تأمین مالی خارجی، باید دارای اعتبار قابل قبولی باشند و یک راه برای ایجاد چنین اعتباری توزیع سود سهام است. رفتار خوب با سهامداران برای شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آن ضعیف است، باعث اعتبار شرکت می‌شود. بنابراین، پرداخت سود سهام، بزرگ‌ترین دستاورد اعتباری برای این گونه شرکت‌ها می‌باشد. البته اگر شرکت‌ها دارای ساختار حکمرانی شرکتی قوی باشند، نیاز به سازوکار اعتباری و همچنین پرداخت سود سهام توسط آنها کمتر می‌شود» (سیدعلی پورقرآنی، ۱۳۹۸: ۱۴-۱؛ صراف و همکاران، ۱۴۰۱: ۲۱-۳۶).

حکمرانی شرکتی با ایجاد تعادل میان توزیع سود میان سهامداران و حفظ سرمایه نقد به‌منظور استفاده در فرصت‌های مهم و با سوددهی بالای سرمایه‌گذاری، قادر است زمینه بهینه‌سازی توزیع و تقسیم سود را در یک شرکت بورسی فراهم سازد. ساختار حکمرانی شرکتی قوی در یک شرکت از سوی دیگر باعث افزایش نظارت سهامداران بر نحوه عملکرد مدیران شرکت شده و باعث می‌شود تصمیمات کارآمد آنها از سوی سهامداران با مشروعیت بیشتری تداوم پیدا کند. از طرف دیگر، حکمرانی شرکتی قوی باعث استقلال هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل می‌شود که هر دوی این عوامل باعث افزایش درصد سود توزیعی سهام می‌شود.

۴-۵ حکمرانی شرکتی باعث افزایش نوآوری (تحقیق و توسعه) در شرکت‌ها می‌شود.

حکمرانی شرکتی نقش مهمی در دستیابی به توسعه اقتصادی با کیفیت بالا



نمایند تا رسیدن به اهداف سودآوری و پاسخگویی مدیران شرکت را در قبال ذینفعان و سهامداران به حداکثر برساند. از آنجا که حکمرانی شرکتی مجموعه سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت‌هاست که توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذینفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران، اعتباردهندگان و سایر شخصیت‌های حقوقی و حقیقی را که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. سؤال اصلی این مقاله این بوده است که اعمال اصول حکمرانی شرکتی بر شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار در ایران چه تأثیری دارد. با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد استفاده از اصول حکمرانی مشارکتی در شرکت‌های بورسی باعث افزایش ارزش شرکت، افزایش توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران، بهبود ساختار سرمایه، بهینه‌سازی فرآیند توزیع سود به سهامداران و در نهایت افزایش نوآوری (تحقیق و توسعه) در شرکت‌ها می‌شود.

در نهایت با توجه به فقدان گستردگی و عدم استفاده حداکثری اصول حکمرانی شرکتی در شرکت‌های فعال در بورس تهران، پیشنهاد می‌شود دستورالعمل‌های حکمرانی شرکتی صادره از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار برای شرکت‌های بورسی الزامی گردد. این امر تا حد زیادی می‌تواند از طریق مشوق‌های مالیاتی و همچنین امتیازهای رده‌بندی شرکتی مورد توجه و استفاده در شرکت‌ها شود. از سوی دیگر می‌تواند موجب ارتقای شفافیت و پاسخگویی و افزایش امنیت سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها گردد.

## منابع

- اسعدی، عبدالرضا (۱۳۹۵). «حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های هلدینگ و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران». راهبرد مدیریت مالی، ۴(۴)، ۱۲۹-۱۵۱.
- الیاسی، مهدی؛ میرزایی، حسین؛ حساس یگانه، سیدیحیی، قاضی نوری، سیدسروش (۱۳۹۸). «تأثیر حاکمیت شرکتی بر تلاش‌های نوآورانه شرکت‌های فعال در بازار»، نشریه علمی مدیریت نوآوری، سال هشتم، شماره ۳، صص ۹۹-۱۲۶.
- بیگلرخانی، غلامرضا؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله (۱۴۰۱). «تبیین رابطه بین پیچیدگی گزارش‌های مالی مورد استفاده سرمایه‌گذاران با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۴۱)، ۵۷۷-۶۰۸.
- پاشایی، ماندانا (۱۳۹۶). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و مدیریت بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران»، دوره ۳، شماره ۱، صص ۱۸۶-۲۰۶.
- پاک‌مرام، عسگر؛ لطفی، بهرام (۱۳۹۵). «ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکت‌های بیمه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهشنامه بیمه، ۵(۴)، ۲۵۱-۲۶۵.

عامل موفقیت یا شکست فعالیت‌های نوآوری برشمرده‌اند. از دیگر سو، نحوه مدیریت نوآوری متأثر از ویژگی‌های مدیران و سازمان مدیریتی بنگاه‌ها می‌باشد. به تعبیر بیلاک (۲۰۱۲)، شکست و موفقیت تلاش‌های نوآوری بنگاه‌ها، تبلوری از نحوه حکمرانی شرکتی بنگاه یا شرکت است. به نظر می‌رسد حکمرانی شرکتی به‌عنوان یک امر حتمی موردنیاز شرکت‌ها و سازمان‌ها باشد. از این منظر شرکت‌ها، «نیازمند تدوین سیاست‌ها، اهداف و راهبردهای مرتبط با راهبری نوآوری به‌صورت نظام‌مند می‌باشند. نوآوری پایدار به‌صورت همزمان به رهبری و سیستم بومی حکمرانی نیاز دارد و هر یک بدون دیگری ناکافی است. رهبری بدون وجود یک فرآیند جهت جاری‌سازی مناسب راهبردها بی‌اثر بوده و یک فرآیند مناسب نیز بدون حمایت و حضور رهبر، بی‌اثر خواهد بود. بنابراین می‌توان ادعا نمود که در شرکت یکی از الزامات مهم مدیریت نوآوری، مقوله راهبری نوآوری می‌باشد. به نظر می‌رسد حکمرانی شرکتی و راهبری نوآوری در سطح بالای سازمانی، می‌تواند یک چهارچوب جامع برای ایجاد هماهنگی و یکپارچگی میان کلیه فعالیت‌های مرتبط با نوآوری در پیکره سازمان ایجاد نماید» (الیاسی و همکاران، ۱۳۹۸: ۹۹-۱۲۶). نحوه انتخاب مدیران، ترکیب اعضای هیئت مدیره، کارآمدی ساختار تصمیم‌گیری در شرکت/بنگاه و عطف توجه به راهبردهای آینده شرکت بر اساس روندهای فعلی و آینده‌پژوهی آنها به‌عنوان محورهای مهم حکمرانی شرکتی، می‌تواند باعث افزایش هزینه‌بخش تحقیق و توسعه شرکت شده و آورده عینی و محسوسی در کارکرد و تصمیمات شرکت در آینده داشته باشد؛ بدین ترتیب با چنین روندی، اعتبار و ارزش شرکت در میان مدت و بلندمدت حفظ شده و در مواجهه با بحران‌ها و مسائل نوظهور، به‌طور مؤثری رفتار خواهد کرد.

## نتیجه‌گیری

مقاله حاضر در باب تأثیر به‌کارگیری اصول حکمرانی مشارکتی بر شرکت‌های فعال در بورس تهران است. همانطور که بررسی شد، حکمرانی شرکتی ناظر به قوانین، رویه‌ها و فرآیندهایی است که به واسطه آن یک شرکت مدیریت شده و تضمین می‌کند که شرکت یا سازمان به‌طور کارآمد و مؤثر عمل کرده و ارزش سهامداران را به حداکثر می‌رساند. از طرفی دیگر با گسترش شرکت‌های سهامی و با اعطای بدون محدودیت اختیارات از سوی سهامداران و مالکان اصلی شرکت به هیئت مدیره و طرح تئوری نمایندگی، مسئله حکمرانی شرکتی در کانون توجهات تحقیقات شرکتی و سازمانی قرار گرفته است. در این زمینه همواره یکی از چالش‌های جهانی این است که شرکتی را به جهت ساختار سازمانی به‌گونه‌ای طراحی و صورت‌بندی



۶) جعفری، امین (۱۳۹۳). «وضعیت نظام حاکمیت شرکتی در حقوق ایران و ضرورت بازنگری لایحه قانون تجارت جدید». پژوهش‌های حقوقی، ۱۳(۲۶)، ۱۹۷-۲۰۴.

۷) رحمانیان کوشکی، عبدالرسول؛ بادیاب، آرش (۱۴۰۲). «تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه‌فکری». مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابداری، ۱۱(۳)، صص ۸۹-۱۱۴.

۸) سعیدی، علی؛ فروغی، داریوش؛ رئائیان، امیر (۱۳۹۰). «نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۸، صص ۲۱۲-۱۸۹.

۹) سیداحمدی سجادی، علی (۱۳۸۸). «نظریه‌نماینده‌گی در نظام راهبری شرکتی». فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴، صص ۲۵۷-۲۷۶.

۱۰) سیدعلی پورقرآنی، سیده شیوا (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر توزیع سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۱-۱۴.

۱۱) شیخی، زهرا (۱۳۹۹). «تأثیر رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتی بر رابطه توانایی مدیران با ارزش شرکت». پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، سال ۴، شماره ۲، صص ۱۱-۲۶.

۱۲) صراف، فاطمه؛ بشارت‌پور، فاطمه؛ علی‌اکبری، محمدامین؛ پرتوی، رویا (۱۴۰۱). «تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت». مطالعات حسابداری و حسابداری، ۱۱(۴۳)، ۲۱-۳۶.

۱۳) علی‌رضا معطوفی؛ علی اشرف احمدیان. (۱۳۹۸). «تأثیر قدرت مدیر بر انتخاب حسابرس: رویکرد فرصت‌طلبانه به قدرت». سال دوم، شماره ۱۴، صص ۱۱۷-۱۳۳.

۱۴) فتحی‌نافچی، حسن؛ خواجه‌وند کاجی، میلاد (۱۳۹۷). «تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۱، شماره ۴، صص ۷۲-۸۵.

۱۵) فخاری، حسین؛ یوسفعلی تبار، نصیبه (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابداری، ۱۷(۴)، ۶۹-۸۴.

۱۶) کریمی، محمود؛ اسحق‌زاده، علی؛ صالحی‌فر، محمد (۱۴۰۱). «بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تأکید بر نقش حاکمیتی اطلاعات حسابداری». دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۴۲)، ۵۵-۲۷.

۱۷) مهاجرانی، امیرعلی؛ مشایخی، علینقی؛ طالبیان، مسعود (۱۳۹۸). «حکمرانی شرکتی در ایران: پژوهش موردی شرکت‌های دولتی». فصلنامه انجمن علوم مدیریت ایران، سال ۱۴، شماره ۵۳، صص ۱-۳۵.

۱۸) نکوئی‌زاده، شکوفه؛ دستگیر، محسن؛ علی‌احمدی، سعید (۱۳۹۹). «تأثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد

۶) جعفری، امین (۱۳۹۳). «وضعیت نظام حاکمیت شرکتی در حقوق ایران و ضرورت بازنگری لایحه قانون تجارت جدید». پژوهش‌های حقوقی، ۱۳(۲۶)، ۱۹۷-۲۰۴.

۷) رحمانیان کوشکی، عبدالرسول؛ بادیاب، آرش (۱۴۰۲). «تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه‌فکری». مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابداری، ۱۱(۳)، صص ۸۹-۱۱۴.

۸) سعیدی، علی؛ فروغی، داریوش؛ رئائیان، امیر (۱۳۹۰). «نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۸، صص ۲۱۲-۱۸۹.

۹) سیداحمدی سجادی، علی (۱۳۸۸). «نظریه‌نماینده‌گی در نظام راهبری شرکتی». فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴، صص ۲۵۷-۲۷۶.

۱۰) سیدعلی پورقرآنی، سیده شیوا (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر توزیع سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۱-۱۴.

۱۱) شیخی، زهرا (۱۳۹۹). «تأثیر رقابت در بازار محصول و حاکمیت شرکتی بر رابطه توانایی مدیران با ارزش شرکت». پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، سال ۴، شماره ۲، صص ۱۱-۲۶.

۱۲) صراف، فاطمه؛ بشارت‌پور، فاطمه؛ علی‌اکبری، محمدامین؛ پرتوی، رویا (۱۴۰۱). «تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت». مطالعات حسابداری و حسابداری، ۱۱(۴۳)، ۲۱-۳۶.

۱۳) علی‌رضا معطوفی؛ علی اشرف احمدیان. (۱۳۹۸). «تأثیر قدرت مدیر بر انتخاب حسابرس: رویکرد فرصت‌طلبانه به قدرت». سال دوم، شماره ۱۴، صص ۱۱۷-۱۳۳.

۱۴) فتحی‌نافچی، حسن؛ خواجه‌وند کاجی، میلاد (۱۳۹۷). «تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۱، شماره ۴، صص ۷۲-۸۵.

۱۵) فخاری، حسین؛ یوسفعلی تبار، نصیبه (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابداری، ۱۷(۴)، ۶۹-۸۴.

۱۶) کریمی، محمود؛ اسحق‌زاده، علی؛ صالحی‌فر، محمد (۱۴۰۱). «بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تأکید بر نقش حاکمیتی اطلاعات حسابداری». دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۴۲)، ۵۵-۲۷.

۱۷) مهاجرانی، امیرعلی؛ مشایخی، علینقی؛ طالبیان، مسعود (۱۳۹۸). «حکمرانی شرکتی در ایران: پژوهش موردی شرکت‌های دولتی». فصلنامه انجمن علوم مدیریت ایران، سال ۱۴، شماره ۵۳، صص ۱-۳۵.

۱۸) نکوئی‌زاده، شکوفه؛ دستگیر، محسن؛ علی‌احمدی، سعید (۱۳۹۹). «تأثیر بحران اقتصادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل با ارزش و عملکرد

Nouveaux Défis Financiers et Non Financiers, Éditions De Boeck Université, Brussels, Belgium.

29) Guéry-Stévenot, A. (2006), "Conflits entre investisseurs et dirigeants: une analyse en termes de gouvernance cognitive", *Revue Française de Gestion*, Vol. 32 No. 164, pp. 157-180.

30) Jensen and C. Michael. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76, 323-329.

31) Mallin, C. A. (2013). *Corporate Governance*. United Kingdom: OUP Oxford.

32) Mashayekhi, B., and Bazzaz, M.S. (2008), "Corporate Governance and Firm Performance in Iran", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4 (2), pp.156-172.

33) Sharma.F.C.(2021). *Business Ethics And Corporate Governance* (n.p): SBPD Publications.

34- Solomon, J. (2020). *Corporate Governance and Accountability*. United Kingdom: Wiley.

35) Tricker, R. I. (2012). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. United Kingdom: OUP Oxford.

36) Ullah, B. Ziaullah, M. Athar, M. R. Faisal, M. M., and Zulfikar, B. (2022). "Impact of Corporate Governance on Firm Performance in South Asia"n, *Countries*. *Bulletin of Business and Economics*, 11(2), 198-211.

37) Wirtz, P. (2006), "Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance", *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 9 No. 2, pp. 187-201.

38) Yinlong Ma, Nur Syafiqah Binti A. Rahim, Siti Aisyah Bt Panatik, Ruirui Li, (2024). "Corporate governance, technological innovation, and corporate performance: Evidence from China", *Heliyon*, Volume 10, Issue 11

### پانویس‌ها

1- Corporate Governance (CG)

2- OECD

مالی؛ نقش ویژگی‌های گزارشگری مالی شرکت». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۶۸)، ۱-۳۱.

۱۹) هاشمی، سیدعباس؛ رسائیان، امیر (۱۳۸۸). «بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان*، سال ۲۰، شماره ۵۱، صص ۱۸۷-۲۱۳.

۲۰) ناصری، امین؛ قلی‌پور، رحمت‌اله (۱۳۹۴). *حاکمیت شرکتی خوب، مسیر گذار به رقابت‌پذیری و شفافیت اقتصاد ایران*. همایش ملی حاکمیت شرکتی. [SID. https://sid.ir/paper/۸۴۲۷۰۴/fa](https://sid.ir/paper/۸۴۲۷۰۴/fa)

21) Alam, M. K., Ab Rahman, S., Mustafa, H., Shah, S. M., & Rahman, M. M. (2019). An overview of corporate governance models in financial institutions. *International Journal of Management and Sustainability*, 8(4), 181-195.

22) Andreou, P. C., Ehrlich, D., & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. *Cyprus University of Technology, Department of Commerce, Finance and Shipping, and Visiting Research Fellows at Durham Business School*.

23) Borlea, Sorin Nicolae; Achim, Monica-Violeta, . *Studia Universitatis "Vasile Goldis" Arad. Seria stiinte economice; Arad Vol. 23, Iss. 1, (2013): 117-128*.

24) Braendle, U. C., Omidvar, A., & Tehraninasr, A. (2013). "On the specifics of corporate governance in Iran and the Middle East". *Corporate Ownership & Control*, 10(3), 49-62.

25) Chen, James (2023). "Corporate Governance: Definition, Principles, Models, and Examples"; <https://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp#citation-1>

26) Demerjian, P., Lev, B., & MacVays, s. (2012). "Quantifying managerial ability: A new measure and validity test". *Management Science*, 58(7), 1229-1248.

27) Dibra, Rezart. (2016). "Corporate Governance Failure: The Case of Enron and Parmalat." *European Scientific Journal*, vol.12, no.16, pp. 283-290.

28) Finet, A. (2009), *Gouvernance D'entreprise*:





## چگونگی انجام معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار و نحوه تسویه آنها

بورس های اوراق بهادار یکی از مهم ترین مکان های معاملاتی برای اوراق بهادار هستند به طوری که سرمایه گذاران متعددی را گرد هم آورده و سفارش های خرید و فروش آنها

کامران سلمانی قرآنی  
کارشناس مسئول واحد تحقیق و توسعه بورس تهران

را از طریق سیستم معاملات تطبیق می دهند. بورس ها از شفافیت بالایی برخوردار بوده و تمام اطلاعات لازم را بلافاصله منتشر کرده و در اختیار عموم قرار می دهند. اما برخی اوقات سرمایه گذاران از جمله معامله گران عمده تمایلی به انجام معاملات در بورس های اوراق بهادار نداشته و معاملات خود را خارج از بورس ها و از طریق شرکت های واسطه ای مانند کارگزاران انجام می دهند چراکه سرمایه گذاران از این طریق آزادی عمل بیشتری داشته و حتی می توانند به صورت دوطرفه<sup>۲</sup> و از طریق مذاکره<sup>۳</sup>، شرایط معامله را بر اساس نیازهای خود طراحی کنند. لازم به ذکر است که معاملات خارج از بورس از طریق سیستم معاملات داخلی شرکت های کارگزاری و خارج از سیستم معاملات اصلی بورس ها انجام می شوند.

برای پی بردن به جزئیات معاملات خارج از بورس و چگونگی انجام این معاملات در بازارهای اوراق بهادار، در این گزارش ابتدا به بررسی نحوه انجام معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار آمریکا و اروپا پرداخته شده است. سپس نحوه تسویه و پایای معاملات خارج از بورس و آمار و اطلاعات جهانی مربوط به آنها مورد بررسی قرار گرفته است.

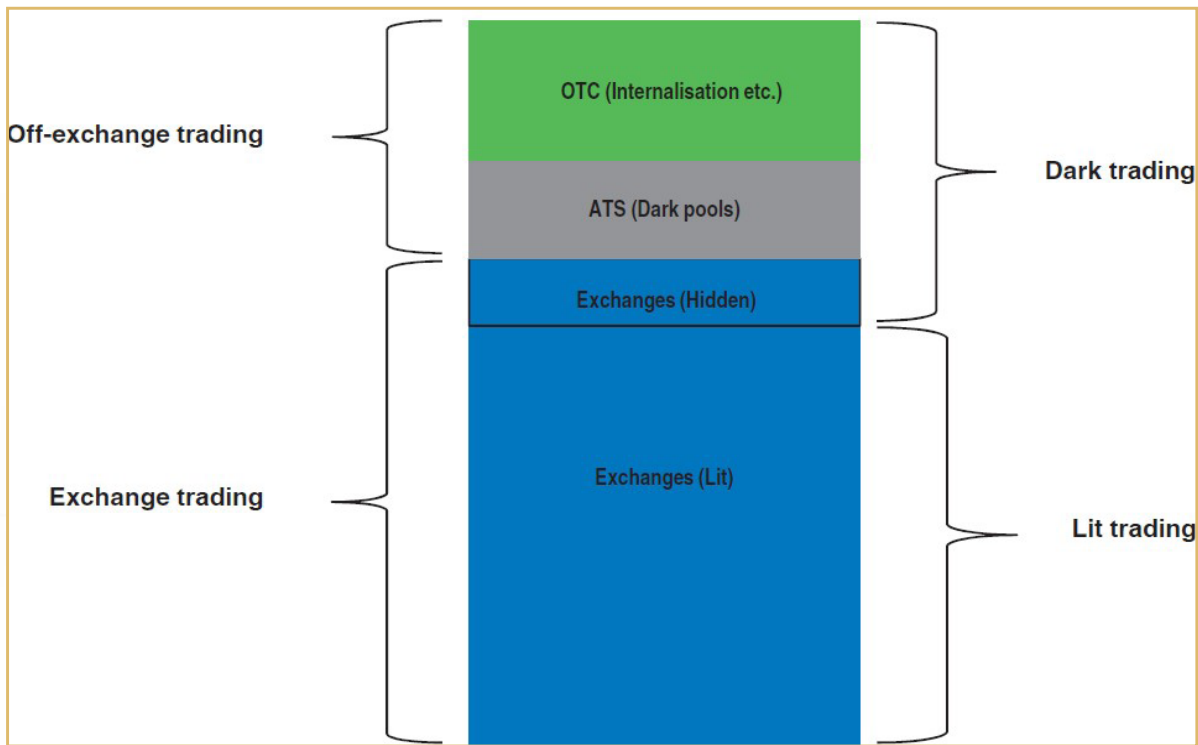
## ۱- نحوه انجام معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار منتخب

معاملات اوراق بهادار می‌توانند در بورس یا خارج از بورس انجام شوند. معاملات خارج از بورس در سیستم‌ها و پلتفرم‌های معاملاتی به‌غیر از سیستم‌های معاملاتی بورس انجام می‌شوند؛ به‌عبارت‌دیگر، پلتفرم‌های معاملاتی خارج از بورس<sup>۴</sup>، سفارش‌ها را به‌صورت مجزا از سیستم ثبت سفارش بورس‌های رسمی اجرا می‌کنند. معاملات خارج از بورس به شیوه‌های مختلفی قابل انجام هستند که در ادامه به بررسی این معاملات در بازارهای سهام آمریکا و اروپا می‌پردازیم.

### ۱-۱- معاملات خارج از بورس در بازارهای سهام آمریکا

در شکل ۱، طبقه‌بندی معاملات در بازارهای سهام آمریکا نشان داده شده است. مطابق این شکل، معاملات اوراق بهادار می‌توانند

به دو حالت تقسیم شوند. در حالت اول معاملات اوراق بهادار را می‌توان به معاملات انجام‌شده در بورس و خارج از بورس تقسیم کرد. در حالت دوم معاملات اوراق بهادار به دو دسته معاملات شفاف<sup>۵</sup> و معاملات سفارش پنهان<sup>۶</sup> تقسیم می‌شوند که با توجه به هدف این گزارش به تشریح حالت اول می‌پردازیم. همان‌طور که در شکل ۱ نشان داده شده است معاملات خارج از بورس در بازارهای سهام آمریکا به دو صورت انجام می‌شوند که شامل معاملات انجام‌شده از طریق سامانه معاملات جایگزین (ATS)<sup>۷</sup> و معاملات OTC<sup>۸</sup> است. در برخی از گزارش‌های منتشرشده توسط بورس‌های آمریکایی، معاملات OTC تحت عنوان معاملات خارج از سامانه معاملات جایگزین (Non-ATS OTC) نیز شناخته می‌شوند.



شکل ۱: تفکیک معاملات اوراق بهادار در بازارهای سهام آمریکا

### ۱-۱-۱- معاملات انجام‌شده از طریق ATS

سامانه معاملات جایگزین (ATS) یک مکان الکترونیکی برای اجرای سفارش‌ها است که بسیار شبیه بورس‌های اوراق بهادار عمل می‌کند اما برخلاف بورس‌های رسمی، یک سازمان خود انتظام<sup>۹</sup> نیست. این بدان معناست که سامانه‌های معاملات جایگزین مانند بورس‌ها امکان انجام مشارکت چندجانبه<sup>۱۰</sup> را برای سرمایه‌گذاران

فراهم کرده و خریداران و فروشندگان متعدد را گرد هم می‌آورند اما برخلاف بورس‌ها، سامانه‌های معاملات جایگزین عضو ندارند و مسئولیت‌های نظارتی را نیز بر عهده نمی‌گیرند. لازم به ذکر است که کلیه سهام قابل معامله در بورس‌ها در سامانه‌های معاملات جایگزین امکان معامله دارند، اما برخلاف بورس‌ها، سهام و اوراق بهادار با درآمد ثابت غیر بورسی نیز می‌توانند در

سامانه‌های معاملات جایگزین معامله شوند.

با اینکه سامانه‌های معاملات جایگزین جزو سازمان‌های خودانتظام نیستند، اما این سامانه‌ها توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC)<sup>۱۱</sup> و بر اساس مقررات مربوط به ATS<sup>۱۲</sup> تحت نظارت قرار می‌گیرند. بر اساس این مقررات، یک سامانه معاملات جایگزین باید توسط یک کارگزار - معامله‌گر که عضو سازمان تنظیم مقررات صنعت مالی (FINRA)<sup>۱۳</sup> است اداره شود. بنابراین سامانه‌های معاملات جایگزین نیز مشمول قوانین و مقررات مربوط به اوراق بهادار مانند قوانین مربوط به فعالیت‌های معاملاتی و مظنه‌دهی متقلبانه<sup>۱۴</sup> و همچنین نظارت توسط FINRA قرار می‌گیرند.

همچنین مقررات مربوط به ATS برخی الزامات اضافی را بر سامانه‌های معاملات جایگزین اعمال می‌کند که از جمله می‌توان به قوانین مربوط به حفاظت از اطلاعات معاملاتی محرمانه و همچنین الزامات سیستمی و دسترسی منصفانه برای سامانه‌هایی که حجم بزرگی از اوراق بهادار را معامله می‌کنند، اشاره کرد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) فهرستی از تمام سامانه‌های معاملات جایگزین را در وبسایت خود نگهداری می‌کند.

بازار معاملات پنهان<sup>۱۵</sup> یک اصطلاح غیررسمی است که اغلب برای اشاره به سامانه معاملات جایگزین استفاده می‌شود که در آن قیمت خرید/فروش یا تعداد سهام معامله‌شده به‌طور عمومی نشان داده نمی‌شود. به‌طور کلی، بازار معاملات پنهان به‌گونه‌ای طراحی شده است که سرمایه‌گذاران نهادی در آن به‌طور ناشناس اقدام به انجام معاملات بزرگ کرده و بیشتر سرمایه‌گذاران خرد مستقیماً با این بازار ارتباط برقرار نمی‌کنند. با اینکه بازارهای معاملات پنهان نیازی به انتشار مظنه‌ها در پلتفرم‌های خود ندارند، اما این بازارها موظفاند اطلاعات مربوط به معاملاتی را که در پلتفرم‌هایشان انجام می‌شوند گزارش کنند.

تمام اطلاعات معاملاتی مربوط به معاملات سهام پذیرفته‌شده در بورس که از طریق سامانه‌های معاملات جایگزین انجام شده است باید به سامانه گزارش‌دهی معاملاتی<sup>۱۶</sup> FINRA ارسال شده و همراه با سایر معاملاتی که در بورس‌ها انجام شده است منتشر شود. اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار غیربورسی نیز باید از طریق ارسال به سامانه‌های مربوطه به FINRA گزارش شوند.

#### ۱-۲-۱- معاملات Non-ATS OTC

در این نوع از معاملات، شرکت کارگزاری به جای اینکه سفارش مشتری را به سیستم معاملات بورس ارسال کند، خود می‌تواند سفارش را اجرا کرده یا سفارش مشتری را به یک مکان معاملاتی دیگر که به‌عنوان بورس یا سیستم معاملات جایگزین ثبت نشده است، ارسال کند. باین‌حال ضروری است تمام فعالیت‌های خارج

از بورس که خارج از سیستم معاملات جایگزین انجام می‌شوند توسط کارگزار - معامله‌گر دارای مجوز<sup>۱۷</sup> صورت گیرد، بنابراین این معاملات همچنان تحت نظارت SEC و FINRA قرار دارند. در حالی که این معاملات می‌توانند به‌عنوان معاملات پنهان در نظر گرفته شوند، اما همچون معاملات انجام‌شده در ATS، همه معاملات Non-ATS برای هر یک از انواع اوراق بهادار مورد معامله باید به سامانه گزارش‌دهی معاملات گزارش شوند. این نوع از معاملات به‌صورت دوطرفه<sup>۱۸</sup> بوده و از طریق داخلی‌سازان سیستماتیک<sup>۱۹</sup>، معامله‌گران عمده<sup>۲۰</sup> یا... انجام می‌شود.

**داخلي سازان سیستماتیک:** به کارگزار - معامله‌گرانی گفته می‌شود که از طریق سیستم معاملات داخلی خود تحت عنوان پلتفرم معامله‌گر واحد<sup>۲۱</sup> اقدام به اجرای سفارش مشتریان در مقابل پرتفوی خود می‌کنند؛ بنابراین در این حالت، کارگزار - معامله‌گر خود به‌عنوان طرف مقابل (خریدار یا فروشنده) برای هر معامله عمل می‌کند. برخلاف سیستم معاملات جایگزین که در آن سفارش‌های خرید و فروش مشتریان از طریق این سیستم با یکدیگر تطبیق داده می‌شوند، کارگزار - معامله‌گری که پلتفرم معامله‌گر واحد را اداره می‌کند، همیشه طرف مقابل هر معامله‌ای است که در آن پلتفرم انجام می‌شود.

**معامله‌گران عمده:** به کارگزار - معامله‌گری گفته می‌شود که به‌طور فعال مظنه‌های خرید و فروش برای یک ورقه بهادار خاص را برای سایر کارگزار - معامله‌گران اعلام می‌کند و به جای معامله با سرمایه‌گذاران خرد، با سایر کارگزار - معامله‌گران معامله می‌کنند. برخی از کارگزار - معامله‌گران، به‌ویژه کارگزار - معامله‌گران خرد<sup>۲۲</sup>، تمام یا بخش قابل توجهی از سفارش‌های مشتریان خود را به یک یا چند معامله‌گر عمده ارسال می‌کنند. نحوه کسب درآمد معامله‌گر عمده از طریق اجرای این سفارش‌ها است که می‌تواند توسط خود معامله‌گر عمده یا از طریق ارسال به مکان‌های معاملاتی دیگر انجام شود. معامله‌گران عمده معمولاً قیمت‌های بهتری نسبت به بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش در بورس‌های ملی<sup>۲۳</sup> ارائه می‌کنند. با اینکه تفاوت‌هایی بین انواع مکان‌های معاملاتی در بازارهای اوراق بهادار آمریکا وجود دارد، اما همه آنها موظف به گزارش‌دهی اطلاعات بعد از معامله هستند. همچنین تمام معاملات مشتریان، صرف‌نظر از اینکه در کدام مکان معاملاتی اجرا می‌شوند، تابع قوانین و مقررات SEC و FINRA هستند که به‌منظور حمایت و محافظت از سرمایه‌گذاران طراحی شده‌اند، از جمله می‌توان به قوانین مربوط به بهترین اجرا<sup>۲۴</sup> و موارد دیگر اشاره کرد.

۱-۲-۱- معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار اروپا  
نهاد ناظر بازارها و اوراق بهادار اروپا (ESMA)، طی گزارشی به

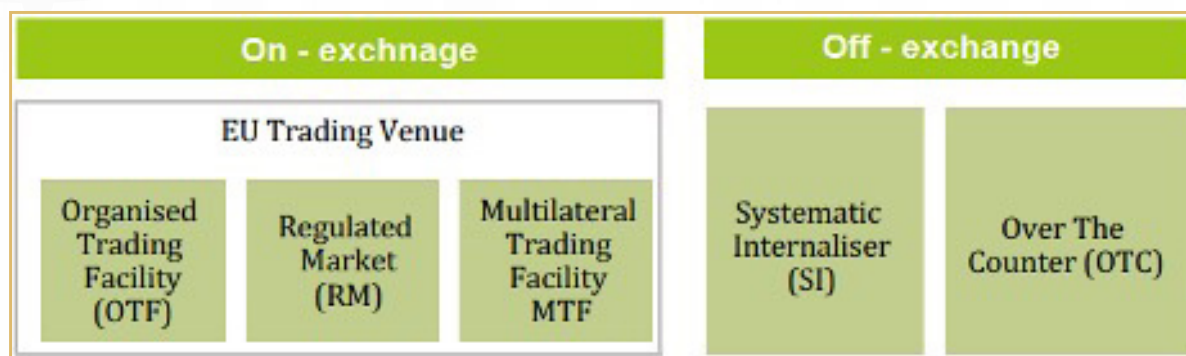
را اداره می کنند نمی توانند از طریق این سیستم، به حساب خود معامله کرده و به عنوان طرف مقابل (خریدار یا فروشنده) در برابر سایر معاملات عمل کنند.

■ **سامانه معاملات سازمان یافته (OTF):** یک مکان معاملاتی به غیر از بازارهای تحت نظارت و سامانه های معاملات چندجانبه در اتحادیه اروپا است که تحت قوانین اتحادیه اروپا یعنی قانون MiFID بوده و ابزارهای غیر سهامی همچون اوراق قرضه، ابزارهای مالی ساختاریافته و مشتقات در آن معامله می شوند. سامانه معاملات سازمان یافته یک سیستم چندجانبه است که خریداران و فروشندگان متعدد را گرد هم می آورد. این سامانه ها فقط توسط کارگزاران دارای مجوز تحت قانون MiFID اداره شده و کارگزاران می توانند در شرایط خاص (معاملات ابزارهای بدهی دولتی غیر نقد) به عنوان طرف مقابل (خریدار یا فروشنده) برای هر معامله نیز عمل کنند. هدف اصلی فعالان عمده بازار برای انجام معامله در سامانه های معاملاتی سازمان یافته، عمدتاً انجام معاملات بزرگ با هزینه های معاملاتی کمتر است. سامانه های معاملاتی سازمان یافته مشمول شفافیت های قبل و بعد از انجام معامله بوده و باید مظنه های خرید و فروش برای اوراق بهادار و حجم سفارش ها را در معرض نمایش عموم قرار دهند. همچنین طبق گزارش منتشر شده توسط نهاد ناظر بازارها و اوراق بهادار اروپا (ESMA) و مطابق با شکل ۲، معاملات خارج از بورس به دو صورت انجام می شوند که شامل معاملات انجام شده توسط داخلی سازان سیستماتیک (SIS) و معاملات OTC است. در ادامه به بررسی این دو پرداخته شده است.

بررسی انواع معاملات اوراق بهادار پرداخته است. همان طور که در شکل ۲ آورده شده است معاملات اوراق بهادار در بازارهای اروپایی به دو صورت معاملات در بورس و خارج از بورس قابل انجام هستند. معاملات در بورس به سه طریق زیر انجام می شوند:

■ **بازارهای تحت نظارت (RMs):** همان بورس های اوراق بهادار رسمی هستند.

■ **سامانه معاملات چندجانبه (MTF):** سامانه معاملات چندجانبه، یک مکان معاملاتی الکترونیکی یا کامپیوتری برای ابزارهای مالی است که به عنوان جایگزینی برای بورس های اوراق بهادار اصلی در نظر گرفته می شود. این سامانه، خریداران و فروشندگان مختلفی را از طریق سیستم های کامپیوتری و مطابق با دستورالعمل های توصیف شده در قانون اتحادیه اروپا (MiFID) با هم مرتبط ساخته و سفارش های خریداران و فروشندگان را با هم تطبیق می دهد. سامانه معاملات چندجانبه، محدودیت های کمتری برای پذیرش و معاملات انواع ابزارهای مالی دارد و سرمایه گذاران می توانند انواع اوراق بهادار از جمله سهام، اوراق بدهی، صندوق های سرمایه گذاری و انواع ابزارهای مالی خارج از بورس را نیز در آن معامله کنند. این سامانه ها، سیستم های الکترونیکی هستند که نیازی به رعایت برخی از قوانین اتحادیه اروپا نداشته و توسط بازارهای تحت نظارت یا شرکت های کارگزاری واجد شرایط اداره می شوند که در آن سفارش ها و مظنه های خریداران و فروشندگان متعدد وارد شده و با هم تطبیق داده می شوند. لازم به ذکر است بازارهای تحت نظارت یا شرکت های کارگزاری که سیستم معاملات چندجانبه



شکل ۲: تفکیک معاملات اوراق بهادار در اروپا

به عنوان مکان های معاملاتی بورسی و سامانه های معاملاتی جایگزین در بازارهای اوراق بهادار آمریکا به عنوان پلتفرم های معاملاتی خارج از بورس طبقه بندی می شوند. این تفاوت را می توان در چهارچوب های قانونی حاکم بر این دو سامانه جستجو کرد به این صورت که قوانین حاکم بر سامانه های

نکته قابل توجهی که در بازارهای اوراق بهادار اروپا و آمریکا دیده می شود این است که باینکه سامانه های معاملات جایگزین (ATSS) و سامانه های معاملات چندجانبه (MTFs) دارای کارکردهای معاملاتی مشابهی هستند اما سامانه های معاملات چندجانبه در بازارهای اوراق بهادار اروپا



می‌کنند، بدین معنی که کارگزار نقش خریدار (فروشنده) را در برابر سفارش فروش (خرید) مشتریان بازی می‌کند. لازم به ذکر است که داخلی‌ساز سیستماتیک یک مکان معاملاتی نیست بلکه یک طرف معاملاتی در برابر سفارش مشتریان است.

#### ۱-۲-۲- معاملات OTC

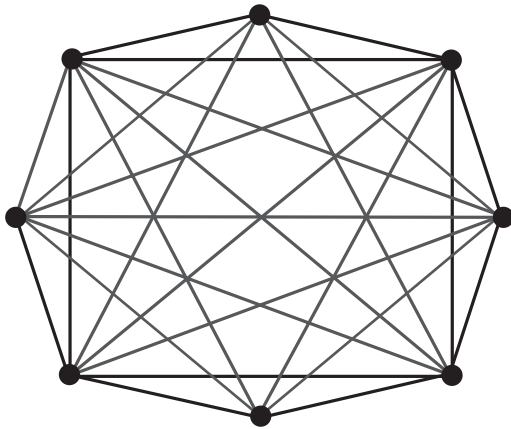
به معاملاتی گفته می‌شود که از طریق شبکه‌های کارگزار<sup>۲۸</sup> و خارج از بازار تحت نظارت (بورس‌های رسمی)، سامانه‌های معاملات چندجانبه یا سامانه‌های معاملاتی سازمان‌یافته انجام می‌شوند. این معاملات معمولاً خارج از سیستم‌هایی انجام می‌شوند که کارگزاران برای معاملات خود به‌عنوان داخلی‌ساز سیستماتیک استفاده می‌کنند. برخلاف معاملات انجام‌شده توسط داخلی‌سازان سیستماتیک که در آن کارگزاران به‌عنوان طرف مقابل (خریدار یا فروشنده) برای هر معامله عمل می‌کنند، در معاملات OTC، معاملات فقط بین دو مشتری انجام می‌شود و کارگزار فقط به‌عنوان واسطه عمل می‌کند. معاملات OTC همان‌گونه که در شکل ۳ نشان داده شده است به دو صورت قابل انجام هستند. این معاملات می‌توانند به‌صورت دوطرفه و مذاکره‌ای انجام شده و از قبل جزئیات معامله همچون قیمت و حجم آن بین خریدار و فروشنده توافق شده باشد (شکل ۳- الف)<sup>۲۹</sup> یا اینکه سرمایه‌گذاران می‌توانند بدون توافق قبلی، سفارش خود را به سیستم معاملات کارگزار ارسال کرده و کارگزار از طریق سیستم معاملات داخلی خود اقدام به تطبیق سفارش آنها کند (شکل ۳- ب)<sup>۳۰</sup>. لازم به ذکر است در شکل ۳، نقاط مشکی نشان‌دهنده مشتریان و نقاط سبز رنگ نشان‌دهنده کارگزار-معامله‌گران هستند.

معاملات چندجانبه در بازارهای اوراق بهادار اروپا مشابه قوانین حاکم بر بورس‌های اوراق بهادار رسمی و مطابق با قوانین اتحادیه اروپا است و نظارت و شفافیت اطلاعاتی لازم در این سامانه‌ها تضمین می‌شود. لازم به ذکر است که سامانه‌های معاملاتی چندجانبه مشمول الزامات شفافیت قبل و بعد از انجام معامله هستند؛ بنابراین سامانه‌های معاملات چندجانبه به دلیل همسویی قانونی با بورس‌های اوراق بهادار رسمی به‌عنوان مکان‌های معاملاتی بورسی در نظر گرفته می‌شوند. از طرف دیگر، قوانین حاکم بر سامانه‌های معاملات جایگزین در بازارهای اوراق بهادار آمریکا متفاوت از قوانین حاکم بر بورس‌های اوراق بهادار رسمی و مشابه قوانین حاکم بر فعالیت کارگزار-معامله‌گران است که این رفتار قانونی متمایز منجر به طبقه‌بندی آنها به‌عنوان مکان‌های معاملاتی خارج از بورس می‌شود. لازم به ذکر است که معاملات انجام‌شده در سامانه‌های معاملاتی جایگزین که اغلب به‌عنوان معاملات پنهان در نظر گرفته می‌شوند از شفافیت پایینی برخوردار هستند. بنابراین می‌توان گفت که تفاوت در طبقه‌بندی قانونی باعث شده است تا سامانه‌های معاملات چندجانبه به‌عنوان مکان‌های معاملاتی بورسی و سامانه‌های معاملات جایگزین به‌عنوان پلتفرم‌های معاملاتی خارج از بورس در نظر گرفته شوند.

#### ۱-۲-۱- معاملات انجام‌شده توسط داخلی‌سازان سیستماتیک (SIs)

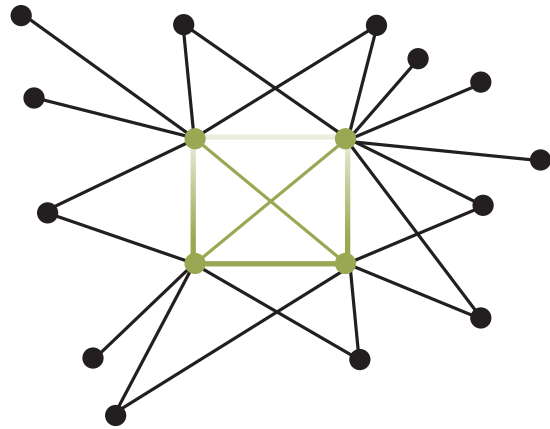
به معاملاتی اطلاق می‌شود که در سامانه معاملات داخلی کارگزاران انجام می‌شود. شرکت‌های کارگزاری در این سامانه به حساب خود و خارج از یک بازار تحت نظارت (بورس‌های رسمی)، سامانه‌های معاملات چندجانبه یا سامانه‌های معاملاتی سازمان‌یافته، اقدام به اجرای سفارش مشتریان

#### Bilateral OTC market



(الف)

#### Dealer-intermediated OTC market



(ب)

شکل ۳: نحوه معاملات OTC

از بورس می‌باشد (شکل ۴). این در حالی است که بررسی بازارهای اوراق بهادار نشان می‌دهد معاملات خارج از بورس در خارج از سیستم معاملات اصلی بورس‌ها انجام می‌شوند. پنجره بازبینی معاملات باز OTC، اطلاعات مربوط به سفارش‌هایی که خارج از سیستم معاملات Xetra مذاکره شده‌اند را نشان می‌دهد. این سفارش‌ها قابل مشاهده برای عموم نبوده و فقط طرفین معاملاتی مذاکره‌کننده توانایی مشاهده این سفارش‌ها را دارند. معاملات باز OTC پس از تأیید طرف معاملاتی مقابل از این پنجره بازبینی معاملات باز OTC حذف شده و معامله به‌منظور تسویه به سیستم‌های تسویه و پایاپای بورس ارسال می‌شود.

در چهارچوب قانون MiFID II، جزئیات تمامی معاملات خارج از بورس (معاملات SI و OTC) باید توسط شرکت‌های کارگزاری منتشر شود که اینکار از طریق یک سازمان تأییدشده<sup>۳۱</sup> و از طرف شرکت کارگزاری صورت می‌گیرد.

یکی از نکات قابل توجه در خصوص معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار اروپایی مربوط به بورس دوپچه است به این صورت که در سیستم معاملات اصلی این بورس یعنی سیستم Xetra، پنجره‌ای تحت عنوان پنجره بازبینی معاملات باز OTC<sup>۳۲</sup> تعبیه شده است که مربوط به درخواست معاملات خارج

B/S	Instr	WKN	Action	Prc	Qty	Curr	Cpty	Date
B	BMW	519000		1,435.00	85,000	DEM	ABCFRATR001	03.11.1
S	BMW	519000	A	1,432.00	4,000	DEM	ABCFRATR001	03.11.1

شکل ۴: پنجره بازبینی معاملات باز OTC در سیستم معاملات بورس دوپچه (سیستم Xetra)

انجام شود که در این صورت نیز کارگزاران باید انجام معامله را به بورس مربوطه گزارش دهند.

بررسی برخی از بازارهای اوراق بهادار همچون بوداپست و اندونزی نشان می‌دهد که تسویه معاملات خارج از بورس در این بازارها توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و بر مبنای ناخالص<sup>۳۳</sup> (معامله به معامله<sup>۳۴</sup>) انجام می‌شود یعنی هر معامله به صورت جداگانه تسویه می‌شود. این در حالی است که معاملات انجام‌شده در این بورس‌ها (معاملات در بازار نقد<sup>۳۵</sup>) همچون اکثر بورس‌های اوراق بهادار بر مبنای خالص<sup>۳۶</sup> تسویه می‌شوند یعنی تسویه بر اساس

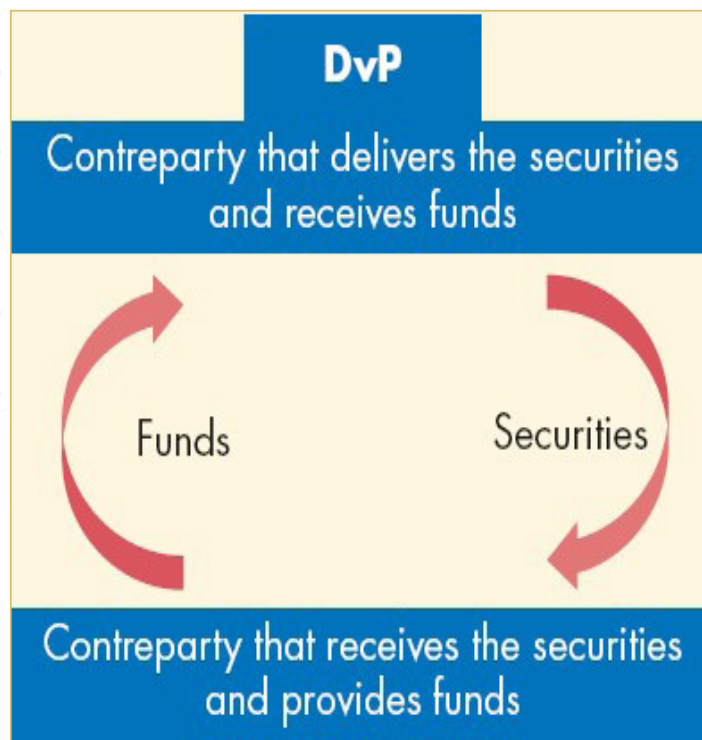
## ۲- نحوه تسویه و پایاپای معاملات در بورس‌های اوراق بهادار و بازارهای خارج از بورس

بررسی بازار اوراق بهادار برخی از کشورها همچون آلمان، استرالیا، برزیل، اندونزی، پراگ و یونان نشان می‌دهد که تسویه معاملات خارج از بورس معمولاً از طریق سیستم تسویه و پایاپای مرکزی بورس انجام می‌شود به این صورت که کارگزاران معاملات خارج از بورس را به‌منظور تسویه به سیستم‌های پایاپای و تسویه مرکزی بورس ارسال می‌کنند. لازم به ذکر است که تسویه و پایاپای معاملات خارج از بورس می‌تواند از طریق خود کارگزاران نیز

از بورس است که طی آن انتقال اوراق بهادار فقط در برابر پرداخت پول نقد انجام می‌شود. در حقیقت در روش تحویل اوراق بهادار در برابر پول، تسویه به صورت نقدی انجام می‌شود یعنی اتاق تسویه و پایاپای باید از وجود اوراق بهادار در حساب معاملاتی فروشنده و پول نقد در حساب معاملاتی خریدار اطمینان حاصل کند و مشروط به تأیید اتاق تسویه و پایاپای، همزمان اوراق بهادار از حساب معاملاتی فروشنده به حساب معاملاتی خریدار و پول نقد از حساب معاملاتی خریدار به حساب معاملاتی فروشنده منتقل می‌شود. مشروط بودن<sup>۳۰</sup> و همزمان بودن<sup>۳۱</sup> این فرآیند برای امنیت معاملات اوراق بهادار ضروری است و هرگونه ریسک عدم پرداخت اوراق بهادار یا وجوه را از بین می‌برد. در شکل ۵، سازوکار تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل در برابر پرداخت پول نشان داده شده است.

خالص موقعیت‌های معاملاتی صورت می‌گیرد. از موضوعات مهم در زمینه تسویه معاملات در بورس‌های اوراق بهادار و بازارهای خارج از بورس، روش تسویه این نوع از معاملات است که بررسی برخی از بازارهای اوراق بهادار از جمله کشورهای عضو اتحادیه اروپا، استرالیا، ژاپن، سنگاپور و اندونزی نشان می‌دهد تسویه معاملات در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس می‌تواند به صورت تحویل اوراق بهادار در برابر پرداخت پول<sup>۳۷</sup>، تحویل اوراق بهادار بدون پرداخت پول<sup>۳۸</sup> یا تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول<sup>۳۹</sup> باشد که در ادامه به تشریح آن می‌پردازیم.

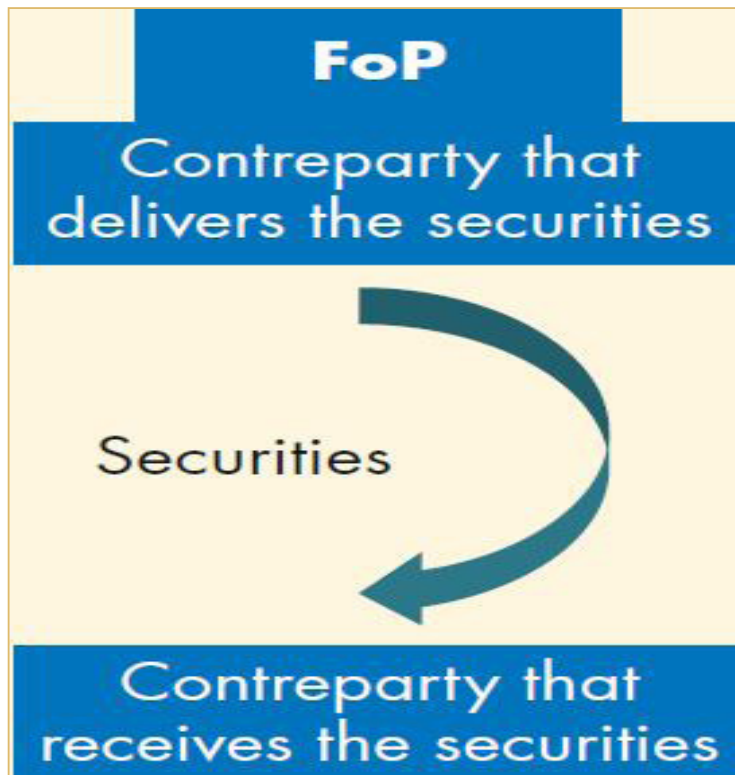
۲-۱- تحویل اوراق بهادار در برابر پرداخت پول (DVP)  
تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل در برابر پرداخت پول، یک نوع روش تسویه رایج در بازارهای اوراق بهادار شامل بورس‌ها و بازارهای خارج



شکل ۵: تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل در برابر پرداخت پول

به روش‌های دیگری صورت می‌گیرد که در ادامه مورد بحث قرار گرفته است. لازم به ذکر است که در برخی از بورس‌های اوراق بهادار همچون بورس سنگاپور، تسویه به صورت تحویل بدون پرداخت پول فقط برای معاملات خارج از بورس به کار می‌رود و برای معاملات بورسی از روش اول یعنی تحویل در برابر پرداخت پول (DVP) استفاده می‌شود. در شکل ۶، سازوکار تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل بدون پرداخت پول نشان داده شده است.

۲-۲- تحویل اوراق بهادار بدون پرداخت پول (DFP)  
از دیگر روش‌های تسویه معاملات در بازارهای خارج از بورس و برخی از بورس‌های اوراق بهادار، تحویل اوراق بهادار بدون پرداخت پول است. در این روش، تسویه معامله به صورت نقدی نیست بدین معنی که درازای انتقال اوراق بهادار از حساب معاملاتی فروشنده به حساب معاملاتی خریدار، هیچ‌گونه پول نقدی از حساب خریدار به حساب معاملاتی فروشنده منتقل نمی‌شود بلکه تسویه اوراق بهادار



شکل ۶: تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل بدون پرداخت پول

بدون پرداخت پول می توان به معاوضه اوراق بهادار، وام دهی و وام گیری اوراق بهادار<sup>۴۸</sup>، وثیقه کردن اوراق بهادار<sup>۴۹</sup>، ارث و میراث<sup>۵۰</sup>، هدیه<sup>۵۱</sup>، خیریه<sup>۵۲</sup> و تصمیم دادگاه<sup>۵۳</sup> اشاره کرد.

#### ۲-۳- تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول (DWP)

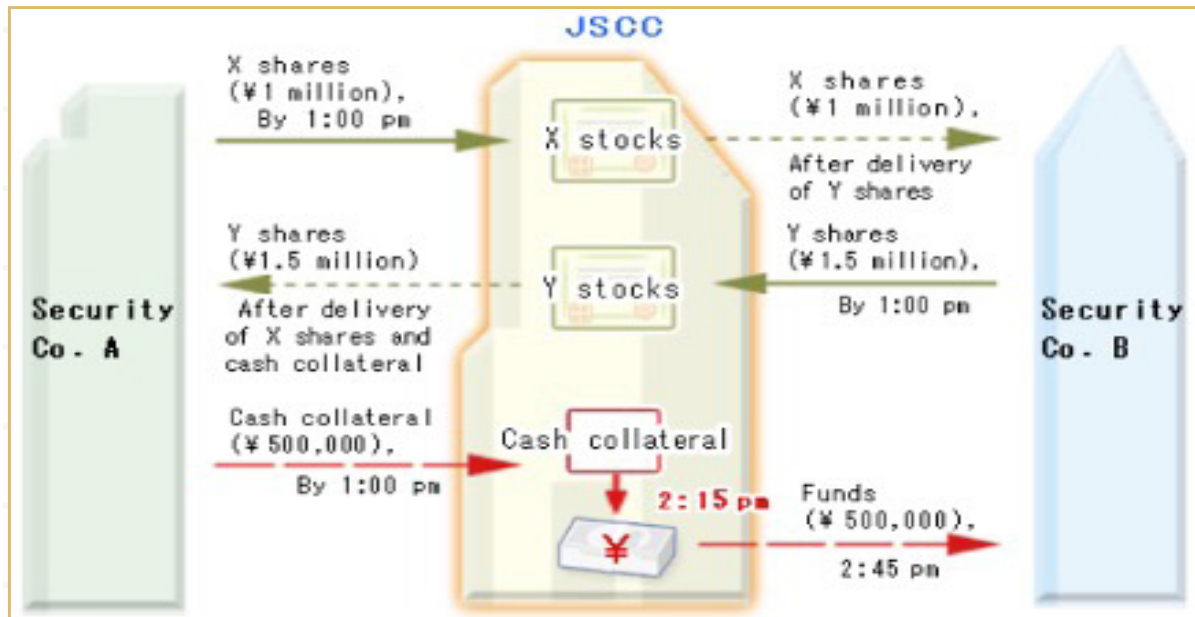
بررسی برخی از بورس ها و بازارهای خارج از بورس همچون بازارهای اوراق بهادار اروپایی و بورس ژاپن نشان می دهد که علاوه بر روش های تسویه فوق الذکر، تسویه معاملات می تواند به صورت تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول نیز انجام شود. در این نوع از روش تسویه که تقریباً تر کبیسی از روش های تحویل اوراق بهادار در برابر پرداخت پول و تحویل اوراق بهادار بدون پرداخت پول است، علاوه بر معاوضه اوراق بهادار، مبلغی پول نقد نیز بین خریدار و فروشنده ردوبدل می شود. به عنوان مثال، در شکل ۷، فرآیند تسویه معامله به صورت تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول در ژاپن نشان داده شده است. مطابق با اطلاعات مندرج در شکل ۷، تسویه معامله بین شرکت های اوراق بهادار A و B با ارزش ۱/۵ میلیون ین ژاپن از طریق مؤسسه پایاپای اوراق بهادار ژاپن<sup>۴۳</sup> است. شرکت A دارای سهام X با ارزش یک میلیون ین ژاپن و شرکت B دارای سهام Y با ارزش ۱/۵ میلیون ین ژاپن است. بنابراین برای تأیید معامله توسط مؤسسه پایاپای، شرکت A همچنین باید پول نقد معادل ۵۰۰ هزار ین ژاپن در حساب معاملاتی خود توثیق کند. مؤسسه

یکی از روش های تسویه معاملات بدون پرداخت پول در بازارهای اوراق بهادار اروپایی، معاوضه اوراق بهادار<sup>۴۲</sup> است بدین معنی که خریدار برای تسویه معامله، به جای پرداخت پول نقد به فروشنده می تواند اوراق بهادار دیگری را به فروشنده تحویل دهد و در اصطلاح اوراق بهادار را با هم معاوضه کنند؛ بنابراین شرکت سپرده گذاری مرکزی برای تسویه معامله، اوراق بهادار موجود در حساب معاملاتی فروشنده را به حساب معاملاتی خریدار و اوراق بهادار موجود در حساب معاملاتی خریدار را به حساب معاملاتی فروشنده منتقل می کند و دیگر نیازی به انتقال پول نقد نیست. همچنین تسویه اوراق بهادار به صورت تحویل بدون پرداخت پول در بازارهای اوراق بهادار اروپایی می تواند با هدف وام دهی اوراق بهادار<sup>۴۳</sup>، سپرده کردن اوراق بهادار به عنوان وثیقه<sup>۴۴</sup> یا برآوردن الزامات کسری وجه تضمین<sup>۴۵</sup> صرفاً از طریق اوراق بهادار اشاره کرد.

شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار اندونزی<sup>۴۶</sup> نیز در ۲۱ جولای ۲۰۱۴ میلادی، الزامات جدیدی را برای تسویه معاملات بدون پرداخت پول (FOP)<sup>۴۷</sup> در رابطه با سهام و اوراق بدهی شرکتی اجرا کرد که به موجب آن سرمایه گذار موظف است دلیل و هدف تسویه را بیان کند که بر این اساس، روش تسویه معاملات مشخص خواهد شد. طبق اطلاعات منتشر شده توسط شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار اندونزی، از دلایل تسویه معاملات

A به حساب معاملاتی شرکت B و سهام Y با ارزش ۱/۵ میلیون ین را از حساب معاملاتی شرکت B به حساب معاملاتی شرکت A منتقل می‌کند.

پایپای در صورت تأیید شرایط انجام معامله، سهام X با ارزش یک میلیون ین و همچنین پول نقد معادل ۵۰۰ هزار ین را از حساب معاملاتی شرکت

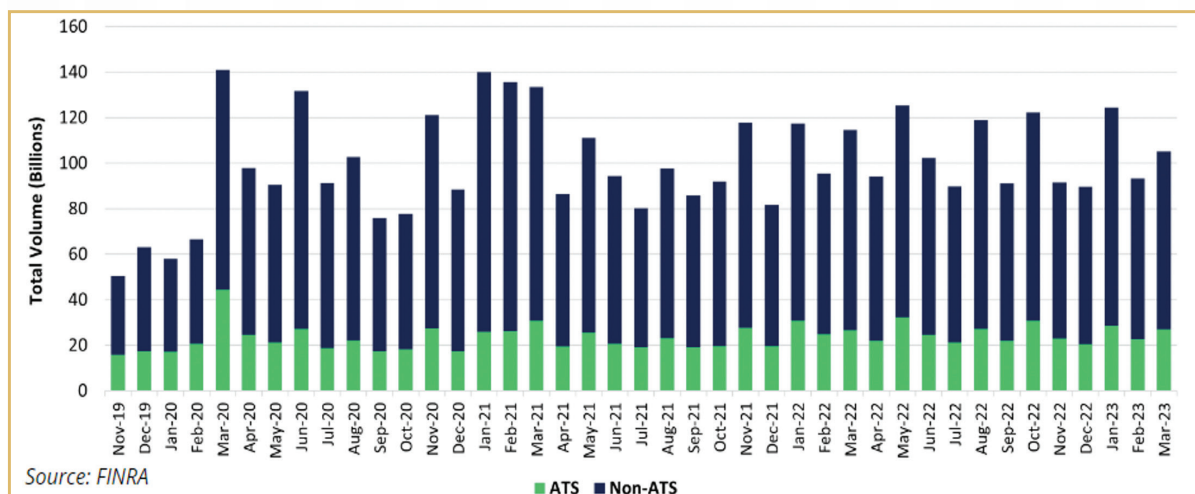


شکل ۷: فرآیند تسویه معامله به صورت تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول در ژاپن

### ۳- آمار و اطلاعات جهانی مربوط به معاملات خارج از بورس

۱-۳- بازار سهام آمریکا همان طور که در بخش اول این گزارش بیان شد معاملات خارج از بورس<sup>۵۶</sup> در بازار سهام آمریکا به دو دسته تقسیم می‌شوند که شامل معاملات انجام شده از طریق ATS و معاملات Non-ATS است. طبق نمودار ۱، از کل حجم معاملات انجام شده در خارج از بازار سهام آمریکا از نوامبر ۲۰۱۹ تا مارس ۲۰۲۳ میلادی، به‌طور میانگین حدود ۷۵ درصد آن به‌صورت Non-ATS و ۲۵ درصد آن به‌صورت ATS انجام شده است.

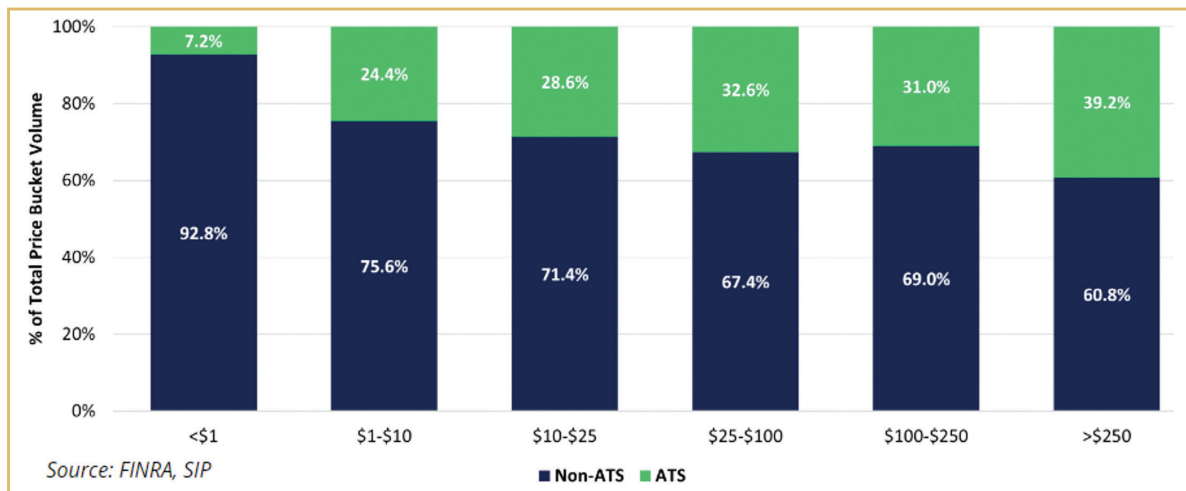
آمار و اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار خارج از بورس در سراسر دنیا نشان می‌دهد که بخش قابل توجهی از حجم و ارزش معاملات بازار سهام را معاملات خارج از بورس تشکیل می‌دهد. بدین منظور به بررسی آمار و اطلاعات مربوط به حجم معاملات بازارهای سهام آمریکا، اروپا و آمار منتشر شده توسط فدراسیون جهانی بورس<sup>۵۵</sup> می‌پردازیم.



نمودار ۱: حجم معاملات خارج از بورس در بازارهای سهام آمریکا برحسب نوع معاملات (برحسب میلیارد سهم)

مطابق با این نمودار، برای اوراق بهاداری که قیمت آنها زیر یک دلار است حدود ۹۲/۸ درصد معاملات خارج از بورس به صورت Non-ATS بوده است اما با افزایش قیمت اوراق بهادار به بالای ۲۵۰ دلار، حجم معاملات Non-ATS به ۶۰/۸ درصد رسیده است.

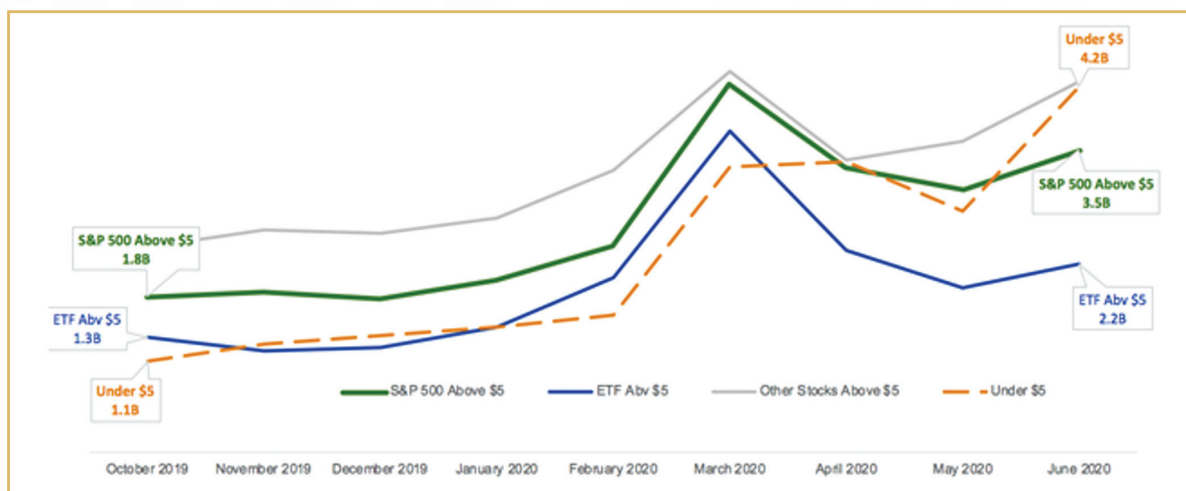
در نمودار ۲، نوع معاملات خارج از بورس برحسب گروه‌های مختلف قیمت اوراق بهادار در بازار سهام آمریکا نشان داده شده است. این نمودار حاکی از آن است که حجم معاملات Non-ATS با افزایش قیمت اوراق بهادار کاهش یافته است.



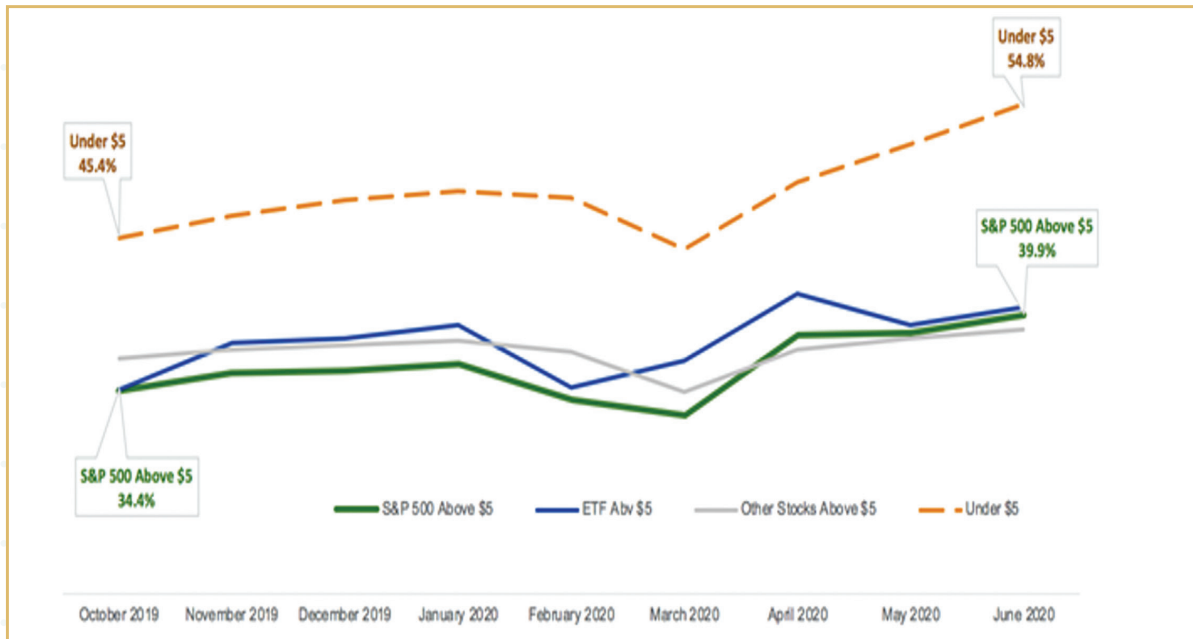
نمودار ۲: درصد حجم معاملات خارج از بورس در بازارهای سهام آمریکا برحسب قیمت اوراق بهادار

با نمودار ۴، حدود ۵۴/۸ درصد آن به صورت معاملات خارج از بورس بوده است. همچنین حجم کل معاملات سهام شامل در شاخص S&P 500 که قیمت آنها بالای ۵ دلار است برابر ۳/۵۸ میلیارد سهم است که ۳۹/۹ درصد آن را معاملات خارج از بورس تشکیل می‌دهد. برای سایر سهامی که قیمت آنها بالای ۵ دلار است حجم کل معاملات بیش از ۴/۲ میلیارد سهم است که حدود ۳۹/۵ درصد آن به صورت معاملات خارج از بورس بوده است.

نمودارهای ۳ و ۴ به ترتیب کل حجم معاملات بازارهای سهام آمریکا و سهم معاملات خارج از بورس از کل حجم معاملات را نشان می‌دهد که به‌طور کلی می‌توان گفت از اکتبر ۲۰۱۹ تا پایان ژوئن ۲۰۲۰ میلادی بیش از ۴۰ درصد حجم معاملات بازار سهام آمریکا به صورت معاملات خارج از بورس بوده است. همان‌طور که در نمودار ۳ نشان داده شده است حجم معاملات سهامی که قیمت آنها کمتر از ۵ دلار است حدود ۴/۲ میلیارد سهم است که مطابق



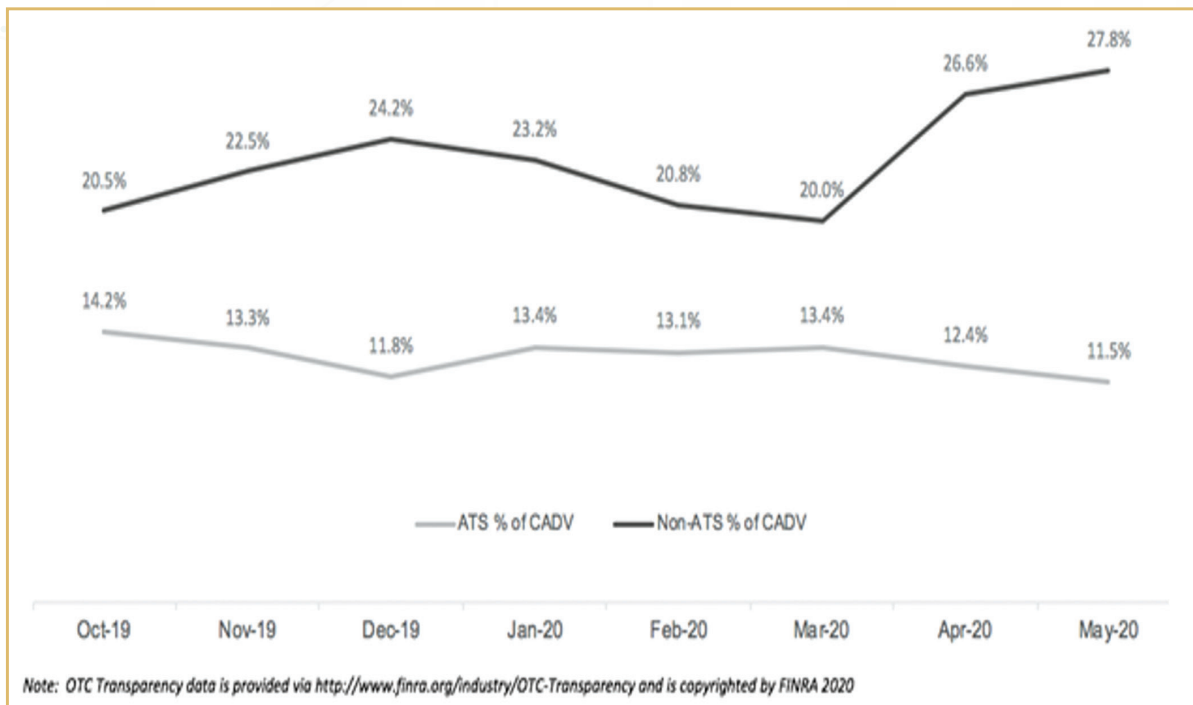
نمودار ۳: کل حجم معاملات بازار سهام آمریکا



#### نمودار ۴: سهم معاملات خارج از بورس از کل حجم معاملات بازار سهام آمریکا

نمودار ۵ نشان می‌دهد که از کل حجم معاملات خارج از بورس سهام شامل در شاخص S&P 500 حدود ۲۷/۸ درصد به صورت Non-ATS و ۱۱/۵ درصد به صورت ATS انجام شده است.

همان‌طور که در نمودار ۴ نشان داده شده است در می ۲۰۲۰ میلادی، حدود ۳۹/۳ درصد از حجم معاملات سهام شامل در شاخص S&P 500 به صورت معاملات خارج از بورس بوده است. در این راستا،



#### نمودار ۵: معاملات خارج از بورس سهام شامل در شاخص S&P 500 به تفکیک معاملات

حجم معاملات خارج از بورس را منتشر کرده است. در این گزارش، حجم معاملات خارج از بورس مربوط به ۳۰ کشور عضو ناحیه اقتصادی اروپا (EEA30)<sup>۵۸</sup> آورده شده است که در جدول ۱ نشان داده شده است. اطلاعات مندرج در این جدول حاکی از آن است که در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی حدود ۱۹ درصد از کل حجم معاملات بازار سهام کشورهای عضو EEA30 به صورت معاملات خارج از بورس بوده است که از این میزان حدود ۹ درصد معاملات از طریق داخلی سازان سیستماتیک و ۱۰ درصد معاملات در OTC انجام شده است. از طرفی در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی، حدود ۶۶ درصد از کل حجم معاملات بازار اوراق قرضه کشورهای عضو EEA30 به صورت معاملات خارج از بورس بوده است که حدود ۵۶ درصد معاملات از طریق داخلی سازان سیستماتیک و ۱۰ درصد معاملات در OTC انجام شده است.

لازم به ذکر است که در سپتامبر ۲۰۲۳ میلادی ۲۰ سهم از فعال ترین سهام در بازار سهام آمریکا که ۱۴/۹ درصد از کل حجم معاملات و ۱۸/۸۱ درصد از کل ارزش معاملات بازار سهام آمریکا را به خود اختصاص داده اند حدود ۵۹/۲۵ درصد حجم معاملات آنها به صورت خارج از بورس انجام شده است.

### ۳-۲- بازار اوراق بهادار اروپا

همان طور که در بخش اول این گزارش بیان شد، معاملات خارج از بورس در بازارهای اوراق بهادار اروپا به دو بخش معاملات انجام شده توسط داخلی سازان سیستماتیک و معاملات OTC تقسیم می شوند.

نهاد ناظر اوراق بهادار و بازارهای اروپا (ESMA)<sup>۵۷</sup> در دسامبر سال ۲۰۲۱ میلادی در گزارش سالانه خود در رابطه با بازارهای اوراق بهادار اتحادیه اروپا، آمار و اطلاعات مربوط به

جدول ۱: فعالیت های معاملاتی ۳۰ کشور عضو ناحیه اقتصادی اروپا (EEA30)

	Equity			Bond		
	All	Shares	ETFs	All	Corporate	Sovereign
<b>Size</b>						
Number of instruments	26,988	20,261	5,376	106,388	66,907	6,738
out of which newly admitted	3,223	2,636	483	20,669	12,125	1,178
out of which liquid	2416	1438	911	882	418	436
Total trading volumes (EUR tn)	8.8	7.6	1.1	17.9	5.2	10.7
Total number of transactions (mn)	1,129	1,079	32	9.3	3.8	4.9
Total EEA30 market capitalisation (EUR tn)	13	13	n/a	21.8	11.3	7.1
<b>Trading activity</b>						
On-exchange (% of total volumes)	82	83	74	34	40	36
RMs	70	75	42	8	1	11
MTFs	11	8	31	18	20	19
OTFs				9	18	6
Off-exchange (% of total volumes)	19	17	26	66	60	64
SIs	9	7	22	56	47	59
OTC	10	10	4	10	14	6



طریق داخلی‌سازان سیستماتیک و ۲۴ درصد معاملات در OTC انجام شده است. از طرفی در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی، حدود ۵۹ درصد از کل حجم معاملات بازار اوراق قرضه کشورهای عضو EEA31 به صورت معاملات خارج از بورس بوده است که حدود ۴۷ درصد معاملات از طریق داخلی‌سازان سیستماتیک و ۱۲ درصد معاملات در OTC انجام شده است.

در جدول ۲ اطلاعات مربوط به مجموع حجم معاملات خارج از بورس مربوط به ۳۰ کشور عضو ناحیه اقتصادی اروپا و انگلستان (EEA31) آورده شده است. این جدول نشان می‌دهد که در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی حدود ۴۴ درصد از کل حجم معاملات بازار سهام کشورهای عضو EEA31 به صورت معاملات خارج از بورس بوده است که از این میزان حدود ۲۰ درصد معاملات از

جدول ۲: فعالیت‌های معاملاتی ۳۰ کشور عضو ناحیه اقتصادی اروپا و انگلستان (EEA31)

Size	Equity			Bond		
	All	Shares	ETFs	All	Corporate	Sovereign
Number of instruments	29,359	21,880	5,965	123,262	69,095	8,353
of which newly admitted	3,416	2,728	580	23,480	14,342	1,367
Total trading volume (EUR tn)	28.0	24.9	2.7	61.6	14.4	43.7
Total number of transactions (mn)	2,438.2	2,341.3	46.5	20.0	9.4	9.6
Total EEA30 market capitalisation (EUR tn)	13	13	n/a	21.8	11.3	7.1
Total UK market capitalisation (EUR tn)	2.5	2.5	n/a	4.3	2.1	2
<b>Trading activity</b>						
On-exchange (% of total volumes)	56	55	67	41	45	41
RMs	28	29	24	2	1	3
MTFs	28	27	42	21	27	20
OTFs				18	18	19
Off-exchange (% of total volumes)	44	45	33	59	55	59
SIs	20	19	21	47	43	48
OTC	24	26	12	12	12	11

معاملات بازار سهام را معاملات خارج از بورس تشکیل می‌دهد به طوری که در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی، در بازارهای اوراق بهادار اروپایی (۳۰ کشور عضو ناحیه اقتصادی اروپا و انگلستان) حدود ۴۴ درصد از کل حجم معاملات بازار سهام به صورت معاملات خارج از بورس بوده است. در پایان ژوئن ۲۰۲۰ میلادی بیش از ۴۰ درصد حجم معاملات بازار سهام آمریکا به صورت معاملات خارج از بورس انجام شده است. همچنین طبق آمار منتشر شده توسط فدراسیون جهانی بورس‌ها، در پایان سال ۲۰۲۲ میلادی، نسبت ارزش معاملات خارج از بورس به معاملات انجام شده در بورس حدود ۳۶/۶ درصد است.

معاملات خارج از بورس به معاملات اوراق بهادار بورسی و غیربورسی گفته می‌شود که خارج از سیستم معاملات بورس و توسط کارگزاران دارای مجوز انجام می‌شوند. این معاملات

### ۳-۳- فدراسیون جهانی بورس‌ها<sup>۹</sup>

طبق آمار منتشر شده توسط فدراسیون جهانی بورس‌ها در پایان سال ۲۰۲۲ میلادی، ارزش کل معاملات سهام انجام شده از طریق سیستم معاملات الکترونیکی بورس‌ها حدود ۱۴۵/۶ هزار میلیارد دلار است. از طرفی ارزش کل معاملات مذاکره‌ای سهام (معاملات خارج از بورس) حدود ۵۲/۴ هزار میلیارد دلار است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نسبت ارزش معاملات مذاکره‌ای به معاملات انجام شده از طریق سیستم معاملات الکترونیکی بورس حدود ۳۶/۶ درصد است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

آمار و اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار خارج از بورس در سراسر دنیا نشان می‌دهد که بخش قابل توجهی از حجم و ارزش

and stock market fragmentation", Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), 2016.

4) "Securities settlement systems", Banque de France, 2018.

5) "Indonesia: New formatting requirements for FOP securities transactions", Clearstream, 2014.

6) "Trading System User Guide Release 3", Deutsche Börse AG, 2012.

7) "Off-exchange Trading in Modern Equity Markets", Fatemeh Aramian, Stockholm University, 2021.

8) "Payment And Securities Settlement Systems in The European Union", European Central Bank, 2007.

9) <https://www.finra.org/investors/insights/where-do-stocks-trade>

10) <https://www.cboe.com/insights/posts/off-exchange-trends-beyond-sub-dollar-trading/>

## پانویس‌ها

- 1- Off Exchanges Trading
- 2- Bilateral
- 3- Negotiated Trades
- 4- Off Exchange Platforms
- 5- Lit Trading
- 6- Dark Trading
- 7- Alternative Trading Systems (ATS)
- 8- Over the Counter (OTC)
- 9- Self-Regulatory Organization (SRO)
- 10- Multilateral
- 11- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)
- 12- Regulation ATS
- 13- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)
- 14- Rules On Disruptive or Manipulative Quoting and Trading Activity

می‌توانند به صورت دوطرفه و مذاکره‌ای بوده و از قبل قیمت و حجم آن بین خریدار و فروشنده توافق شده باشد یا اینکه سرمایه‌گذاران می‌توانند بدون توافق قبلی، سفارش خود را به سیستم معاملات کارگزار ارسال کرده و کارگزار از طریق سیستم معاملات داخلی خود اقدام به تطبیق سفارش آنها کند. لازم به ذکر است که خود کارگزار نیز می‌تواند به عنوان طرف معاملاتی مقابل خریدار و فروشنده ایفای نقش کند که در اصطلاح به آنها داخلی‌سازان سیستماتیک گفته می‌شود.

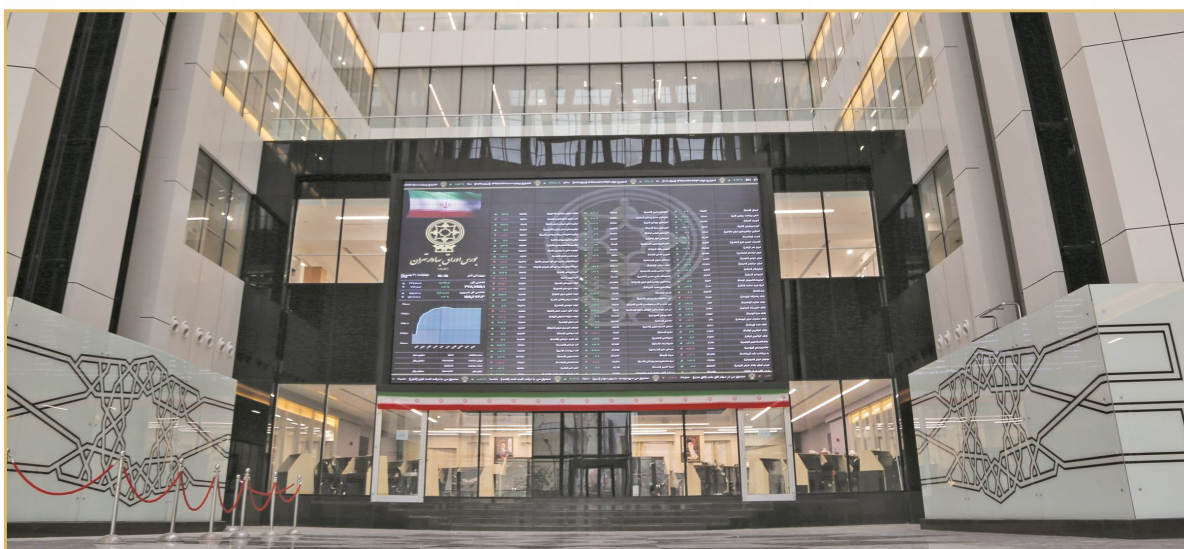
بررسی بازارهای اوراق بهادار نشان می‌دهد که تسویه معاملات خارج از بورس معمولاً از طریق سیستم تسویه و پایاپای مرکزی بورس انجام می‌شود به این صورت که کارگزاران باید معاملات خارج از بورس را به منظور تسویه به سیستم‌های پایاپای و تسویه مرکزی بورس ارسال کنند. لازم به ذکر است که تسویه و پایاپای معاملات خارج از بورس می‌تواند از طریق خود کارگزاران نیز انجام شود که در این صورت نیز کارگزاران باید انجام معامله را به بورس مربوطه گزارش دهند. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهد که تسویه معاملات خارج از بورس بر مبنای ناخالص و به صورت معامله به معامله انجام می‌شود. این در حالی است که در اکثر بورس‌های اوراق بهادار تسویه معاملات انجام شده در بورس‌ها (معاملات بازار نقد) بر مبنای خالص صورت می‌گیرد.

از طرفی تسویه معاملات در بازارهای خارج از بورس و بورس‌های اوراق بهادار می‌تواند به صورت تحویل اوراق بهادار در برابر پرداخت پول (DVP)، تحویل اوراق بهادار بدون پرداخت پول (DFP) و تحویل اوراق بهادار با پرداخت پول (DWP) انجام شود. در صورتی که تسویه معاملات به صورت تحویل بدون پرداخت پول انجام گیرد، سرمایه‌گذار باید دلیل و هدف خود از این نوع تسویه را اعلام کند که از جمله این اهداف می‌توان به معاوضه اوراق بهادار<sup>۶</sup> اشاره کرد. بنابراین معامله‌گران در صورت لزوم می‌توانند بدون پرداخت پول و از طریق معاوضه اوراق بهادار نیز اقدام به تسویه معاملات از جمله معاملات خارج از بورس کنند.

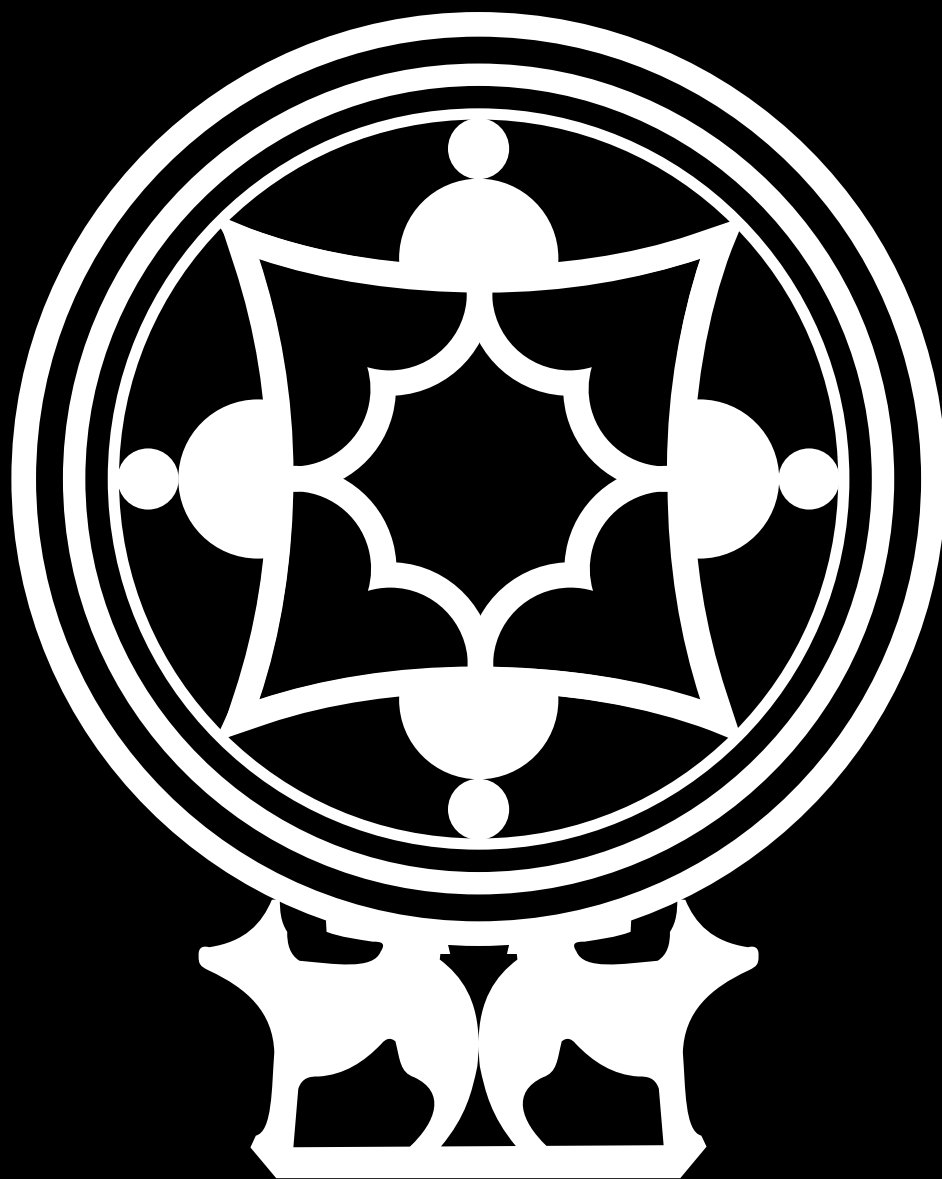
## منابع

- 1) "ESMA Annual Statistical Report on EU securities markets", European Securities and Markets Authority (ESMA), 2020.
- 2) "MiFID II / MiFIR post-trade reporting requirements", Association for Financial Markets in Europe (AFME), 2017.
- 3) "Changing business models of stock exchanges

- 38- Delivery Free of Payment (DFP)
- 39- Delivery With Payment (DWP) or Delivery and Payment (DAP)
- 40- Conditionality
- 41- Simultaneity
- 42- Barter of Securities
- 43- Securities Lending
- 44- Securities Deposit as Collateral
- 45- Margin Call
- 46- Indonesia Central Securities Depository
- 47- Free of Payment (FOP)
- 48- Securities Borrowing and Lending (SBL)
- 49- Securities Collateral/Pledge
- 50- Inheritance/Heritage
- 51- Gift
- 52- Charity
- 53- Court Decision
- 54- Japan Securities Clearing Corporation (JSCC)
- 55- World Federation of Exchanges (WFE)
- 56- Off-Exchange Volume
- 57- European Securities and Markets Authority (ESMA)
- 58- European Economic Area 30 (EEA30)
- 59- World Federation of Exchanges (WFE)
- 60- Barter of Securities
- 15- Dark Pool
- 16- FINRA Trade Reporting Facility (TRF)
- 17- Registered Broker-Dealer
- 18- Bilateral Trades
- 19- Systematic Internalisers (SIs)
- 20- Wholesalers
- 21- Single Dealer Platform
- 22- Retail Broker-Dealers
- 23- National Best Bid or Offer
- 24- Best Execution
- 25- Regulated Markets (RMs)
- 26- Multilateral Trading Facilities (MTFs)
- 27- Organised Trading Facilities (OTFs)
- 28- Broker Networks
- 29- Bilateral OTC Market
- 30- Dealer-Intermediated OTC Market
- 31- Approved Publication Arrangement (APA):  
 نهادی است که مجاز به انتشار گزارش‌های معاملاتی از طرف شرکت‌های  
 کارگزاری مطابق با قانون MiFID II است.
- 32- Open OTC Trade Overview window
- 33- Gross Basis
- 34- Trade-By-Trade Basis
- 35- Spot Market
- 36- Net Basis
- 37- Delivery Versus Payment (DVP)



# BOURSE MAGAZINE



 [WWW.TSEMAG.IR](http://WWW.TSEMAG.IR)  
 [INFO@TSEMAG.IR](mailto:INFO@TSEMAG.IR)